



كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

الرقم التسلسلي: .. / 2018

قسم: العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

دفعلة: 2018

الميدان: علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير

الشعبة: العلوم الاقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

دور الهيئات التنظيمية والرقابية في دعم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية
دراسة مقارنة للسوق الرسمي ببورصة الجزائر وسوق الأسهم السعودي خلال
الفترة (2008-2016)

تحت إشراف الأستاذ:

د. عادل طلبية

من إعداد الطالبتين:

- حكيمة حركات

- حنان حركات

جامعة العربي التبسي - تبسة
University of Arab Science and Technology

نوقشت أمام اللجنة المكونة من الأساتذة:

| الاسم واللقب | الرتبة العلمية | الصفة |
|---------------|---------------------|--------------|
| د. وئام ملاح | أستاذة محاضرة - ب - | رئيسا |
| د. عادل طلبية | أستاذ محاضر - ب - | مشرفا ومقررا |
| أ. وليد عابي | أستاذ مساعد - أ - | عضوا مناقشا |

السنة الجامعية: 2018/2017

كلمة شكر

لبسم الله الرحمن الرحيم

"...رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين".
صدق الله العظيم الآية [19] سورة النمل

الحمد لله الذي لا يبالغ مدحه القائلون، ولا يحصي نعماه العادون، ولا يؤدي حقه المجتهدون.

بعد شكر الله شكرا يليق بجلاله وعظيم سلطانه وكبريائه وعظمته ومنه وكرمه الذي أحاطنا به ورعايته لنا في إنجاز هذه الدراسة وما توفيقنا إلا بالله والصلاة والسلام على خير خلق الله محمد آله وصحبه ومن ولاءه" وانطلاقا من قوله عليه الصلاة والسلام " لا يشكر الله من لا يشكر الناس".

يسعدنا أن نتقدم بالشكر والتقدير إلى أستاذي المشرف الدكتور عادل طلببة على قبوله أولا الإشراف على المذكرة، كما نشكره على كل الوقت الذي أتاحه لنا سواء لإبداء التوجيه أو التصحيح أو نصائحه القيمة لبحثنا هذا.

كما نتوجه بجزيل الشكر والتقدير إلى لجنة المناقشة المكون من الأستاذ وليد عابي، والدكتورة وئام ملاح على قبولهما مناقشة هذه المذكرة.

وإلى كل أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بجامعة الشيخ العربي التبسي -تبسة-.

أشكر جميع من شجعنا أو ساعدنا من قريب أو من بعيد، وبأن شكل من الأشكال على إتمام هذا العمل المتواضع.

أسأل الله أن يجزيهم خير الجزاء عنا، وبورك فيهم.

الإهداء

الشكر لله عز وجل أن وفقني أعانني على بلوغ هذه المرحلة من العلم، وأسأله عز وجل أن يجعل هذا العلم خالصا لوجهه الكريم، وأن يعينني على نشر علمه تحت ظله ورعايته ورضاه.

" وقضى ربك ألا تعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسانا..." صدق الله العظيم [الآية 23] سورة الإسراء

أهدي ثمرة هذا العمل:

إلى من وقفت إلى جانبي ... هيات لي كل سبل الراحة... إلى من تقف عباراتي أمامها... احتراما لها....

إلى منارة حياتي، إلى سند ظهري، إلى الذي رسم معالم دربي وعبد الطرقات أمامي فصرت بخطى ثابتة مرفوعة الرأس دون أن أحنني...

إلى من هما أحق الناس بصحبتني، ودعائهما متواصل في حضوري وغيبتي، ورضاهما عليا هو غايتي ورغبتني، أطال الله في عمرهما. أهدي ثمرة جهدي ومحبتني...

إلى مرشدي ودليلي في الحياة أبي الغالي.

إلى مساندتي بحنان أمي الحبيبة.

إلى من ساندتي بدعواتها أمي وأم زوجي.

إلى الذين ترعرعت وإياهم وعشنا أجمل لحظات الحياة. إخوتي وأخواتي الأعزاء أخص بالذكر حنان وأمال.

إلى حبيبة قلبي وصديقة طفولتي وحياتي "حنان" التي كانت لي عوناً في إتمام هذه المذكرة أدامها الله بصحة وعافية وحفظها لي...

إلى كل أفراد عائلتي وعائلتي زوجي.

إلى من سأكمل معه مشوار حياتي: زوجي العزيز عادل الذي وقف بجانبني وكان سندا لي.

إلى بلسم جروحي... وفرح روحي.... إلى رفيق دربي وأنيسي.... مذكرتي هي لــــك

إلى جميع زملاء الدراسة دفعة (2017-2018) رفقاء الدرب وأخص بالذكر: عبير، صبرين، وفاء، نعيمة، ثلجة، إلهام، مفيدة، لينة، نور الهدى، شادية، مرجانة، رفيقة، نوال....

إلى كل من وسعهم قلبي ولم تسعهم مذكرتي إلى كل من علمني حرفا وأنار لي دربا وكان على الصعاب معينا. إلى كل هؤلاء أهدي هذا العمل.

حكيمة

الإهداء

الحمد لله أولاً وقبل كل شيء على أن هداني لإنجاز هذا العمل ووفقتي ورزقني الصبر لإتمامه.
من قال فيهما الله سبحانه وتعالى " واخض لهما جناح الذل من الرحمة وقل ربي أرحمهما كما
رياني صغيراً" صدق الله العظيم الآية [24] سورة الإسراء.

أهدي هذا العمل إلى:

إلى بهجة القلب والنجمة التي تلمع في ليل همي...الملاك الساهر التي تحنو علي بأنفاس
العبير... التي علمتني فلسفة الدنيا تبنى على التضحيات والفداء...نبع الحنان والمحبة
والعطاء...الكلمة الأولى
أمي الحنونة

إلى الذي أحب الشقاء لأجل سعادتي، إلى الذي علني حلوة الحياة ومرها إلى الذي رسخ فيا
مبدأ الاعتماد على النفس والتحمل والصبر...إلى الذي رطب أذني بترتيل القرآن فأشعرني أن
كل الكون آذان...وعلمني ما كنت أجهله...إلى الشمعة التي تحرق لتتير الطريق...أبي الغالي.

إلى الذين وفروا لي كل أسباب التوفيق والنجاح إخوتي الأعزاء كل باسمه وأبنائهم. وأخواتي
العزيزات على قلبي وأخص الذكر إلى أختي الصغيرة " أمال "

إلى من سأكمل معه مشوار حياتي إن شاء الله...

إلى من عملت معي بكد بغية إتمام هذا العمل أختي ورفيقتي وصديقتي وحببية قلبي "حكيمة"

إلى الذين أجلو أفكارني وبددوا حجب الظلمة في نفسي... أساتذتي ومعلمي في كل الأطوار.

إلى جميع زملاء الدراسة دفعة (2018/2017) ورفقاء الدرب وأخص بالذكر: عبير،
صبرين، مرجانة، نور، شادية، مروى، إلهام، نعيمة، ثلجة، وفاء، لينة، مفيدة. نوال، رفيقة.

إلى من جمعتني بهم الحياة هم في ذاكرتي ولم تسعهم مذكرتي، وغرسوا في قلبي، ولم ينسهم
قلمي. إلى كل هؤلاء، وباسم معاني الوفاء أهدي هذا العمل.

حنان

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

| | |
|------|---|
| - | الشكر والعرفان |
| - | الإهداء |
| I | فهرس المحتويات |
| IV | فهرس الجداول |
| VI | فهرس الأشكال |
| VIII | فهرس الملاحق |
| أ | المقدمة العامة |
| - | الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة أسواق الأوراق المالية |
| 02 | تمهيد الفصل |
| 03 | المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية |
| 03 | المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية |
| 05 | المطلب الثاني: وظائف ومكونات أسواق الأوراق المالية |
| 10 | المطلب الثالث: أدوات أسواق الأوراق المالية |
| 19 | المبحث الثاني: المعلومات وكفاءة أسواق الأوراق المالية |
| 19 | المطلب الأول: احتياجات ومصادر المعلومات في أسواق الأوراق المالية |
| 23 | المطلب الثاني: مفهوم وأنواع كفاءة أسواق الأوراق المالية |
| 28 | المطلب الثالث: مستويات كفاءة أسواق الأوراق المالية |
| 31 | المبحث الثالث: متطلبات ومعوقات كفاءة أسواق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها |
| 31 | المطلب الأول: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية |
| 33 | المطلب الثاني: مؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية |
| 38 | المطلب الثالث: معوقات كفاءة أسواق الأوراق المالية |
| 41 | خلاصة الفصل |
| - | الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية |
| 43 | تمهيد الفصل |
| 44 | المبحث الأول: تنظيم ومراقبة أسواق الأوراق المالية |
| 44 | المطلب الأول: مفهوم الهيئات التنظيمية والرقابية في أسواق الأوراق المالية |

فهرس المحتويات

| | |
|-----|---|
| 47 | المطلب الثاني: المتعاملون وشروط الإدراج في أسواق الأوراق المالية |
| 49 | المطلب الثالث: آليات التعامل في أسواق الأوراق المالية |
| 54 | المبحث الثاني: أدوات التنظيم والرقابة في أسواق الأوراق المالية |
| 54 | المطلب الأول: أدوات تعزيز الإفصاح والشفافية |
| 60 | المطلب الثاني: الرقابة على التداول وجهود تعزيز رشادة المستثمر |
| 66 | المطلب الثالث: مراقبة الشركات المرخصة وملاءتها المالية |
| 69 | المبحث الثالث: مساهمة الأدوات التنظيمية والرقابية في دعم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية |
| 69 | المطلب الأول: دور الإفصاح في تخفيض حالة عدم التأكد وإدارة مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية |
| 76 | المطلب الثاني: دور الالتزام بالإفصاح في زيادة ثقة المستثمر وتخفيض تكاليف الصفقات في أسواق الأوراق المالية |
| 80 | المطلب الثالث: دور الرقابة على التداول والشركات المرخصة في دعم ثقة ووعي المستثمر في أسواق الأوراق المالية |
| 83 | خلاصة الفصل |
| - | الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر |
| 85 | تمهيد الفصل |
| 86 | المبحث الأول: تقديم سوق الأسهم السعودي وبورصة الجزائر |
| 86 | المطلب الأول: نشأة ومراحل تطور أسواق الأوراق المالية محل الدراسة |
| 92 | المطلب الثاني: مهام الهيئات التنظيمية والرقابية لأسواق محل الدراسة |
| 95 | المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لأسواق الأوراق المالية محل الدراسة |
| 101 | المبحث الثاني: تطور متطلبات الكفاءة في سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر |
| 101 | المطلب الأول: تطور عدد الشركات المدرجة والرسمة البورصية في أسواق محل الدراسة خلال الفترة (2008-2016) |
| 110 | المطلب الثاني: تطورات مؤشرات السيولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) |
| 120 | المطلب الثالث: مؤشرات حماية وتوعية المستثمر للفترة (2008-2016) |
| 123 | المبحث الثالث: الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية محل الدراسة |

فهرس المحتويات

| | |
|-----|--|
| 123 | المطلب الأول: الأدوات المعتمدة من طرف الهيئات التنظيمية في أسواق محل الدراسة خلال الفترة (2008-2016) |
| 130 | المطلب الثاني: جهود الهيئات التنظيمية والرقابية في تحسين الكفاءة في الأسواق محل الدراسة خلال الفترة(2008-2016) |
| 140 | المطلب الثالث: معوقات سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر في أسواق محل الدراسة (2008 - 2016) |
| 144 | خلاصة الفصل |
| 146 | الخاتمة العامة |
| 153 | قائمة المراجع |
| 165 | الملاحق |
| 168 | الملخص |

فهرس الجداول

فهرس الجداول

| رقم الجدول | عنوان الجدول | الصفحة |
|------------|--|--------|
| (01-03) | تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | 101 |
| (02-03) | تطور القيمة السوقية والمؤشر العام في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة من (2008-2016) | 103 |
| (03-03) | تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) | 105 |
| (04-03) | تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) | 107 |
| (05-03) | يوضح تطور الرسملة البورصية في أسواق محل الدراسة خلال الفترة (2008-2016) | 109 |
| (06-03) | قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | 110 |
| (07-03) | عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | 112 |
| (08-03) | عدد الصفقات المنفذة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | 113 |
| (09-03) | تطور مؤشر قيمة التداول في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) | 114 |
| (10-03) | عدد الأسهم المتداولة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) | 116 |
| (11-03) | عدد الصفقات المنفذة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) | 117 |
| (12-03) | قيمة الأسهم المتداولة في أسواق محل الدراسة خلال الفترة (2008-2016) | 119 |
| (13-03) | عدد الشكاوى في الفترة (2008 - 2016) | 121 |
| (14-03) | القوائم المالية المختصرة و المفصلة وعدد الإعلانات المنشورة على موقع التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة(2008-2016) | 131 |
| (15-03) | تطورات الرقابة على التداولات والتعاملات في سوق الأسهم السعودي خلال | 134 |

فهرس الجداول

| | الفترة (2008-2016) | |
|-----|--|---------|
| 137 | جهود هيئة السوق المالية في توعية المستثمر وإعلام الجمهور | (03-16) |
| 138 | عدد التراخيص التي شملتها أعمال التفتيش في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | (03-17) |

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

| الصفحة | عنوان الشكل | رقم الشكل |
|--------|--|-----------|
| 09 | أنواع أسواق الأوراق المالية | (01-01) |
| 18 | الأدوات المتداولة في أسواق الأوراق المالية | (02-01) |
| 27 | سلوك الأسعار في ظل الصيغ الكفاءة الكاملة والاقتصادية | (03-01) |
| 71 | عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية | (01-02) |
| 72 | علاقة الإفصاح المحاسبي بسوق رأس المال | (02-02) |
| 102 | يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | (01-03) |
| 103 | تطور القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | (02-03) |
| 104 | تطور المؤشر العام في سوق السهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | (03-03) |
| 106 | عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) | (04-03) |
| 107 | تطور القيمة السوقية في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) | (05-03) |
| 108 | عدد الشركات المدرجة في الأسواق محل الدراسة خلال الفترة (2008-2016) | (06-03) |
| 111 | تطور قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | (07-03) |
| 112 | تطور عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | (08-03) |
| 113 | عدد الصفقات المنفذة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | (09-03) |
| 115 | تطور مؤشر قيمة التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) | (10-03) |
| 116 | تطور عدد الأسهم المتداولة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) | (11-03) |

فهرس الأشكال

| | | |
|-----|---|---------|
| 118 | عدد الصفقات المنفذة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) | (12-03) |
| 122 | عدد الشكاوي في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | (13-03) |
| 125 | مراحل الرقابة على التداولات في سوق الأسهم السعودي | (14-03) |
| 132 | القوائم المالية المختصرة و المفصلة وعدد الإعلانات المنشورة على موقع التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | (15-03) |
| 134 | تطورات الرقابة على التداولات والتعاملات في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | (16-03) |
| 135 | حالات اشتباه في مخالفة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | (17-03) |
| 138 | عدد التراخيص التي شملتها أعمال التفتيش في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) | (18-03) |

فهرس الملاحق

فهرس الملاحق

| الصفحة | عنوان الملحق | رقم الملحق |
|--------|--|------------|
| 166 | الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالية | (01-03) |
| 167 | الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ومكونات بورصة الجزائر | (02-03) |
| 168 | متطلبات إفصاح الشركات المدرجة وفقا للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها | (03-03) |

تشغل أسواق الأوراق المالية مكانة بارزة في الاقتصاديات الحديثة ، كونها تعتبر ركيزة من الركائز الأساسية للنهوض بالاقتصاد وتحقيق النمو الاقتصادي، من خلال جذب المدخرات وتأمين الموارد التمويلية للمشاريع الاستثمارية وتحقيق عمليات تبادل الأوراق المالية، لكن الحاجة إلى كفاءة تعبئة المدخرات ورفع كفاءة تخصيص الموارد المالية المتاحة زاد من ضرورة الاهتمام بكفاءة أسواق الأوراق المالية وتطوير وتحسين جميع المستويات التنظيمية والرقابية والإدارية بهذه الأسواق.

حيث يتوقف تحقيق هذه الكفاءة على توفر العوامل والمتطلبات التي تضمن القيمة العادلة للأوراق المالية المتداولة فيها من خلال تحسين كفاءة تسعير الأوراق المالية وكفاءة التشغيل، وكذا ضمان سيولة الأوراق المالية بالإضافة إلى رشادة المستثمر وعدالة السوق التي تستوجب المساواة بين كافة المستثمرين في الحصول على المعلومات، التي يمكن قياسها باعتماد على مجموعة من المؤشرات تساعد في رصد تطور هذه المتطلبات.

وفي سبيل تحقيق ودعم الكفاءة يتعين على الهيئات التنظيمية والرقابية إيجاد وتطوير جملة من الأدوات التي تسمح لها بأداء وظائفها أهمها الإفصاح والشفافية في القوائم المالية، حيث يلعب الإفصاح دوراً أساسياً في توفير البيانات والمعلومات في وقتها المناسب شريطة أن تكون من مصادر مختلفة للمتعاملين في أسواق الأوراق المالية، كما يعتبر أيضاً مسألة قانونية ملزمة لكل من المؤسسات المدرجة والشركات المرخصة وغيرها، مما يؤدي إلى زيادة ثقة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية من خلال توفير مجموعة من البيانات ومعلومات تتصف بالشفافية والإفصاح الكافي والملائم، حيث يتم ذلك من خلال ما تقدمه القوائم المالية من معلومات يتم مراقبتها من طرف مراقب حسابات لتأكد من مصداقيتها وشرعيتها، لتساعد المتعاملين في أسواق الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب ودرجة الخطر المرتبطة بها. مما يستوجب على الهيئات التنظيمية والرقابية حماية المستثمر من خلال توفير الجو المناسب لاتخاذ قراره الاستثماري في ظروف صحية وسليمة، وكذلك مراقبة الجهات الخاضعة للرقابة من أجل تفادي وقوع أي خطأ أو غش أو تدليس، لتحقيق الكفاءة لهذه الهيئات وتسهيل عملية التداول في أسواق الأوراق المالية.

المقدمة العامة

من خلال ما سبق سنتطرق في هذا موضوع إلى دور الهيئات التنظيمية والرقابية في دعم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية باعتباره موضوع هام من الناحية الاقتصادية يهتم بأسواق الأوراق المالية والدور الكبير الذي تلعبه الهيئات التنظيمية والرقابية في حماية حقوق المستثمرين من خلال الرقابة على التداول وإصدار قوانين وتشريعات تنظم السوق، وذلك بدراسة حالة كل من السوق الرسمي ببورصة الجزائر ومحاولة الاستفادة من سوق الأسهم السعودي لتطويره ومحاولة تقديم بعض الاقتراحات لتحقيق كفاءته .

أولاً: طرح الإشكالية

بناء على ما سبق يمكننا صياغة الإشكالية التي تعالج موضوعنا على النحو التالي:

كيف تساهم الأدوات المعتمدة من طرف الهيئات التنظيمية والرقابية في تحسين متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية في السوق الرسمي ببورصة الجزائر وسوق الأسهم السعودي؟

ثانياً: الأسئلة الفرعية

من خلال الإشكالية الرئيسية يمكننا طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- هل المؤشرات المعتمدة في قياس متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية كفيلة بتحديد مستوياتها؟
- ماهي الأدوات المعتمدة من طرف الهيئات التنظيمية والرقابية لضمان أدائها للمهام الموكلة اليها؟
- ما هو واقع متطلبات الكفاءة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر وسوق الأسهم السعودي، وماهي مساهمة الهيئات التنظيمية والرقابية في تحسين هذه المتطلبات خلال الفترة (2008-2016)؟

ثالثاً: فرضيات الدراسة

من خلال الأسئلة السابقة يتم عرض الفرضيات التالية:

- تساهم المؤشرات المعتمدة في أسواق الأوراق المالية على القياس الجيد لمتطلبات الكفاءة؛
- تعتبر اجبارية الإفصاح وتعزيزه باستمرار الأداة الرئيسية المعتمدة من طرف الهيئات لدعم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية؛

المقدمة العامة

- عرف السوق الرسمي ببورصة الجزائر وسوق الأسهم السعودي تحسنا في متطلبات الكفاءة وتحسن في مساهمة الهيئات التنظيمية والرقابة في دعم هذه المتطلبات.

رابعاً: دوافع اختيار البحث

أ- دوافع موضوعية

تبرز الأسباب التي دفعت إلى عرض هذه الدراسة فيما يلي:

- نظراً للأهمية البالغة التي تلعبها أسواق الأوراق المالية في حشد الأموال الكفيلة بدعم النمو الاقتصادي؛
- اعتبار أسواق الأوراق المالية أداة فعالة في تحقيق التنمية الاقتصادية؛
- بحث مدى مساهمة الهيئات التنظيمية والرقابية لأسواق الأوراق المالية في تحسين الكفاءة طبقاً لجملة من المتطلبات الاقتصادية؛
- بحث أهمية الإفصاح في زيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- مدى تلائم هذا الموضوع مع التخصص.

ب- دوافع ذاتية

قلة البحوث التي تناولت موضوع دور الهيئات التنظيمية والرقابية في دعم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية مما دفعنا لاختياره لتتعرف على مدى مساهمة الهيئات التنظيمية والرقابية في حماية المستثمر في أسواق الأوراق المالية، ودور المعلومات في رفع كفاءة هذه الأسواق.

خامساً: أهمية البحث

تأتي أهمية الدراسة نظراً للمكانة الكبيرة التي تلعبها أسواق الأوراق المالية كونها آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية ذات العجز المالي من خلال تداول أصولها المالية بيعاً وشراءً لتحقيق فوائد عدة، وذلك بتوفير الإفصاح عن المعلومات في وقتها المناسب في شكل تقارير أو قوائم مالية مما يزيد من كفاءة أسواق الأوراق المالية.

سادسا: أهداف البحث

تتمثل أهداف البحث التي تسعى هذه الدراسة لتحقيقها فيما يلي:

- التعرف على أسواق الأوراق المالية من خلال المفهوم والمكونات وأهم الوظائف والأدوات التي تساهم في ذلك وغيرها...؛
- محاولة تحديد متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية ووضع مجموعة من المؤشرات لقياسها؛
- التعرف على متطلبات شفافية الإفصاح عن المعلومات ودوره في زيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- بحث الأدوات الرقابية المعتمدة من طرف الهيئات التنظيمية والرقابية في أسواق الأوراق المالية الكفيلة بتوفير الحماية والأمن للمستثمر لتحسين كفاءة واستقرار أسواق الأوراق المالية.

سابعا: حدود الدراسة

سيتم في هذه الدراسة التطرق إلى السوق الرسمي ببورصة الجزائر وسوق الأسهم السعودي خلال الفترة الممتدة من (2008-2016) وذلك من خلال التطرق إلى واقع متطلبات الكفاءة في هذه الأسواق وأدوات الهيئات التنظيمية والرقابية الكفيلة بتحسين هذه المتطلبات، مع محاولة الاستفادة من تجربة سوق الأسهم السعودي وهيئة السوق المالية المنظمة له في التحسين من متطلبات السوق الرسمي ببورصة الجزائر خاصة في جانب الإفصاح.

ثامنا: منهج البحث

اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي والتحليلي، حيث في المنهج الوصفي تم التطرق إلى المفاهيم العامة التي توصلنا من خلالها إلى الدراسة، وفي المنهج التحليلي تم اختبار كل من متطلبات ومستويات الكفاءة ومؤشراتها، أما الفصل الثالث اعتمدنا فيه على المنهج التاريخي في بداية الدراسة لتعرف على سوق الأسهم السعودي وبورصة الجزائر ومقارنتهما من خلال المراحل والمهام، وكذلك الهيكل التنظيمي لهما، والمنهج التحليلي لدراسة تطور متطلبات الكفاءة في سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر.

تاسع: خطة البحث

من أجل الإحاطة بكل جوانب دراستنا والإجابة على إشكالية البحث من خلال الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم دراستنا إلى ثلاثة فصول بالإضافة إلى المقدمة والخاتمة، حيث تم التطرق في الفصل الأول الموسوم بالاطار النظري لكفاءة أسواق الأوراق المالية والذي تم تقسيمه إلى المباحث الثلاثة التالية: المبحث الأول ماهية أسواق الأوراق المالية، أما المبحث الثاني تناول المعلومات وكفاءة أسواق الأوراق المالية، بالإضافة إلى المبحث الثالث الذي تطرقنا فيه إلى متطلبات ومعوقات كفاءة أسواق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها.

أما الفصل الثاني: تطرقنا فيه إلى أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية، حيث قسم إلى ثلاثة مباحث: تناول المبحث الأول تنظيم ومراقبة أسواق الأوراق المالية في حين تطرقنا في المبحث الثاني إلى أدوات التنظيم والرقابة في أسواق الأوراق المالية، أما المبحث الثالث فقد خصص إلى مساهمة الأدوات التنظيمية والرقابية في دعم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية.

بينما تناول الفصل الثالث دراسة حالة بين سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر حيث قسم إلى ثلاثة مباحث: تضمن المبحث الأول تقديم سوق الأسهم السعودي و السوق الرسمي ببورصة الجزائر، في حين خصص المبحث الثاني إلى تطور متطلبات الكفاءة في سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر، أما المبحث الثالث والأخير تناول المبحث الثالث: الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية محل الدراسة.

عاشرا: صعوبات الدراسة

أثناء القيام بهذه الدراسة تعرضنا لجملة من الصعوبات والعراقيل يمكن ذكر أهمها في النقاط التالية:

- قلة المراجع التي تناولت موضوع الهيئات التنظيمية والرقابية ودورها في دعم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- نقص المعلومات المتوفرة على الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مما أثر سلبا على دراسة السوق الرسمي ببورصة الجزائر، وحال دون المقارنة بينه وبين سوق الأسهم السعودي؛

إحدى عشر: الدراسات السابقة

نحن بصدد إعداد هذا الموضوع، تم الاطلاع على بعض الرسائل التي تناولته ومن أهمها ما يلي:

الدراسة الأولى: مروى العيساوي (2014 - 2015)، دور سوق الأوراق المالية في تنفيذ برنامج الخوصصة -دراس حالة الجزائر-، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر نظام LMD في علوم: الاقتصاد، تخصص مالية ونقود، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول: ما مدى مساهمة سوق الأوراق المالية؟ وما واقع ذلك في الجزائر؟ أما أهم نتائج الدراسة تتلخص في النقاط التالية:

- أن الفترة التي أمضتها بورصة الجزائر في النشأة لم تعطي النتائج المتوقعة فسادها الأحجام من ناحية الطلب على الأسهم. مما عاق توفر السيولة نظرا لحجم السهم المعروضة، والذي يمكن إرجاعه إلى نقص الإعلام وانعدام الثقة الادخارية والاستثمارية لشرائح واسعة من المواطنين وضعف الادخار في شرائح أخرى؛
- انحصار دخول البورصة في المؤسسات العمومية الكبيرة (شركات الأسهم) واستبعدت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من العملية، علما أنها الأكبر تواجد في الاقتصاد الجزائري؛
- محدودية التجربة في الجزائر مقارنة بالبلدان الأخرى، خاصة فيما يخص حجم التداول بمؤشرات أسعار الأسهم وحجم المتدخلين وعدد الشركات المخصصة؛
- يتطلب الإصلاح الاقتصادي بصفة عامة وبرنامج الخوصصة بصفة خاصة وجود سوق مالية عميقة ونشطة حتى تحقق الأهداف الموجودة منها لأن استراتيجية الخوصصة تقتضي بجميع الأحوال وجود سوق مالية تعمل على توفير التمويل اللازم للمؤسسات وضرورة إتاحة الفرصة للمستثمرين في أسهمها بالبيع والشراء.

الدراسة الثانية: براهيم ملاك (2014 - 2015)، أدوات الرقابة على أسواق الأوراق المالية ودورها في حماية المستثمر - دراسة حالة بورصتي مصر والجزائر-، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر نظام LMD في علوم: الاقتصاد، تخصص مالية ونقود، حيث تدور إشكالية هذه الدراسة حول: كيف تساهم أدوات الرقابة المعتمدة من قبل هيئات الرقابة والإشراف على أسواق

المقدمة العامة

الأوراق المالية في حماية المستثمر؟ ومن خلال نتائج الدراسة يمكن لفت الانتباه أهم نتائج الدراسة فيما يلي:

- عدم وجود فصل بين الجهاز التنفيذي والجهاز الرقابي لبورصة الجزائر وهذا ما يظهر بأن الدور الرقابي للسوق هو دون المستوى مقارنة مع بورصة الجزائر؛
- بالنسبة لبورصة مصر باعتبارها أكثر البورصات خبرة ونشاطا وبالرغم من الجهود التي تبذلها الهيئة العامة للرقابة المالية فقد عرفت تراجعا من خلال دورها وذلك نتيجة الاضطرابات السياسية الحاصلة في الآونة الأخيرة؛
- الالتزام بالإفصاح والشفافية باعتباره أداة من أدوات الرقابة قد أثبتت عدم فعاليتها في حماية حقوق المستثمرين ببورصة الجزائر على وجه الخصوص؛
- أن فعالية الأدوات بالنسبة على الشركات المدرجة وتداولها إنما يتوقف جزء كبير منها على البيئة المحيطة بهذه الأليات نتيجة عدم توفر الشروط الضرورية في هذه البيئة، أو نتيجة الظروف الخاصة التي تم بها الشركات الجزائرية التي أورث بعض المفاهيم الخاطئة.

الدراسة الثالثة: بن عمر بن حاسين (2012-2013)، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية-، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود، بنوك ومالية، حيث تتمثل إشكالية هذه الدراسة فيما يلي: هل تعتبر الأسواق المالية في الدول النامية فعالة؟ وماهي متطلبات تفعيلها؟ ومن خلال نتائج الدراسة يمكن استنتاج أهم النتائج التالية:

- نقص المعلومات والبيانات المالية؛
- ضعف إدارة الشركات المدرجة في السوق؛
- ضعف الإطار الرقابي السوق والإشرافي على عمليات السوق؛
- العمل على توفير المناخ المناسب من خلال تفعيل الأنظمة والقوانين داخل السوق المالي بشكل يكفل حماية مصالح ومستثمرات الأفراد والشركات ويضمن استمرارهم داخل ويشجع دخول مستثمرين جدد؛
- ضرورة العمل على توفير الكفاءة المعلوماتية للسوق ما يؤدي إلى رفع وتطوير كفاءة السوق عموما؛
- خلق الثقة في السوق من خلال حماية حقوق المستثمرين؛
- فرض عقوبات مشددة ضد نشر معلومات مضللة وإخفاء معلومات ضرورية.

المقدمة العامة

الدراسة الرابعة: سميحة بن محياوي (2014-2015)، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية - دراسة حالة لعض الدول العربية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية، حيث تدور إشكالية هذه الدراسة حول: ما مدى مساهمة الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية؟ حيث تتلخص أهم نتائج هذه الدراسة في النقاط التالية:

- تتمثل مقومات السوق المالي الكفاء في دقة وسرعة وصول المعلومات إلى متطلبات كفاءة التشغيل والتسعير والسيولة وعدالة السوق؛
- تؤدي الأسواق المالية العربية دور حيوي في اقتصاد المنطقة فوفقا للإحصائيات الحديثة لصندوق النقد العربي عن أداء الأسواق المالية العربية حيث تتفاوت الأسواق المالية العربية في مدى الاستقرار والنضوج؛
- تتكون موارد البرنامج من رأس مال والاحتياطات بالإضافة إلى ودافع المؤسسات المالية والاقتراض من الأسواق المالية أو أية موارد أخرى توافق عليها الجمعية العمومية للبرنامج.

تمهيد الفصل

شهدت أسواق الأوراق المالية على صعيد بنيتها وأدواتها العديد من التطورات التي ساهمت في جذب العديد من المستثمرين أفراد أو مؤسسات الأمر الذي أنتج تراكم الخبرة والممارسة للعمليات الاستثمارية في مختلف الأدوات المالية، ناهيك عن دورها في التمويل لكافة القطاعات الاقتصادية.

لذا يعتبر سوق الأوراق المالية ذلك المكان أو الحيز الذي يمكن بموجبه الجمع بين العارضين والطالبين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأوراق المالية داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو عن طريق الشركات العاملة في هذا المجال. حيث يجب أن تتوفر في هذا السوق مجموعة من المعلومات والبيانات الموثوقة من أجل زرع الثقة والطمأنينة بين الطرفين. ومن خلال توفر هذه المعلومات يمكن الحكم عن السوق بأنه ذات كفاءة مما يجعل المستثمر يلجأ إلى قياسها من خلال مجموعة من المؤشرات وذلك من أجل التعرف والتنبؤ بالتحركات المستقبلية في أسعار الأسهم واتجاهات السوق.

حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كما يلي:

- ماهية أسواق الأوراق المالية؛
- المعلومات وكفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- متطلبات ومعوقات كفاءة أسواق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها.

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً مهماً في زيادة معدلات النمو الاقتصادي وذلك من خلال تعبئة الموارد المالية، حيث يتم تحويل هذه الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز قصد توفير أفضل فرص استثمارية لجذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية. وسيتم التطرق في هذا المبحث إلى مفهوم أسواق الأوراق المالية ووظائفها ومكوناتها، والأدوات المتداولة في هذه الأسواق.

المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية

يعتبر سوق الأوراق المالية بمثابة المكان الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية، فهو يجمع بين طرفين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي عن طرق الوسيط (سماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال).

الفرع الأول: تعريف أسواق الأوراق المالية

هناك عدة تعريفات لأسواق الأوراق المالية نذكر منها ما يلي:

- هي نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو أصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.¹
- تعرف أسواق الأوراق المالية بأنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي. ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد عدة، تعود على كل من مصدري الأوراق المالية (المقرضين والمقرضين) ومشتري الأوراق المالية (المستثمرين).²

¹ - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار المالية في بورصة الأوراق المالية، دون ذكر الطبعة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2005، ص: 39.

² - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها، دون ذكر الطبعة، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2008، ص: 21.

كما تعرف بأنها السوق التي توجد بها قوانين وسياسات وهيئات تنظيمية منتخبة الأعضاء تنظم التعامل والتداول على الأوراق المالية بعد إصدارها، وتتميز الأسواق المنظمة بأن لها مكاناً محدداً يلتقي فيه المتعاملون لبيع وشراء أوراق مالية مسجلة بها.¹

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن أسواق الأوراق المالية هي عبارة عن نظام يتم من خلاله الجمع بين المتعاملين بالأوراق المالية، والمتمثلين في البائعين والمشتريين لهذه الأوراق المالية.

الفرع الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية

تتمثل هذه الخصائص فيما يلي:²

- أنها توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين؛
- التداول في أسواق الأوراق المالية توفر المناخ الملائم والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛
- التداول في أسواق الأوراق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة من ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم؛
- نظرا للمرونة التي تتميز بها الأسواق المالية وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت؛
- أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة من مهام فئات المستثمرين من مختلف أرجاء العالم؛
- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد.

¹- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير، غير منشورة، تخصص: إدارة الأعمال، غزة: الجامعة الإسلامية، 2007، ص: 23.

²- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص: 37-38.

الفرع الثالث: أهمية أسواق الأوراق المالية

تكمن أهمية أسواق الأوراق المالية في أمور متعددة نذكر منها ما يلي:¹

- تمثل أسواق الأوراق المالية القناة التي يتم عبرها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز؛

- توفر أسواق الأوراق المالية التمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية، حيث تكون المشروعات في بداية تأسيسها بحاجة إلى عمليات التمويل لذلك تتجه هذه المشروعات إلى أسواق الأوراق المالية والتي تعد بطبيعتها المصدر الرئيسي لتمويل الاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل من خلال إصدار أسهم أو سندات أو أدوات استثمارية أخرى واقتنائها من جانب الأفراد والمؤسسات؛

- تلعب الأسواق المالية دورا هاما وفاعلا في توجيه مدخرات الأفراد والقطاع العائلي نحو الأنشطة الإنتاجية من خلال شراء الأوراق المالية للشركات والمؤسسات العاملة في السوق بدلا من أن يتم توجيهها نحو الأنشطة الغير منتجة، كالمضاربة في العملة والعقارات والأرضي والمجوهرات... إلخ أو اكتنازها وتهريبها إلى الخارج.

بعد تناولنا في هذا المطلب تعريف أسواق الأوراق المالية وذكر أهم الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأسواق والأهمية البالغة التي تحظى بيه، سيتم التطرق إلى وظائف ومكونات أسواق الأوراق المالية في المطلب الموالي.

المطلب الثاني: وظائف ومكونات أسواق الأوراق المالية

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى أهم وظائف أسواق الأوراق المالية وكذلك مكوناتها المتمثلة في السوق الأولية (سوق الإصدار) والسوق الثانوي (سوق التداول).

الفرع الأول: وظائف أسواق الأوراق المالية

يمكن تلخيص وظائف أسواق الأوراق المالية في النقاط التالية:²

¹ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الأوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص ص: 136-137.

² بوكساني رشيد، مكونات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص ص: 46-48.

- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي؛
- كما تعمل أسواق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمنثل بين المدخر والمستثمر؛
- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في أسواق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها؛
- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية: تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها، وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة، والأسعار؛
- تعتبر أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عمليات البيع والشراء في أسواق الأوراق المالية تعد مظهر من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية؛
- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توفر عدة سمات في أسواق الأوراق المالية نذكر منها: كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، عدالة السوق، والأمان.

الفرع الثاني: مكونات أسواق الأوراق المالية

تقسم أسواق الأوراق المالية إلى قسمين، السوق الأولية والسوق الثانوية إذ يكمل أحدهما الآخر، ويعد التكامل بين السوقين واحدة من المتغيرات المهمة في تحديد مستوى الوعي الاستثماري في أي اقتصاد.

أولاً: السوق الأولية

يقصد بالسوق الأولية أو ما يعرف بسوق الإصدار، هو السوق التي تدخل فيها منشأة الأعمال المصدرة للأوراق المالية لها، بمعنى آخر أن بائع الورقة المالية هو المنشأة المصدرة لها فإذا أصدرت منشأة مصرفية جديدة أسهما للاكتتاب العام فإنها تطرح من قبلها مباشرة في هذه السوق ولهذا تنشأ علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب الأول فيها أي بين البائع (المصدرة) والمشتري لها (المستثمر). وتتصف عملية الإصدار هذه بكونها عملية أولية أي أنها غير دورية ولا متكررة وإذا رغب حامل الورقة المالية أي المستثمر الذي اكتتب في أسهم المنشأة المصرفية أعلاه من بيع ما يملكه من أسهم فإن عملية البيع تتم من قبله مباشرة، أي أن البائع الجديد للأسهم هو المستثمر وهو غير المنشأة المصدرة لتلك الأسهم لأول مرة، وتتم العملية الجديدة في السوق الثانوية.¹

ثانياً: السوق الثانوي (سوق التداول)

ويختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتخصصة ويطلق على هذا السوق بالبورصة. وقد يتخذ السوق الثانوي أي التداول شكلين هما: أسواق منظمة وأسواق غير منظمة.²

أ- أسواق منظمة: تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، أن التعامل في الأوراق المالية يتطلب ضرورة أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق.³

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص: 114.

² - عبد الغفار حنفي، الأسواق المالية (أسواق رأس المال - البورصات - البنوك - شركات الاستثمار)، دون ذكر الطبعة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2006، ص ص: 58-59.

³ - عبد الغفار حنفي، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك، شركات تأمين، صناديق الاستثمار، بورصات)، دون ذكر الطبعة، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1997، ص: 447.

ب- أسواق غير منظمة: وهي أسواق للأوراق المالية لا تحوز على موقع جغرافي محدد، فضلا عن تعاملها بالأوراق المالية غير المسجلة (على الرغم من قدرة أطرافها التعامل مع الأوراق المالية المسجلة من خلال بيوت السمسرة).¹

كما أن العملات لا تحقق وفق نسب محددة بل هي عمولات ناجمة عن فرق أسعار البيع والشراء ولا يوجد نظام محدود يسجل العمولة كما هو في السوق المنظمة، بل يترك للتفاوض وتدعى معاملات الأسواق غير المنظمة بالمعاملات فوق الطاولة، لتمييزها عن المعاملات في الطاولة للسوق المنظمة، وتكاد تكون هذه السوق منتشرة بالوقت الحاضر بشكل كبير بناءً على ما وفرته أجهزة الحاسوب من إمكانات الاتصال وعرض وتسجيل وخزن كبيرة لهذا السوق.²

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

- **السوق الثالث:** وهو جزء من السوق غير المنظمة حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وصناديق استثمار المعاشات والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفة المعاملات وكذا سرعة تنفيذها.³
- **السوق الرابع:** وهو يشبه السوق الثالث في أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة غير أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد الأغنياء دون حاجة لأعضاء بيوت السمسرة، مما يسهل هذا الاتصال وجود شبكة قوية من الاتصالات سواء عن طريق التليفون أو الحاسب الآلي، وبالتالي يمكن القول أن أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العملات التي تدفع للسماسرة.⁴

ثالثا: العلاقة المتبادلة بين سوق الإصدار وسوق التداول

هناك علاقة وثيقة بين الأسواق الأولية والأسواق الثانوية حيث أن الأسواق تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية ولذا فإن وجود الأسواق الثانوية ضروري حيث يعطي المستثمرين

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، الطبعة العربية الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص: 244.

² نفس المرجع السابق، ص: 245.

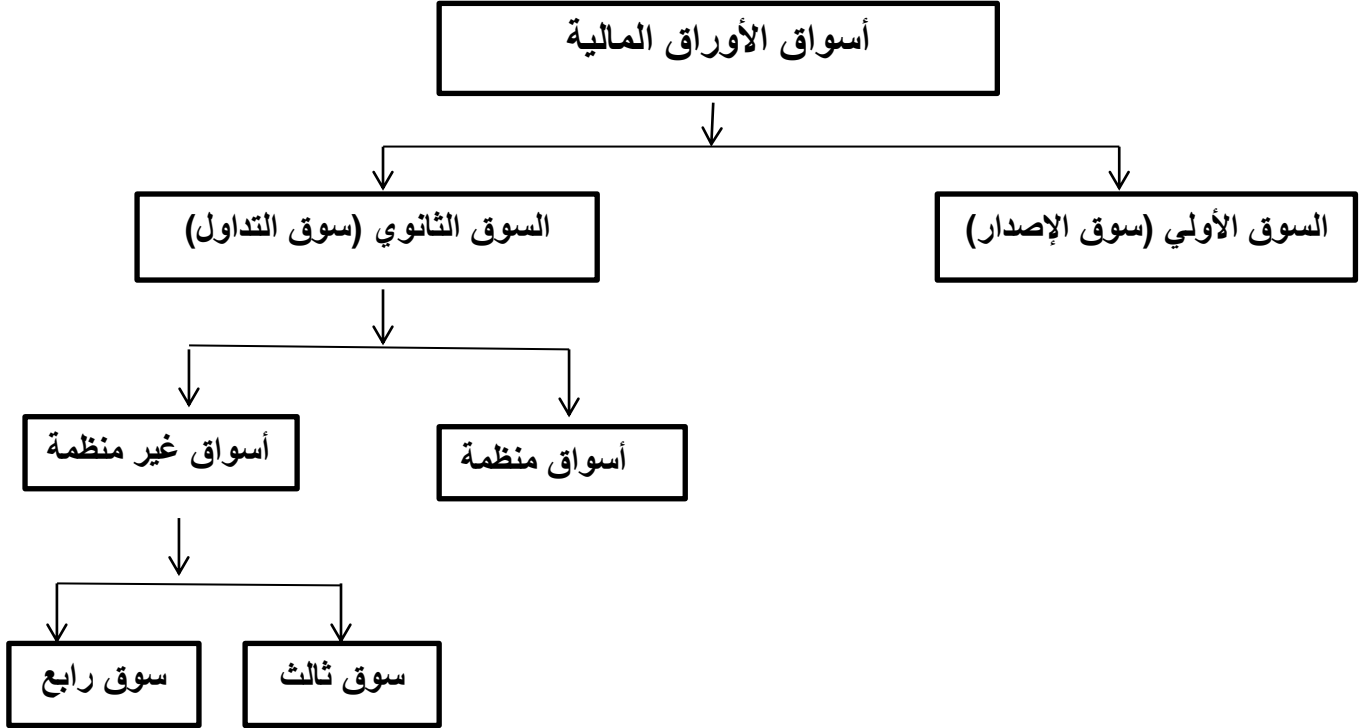
³ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص: 34.

⁴ عبد الغفار حنفي، الأسواق المالية (أسواق رأس المال - البورصات - البنوك - شركات الاستثمار)، مرجع سابق، ص: 62.

الثقة في إمكانية بيع الأوراق المالية إذا احتاجوا إلى سيولة كما أن الأسواق الأولية عند إصدارها أوراق مالية لأول مرة تسترشد بمستويات الأسعار السائدة في السوق الثانوية.¹

ويمكن توضيح أنواع أسواق الأوراق المالية من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (01-01): أنواع أسواق الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على المعلومات السابقة

تناولنا في هذا المطلب أهم وظائف أسواق الأوراق المالية ومكوناته المتمثلة في السوق الأولية (سوق الإصدار) وهي التي يتم فيها التعامل بالإصدارات الجديدة لأول مرة، وكذلك السوق الثانوية (سوق التداول) وهي التي يتم فيها تداول الإصدارات القديمة التي تم إصدارها في السوق الأولية، أما في المطلب الموالي سنقوم بذكر الأدوات المتداولة في أسواق الأوراق المالية والمتمثلة في أدوات الملكية (الأسهم) وأدوات الدين (السندات) والمشتقات المالية.

¹ - صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص:24.

المطلب الثالث: أدوات أسواق الأوراق المالية

تضم أسواق الأوراق المالية كل من أدوات الملكية (الأسهم)، وأدوات الدين (السندات) والمشتقات المالية، التي سيتم التعرف عليه في هذا المطلب.

الفرع الأول: أدوات الملكية

تتمثل أدوات الملكية المتداولة في أسواق الأوراق المالية في الأسهم والتي سيتم تعريفها وذكر خصائصها وأنواعها على حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

أولاً: الأسهم

أ- **تعريف الأسهم:** السهم عبارة عن صك يخول صاحبه الحق في ملكية جزء من صافي أصول الشركة على المشاع بقدر حصته المدونة كقيمة إسمية في الصك ذاته، بمعنى أن ملك السهم يعتبر شريك بصحته في صافي أصول الشركة.¹

ب- **خصائص الأسهم:** هناك مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السهم كورقة مالية، يمكن إيجاز أبرزها في النقاط التالية:²

- **التمثيل:** والمقصود به الناحية التمثيلية للسهم، فهو صك يمثل ملكية لحصة شائعة في موجودات الشركة؛

- **التنوع:** مدام أن الأسهم عبارة عن حصص، فليست كل هذه الحصص واحدة، فهناك الأسهم النقدية، والأسهم العينية، والأسهم النقدية تنتوع إلى أسهم العادية والأسهم الممتازة، والعادية تنقسم إلى الأسهم الإسمية ولإذنيه والسهم لحامله؛

- **التمائل:** أي أن كل سهم يمثل وحدة واحدة من الحصة الشائعة من الموجودات، ويقصد بيه أن الأسهم على تنوعها فهي ترد عند إصدارها إلى قيمة إسمية واحدة، فالمالك للسهم الواحد ليس له حصة أكثر أو أقل من المالك الأخر لنفس السهم، ويترتب على ذلك التماثل في الحقوق والواجبات بين أصحاب العدد المتماثل من الأسهم -عدا الأسهم الممتازة-.

¹ مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2009، ص: 22.

² محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، دون ذكر الطبعة، دار الفنائس للنشر والتوزيع، دون بلد النشر، 2009، ص ص: 47-49.

- **التحول:** أي أن الأسهم قابلة للتحويل من نوع إلى آخر، فيمكن أن تتحول الأسهم الممتازة إلى عادية، ويمكن أن تكون هي أيضا متحولة من أصول مديونية إلى أصول ملكية.
- **التسعير:** أي قابليتها للتقييم والتسعير لأكثر من قيمة، فيمكن أن تسعر بقيمة إسمية أو حقيقية أو تفاوضية بحسب مكان وأطراف التداول.
- **التصرف:** ويقصد به أنها قابلة لكافة أنواع التصرفات المالية الأخرى وليست حصرا على التصرف بالبيع والشراء، فيمكن رهنها، أو إقراضها، أو وقفها أو الوصية بها، فضلا عن إهدائها وغير ذلك ...
- **التماسك:** أي عدم قابليتها للتجزئة، فالسهم لا يقسم إلى أجزاء الرقم واحد، بمعنى لا يوجد سهم وربع ونصف، وفي حالة الشراكة في السهم الواحد لأسباب معينة فيجب على الشركاء تقديم أحدهم أن يمثلهم أمام الشخصية المعنوية والقانونية للشركة.

ج- أنواع الأسهم: يمكن تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى نوعين أساسيين هما:

- **الأسهم العادية:** يعرف السهم العادي على أنه (وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة إسمية ثابتة، وهي تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة).¹ وتتمثل أهم حقوق حملة الأسهم العادية فيما يلي:²
 - الحق في حصة من أصول الشركة بقيمة ما يملكه من أسهم؛
 - حق الحصول على شهادة ملكية الأسهم العادية التي يمتلكها؛
 - حق تحويل ملكيته للأسهم إلى شخص آخر؛
 - حق الحصول على الأرباح التي يتقرر توزيعها؛
 - حق التصويت في الجمعيات العمومية للمساهمين؛
 - حق اقتسام أصول الشركة عند التصفية وذلك على قدم المساواة مع المساهمين الآخرين.

¹ هوشيار معروف كاكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص ص: 92-93.

² محمد صالح الحناوي، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دون ذكر الطبعة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2005، ص: 34.

- الأسهم الممتازة: يمثل السهم الممتاز مستند ملكية، وأن كانت الملكية في حالة الأسهم الممتازة تختلف عن الملكية التي تنشأ عن الأسهم العادية.¹ نظراً لتمتع الأسهم الممتازة ببعض الحقوق الأخرى التي لا يتمتع بها حامل السهم العادي مثل:²

- الأفضلية عند إجراء التوزيعات؛
- الأولوية في الحصول على مستحقاته في حالة تصفية أصول الشركة وبعد سداد الدائنية؛
- إمكانية التحويل إلى أسهم عادية؛
- إمكانية الاستدعاء بواسطة الشركة عندما ترغب ذلك؛
- التميز في حق التصويت.

الفرع الثاني: أدوات الدين

تتمثل أدوات الملكية في أسواق الأوراق المالية في السندات والتي سيتم تعريفها وذكر خصائصها وأنواعها تبعاً لجهة إصدارها كما يلي:

أولاً: السندات

أ- **تعريف السند:** هو صك قابل للتداول، يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام، وتصدره الشركات أو الحكومة وفروعها، ويعتبر حامل سند الشركة دائناً للشركة، ولا يعد شريكاً فيها. وتعطي هذه السندات مالكيها الحق في الحصول على دخل محدد.³

ب- خصائص السندات

وتتمثل خصائص السندات في النقاط التالية:⁴

¹ - نفس المرجع السابق، ص: 41.

² - محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص: 114.

³ - بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في أحداث الأزمة المالية العالمية - دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010 - ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -، 2012، ص: 21.

⁴ - هوشيار معروف كاكّا مولا، مرجع سابق، ص: 110.

- أن السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر، تتحدد فيها الفوائد الدورية وحتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية؛

- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى؛

- تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمها الإسمية وهما : قيم أدنى عند بيعها بخصم وقيم أعلى عند بيعها مع علاوة؛

- إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.

ج- أنواع السندات: ويمكن تقسيم السندات تبعا لجهة إصدارها إلى: سندات الدين الحكومية، وسندات الدين غير الحكومية.

• سندات الدين الحكومية

تلعب الأوراق المالية الحكومية دورا هاما في الاقتصاد الكلي، فبالإضافة إلى أهميتها المالية باعتبارها مصدر غير تضخمي لتمويل الميزانية العامة بتكلفة معقولة إذا ما قورنت بمصادر التمويل الأخرى كالقروض من البنوك التجارية، فإنها تكتسب أهمية خاصة في مجال تطبيق السياسة النقدية. إذ أن سعر الفائدة على الأوراق المالية الحكومية يعكس سعر الفائدة الخالي من الخطر والذي يتخذ كأساس لتحديد أسعار الفائدة ومعدلات العائد على الاستثمار في أنواع الأصول المالية الأخرى، وإلى جانب ما تقدم، تتحكم البنوك المركزية في كمية النقود المتداولة من خلال شراء وبيع الأوراق المالية الحكومية فيما يعرف بعمليات السوق المفتوحة.¹

• سندات الدين غير الحكومية (سندات الشركات)

تمثل سندات الشركات أهم أدوات الدين غير الحكومية، وهي تمثل صكوكا قابلة للتداول يعتبر حاملها دائنا في مواجهة الجهة المصدرة، وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنويا أو نصف ثانوي دون

¹ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص:70.

النظر للدخل الذي حققته الشركة ولحملة السندات الحق في الحصول على الفوائد قبل دفع أي توزيعات لحملة الأسهم الممتازة والعادية، كما لهم الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم في حالة تصفية الشركة. وبخلاف حملة الأسهم العادية فإن حملة السندات ليس لهم الحق في حضور الجمعية العمومية وليس لهم حق التصويت والتدخل في إدارة الشركة.¹

الفرع الثالث: المشتقات المالية

تتمثل المشتقات في أدوات ترتب لحاملها التزاما أو اختيارا لشراء أو بيع أصل مالي وتشتق تلك الأدوات قيمتها من أسعار الأوراق المالية.

أولاً: تعريف المشتقات المالية

يقصد بالمشتقات المالية العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد). والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... وتسمح المشتقات المالية للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد، ومن أهم المشتقات: عقود الخيار، العقود المستقبلية، عقود المبادلات، والعقود الآجلة.²

ثانياً: خصائص المشتقات المالية

للمشتقات المالية مجموعة من الخصائص نذكر منها ما يلي:³

- ترتبط عقود المشتقات المالية بسعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي؛
- تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد؛
- تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي؛
- تتوقف قيمتها على قيمة الأصل أو المؤشر (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل أو المؤشر محل التعاقد، ولذلك سميت بالمشتقات).

¹ نفس المرجع السابق، ص: 72.

² عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الأوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص: 81.

³ نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بو علي بالشلف- الجزائر، 2015، ص: 63.

ثالثاً: أنواع المشتقات المالية

تضم المشتقات المالية مجموعة من الأنواع يمكن ذكرها في أهم النقاط التالية:

أ- العقود المستقبلية

• تعريف العقود المستقبلية:

أنه التزام نمطي إما للبيع أو لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل والعنصر الأساسي في هذا العهد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل كما يمكن تعريفه أيضاً "يمثل العقد المستقبلي اتفاقاً قانونياً ملزماً بين طرفين هما البائع والمشتري يتعهد فيه البائع بتسليم موضوع التعاقد عند السعر المحدد وفي تاريخ المتفق عليه".¹

• خصائص العقود المستقبلية:

تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:²

- أن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لأخر تحدها أسواق الأوراق المالية؛
- في العقود المستقبلية لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض؛
- يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق المنظمة؛
- إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب إيداع كل طرفين مبلغ يعرف بالهامش الضمان أو الهامش المبدئي ذلك لضمان العقد؛
- يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية. ففي الولايات المتحدة الأمريكية تختص جريدة "ول ستريت" بذلك؛
- إن أسواق الأوراق المالية تلعب دورها في توفير المعلومات الخاصة. بالأسعار حيث قدرة السوق لكشف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق؛
- معرفة جميع أطراف السوق على هذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق.

ب- عقود الخيارات

¹- بن أعر بن حاسين، مرجع سابق، ص:31.

²- نفس المرجع السابق، ص:31-32.

• **تعريف عقود الخيارات:** تعرف الخيارات بأنها عقود يمنح بموجبها مصدر الاختيار حامل العقد الحق دون الالتزام للشراء أو بيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد وفي خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد، ويمنح المشتري هذا الحق في مقابل مبلغ من المال تمثل علاوة الاختيار تدفع لمصدر الاختيار.¹

• **خصائص عقود الخيارات**

وتتمثل هذه الخصائص فيما يلي:²

- إن مبلغ التعويض أو المكافئة أو ثمن الخيار يدفع لمحرر العقد الذي يلتزم بتنفيذه عندما يحين تنفيذ تاريخ التنفيذ؛
- لا يتطلب الاستثمار في الخيارات مبالغ ضخمة مثل ما هو مطلوب للتعامل في الأسواق الحاضرة؛
- إن تاريخ تنفيذ هذه الحقوق يكون غالباً بعد مرور 3 أشهر من تاريخ الاتفاق؛
- إن للعقود الاختيارية شروط نمطية تختلف عن العقود الأخرى.

ج- عقود المبادلات:

• **تعريف عقود المبادلات:** هو اتفاق بين طرفين لمبادلة موجودات أو سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة محددة من الوقت سبق تحديدها. فالتبادل بالأساس هو استبدال سلعة بسلعة أخرى في ظل وجود طرفين لكل منهما الرغبة في التنازل عن سلعته مقابل حصوله على سلعة الطرف الآخر.³

• **خصائص عقود المبادلات:**

تتميز عقود المبادلات بالخصائص التالية:⁴

- تتضمن عقود المبادلات مخاطر ائتمان أو مخاطر عدم سداد، وإن كانت هذه المخاطر ليست كبيرة، لأن المخاطر في حالة صعوبة السداد تتمثل في الفرق بين معدل الفائدة المتغير ومعدل الفائدة الثابت وليست قيمة العقد كله، وذلك في مبادلة سعر الفائدة. أما في مبادلة العملات، فإن التبادل يتم لكل من الفائدة وقيمة العقد، ورغم ذلك مخاطر أقل، لأن هناك تبادل بين الطرفين وليس الدفع من طرف واحد؛
- عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيارات؛

¹ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 79.

² - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية-منشأة-، دون ذكر الطبعة، دار المعارف الإسكندرية، 1999، ص: 605.

³ - حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص: 18.

⁴ - بن عيسى عبد القادر، مرجع سابق، ص: 70.

- تستخدم عقود المبادلات إلى جانب تغطية مخاطر أسعار الصرف وأسعار الفائدة في إعادة جدولة خدمة الدين سواء كان بفائدة ثابتة أو متغيرة أو بأكثر من عملة دون الاضطرار إلى رده أو بيع الأصول الموجودة في حالة حدوث أزمات مالية.

د-العقود الآجلة

تعريف العقود الآجلة: العقد الآجل هو اتفاق بين طرفين - أحدهما المشتري والآخر البائع- لشراء أو بيع كمية محددة من الأصل محل التعاقد ويلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري الأصل في وقت محدد في المستقبل وبسعر يتفق عليه وقت التعاقد.¹

خصائص العقود الآجلة:

تمتاز العقود الآجلة بالخصائص التالية:²

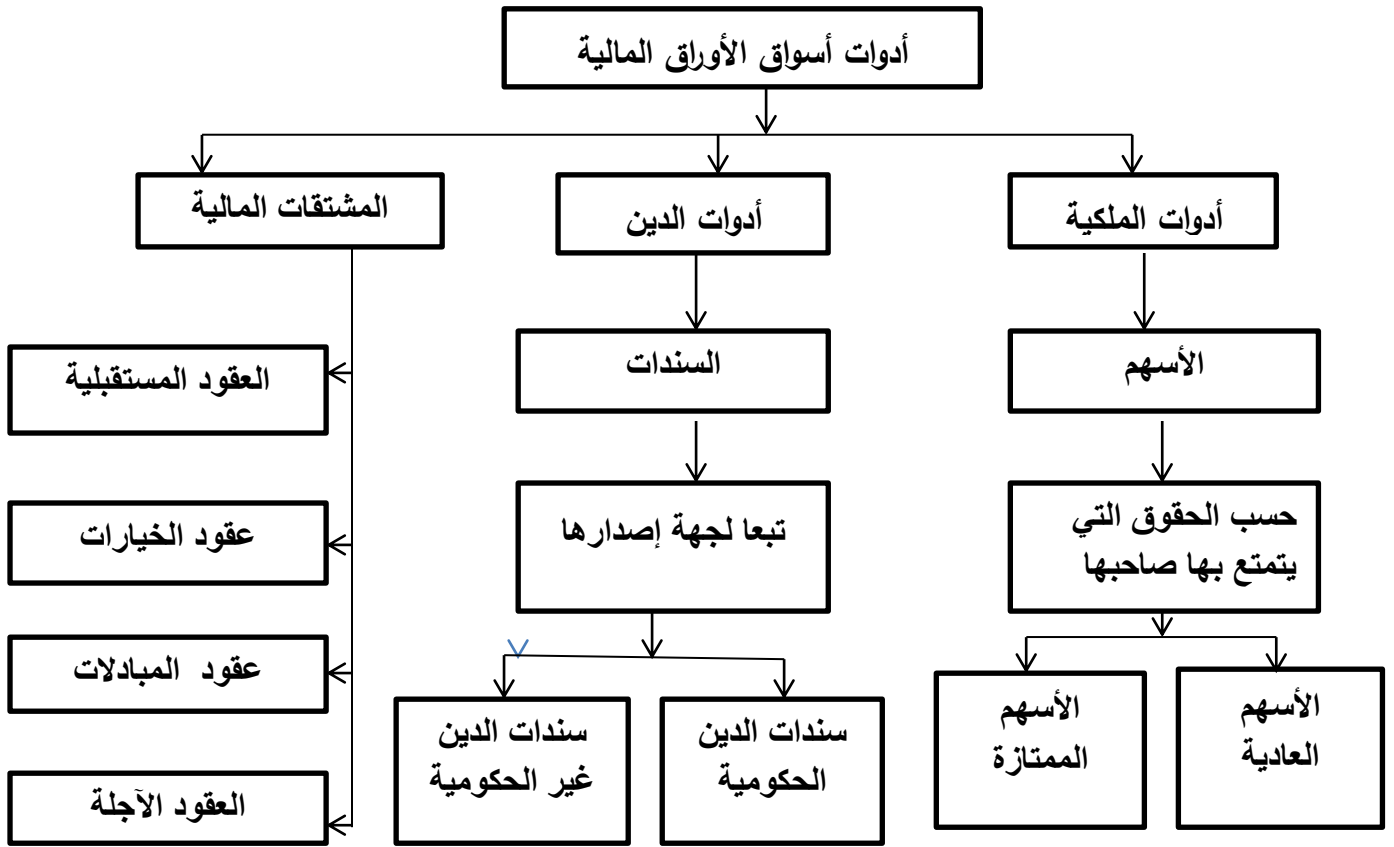
- هي عقود بين طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة للتغيرات في قيمة المركز المالي المرتبط بتلك العقود؛
- لا يوجد لها سوق ثانوي يتم فيه شراء أو بيع حق العقد فيها؛
- هي عبارة عن عقود خطية إذا أن النتائج المترتبة على تنفيذ تلك العقود في ضوء التغير في قيمة الأصل المتعاقد عليه قد تؤدي إلى تحقيق مكاسب لطرف تعادل الخسارة التي تلحق بالطرف الثاني؛
- تمتاز بأنها عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما.

ويمكن توضيح الأدوات المتداولة في أسواق الأوراق المالية من خلال الشكل الموالي:

¹ - مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص:30.

² - نورين بومدين، مرجع سابق، ص:81.

الشكل رقم (01-02): الأدوات المتداولة في أسواق الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على المعلومات السابقة.

ومنه يمكن استخلاص أن أسواق الأوراق المالية هي ذلك المكان الذي يتم فيه التقاء أصحاب الفائض والعجز لشراء وبيع الأوراق المالية، وذلك من خلال مجموعة من الأدوات المتمثلة في أدوات الملكية (الأسهم)، وأدوات الدين (السندات)، والمشتقات المالية، التي يتم تداولها إما في السوق الأولي عند إصدارها لأول مرة، أو في السوق الثانوي الذي يتم فيه التعامل بهذه الأدوات التي سبق إصدارها وتداولها بين المستثمرين.

المبحث الثاني: المعلومات وكفاءة أسواق الأوراق المالية

أثارت فكرة كفاءة أسواق الأوراق المالية خلاف كبير بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات التي تأتي إلى السوق تكون عشوائية ومستقلة فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على هذه المعلومات الواردة من خلال توفر مصادر مختلفة لها، حيث تتوفر هذه المعلومات يمكن للمستثمر اتخاذ قراره في شراء أو بيع الأوراق المالية. وسوف يتم التطرق في هذا المبحث إلى احتياجات ومصادر المعلومات في أسواق الأوراق المالية ومفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية وأنواعها وأخيرًا مستوياتها.

المطلب الأول: احتياجات ومصادر المعلومات في أسواق الأوراق المالية

لكي يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم بشأن شراء أو بيع ورقة مالية ما، ينبغي أن يتوافر لديه المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لها، وهو ما يتطلب بدوره الوقوف على العوامل المحددة لتلك القيمة، فمعرفة تلك العوامل من شأنها أن تكشف عن طبيعة المعلومات المطلوبة، معرفة المعلومات من شأنها أن تكشف عن المصدر الملائم للحصول عليه.

الفرع الأول: احتياجات المعلومات في أسواق الأوراق المالية

يحتاج المستثمرين إلى معلومات تنشر من مصادر مختلفة تساعدهم لاتخاذ قراراتهم في شراء وبيع الأوراق المالية.

أولاً: محددات القيمة السوقية للسهم

تتحد المعلومات المطلوبة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم العادية على ضوء العوامل المحددة لقيمتها السوقية والتمثلة في التدفقات النقدية المتوقعة والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات:¹

العامل الأول: التدفقات النقدية المتوقعة وتتأثر تأثيراً مباشراً بمبيعات المنشأة وقدرتها على الرقابة على عناصر التكاليف، فالرقابة على التكاليف تتوقف على عوامل داخلية وعوامل خارجية، تتمثل العوامل الخارجية في الظروف العامة للصناعة والتي من بينها حدة المنافسة بين المنشآت المكونة لها، أما الظروف الاقتصادية العامة تتمثل في الكساد أو الراج أو التضخم. وأخيراً الظروف الدولية التي يكون لها تأثير قوي على اقتصاد الدولة أي على التدفقات النقدية للمنشأة العاملة بها.

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دون ذكر الطبعة، منشأة المعارف، 1999، ص ص: 211-214.

العامل الثاني: معدل خصم التدفقات النقدية ويتمثل في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر. ويتحدد هذا المعدل على ضوء ثلاثة متغيرات أساسية وهي: المتغير الأول وهو معدل العائد الحقيقي ويقصد به العائد الذي يعوض المستثمر عن مجرد حرمانه من استغلال أمواله لتحقيق إشباعات (منافع) حاضرة، نتيجة لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار، وتؤكد عدة دراسات أن هذا المعدل لا يمكن أن يكون ثابتا وإنما يتحدد وفقا للسياسة النقدية التي تحكم حجم الطلب والعرض على النقود. أما المتغير الثاني والمتمثل في التضخم أو ما يطلق عليه بتأثير فيشر الذي أوضحته عدة دراسات أن معدل الفائدة السائد في السوق ليس هو معدل الفائدة الحقيقي لكنه فقط معدل إسمي يتضمن في جزء منه ما يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر التضخم، وأخيرا المتغير أو المحدد الثالث والمتمثل في العائد الذي يكفي لتعويض عن مخاطر توجيه أموال المستثمر لشراء أسهم المنشأة، الذي يتوقف على حجم مخاطر الأعمال وحجم المخاطر المالية وهذين النوعين من المخاطر يرجعان أساسا إلى المنشأة وظروف الصناعة التي تنتمي إليها.

ثانيا: أنواع المعلومات في أسواق الأوراق المالية

يمكن تصنيف المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع كما يلي:¹

- أ- **المعلومات التاريخية:** تعبر عن بيانات سابقة مثل أسعار الأسهم وعوائدها في الماضي.
- ب- **معلومات عامة:** متاحة للنشر عن الظروف الحالية الخاصة باقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالشركة المصدرة للأسهم.
- ت- **المعلومات الخاصة:** التي لا تتاح لإل فئات متميزة مثل كبار العاملين في الشركة.

الفرع الثاني: المعلومات ومصادر الحصول عليها

تتنوع المعلومات التي يتم الحصول عليها من مصادر مختلفة من بينها: الصحف والمجلات الدولية المختلفة، وسائل الإعلام المحلية عن طريق الإذاعة والصحف والجرائد، منشورات البنوك التجارية... الخ.

أولا: معلومات عالمية

إن التطورات التي يشهدها العالم اليوم في جميع المجالات الاقتصادية والثقافية والسياسية، جعلت دول العالم اليوم قريبا جدا من بعضها البعض، بحيث تنعكس آثار الأحداث في أي دولة فيه بشكل مباشر أو

¹ - محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دون ذكر الطبعة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص ص:

غير مباشر على معظم الدول الأخرى، من هنا كانت الأحداث العالمية الاقتصادية أو سياسية أو مناخية وغيرها محض اهتمام المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية بشكل عام، لما لها من انعكاسات متوقعة على الأنشطة، والمجالات الاقتصادية التي هم بصدد التعامل فيها، مثل الانكماش والتضخم والركود والانتعاش وكذلك التقلبات والأحداث السياسية والحروب وغيرها. إن مصادر الحصول على هذه المعلومات، تكون من خلال وسائل الإعلام الدولية مثل الفضائيات والصحف والمجلات الدولية المختلفة، ومن أهم الصحف والمجلات الاقتصادية الدولية اليومية ومجلة الاقتصاد الأسبوعية، وهما تصدران في لندن.¹

ثانياً: معلومات عن الأحداث والظروف المحلية

يقصد بالأحداث والظروف المحلية، الأحداث والظروف التي تحدث في البيئة المحلية المحيطة بالشركة المصدرة للأوراق المالية.² فإذا كانت الحالة الاقتصادية في الدولة تتأثر بما يجرى في العالم من أحداث، فإنها تتأثر كذلك بمتغيرات من داخل الدولة ذاتها. ومن بين الأحداث الداخلية، درجة النمو الاقتصادي في الدولة، مستوى التضخم، واتجاه سعر الفائدة، ونسبة البطالة... وغير ذلك من الأحداث، ولهذه الأحداث أثر على كل من التدفقات النقدية المستقبلية للمنشأة وكذلك على معدل خصم هذه التدفقات ومن خلال هذا نقول أن هناك علاقة بين الحالة الاقتصادية في الدولة وبين أسعار الأوراق المالية المتداولة في أسواقها. وعادة ما تكون مصادر الحصول على هذه المعلومات من خلال وسائل الإعلام المحلية عن طريق الإذاعة والصحف والجرائد خاصة الاقتصادية منها، وكذلك منشورات البنوك التجارية، وقرارات الحكومة وقوانين الضرائب وغيرها.³

ثالثاً: معلومات عن القطاعات الاقتصادية

على الرغم من أن الظروف الاقتصادية العامة في الدولة تؤثر على كافة الصناعات، إلا أن مدى وعمق ذلك التأثير يختلف من صناعة إلى أخرى.⁴ ويرجع تأثير الظروف الاقتصادية في الأساس إلى أن معظم الشركات تنتمي إلى مجموعات مختلفة من القطاعات، فمنها ما هي شركات صناعية، ومنها ما هي شركات تجارية، ومنها ما هي شركات صناعية، ومنها ما هي شركات زراعية، ومنها ما هي شركات تجارية، ومنها ما هي شركات مالية، ومنها ما هي شركات سياحية. وبدون شك، إن انتعاش قطاع معين من هذه

¹ - محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي (شركات وأسواق مالية)، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2009، ص: 275.

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 210.

³ - محمد المبروك أبو زيد، مرجع سابق، ص: 275.

⁴ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 217-218.

القطاعات، لا يعني بالضرورة انتعاش القطاعات الأخرى والعكس صحيح، وبالتالي تعتبر المعلومات المتعلقة بالقطاع الذي تنتمي إليه الشركة المصدرة للأسهم معلومات مهمة لها انعكاسات على تلك الشركة، وعلى أسعار أسهمها.

إن معلومات القطاعات الاقتصادية يمكن الحصول عليها من :

- مجالات متخصصة لكل صناعة؛
- تجمعات مهنية لكل صناعة؛
- الإحصاءات والتقارير الحكومية؛
- شركات سمسة متخصصة.

رابعاً: معلومات عن الشركة المصدرة للأوراق المالية

قد يحدث أن يكون وضع الشركة المصدرة للأوراق المالية استثنائياً عن بقية شركات القطاع، وعن بقية الشركات في البيئة المحيطة، بمعنى أن لكل شركة خصوصياتها من حيث كفاءة تشغيلها للموارد المتاحة وفي تحقيقها للأرباح، وبالتالي تلعب المعلومات المتعلقة بالشركة المصدرة دوراً مهماً في تقييم الأوراق المالية المصدرة لهذه الشركات وتحديد اتجاهات أسعار أسهمها. إن المصدر الرئيسي للحصول على هذه المعلومات هو القوائم المالية الدورية التي تصدرها هذه الشركات.¹

خامساً: معلومات عن جودة الأوراق المالية

يقصد بجودة الأوراق المالية، درجة الثقة التي يحصل عليها المستثمر في ضمان حصوله على العائد الدوري للأوراق المالية، وكذلك استرداد لقيمة الأوراق المالية المستثمر فيها، حيث تقوم بعض المؤسسات المتخصصة مثل مؤسسة standard & poor Corporation ومؤسسة مودي في الولايات المتحدة الأمريكية، وبناء على دراسة الوضع المالي للشركات المصدرة للأوراق المالية في السوق المالي، بتصنيف هذه الأوراق المالية في ترتيب تنازلي طبقاً لدرجة جودتها، وهذا الترتيب مبني على مدى إمكانية توقف الشركة المصدرة للأوراق المالية عن دفع مستحقات المستثمرين. ويمكن للمستثمر الحصول على مثل هذه المعلومات من خلال الدليل الذي تعده مثل هذه المؤسسات وعرضه للبيع للمستثمرين.²

¹ - محمد المبروك أبو زيد، مرجع سابق، ص: 276.

² - نفس المرجع السابق، ص: 277.

نستنتج مما سبق أنه يمكن تحديد المعلومات التي يحتاجها المستثمر من خلال العوامل المحددة لسعر السهم حيث تتمثل هذه العوامل في التدفقات النقدية والحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر، وتتأثر هذه المعلومات بعدة متغيرات كما سبق ذكرها. ومنه سيتم التطرق إلى مفهوم وأنواع كفاءة أسواق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: مفهوم وأنواع كفاءة أسواق الأوراق المالية

تعبر كفاءة أسواق الأوراق المالية عن تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة التي تسمح لتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، فذلك لتحليل البيانات وبتوافر المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين حتى لا يكون هناك مشاكل في عدم تماثل المعلومات. فلأسواق الأوراق المالية نوعين من الكفاءة: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

الفرع الأول: مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية

قبل التطرق إلى تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية سوف نقوم أولاً بتعريف الكفاءة بصفة عامة لمعرفة ما المقصود بها ثم بعدها نتطرق إلى تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية.

أولاً: تعريف الكفاءة

هي القيام بعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية.¹

ثانياً: تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية

على الرغم من تعدد التعاريف والمفاهيم التي حددها خبراء المال والاقتصاد بشأن كفاءة أسواق الأوراق المالية، إلا أن أغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد. حيث عرف ديلكوي (Delkaoui) السوق الكفاء بأنه " السوق التي تكونت فيه حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليه".²

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص:105.

² - مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية -دراسة تحليلية لبورصة الجزائر - ، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 2،

كما عرفت فاما (*Fama) في سنة 1970 السوق الكفاء كما يلي: "يكون السوق المالي كفؤا إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه جميع المعلومات المتاحة".¹

تتسم سوق الأوراق المالية الكفاء بالتنافسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقا لقوى العرض والطلب وتتسم سلوك المتعاملين بالرشاد مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على المعلومات.²

ومنه يمكن تعريف السوق الكفاء بأنه السوق الذي يتغير فيه سعر الورقة المالية بسرعة تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق.

ثالثا: خصائص أسواق الأوراق المالية الكفوءة

- من خلال التعاريف السابقة لكفاءة أسواق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص:³
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار بتلك السوق؛
 - يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم؛
 - حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول؛
 - المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة؛

* هو عالم اقتصاد أمريكي يدرس بجامعة شيكاغو، أكثر ما عرف عنه هو تطويره لفرضية كفاءة السوق. وهو أول فائز بجائزة المالية والاقتصاد من دويتش بنك والتي التي مُنحت له في عام 2005 م. كما حصل على جائزة نوبل للاقتصاد عام 2013.

¹- Fama ,Eugene, **Efficient capital markets: A review of Theory and empirical work**, Journal of Finance, May 70,vol 25 Issue 2,p:383.

²- بن أحمد بن حاسين وآخرون، **كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013، ص:250.

³- مفتاح صالح، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها**، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 2009/07-2010، ص:182.

- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتقعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

رابعاً: أهمية كفاءة أسواق الأوراق المالية

إن وجود سوق مالي كفء له دلالات اقتصادية واستثمارية يمكن إيجازها فيما يلي:¹

- السوق الكفاء دالة على أن الأسعار المطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في السوق لتحديد استراتيجية الاستثمارية والتخصيص الكفوء للموارد؛
- يقوم جميع المتعاملين في السوق بالانتفاع من جميع المعلومات وبالتالي ليس هناك هدر بالمعلومات الواصلة للسوق كونها تنعكس بالكامل بالسعر؛
- في ظل السوق الكفوء يعتقد كل من البائع والمشتري للورقة المالية أن سعر الصفقة سعر عادل ومقبول من قبل الطرفين، فليس هناك غبن أو تضليل؛
- أن السوق الكفوء دال لحالة توازنه، لأن جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون توقعاتهم متماثلة لمستقبل الاستثمارات؛
- في ظل السوق الكفوء تتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وبتجاه الاستثمارات المنتجة.

الفرع الثاني: أنواع كفاءة أسواق الأوراق المالية

يمكن أن نميز بين نوعين من الكفاءة هما: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

أولاً: الكفاءة الكاملة للسوق

عندما ينعدم الفاصل الزمني بين تحليل المعلومات التي ترد للسوق عن المنشأة المصدرة للأسهم واستجابة السهم للتغير في قيمته وبسرعة وعلى وفق تلك المعلومات، يشار إلى هذه السوق لأنها سوق ذات كفاءة كاملة، حيث تضمن هذه السوق حصول كل المستثمرين على المعلومات ومن ثم تتاح لأي من حملة

¹ - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2010، ص 50-51.

- الأسهم فرصة مماثلة لما يمكن أن تتاح إلى المستثمرين الآخرين. ولكي تصل السوق إلى مستوى الكفاءة الكاملة لابد من توفر عدد من الشروط أهمها:¹
- أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع بسرعة وبحرية وفي ضوء هذا الشرط تكون تصرفات كل المستثمرين من حملة الأسهم مماثلة نظرا لتمائل المعلومات المتاحة لكل منهم؛
 - لا توجد أي تكاليف للمعاملات مثل عمولة البيع وليس للضرائب أي تأثير على سياسة الاستثمار؛
 - لا توجد أي قيود على التعامل بالأسهم من ناحية البيع والشراء؛
 - من الشروط المهمة هو أن يقبل حامل السهم أو المستثمر الجديد للسعر المعن للسهم، ويعتبر ذلك مسألة خارج إطار المساومة رغم وجود عدد كبير من المستثمرين؛
 - إن المستثمرين يتصرفون بالرشد في تصرفاتهم الاستثمارية وعليه فإنهم يسعون على تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثروتهم والمتعمق بالدراسات المالية يلاحظ أن هذه الشروط لا يمكن أن تتوفر في الحياة الاقتصادية أو على الأقل بعض منها وخصوصا الشرط الأول والثاني والثالث والرابع ليظل مقبولا ومتاحا الشرط الخامس والمتضمن الرشد في القرار الاستثماري، حيث أن الرشد يعتبر المنهج لأي عملية استثمارية وعليه تفقد السوق صورة الكفاءة الكاملة إذ لا يمكن أن تتوفر في الأسواق المالية صورة الكفاءة الكاملة لننتقل إلى شكل السوق للكفاءة الاقتصادية.

ثانيا: الكفاءة الاقتصادية للسوق

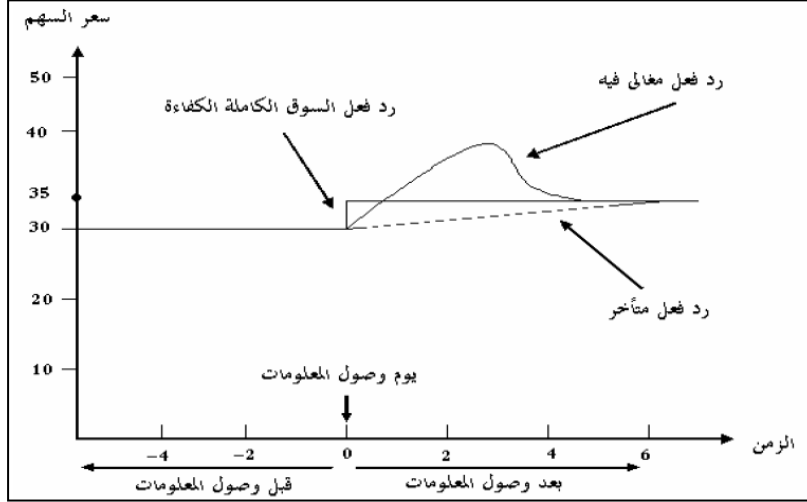
في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهوما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل. غير أن من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من التكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا، إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل. ويجب الأخذ بعين الاعتبار أن تحقق الكفاءة الاقتصادية في أسواق رأس المال يتطلب توافر شرطين أساسيين هما كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير.²

¹ - حمزة محمود زيبيدي، مرجع سابق، ص ص: 130-131.

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق ص: 397.

ويمكن توضيح أنواع كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01-03): سلوك الأسعار في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية



المصدر: عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجمعية، 2005، ص:163.

يبين الشكل أعلاه كيف يمكن أن تتم طريقة استجابة سعر السهم في السوق إلى المعلومات التي ترد إلى السوق يوماً. حيث يمثل المحور الأفقي الأيام قبل وبعد وصول المعلومات إلى السوق أما العمودي فإنه يبين سعر السهم في السوق. يظهر الشكل أن وصول المعلومات إلى السوق في اليوم (05) أدى إلى زيادة القيمة السوقية للسهم (سعر السهم) من (30) دينار إلى (33) دينار حيث يستجيب السهم للزيادة بسبب هذه المعلومات وفي ضوء هذه الاستجابة تحدث ردود فعل السوق الثلاثة التالية:

رد فعل السوق الكاملة الكفاءة: يصوره الخط الداكن، حيث يظهر هذا الخط الطريقة التي يستجيب فيها السهم للمعلومات في السوق ذات الكفاءة، وفي هذه الحالة هناك زيادة مباشرة في سعر السهم لتصل إلى 33 دينار في اليوم الذي وردت فيه المعلومات إلى السوق والسبب في ذلك هو افتراض عدم وجود معلومات إضافية جديدة ترد إلى السوق لاحقاً.

رد فعل متأخر: يعرضه الخط المنقطع، حيث يظهر طريقة استجابة سعر السهم في ظل السوق غير الكفاء، فعند وصول معلومات إلى السوق في اليوم (05)، حيث سيمر بعض الوقت حتى تسعى مكاتب السمسرة بتحليل هذه المعلومات التي وصلت إلى السوق حول الأسهم والمنشآت المصدرة لها، الأمر الذي يؤدي إلى

ارتفاع طفيف في سعر السهم استجابة لهذه المعلومات أو بعد يوم أو أكثر فإن المحللين يصلون إلى استنتاجات تشير إلى أن القيمة السوق لسهم هي أقل من قيمته الحقيقية، وبسبب هذه الحالة فإن جملة من قرارات الشراء للأسهم سوف تحصل مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم في السوق فترتفع أسعاره حتى تصل إلى القيمة الحقيقية والمحددة بـ (33) دينار، كما يظهره الشكل.

رد فعل مغالى فيه: يعبر عنه المنحنى المنقط، ومنه يظهر أن المستثمرين حصلوا على معلومات مغالى فيها حيث وصل سعر السهم إلى أعلى من قيمته الحقيقية أي أكثر (33) دينار، وعندما تحصل هذه الحالة في السوق فإن المستثمرين يستغلون هذه الحالة حيث تتم عمليات بيع كبيرة للأسهم وبسبب زيادة العرض سوف تنخفض القيمة السوقية للسهم حتى تصل إلى القيمة الحقيقية والبالغة (33) دينار.

مما سبق نستنتج أن لكفاءة أسواق الأوراق المالية ضرورة حتمية، وذلك من خلال الفرض الذي يقوم عليه السوق الكفاء والمتمثل في الانعكاس السريع للمعلومات التي ترد على سعر الورقة المالية، كما يوجد نوعين من الكفاءة هما كفاءة السوق الكاملة وكفاءة السوق الاقتصادية، وسنتناول في المطلب الموالي مستويات كفاءة أسواق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: مستويات كفاءة أسواق الأوراق المالية

تتباين الكفاءة وفقا لنوعية المعلومات في السوق بالتالي تظهر ثلاثة أنواع رئيسية لكفاءة أسواق الأوراق المالية.

الفرع الأول: فرض الصيغة الضعيفة

يعني فرض الصيغة الضعيفة أن سعر التداول للأوراق المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط. وهذا ما يرتبط بقواعد التحليل الفني كوسيلة للحكم على تطور السوق وبالتالي يصبح تحليل المعلومات المتاحة عديم الجدوى للمستثمر إذا كانت هذه الصيغة صحيحة ويعني هذا أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي. وتعرف هذه الظاهرة بنظرية "الحركة العشوائية للأسعار" حيث يتسم وصول المعلومات الجديدة إلى السوق بالعشوائية وتصل المعلومات مستقلة عن بعضها وبالتالي

لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات أو نوعيتها مما يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائية بين اليوم والأمس وبين لحظة وأخرى.¹

الفرع الثاني: فرض الصيغة متوسطة القوة

يفترض الشكل متوسط القوة بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم في الماضي بل تعكس أيضا المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور سواء كانت معلومات خاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالوحدة الاقتصادية نفسها أو بصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية. وفي ظل هذا الفرض سوف تستجيب الأسعار لورود المعلومات الجديدة إلى السوق. وكلما زادت سرعة استجابة السوق كلما كان ذلك دليلا على الكفاءة وبالتالي فإن المستثمر لن يستطيع أن يحقق أي عوائد غير عادية كنتيجة لدراسة وتحليل هذه المعلومات وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي.²

الفرع الثالث: صيغة الفرض القوي

في هذا المستوى تعكس الأسعار (أسعار الأوراق المالية) السائدة في السوق المالية جميع أنواع المعلومات: التاريخية والمنشورة والخاصة أو أية معلومات أخرى غير منشورة لكنها ذات العلاقة بالأسهم بالشركات وبالأوضاع الاقتصادية والسياسية وغيرها وذلك فإن المستثمرين والوسطاء الذين لهم علاقات وطيدة بالشركات والمؤسسات والمشاريع تجعلهم يحصلون على معلومات خاصة أو غير منشورة لا يستطيعون الاستفادة منها في تحقيق أرباح فائضة (غير عادية) عما يحققه أي من المتعاملين في السوق بمن فيهم المستثمرون العاديون الذين لا تتوفر لديهم فرص الوصول إلى تلك المعلومات الخاصة، وذلك لأن الأسعار السائدة في لحظة ما تعكس جميع المعلومات بما فيها تلك المعلومات الخاصة وبشكل مستمر ومتلاحق.³

ومنه يمكن استخلاص أن سوق الأوراق المالية الكفاء هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة، بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقا للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، حيث إذا توفرت كافة المعلومات المتاحة نستطيع القول أن سوق الأوراق

¹ إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة (المفاهيم الأساسية لاستثمار والبورصة -البورصة المصرية والأمريكية)، دون ذكر الطبعة، الناشر دار النهضة العربية، 2000، ص:36.

² محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، دون ذكر الطبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص:128-129.

³ زياد رمضان، الأسواق المالية، دون ذكر الطبعة، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، 2008، ص:203-204.

المالية ذات درجة عالية من الكفاءة، أما في حال توفر بعض هذه المعلومات عن البعض الآخر هنا سنقل درجة كفاءة السوق.

المبحث الثالث: متطلبات ومعوقات كفاءة أسواق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها

من أجل تحقيق كفاءة جيدة لأسواق الأوراق المالية يجب أن تتوفر مجموعة من المتطلبات المتمثل أهمها في: كفاءة التشغيل، كفاءة التخصيص، كفاءة التسعير، العقلانية والأمن، عدالة السوق... وغيرها، ولقياس كفاءة أسواق الأوراق المالية نلجأ إلى أهم مؤشرات التي تعتبر أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلاً من جهة أخرى، حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية وتقدير مخاطرها.

المطلب الأول: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة أسواق الأوراق المالية على مدى توفر البيانات والمعلومات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وتكاليف الحصول عليها... كما أن كفاءة السوق سوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكبر ربحاً... ويستلزم تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم تحقيق كل من:

الفرع الأول: كفاءة التسعير

وهي تتحقق عندما تتوفر المعلومات والبيانات الجديدة في وقت ملائم دون أن يتكبد المتعاملون في سبيل الحصول عليها تكاليف مرتفعة مع تكافؤ فرص الحصول عليها والاستفادة منها.¹

الفرع الثاني: كفاءة التشغيل

يقصد بها قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية، ودون أن يتاح لصناع السوق فرص لتحقيق هامش ربح مغالى فيه.²

¹ - صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، الطبعة الأولى، عالم الكتب - نشر، توزيع، طباعة، 2003، ص: 25.

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق ص: 502.

الفرع الثالث: كفاءة التخصيص

إن المهمة الأساسية للأسواق المالية، هي تحويل فائض الأموال ممن لديهم الفائض، إلى من يحتاج إلى هذه الموارد، وهي مهمة ليست سهلة لأن أحد شروطها أن تتم بكفاءة أو ما يسمى بكفاءة التخصيص، والتي يقصد بها تحويل وتخصيص الأموال المتاحة إلى أكثر التوظيفات الاستثمارية ربحية.¹

الفرع الرابع: العقلانية

وهو أن يكون هدف المتعاملين تحقيق الأرباح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل، حيث يتم الاستعانة بالخبراء والمحللين ومكاتب استشارية في هذا المجال.²

الفرع الخامس: السيولة

يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت بيه آخر صفقة على تلك الورقة المالية. إن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تتعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة تسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.³

الفرع السادس: عدالة السوق

تعني عدالة السوق إتاحة فرصة متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات أسواق الأوراق المالية كما تعمل على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.⁴

¹ - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم صغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010، ص:103.

² - سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، 2015، ص:58.

³ - ابن أعرم بن حاسين، مرجع سابق، ص:251.

⁴ - نفس المرجع السابق، ص:252.

الفرع السابع: الأمن

لا بد للسوق الكفوة من توفير الأمن أي أن تتوفر الحماية ضد المخاطر سواء كانت تجارية أو غير تجارية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، بالتالي يجب على إدارة السوق المالي متابعة الصفقات غير الأخلاقية أو الوهمية ويكون لديها الإجراءات الرادعة لها، مع وجود مؤسسات للتأمين ضد المخاطر.¹

من خلال ما سبق نستنتج أن متطلبات أسواق الأوراق المالية لا تتحقق إلا بتوافر مجموعة من البيانات والمعلومات والمتمثلة في كفاءة التشغيل والتسعير والتخصيص، السيولة، عدالة السوق،... وغيرها. أما في المطلب الموالي سوف يتم التطرق إلى مؤشرات قياس أسواق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: مؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية

تتمثل مهمة مؤشر أسواق الأوراق المالية في جمع معلومات محددة عن أسعار الأسهم بالسوق أو بإحدى قطاعات السوق في صورة بسيطة وسهلة. وهذا من شأنه أن يساعد المستثمرين ومحلي السوق في تقييم أسعار الأسهم، بل وربما في التنبؤ بالتحركات المستقبلية في أسعار الأسهم.

الفرع الأول: استخدامات مؤشرات أسواق الأوراق المالية

قبل التطرق إلى استخدامات مؤشرات أسواق الأوراق المالية سيتم أولاً تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية كما يلي:

أولاً: تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

المؤشر هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الفعلية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية باستخدام معدلات رياضية تتلاءم مع طبيعة كل سوق مالي بهدف التعرف على حركة الأسعار واتجاهات وأداء السوق.²

¹ - سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص:58.

² - دريد كمال آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2012، ص:90.

ثانياً: استخدامات مؤشرات أسواق الأوراق المالية

لمؤشرات أسواق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين والأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، في طليعة تلك الاستخدامات:¹

أ- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية - إيجاباً أو سلباً- مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدى. وإذا كانت استثماراته- المستثمر - في صناعة معينة لها مؤشر خاصة بها، حينئذ يكون من الأفضل متابعة ذلك المؤشر.

ب- الحكم على أداء المديرين المحترفين، فوفقاً لفكرة التنوع الساذج يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني، بأن المدير المحترف، الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.

ت- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق، إذا أمكن للمحل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية، وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل. كما إن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه. إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية باتجاه حركة الأسعار في السوق، تقدير مخاطر المحفظة، فيمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد للأصول الخطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطيرة.

ث- يمكن مقارنة أداء الأسعار لأسهم الشركات الكبرى والصغرى. في كثير من الأسواق، يتم عمل مؤشر لأسعار الأسهم في الشركات الصغيرة وما يعرف بمؤشر الشركات منخفضة الرأسمال.²

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص ص: 194-195.

² - برايان كويل، ترجمة باعتماد خالد العامري، التمويل المالي للأسهم، الطبعة العربية الأولى، دار الفاروق للاستشارات الثقافية، القاهرة، 2007، ص:

الفرع الثاني: أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية

تتمثل أهم المؤشرات في العالم ما يلي:

أولاً: الولايات المتحدة الأمريكية

ومن أهم مؤشراتنا:¹

- أ- داو جونز: يحتوي هذا المؤشر على ثلاثين ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك.
- ب- ستاندرد أند بور 500: يحتوي على خمسمائة ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك 400 شركة صناعية، و 40 منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين. وهناك S&P 100، S&P 400.

ثانياً: إنجلترا

تتمثل مؤشرات إنجلترا فيما يلي:²

- أ- FT-30 : يجمع هذا المؤشر ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.
- ب- FTSE-100 : المؤشر الأكثر شهرة، ويحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 80% من إجمالي رسملة البورصة.

ثالثاً: مؤشر داكس الألماني DAX :يعد من أهم المؤشرات الأوروبية والعالمية التي تتسم بالاستقرار والثبات، فهو يعكس تطور أكبر من 30 شركة مدرجة، ومن ضمن الشركات المدرجة اديداس وبي أم دبليو. ومع تطور المؤشر نمت "عائلة" داكس لتضم حالياً 2600 مؤشر فرعي، كمؤشر التكنولوجيا نيك داكس، ومؤشر الشركات المتوسطة غم داكس ومؤشر الصغيرة إس داكس وغيرهم.³

رابعاً: فرنسا

- أ- مؤشر (CAC40): يتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس.⁴

¹ - ناجي جمال، مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل، الطبعة الأولى، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2012، ص:42.

² - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص:50.

³ - سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم حالة سلطنة عمان، الطبعة الأولى، دون دار النشر، عمان، 2013، ص:151.

⁴ - ناجي عصام، مرجع سابق، ص:43.

خامسا: اليابان

أ- مؤشر Nikkei: يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل 70 % من رسملة بورصة طوكيو.¹

الفرع الثالث: أهم المؤشرات المستخدمة لقياس كفاءة أسواق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق وكذلك أداة للتنبؤ بحركة تطوره مستقبلا.

أولاً: مؤشرات حجم السوق

ثمة مؤشران لقياس حجم السوق الأوراق المالية هما:²

- نسبة رأس مال السوق؛

- عدد الشركات المدرجة بالسوق.

أ- نسبة رأس مال السوق: تمثل نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. ومن الناحية الاقتصادية، ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مؤداه أن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجابيا أو سلبا بالقدرة على حشد وتعبئة رأس المال وتوزيع الخطر. ومؤدى ذلك أن هذا المؤشر يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار، أي قدرتها على حشد المدخرات لتوجيهها إلى المنشآت المقيدة في السوق التي تستثمر مواردها.

$$\text{نسبة رأس مال السوق} = \frac{\text{قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

ب- عدد الشركات المدرجة بالسوق: يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق، باعتبار أن ارتفاع عدد الشركات المسجلة في السوق قد يؤدي إلى زيادة درجة اتساع السوق وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني، الأمر الذي قد ينعكس إيجابا على الاقتصاد الوطني.

¹ - محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية (موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها)، دون ذكر الطبعة، دار الوفاء لدنيا للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص: 124.

² - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص ص: 210-212.

ثانيا: سيولة السوق

يقصد بها القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة ودون خسائر معتبرة. ويمكن أن تقاس بالموشرات الآتية:¹

أ- قيمة التداول/ الناتج المحلي الإجمالي، تقاس بقسمة إجمالي قيمة السهم المتداولة على الناتج الإجمالي. وتأتي اليابان في مركزا متقدما على مستوى العالم.

ب- الصفقات: وتقاس بقسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رأس المال السوقي. وقد وصلت ألمانيا المرتبة الأولى في العالم. والجدير بالملاحظة أن قيمة التداول تركز على مقارنة التداول بحجم الاقتصاد. في حين أن الصفقات تعكس تداول إلى حجم سوق رأس المال.

ثالثا: تقلبات العوائد

قياسها بمعامل الاختلاف، الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة زمنية معينة أو يقاس باستخدام الانحراف المعياري.²

رابعا: مؤشر التمرکز

يشير مؤشر درجة التمرکز إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، إذ قد تسيطر في العديد من البلدان بضعة شركات على السوق الأمر الذي يعني ارتفاع درجة التمرکز في السوق. وتعد درجة التمرکز المرتفعة أمرا غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على السوق. وتقاس درجة تمرکز السوق من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق. وتتميز أسواق أمريكا واليابان بانخفاض درجة التمرکز، حيث تمثل حصة أكبر عشر شركات في كل من الأرجنتين وكولومبيا.³

خامسا: كفاءة تسعير الأصول

تقاس كفاءة تسعير الأصول باستخدام نموذج تسعير الأصول الذي يوفر آلية الحكم على القيمة السوقية للورقة المالية. ومن خلال المقارنة بين العائد الفعلي والعائد على الاستثمار وفقا لنموذج تسعير الأصول يمكن الحكم على مدى كفاءة تسعير الأصول في السوق ويعني ذلك أنه إذا كان العائد على

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، مبادئ وسياسات الاستثمار، الطبعة الأولى، الناشر الدار الجامعية الإسكندرية، 2010، ص ص: 226-227.

² - رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص: 115.

³ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص ص: 215-216.

الاستثمار على ورقة مالية وفقا لنموذج تسعير الأصول في حدود 16% وأن العائد الفعلي 18%، معنى ذلك أن الورقة المالية تباع بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وتعتبر الأردن والباكستان والولايات المتحدة واليابان من الدول ذات الكفاءة العالية في تسعير الأصول. في حين تتخفف الأرجنتين والبرازيل وتركيا.¹

سادسا: مؤشر عدم الاستقرار

تشير درجة التذبذب إلى مدى وجود تقلبات في العوائد في السوق، بمعنى آخر فإنها تشير إلى عدم استقرار السوق، وتقاس درجة عدم استقرار السوق بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية في أسواق الأوراق المالية، حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهرا على أن يتم تنقيطها من الارتباط الذاتي. وعادة ما يعني انخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشرا لتطور وتنمية السوق. غير أنه في بعض الأحيان قد يأخذ ارتفاع درجة التقلب على أنه مؤشر لتطور أسواق الأوراق المالية بقدر ما تظهر المعلومات تتضمن التقلب ولا تعكسها إلا السوق الجيدة فقط.²

ومنه يمكن استخلاص أنه لكي يكون السوق ذات كفاءة عالية يجب أن يتوفر على مجموعة من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان في اتخاذ قراراتهم. حيث يعتمد المستثمرين في متابعة أداء أسواق الأوراق المالية على مجموعة من المؤشرات التي من خلالها يستطيع المستثمر أخذ فكرة عن أداء المحفظة وتقدير مخاطرها والتنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق، وكذلك قياس التغيرات لأسعار الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية.

المطلب الثالث: معوقات كفاءة أسواق الأوراق المالية

هناك مجموعة من العوامل التي تتأثر بها كفاءة أسواق الأوراق المالية والتي تأتي مجملها في العناصر

التالية:

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 227-228.

² - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 216.

الفرع الأول: الإشاعات

قد تؤدي الإشاعات التي تسود السوق والتي تقوم على أساس غير صحيح إلى إحداث تغييرا في أسعار الأوراق المالية، وهو ما يؤدي إلى وجود أخطاء في التنبؤ تتمثل في الفرق بين السعر الذي يتم به تداول الورقة المالية والسعر الذي توقعه المستثمر أن يسود في السوق، وبالتالي يتسبب في إضعاف كفاءة السوق.¹

الفرع الثاني: الممارسات غير الأخلاقية

تؤدي الممارسات غير المشروعة إلى إضعاف كفاءة السوق، الأمر الذي يؤدي إلى زعزعة ثقة المتعاملين، ولمواجهة هذه الممارسات يجب وضع التشريعات التالية:²

- التلاعب بالأسعار من طرف بعض المضاربيين أو من قبل المؤسسات المصدرة للأوراق المالية؛
- تمكن فئة من معينة من الحصول على المعلومات خاصة تمكنهم من إبرام الصفقات في الوقت المناسب، الشيء الذي يمكنهم من تحقيق أرباح طائلة على حساب مستثمرين آخرين؛
- استغلال الثقة التي يمنحها المستثمرين للوسطاء في عمليات البورصة.

الفرع الثالث: ضعف تنظيم السوق

قد يؤدي التنظيم غير الجيد للسوق إلى إضعاف الكفاءة الاقتصادية المنشودة، وهناك بعض العوامل التي تؤدي إلى حدوث اضطرابات في تنظيم السوق من بينها:³

- عدم وجود إطار تنظيمي واضح المعالم يخص أسواق الأوراق المالية؛
- نقص التنوع في الأدوات المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطرة؛
- غياب رقابة الأجهزة المختصة المتمثلة في الجهات الوصية على السوق، والتي تم إنشائها بهدف تنظيم تداول الأوراق المالية، ومراقبة مدى تطبيق التشريعات واللوائح التنظيمية المتعلقة بالسوق.

¹ صاطوري جودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة الدكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، 2006، ص: 259.

² نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

³ آل شبيب، دريد الجبوري، عبد الرحمن، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي (حالة شركة وورلد كم الأمريكية (WORLD COM))، المؤتمر العلمي الرابع: استراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا الأردن، 15-16/2005، متوفر على الرابط: www.philadelphia.edu.jo // بتاريخ (18-02-2018).

الفرع الرابع: عدم كفاءة نظام المعلومات

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة ونوعية المعلومات السائدة في هذا السوق، فقد يؤدي التأخر في نشر المعلومات والبيانات وعدم دقتها إلى تقليل فوائدها بالنسبة للمستفيدين، والتأثير على القرارات الصائبة للمستثمرين، ومن بين أسباب عدم كفاءة نظام المعلومات هو عدم الإفصاح التام والشامل على كافة المعلومات الخاصة بالمؤسسات المقيدة في سوق الأوراق المالية.¹

ومنه نستنتج أن دور المعلومات ونوعيتها يؤدي إلى زيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال الإفصاح عنها في الوقت المناسب، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، لكن رغم هذا هناك مجموعة من المعوقات التي تؤثر في كفاءة أسواق الأوراق المالية من بينها الإشاعات، الممارسات الغير أخلاقية، عدم كفاءة نظام المعلومات...

¹ - نفس المرجع السابق.

خلاصة الفصل

من خلال ما سبق نستنتج بأن أسواق الأوراق المالية لها دور بارز في تكوين حلقة الوصل بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي وبالتالي تسعى هذه الأسواق إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها. حيث تعمل على تسهيل انتقال رؤوس الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز وذلك بهدف خلق جو ملائم من أجل استثمار هذه الأموال، كما لها أيضا أهمية بالغة سواء من خلال مكوناتها أو من حيث الوظائف التي تقوم بها.

تسعى أسواق الأوراق المالية إلى تحقيق ما تصبو إليه من أرباح مع الحفاظ على حجم نشاطها، وذلك من خلال ما تتحصل عليه من معلومات مختلفة من أجل تحقيق كفاءة عالية في أسواق الأوراق المالية. والتي يتم قياسها بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات المرتبطة بحجم وسيولة السوق ودرجة التقلبات في العوائد وكفاءة تسعير الأصول المالية... وغيرها. حيث تواجه تحقيقها مجموعة من المعوقات التي تؤدي إلى إضعاف كفاءة أسواق الأوراق المالية.

تمهيد الفصل

تقوم الهيئات بتنظيم ومراقبة أسواق الأوراق المالية لتحقيق مهامها في مقدمتها حماية المستثمرين من خلال المراقبة الجيدة والسليمة، هذا من أجل ضمان السير الحسن لهذه الأسواق بكل شفافية وعدالة وتحقيق كفاءة وسلامة المعاملات في أسواق الأوراق المالية ومنع أي خطأ أو غش أو تلاعب.

كما تعمل هذه الهيئات التنظيمية والرقابية على توفير مجموعة من الأدوات من أجل الرقابة على أسواق الأوراق المالية من بين هذه الأدوات الإفصاح الذي يلعب دورا أساسيا في تحسين كفاءة الأسواق المالية سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، فمن ناحية يؤدي الإفصاح ذو النوعية الجيدة إلى شفافية أكبر في التعامل مما يزيد في حركة رؤوس الأموال والاستقرار المالي على المستويين الوطني والدولي لاسيما مع تواجد آليات رقابية فعالة. وعالية تتوقف كفاءة أسواق الأوراق المالية إلى حد كبير على نوعية المعلومات المفصح عليها بصفة عامة وأنظمة المعلومات للشركات المقيدة بصفة خاصة.

كما تقوم هذه الهيئات بالرقابة على التداول بصورة يومية لضمان سلامة المعاملات من الممارسات الأخلاقية وصولا إلى حماية المستثمر واكتساب ثقته في هذه الأسواق، بالإضافة إلى الرقابة على الشركات المدرجة والشركات المرخصة للتأكد من صحة المعلومات المفصح بها دوريا والوقوف على سلامة المراكز المالية لهذه الشركات، والتأكد من مدى التزام هذه الشركات بالقوانين التشريعية واللوائح التنظيمية الصادرة عن الهيئات التنظيمية والرقابية وباقي الجهات الوصية.

وسيتطرق إلى هذه الأدوات ودورها في دعم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية بعد التطرق إلى الجانب التنظيمي والرقابي في هذه الأخيرة من خلال المباحث الثلاثة التالية:

- تنظيم ومراقبة أسواق الأوراق المالية؛
- أدوات التنظيم والرقابة في أسواق الأوراق المالية؛
- مساهمة الأدوات التنظيمية والرقابية في دعم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية.

المبحث الأول: تنظيم ومراقبة أسواق الأوراق المالية

تختص في تنظيم ومراقبة أسواق الأوراق المالية هيئة عامة تكمن مهمتها الرئيسية في حماية المستثمرين من خلال المراقبة الجيدة وذلك لضمان السير الحسن لهذه الأسواق بكل شفافية وعدالة، من أجل تحقيق كفاءة وسلامة المعاملات في أسواق الأوراق المالية ومنع أي تلاعبات يمكن أن تحدث في التقارير أو القوائم المالية، ويتم ذلك من خلال توفر مجموعة من الآليات.

المطلب الأول: مفهوم الهيئات التنظيمية والرقابية في أسواق الأوراق المالية

تعددت الدراسات حول الهيئة التنظيمية والرقابية من أجل الوصول إلى تعريف موحد لهذه الهيئة في أسواق الأوراق المالية، إلا أنهم لم يتوصلوا إلى تعريف موحد. لذلك عرفت كل دولة الهيئة على حسب الوضع القانوني والمهام التي جاءت من أجل تحقيقها.

الفرع الأول: تعريف الهيئات التنظيمية والرقابية في أسواق الأوراق المالية

تختلف التعاريف المقدمة للهيئات التنظيمية والرقابية لأسواق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى رغم وجود بعض الجزئيات المتشابهة، وحتى نتمكن من إعطاء تعريف لهذه الهيئات سنقوم بتقديم مجموعة من التعاريف لهذه الهيئات سواء في الدول المتقدمة أو النامية بهدف محاولة اقتراح تعريف للهيئات التنظيمية والرقابية على ضوء التعاريف السابقة.

تعرف الهيئة المنظمة لأسواق الأوراق وفقاً لقانون الولايات المتحدة الأمريكية - ممثلة في لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC) - بأنها لجنة حكومية أنشأها الكونغرس الأمريكي، لتحقيق أهداف حماية المستثمرين من الممارسات الاحتيالية والتلاعب في أسواق الأوراق المالية، الحفاظ على السير العادل والمنظم لهذه السوق وتسهيل تكوين رأس المال.¹

كما عرفت هذه الهيئة وفقاً للتشريع الأوروبي - ممثلة بـهيئة الأوراق والأسواق الأوروبية (ESMA)- بأنها هيئة مستقلة للاتحاد الأوروبي تساهم في الحفاظ على استقرار النظام المالي في الاتحاد الأوروبي من خلال تعزيز حماية المستثمر وضمان النزاهة والشفافية والكفاءة والأداء المنظم للأسواق الأوراق المالية، بما

¹ - U.S. Securities and Exchange Commission , What We Do, web site:

<https://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> (consultation date 27/03 /2018)

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

يعزز التقارب الرقابي بينها وبين السلطات الأخرى الأوروبية الإشرافية المختصة في مجال الأعمال المصرفية (EBA)، والتأمين والمعاشات المهنية (EIOPA).¹

كما عرفت أيضا في القانون الأردني بأنها مؤسسات حكومية رقابية هدفها تنظيم وتطوير أسواق الأوراق المالية ومراقبة التعامل في الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية، لها شخصية اعتبارية وتتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء، وذلك تعزيزا لاستقلالها وحتى تعمل بكفاءة وفعالية لتحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها.²

أما في قانون الإمارات العربية المتحدة فقد عرفت الهيئة بأنها شخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، تتمتع بكافة الصلاحيات الرقابية والإشرافية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وفقا لأحكام القانون والأنظمة الصادرة تنفيذا له، بهدف إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد الأسعار وحماية المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم العادل بين مختلف المستثمرين بالإضافة إلى تنمية الوعي الاستثماري عن طريق إجراء الدراسات وتقديم التوصيات والعمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي.³

كما عرفت في القانون الفلسطيني بأنها هيئة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، والأهلية القانونية، وتهدف إلى تنظيم وتطوير ومراقبة سوق رأس المال الفلسطيني وحماية حقوق المستثمرين.⁴

ومما سبق يمكن استخلاص أن الهيئة المنظمة لأسواق الأوراق المالية هي عبارة عن هيئة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، تعمل على تنظيم وتطوير أسواق الأوراق المالية بهدف

¹European Union, *European Securities and Markets Authority*, WHO WE ARE , web site:

<http://www.esma.europa.eu/page/esma-short>(consultation date(2018-03-23)

² الأردن، *هيئة الأوراق المالية*، متوفر على الموقع الإلكتروني:

http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx?Lang=1&Page_Id=158&Menu_ID=156&site_id=2(تاريخ المعاينة 03-24-2018).

³ الإمارات العربية المتحدة، *هيئة الأوراق المالية والسلع، تعريف بالهيئة*، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<http://www.sca.gov.ae/Arabic/sca/Pages/default.aspx> تاريخ المعاينة (2018/03/26).

⁴ هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، *التقرير السنوي*، 2016، ص:13.

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

الحفاظ على السير الحسن والمنظم وضمان العدالة والكفاءة فيها وكذلك حماية حقوق المستثمرين وهذا من خلال إصدار مجموعة من القوانين واللوائح التنظيمية تضمن العمل بكل نزاهة وشفافية.

الفرع الثاني: مهام الهيئة التنظيمية والرقابية في أسواق الأوراق المالية

تعمل الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية على تطوير السوق وتطبيق تعليمات الإفصاح وحماية المستثمرين وذلك من خلال المهام المتمثلة في:¹

- تنظيم وتطوير أسواق الأوراق المالية، وتنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية؛

- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تتطوي على احتيال أو خداع أو غش أو تلاعب، أو التداول بناءً على معلومات داخلية؛

- العمل على تحقيق العدالة، والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛

- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بعمليات الأوراق المالية؛

- تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية؛

- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

الفرع الثالث: الفصل بين الدور التنظيمي والرقابي للهيئة

حددت المنظمة الدولية ISOCO بموجب المبادئ التي اعتمدها طبيعة العلاقة ما بين مؤسسات سوق رأس المال وخاصة ما بين الجهات الرقابية وتلك الجهات الخاضعة لمراقبتها ولقد ركزت المعايير في مجملها على تأكيد جملة من المبادئ تستند على تحديد دور كل جهة من الجهات الرقابية مع فصل واضح لهذه

¹- أنظر :

-U.S. Securities and Exchange Commission , op, cit.

-European Union, European Securities and Markets Authority, op, cit.

- الإمارات العربية المتحدة، هيئة الأوراق المالية والسلع، تعريف بالهيئة ، مرجع سابق.

- الأردن، هيئة الأوراق المالية، الاستثمار والتوعية، حماية المستثمر، متوفر على الموقع الإلكتروني:

(تاريخ المعاينة 2018/03/26) http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx?Lang=1&Page_Id=1085&expandable=4

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

الأدوار بهدف إرسال إشارات واضحة بهذا الخصوص لجميع الأطراف ذات العلاقة بسوق رأس المال. وغطت مبادئ منظمة الأيسكو مختلف الجوانب المتعلقة بهيئات الرقابة، وبشكل خاص وقد أكدت المبادئ على أهمية مراعاة هيئات الرقابة لما يلي:¹

- وضوح مسؤوليات هيئات الرقابة؛
- استقلالية هيئات الرقابة؛
- الصلاحيات والموارد والقدرة الكافية لممارسة العمل؛
- اعتماد إجراءات رقابية متناسقة وواضحة؛
- مراعاة الكفاءة وأعلى درجات الهيئة لموظفي الهيئات.

تم التطرق في هذا المطلب إلى تعاريف مختلفة لبعض الدول للهيئات التنظيمية والرقابية لأسواق الأوراق المالية، والمهام المتخلفة لهذه الهيئة من أهمها حماية المستثمرين وتحقيق الكفاءة والعدالة في أسواق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: المتعاملون وشروط الإدراج في أسواق الأوراق المالية

يصنف المتعاملون في سوق الأوراق المالية المنظمة وغير المنظمة إلى عدة فئات تتمثل في المقرضين والمقترضين والوسطاء وغيرهم، حيث تتم التعاملات بينهم بحرية كاملة وبشكل علني ومسجل وموثوق. وذلك تحت تنظيم ورقابة من طرف الهيئة المختصة في أسواق الأوراق المالية.

الفرع الأول: المتعاملون في أسواق الأوراق المالية

ينقسم المتعاملون في أسواق الأوراق المالية إلى فئات مختلفة من أهمها:

أولاً: فئة المقرضين أو المدخرين

وتشمل المستثمرين من الأفراد والمؤسسات المختلفة من كل القطاعات مثل: البنوك وشركات التأمين

¹ - اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، دبي - الإمارات العربية المتحدة، علاقة هيئات الرقابة العربية بالجهات الخاضعة لرقابتها من مؤسسات سوق رأس المال، كانون الثاني/يناير 2016، ص: 07.

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

وصناديق التوفير والمعاشات. وذلك لما يتوفر لديهم من احتياطات تستوجب رصدها في سندات مضمونة الفائدة.¹

ثانياً: فئة المقترضين أو المستثمرين

تشمل الأفراد أو المؤسسات المختلفة من كل القطاعات التي بحاجة إلى الأموال النقدية التي تعاني من عجز نقدي في تمويل مشروعاتها وأصولها ففي هذه الحالة يتم الحصول على الأموال النقدية المطلوبة عن طريق الإصدارات المالية في السوق الأولية أو عن طريق الاقتراض من المؤسسات المالية. ثم يلي ذلك خطوة وهي أن بعض المستثمرين والمكتتبين بالأوراق المالية يرغبون ببيع هذه الأوراق لمستثمرين آخرين وهذا يتم من خلال تداول هذه الأوراق المالية (بيع وشراء) في السوق الثانوية كما تعرف بسوق التداول.²

ثالثاً: الوسطاء الماليون:

وهي فئة السماسرة وتابعوهم وتشتمل على:³

- أ- السمسار: وهو الشخص ذو الكفاءة والخبرة المختص في شؤون الأوراق المالية من بيع وشراء مقابل حصوله على العمولة من البائع والمشتري معا.
- ب- المندوب الرئيس: وهو من مساعدي السمسار فيعمل عنده باسمه مقاب أجر.
- ت- الوسيط: وهو أيضا من مساعدي السمسار وهو بمثابة أداة الاتصال بين العميل والسمسار.

رابعاً: شركات المساهمة العامة

سواء كانت صناعية أو تجارية أو زراعية أو خدمية، وسواء كانت تابعة للقطاع العام أو القطاع الخاص، والتي يرغب أصحابها في إقامة مشاريع جديدة أو توسيع وتجديد المشاريع القائمة بالفعل، ففي الحالة الأولى يعمدون إلى تكوين شركات ودعوة مدخرين جدد للمساهمة معهم، وفي الحالة الثانية يميلون إلى زيادة رأس المال بقبول مساهمين جدد أو إصدار سندات أو الاثنتين معا.⁴

¹ - محمد الصيرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص:40.

² - زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الطبعة الرابعة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2015، ص:133.

³ - فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص:61.

⁴ - حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة)، الطبعة الأولى، دار الكندي، دون بلد النشر، 2002، ص:31.

الفرع الثاني: شروط الإدراج في أسواق الأوراق المالية

تتطلب عملية إدراج (أسهم) المؤسسات الاقتصادية في أسواق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف بعض الشيء من دولة لأخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة. ويمكن تلخيص أهم هذه الشروط في النقاط التالية:

- يشترط في المؤسسة التي ترغب في دخول البورصة أن يكون شكلها القانوني من شركات الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم؛

- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20 % إلى 25%، حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم؛

- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاث سنوات. وأن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين (أو أكثر حسب قوانين سوق الأوراق المالية المعني) عند طلب الإدراج مع توزيع الأرباح خلالهما؛

- تكوين ملف الدخل وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخل إلى سوق الأوراق المالي؛

- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

المطلب الثالث: آليات التعامل في أسواق الأوراق المالية

لكي يتم التداول والإتجار في أسواق الأوراق المالية بين المستثمرين وتجار الأوراق المالية، يجب أن تتوفر في هذه الأسواق عدة آليات للتعامل والتي تتمثل في معظم الوسطاء الذين يقومون بتسويق أوراق مالية معينة وتحديد سعرين اثنين مسبقاً: أحدها للشراء والأخر للبيع وبذلك فإن الوسيط يكون طرف في الصفقة حيث يقوم بالشراء بالسعر الأول والبيع بالسعر الثاني، وكذلك نوع الأوامر التي يجب تنفيذها وذلك من خلال

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

أوامر الشراء والبيع التي يستخدمها المستثمرين أثناء تعاملهم في هذه الأسهم، وتكلفة إتمام العملية وكيفية تسوية الصفقات، وأيضا الشركات المدرجة.

الفرع الأول: الأوامر

قبل تحديد أنواع الأوامر في إطار التعامل في أسواق الأوراق المالية لابد أولا من تعريفها كما يلي:

أولا: تعريف الأوامر

هي طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم (أو يقومون بها أنفسهم إلكترونيا) السماسرة والتي يجري تنفيذها فيما بعد.¹ وذلك فإن الأوامر تشمل ما يلي:

أ- **حجم الأمر (الطلب):** عند قيام المستثمر بشراء أو بيع سهم فإنه سيقوم بإصدار الأمر إما لطلبية دائرية أو لطلبية صغيرة أو لكلاهما. وتعني الطلبية الدائرية عادة أن يكون الأمر لمائة سهم أو مضاعفاتها، أما الطلبية الصغيرة فهي عادة التي يتراوح فيها الأمر من 1 إلى 99 سهما، أما الطلبيات التي تزيد عن 100 سهم ولا تمثل مضاعفات للمائة تعتبر مزيجا من الطلبية الدائرية والصغيرة. فمثلا الأمر الذي يتضمن 259 سهما يعني أمرا لطلبيتين دائريتين وطلبية صغيرة قدرها 59 سهم.²

ب- **المدى الزمني للأمر:** يشير المدى الزمني للأمر إلى الفترة الزمنية التي يجب تنفيذ الأمر خلالها وعلى ذلك يكمن التمييز بين عدة أنواع من الأمر وفقا للمدى الزمني، الأمر اليومي، الأمر الفوري، الأمر ساري النفاذ، الأمر الحر.³

ثانيا: أنواع الأوامر

أ- **أوامر السوق:** وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعا وهنا يصدر المستثمر أمرا للسماسر لشراء وبيع عددا محددًا من الأوراق فورا. وهنا يكون السماسر ملتزما ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن (أقل الأسعار في حال أمر الشراء وأعلى الأسعار في حالة البيع) في وقت صدور الأمر. وعلى هذا

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 248.

² - محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الإسكندرية، 2003، ص: 22.

³ - جلا إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية (الاتجاهات الحديثة في أسواق المال والهندسة المالية)، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الإسكندرية، 2003، ص ص: 66-67.

الأساس، فإن المستثمر عند إصدار الأمر يكون في حالة شبه تأكد أن الأمر سيتم تنفيذه وإن كانت درجة تأكده أقل كثيرا فيما يتعلق بالسعر. وعلى كل، فإنه عادة ما تتوفر سلفا معلومات مناسبة عن

السعر المحتمل تنفيذ الأمر على أساسه. وأخيرا فليس غريبا أن تكون أوامر السوق هي أوامر يومية.¹

ب- الأوامر المحددة السعر: يعتبر الأمر محدد السعر من الأوامر الشائعة والذي يعني أن المستثمر يحدد السعر الذي يتم الشراء به أو البيع للسهم أو السند. حيث تصنف الأوامر المحددة السعر إلى أوامر يومية أو أوامر مفتوحة، وتعتبر الأوامر اليومية مناسبة حيث يتم التعامل بموجبها حتى نهاية يوم العمل بالبورصة. فمثلا إذا طلب أحد المستثمرين في الأمر اليومي شراء 3000 سهم بسعر $\frac{1}{4}$ جنيه، ولكن تم تدبير 1000 سهم فقط في هذا اليوم - فهذا يعني أن الأمر يعتبر ملغيا في نهاية يوم عمل. أما بالنسبة للأوامر المفتوحة فإنه يتم التعامل بها طالما لم يتم إلغائها، وقد يحدد لمثل هذا النوع من الأوامر فترة زمنية- وفقا لذلك يتم شراء الأسهم بالسعر المحدد إلى أن يتم تنفيذ الأمر أو إلى أن يلغى العميل الأمر.²

ت- الأوامر الخاصة

من أبرز أنواع الأوامر الخاصة أمر الإيقاف وأمر الإيقاف المحدد:

- **أوامر الإيقاف:** يقصد بأمر الإيقاف الأمر الذي ينفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها. وفي هذا الصدد يوجد نوعين من أوامر الإيقاف: أوامر يتعلق بالبيع، وأخرى تتعلق بالشراء. وفي أوامر الإيقاف التي تتعلق بالبيع يصبح ليزما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه، أما أمر الإيقاف الذي يتعلق بالشراء فيقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو زاد عنه.³
- **أوامر الإيقاف المحددة:** تعالج أوامر الإيقاف المحددة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف ففي أوامر الإيقاف المحددة يضع المستثمر حدا أدنى لسعر البيع، وحدا أقصى لسعر الشراء. ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو سعر أفضل منه. هذا وإذا لم يتمكن السمسار من تنفيذ الأمر في الصالة فيمكنه الالتجاء إلى المتخصص الذي يتعامل في هذا النوع من الأسهم،

¹ - محمد الحناوي، مرجع سابق، ص: 43.

² - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم- سندات- وثائق الاستثمار- الخيارات)، دون ذكر الطبعة، الدار الجامعية طبع - نشر - توزيع، الإسكندرية، 2000، ص ص: 50-51.

³ - منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، دون ذكر الطبعة، منشأة المعارف الإسكندرية، 2006، ص: 486.

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

وذلك طالما أن السعر لم يهبط (حالة البيع) أو يرتفع (حالة الشراء) عن السعر الذي حدده العميل في الأمر.¹

الفرع الثاني: تكلفة تنفيذ الصفقات

ينطوي تنفيذ الصفقات على نوعين من التكاليف: تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة

أولاً: التكاليف المباشرة

تعتبر تكلفة المعاملات من أهم عناصر التكاليف المباشرة، وتمثل 4% من قيمة الورقة المالية تقريباً، ومن أهم عناصرها عمولة السمسرة، والربح الذي يحققه صانع السوق للورقة المعنية (المتخصص أو التاجر)، والذي يتمثل في الهامش بين سعر البيع وسعر الشراء. كما تتضمن تكلفة المعاملات أيضاً الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع، والضريبة، والرسوم المستحقة للجنة الأوراق المالية والبورصة وذلك عن كل صفقة يتم إبرامها، ولا تمثل تكاليف المعاملات سوى جزء من التكاليف المباشرة لتنفيذ الأوامر.²

ثانياً: التكاليف غير المباشرة

وتتضح هذه التكاليف في الآتي:³

- أ- تكلفة الفرصة المضاعة، وهي العائد الذي كان يمكن تحقيقه لو استثمرت هذه الأموال في مجالات استثمارية أخرى.
- ب- تكلفة الوقت والجهد الذي يبذله المستثمر في تقييم ودراسة وتحليل الأوراق المالية قبل الارتباط بها.
- ت- تكلفة (نفسية) متمثلة في (القلق) الذي يعيش فيه المستثمر في هذا المجال خوفاً من احتمال تدهور قيمة استثماراتها في السوق.

الفرع الثالث: تسوية الصفقات

بالنسبة لتسوية المعاملة بعد تنفيذ الأمر، فهي محددة قانوناً في البورصات المنظمة (حسب مستوى تطور

¹ - منير إبراهيم هندي، الأسواق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 133.

² - منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص ص: 488-489.

³ - محمود صبح، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، الطبعة الثانية، دون بلد النشر، 1996، ص: 144.

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

البورصة) حيث يجري تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلغ، والسمسار يقوم بدوره بتسوية المعاملة مع المتخصص أيضاً، وبذلك يصبح المستثمر المالك القانوني للأوراق محل الاستثمار، مع الإشارة إلى أنه يتم خلال يوم التسوية دفع قيمة الصفقة من قبل المستثمر مع العمولة والرسوم. والتسوية قد تكون نقدية، وقد تكون بائتمان بين المستثمر وبين السمسرة وما يسمى التعامل بالمكشوف، أما بالنسبة للاحتفاظ بالأوراق المالية أو شهادة ملكيتها فيمكن الاحتفاظ بها لدى المستثمر، أو إبقائها في بيت السمسرة الوكيل. وقد تتحقق التعاملات في السوق بين بيوت السمسرة نفسها (سواء في البورصة المنظمة أو غير المنظمة) وعندها تجري التسوية بواسطة الدفع والقبض النقدي أي تبادل النقود والأوراق المالية بين منشآت السمسرة أو قد يجري اللجوء إلى خدمات منشآت السمسرة الكبيرة التي تقوم بتصفية حسابات بيوت السمسرة الصغيرة.¹

الفرع الرابع: الشركات المدرجة

إن الشركات الطالبة لإدراجها في أسواق الأوراق المالية لابد أن تتوفر فيها مجموعة من الشروط لقبول إدراجها وتداول أوراقها المالية بهذه الأسواق، وهذا في حد ذاته صمام أمام آخر يهدف إلى حماية المستثمر، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً (باعتبارها أكثر الأسواق تطوراً) تتمثل الشروط المطلوبة فيما يلي: أن يكون للشركة عدد كاف من المساهمين (عدة آلاف) حتى لا تكون الشركة وهمية. وفي فرنسا يتعين على الشركة الراغبة في التسجيل على قائمة البورصة أن تضع 25% من أسهمها على الأقل تحت تصرف السوق وهذا يعني أنه من بين الشركات المرشحة للدخول فقط تقبل الشركات الأهم للإدراج في السوق الرئيسية (مثل سوق NYSE في نيويورك). أما الشركات الأقل أهمية فتسجل على قائمة السوق الموازية (مثل MEX في نيويورك)، حيث تكون شروط الإدراج أقل صرامة،² مع الجدير بالذكر إلى أن شروط الإدراج تختلف في بعض الجزئيات من سوق إلى أخرى.

وسيتم التطرق في دراسة الحالة إلى شروط الإدراج في سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي لبورصة الجزائر باعتبارهما موضوع الدراسة.

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص: 254-255.

² - رائد محمود أبو طربوش، أسرار الفوركس عملات - أسهم - عقود مستقبلية، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص: 22.

المبحث الثاني: أدوات التنظيم والرقابة في أسواق الأوراق المالية

تعتمد الهيئات التنظيمية والرقابية على مجموعة من الأدوات والتي من بينها الإفصاح الذي يعتبر الوسيلة الجوهرية في نشر المعلومات وتوعية وتثقيف المستثمرين، وذلك من أجل الرقابة على أسواق الأوراق المالية وحماية المستثمرين والمساهمة في اتخاذ القرار الاستثماري.

المطلب الأول: أدوات تعزيز الإفصاح والشفافية

يعتبر الإفصاح كأداة يتم من خلالها الكشف عن جميع المعلومات في الوقت المناسب التي يحتاجها المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية على أكمل وجه دون أن يكون هناك تحيز طرف على طرف أي بعدالة وشفافية لكل الأطراف المستخدمة لهذه المعلومات.

الفرع الأول: تعريف الإفصاح والشفافية

يتخذ المستثمرين قراراتهم الاستثمارية بناء على كل المعلومات التي يتم الإفصاح عليها.

أولاً: الإفصاح

الإفصاح هو الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين وتتضمنها البيانات المالية وتقارير مفتشي الحسابات والتي تؤثر في سعر الورقة المالية، ويجب أن يكون الكشف عاماً وللجمهور وليس فقط لحملة الأوراق المالية والمستثمرين، وذلك من خلال الصحف اليومية وبصورة دورية مرتبطة بالسنة المالية للجهة ذات العلاقة وبصورة فورية عند الحاجة أو عند حدوث معلومة جديدة. أما الإفصاح المالي هو تقديم البيانات والمعلومات المالية للمؤسسة أو الوحدة الاقتصادية والتي تتضمنها القوائم والتقارير المالية وملاحقها التوضيحية، شريطة أن تكون تلك البيانات والمعلومات كاملة الواضحة (غير مبهمة) وغير معقدة تتسم بالكمال والصدق والشفافية وعلى أن تقدم أو تعرض للمستفيدين في الوقت المناسب بحيث يمكن الاستفادة منها أو اعتمادها في اتخاذ القرارات الرشيدة وخاصة الاستثمارية منها، وعلى أن لا تكون عملية إيفصاح هذه

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

البيانات والمعلومات مكلفة للمستفيد مما يستبعد استخدامها وبذلك تكون عديدة الجدوى للمستخدمين والمستفيدين.¹

ثانياً: الشفافية

تعني الشفافية في أبسط صورها قدرة المستثمرين في سوق رأس المال على الحصول على المعلومات والبيانات حول أسعار العروض والطلبات وحجمها ووقت وبدقة تامة سواء أثناء التداول أم بعد التداول. وكذلك نتائج أعمال الشركات وتوصياتها بشكل متساوٍ وعادل دون أفضلية للبعض على حساب الآخرين. والشفافية في أعلى صورها تعني قدرة المستثمر على معرفة العناصر المحركة الأساسية لسوق المال، والاطلاع على قراراتها الاستثمارية في سوق المال، سواء كانت تتعلق بالمحافظ الاستثمارية، صناع السوق، كبار المستثمرين وأعضاء مجالس الإدارات للشركات المدرجة في السوق.²

الفرع الثاني: أنواع الإفصاح

هناك عدة أنواع للإفصاح نذكر منها ما يلي:³

أولاً: الإفصاح الكامل:

يشير إلى مدى شمولية التقارير المالية وتغطيتها لأي معلومات ذات أثر محسوس على القارئ، ويأتي التركيز على ضرورة الإفصاح الكامل من أهمية القوائم المالية كمصدر أساسي يعتمد عليه في اتخاذ القرارات، ولا يقتصر الإفصاح على الحقائق حتى نهاية الفترة المحاسبية بل يمتد إلى بعض الوقائع اللاحقة لتواريخ القوائم المالية التي تؤثر بشكل جوهري على مستخدمي تلك القوائم.

¹ - إبراهيم جابر السيد، الإفصاح المالي أثره وأهميته في نمو الأعمال التجارية العربية داخل البلاد الأجنبية، الطبعة الأولى، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص ص: 21-22.

² - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 103.

³ - نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيتها - تاريخها - مستقبلها) ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، دون ذكر الطبعة، مكتب الجامعي الحديث، 2012، ص: 290.

ثانيا: الإفصاح العادل

يهتم الإفصاح العادل بالرعاية المتوازنة لاحتياجات جميع الأطراف المالية، إذا يتوجب إخراج القوائم المالية والتقارير بالشكل الذي يتضمن عدم ترجيح مصلحة فئة معينة على مصلحة الفئات الأخرى من خلال مراعاة مصالح جميع هذه الفئات بشكل متوازن.

ثالثا: الإفصاح الملائم

هو الإفصاح الذي يراعي حاجة مستخدمي البيانات وظروف المنشأة وطبيعة نشاطها. إذا أنه ليس من المهم فقط الإفصاح عن المعلومات المالية بل الأهم أن تكون ذات قيمة ومنفعة بالنسبة لقرارات المستثمرين والدائنين وتتناسب مع نشاط المنشأة وظروفها الداخلية.

رابعا: الإفصاح التثقيفي

أي الإفصاح عن المعلومات المناسبة لأغراض اتخاذ القرارات مثل الإفصاح عن التنبؤات المالية من خلال الفصل بين العناصر العادية وغير العادية في القوائم المالية، الإفصاح عن الإنفاق الرأسمالي الحالي والمخطط ومصادر تمويله، وهذا النوع من الإفصاح من شأنه أن يحد من اللجوء إلى المصادر الداخلية للحصول على المعلومات الإضافية بطرق غير رسمية يترتب عليها مكاسب لبعض الفئات على حساب أخرى.

خامسا: الإفصاح الوقائي

يقوم هذا النوع من الإفصاح على ضرورة الإفصاح عن التقارير المالية بحيث تكون غير مظلة لأصحاب الشأن والهدف الأساسي لذلك حماية المجتمع المالي (المستثمر العادي) ذو القدرة المحدودة على استخدام المعلومات لذا يجب أن تكون المعلومات على درجة عالية من الموضوعية فلإفصاح الوقائي يتفق مع الإفصاح الكامل لأنهما يفصحان عن المعلومات المطلوبة لجعلها غير مظلة للمستثمرين الخارجيين.

رابعاً: الإفصاح الكافي

يشير الإفصاح الكافي إلى الحد الأدنى الواجب إشهاره من المعلومات.¹

الفرع الثالث: متطلبات الإفصاح المالي

تتعدد طرق توصيل المعلومات إلى المستثمرين ومن بين هذه الطرق القوائم المالية المتمثلة في قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التغيرات في حقوق الملكية، قائمة التدفقات النقدية.

أولاً: القوائم المالية

تعتبر القوائم المالية الوسيلة الرئيسية التي يتم من خلالها توصيل المعلومات إلى الأطراف الخارجية، وتشمل القوائم المالية عادة: قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية، وقائمة تغيرات حقوق الملكية، كما تشمل أيضاً الملاحظات على القوائم المالية والجدول والتي تعتبر الجزء المكمل للقوائم المالية. حيث يخضع إعداد القوائم المالية لقواعد تنظيمية صارمة، تلتزم بها المؤسسة لتوصيل المعلومات المستخرجة من النظام المحاسبي. وهي مجموعة كاملة من الوثائق المحاسبية والمالية وغير قابلة للفصل فيما بينها، وتسمح بإعطاء صورة صادقة للوضع المالية، وللداء ولتغير الوضع المالية للمؤسسة عند إقفال الحسابات.²

حيث تضم القوائم المالية أربعة عناصر مترابطة ومتكاملة يتوجب على جميع الوحدات المحاسبية إعدادها كما يلي:

أ- قائمة المركز المالي: تعرف قائمة المركز المالي على أنها كشف شامل لأصول وخصوم المنشأة يقوم بالقيم الحقيقية ويعبر عن المركز المالي للمنشأة بتاريخ معين كما يتم فيها عرض الوضع المالي لمنشأة معينة في نقطة زمنية معينة، حيث يجب أن تفصل الميزانية إلى المتداول وغير المتداول من أصول وخصوم، حيث

¹ - رولا كاسر لايقة، القياس والإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للمصارف ودورها في ترشيد قرارات الاستثمار (دراسة تطبيقية على المديرية العامة للمصرف التجاري السوري)، بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في المحاسبة المصرفية، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، سوريا، 2007، ص: 56.

² - سعد عبد الحليم، محاولة تقييم إفصاح القوائم المالية في ظل تطبيق النظام المحاسبي المالي (دراسة عينة من المؤسسات)، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية تخصص: محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2015، ص ص: 2-3.

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

يتم تبويب عناصر قائمة المركز المالي في شكلها الرئيسي إلى: أصول ثابتة؛ أصول متداولة؛ خصوم متداولة؛ حقوق الملكية؛ الخصوم طويلة الأجل.¹

ب- **قائمة الدخل:** هي قائمة المكاسب- كما يطلق عليها البعض أحيانا- التي تعبر عن مدى نجاح عمليات المنشأة في فترة زمنية معينة، تستخدم هذه القائمة لتحديد ربحية المنشأة، وتعد قوة الثقة في قائمة الدخل من الأمور الظنية، لأن الدخل المستخرج منها يعتبر في أحسن الحالات تقديريا تقريبا، وعليه يمكن القول أن قائمة الدخل هي عبارة عن أداة لتحقيق مبدأ مقابلة الإيرادات للمصروفات لتحديد صافي الدخل أو الخسارة بطريقة مبسطة وواضحة، حيث تحتوي قائمة الدخل على بعض العناصر نذكر أهمها: صافي المبيعات؛ تكلفة المبيعات؛ مجمل الربح؛ صافي الدخل على النشاط العادي؛ صافي الدخل السنوي قبل الضرائب؛ المصاريف الأخرى، الإيرادات الأخرى.²

ت- **قائمة التغيرات في حقوق الملكية:** هي القائمة التي تظهر التغيرات في حقوق الملكية أو أي تغيرات قد تطرأ على بنود رأس المال وحقوق المساهمين، ويظهر من قائمة التغيرات في حقوق الملكية أي تغيرات قد تطرأ على بنود رأس المال وحقوق المساهمين، والتي تعطي معلومات عن التغيرات التي تحدث أثناء السنة على رأس المال والأرباح المحتجزة والتوزيعات والاحتياطات. وهي توضح أيضا: هل أجريت الشركة زيادة على رأس المال؟ وكيف كانت الزيادة؟ هل أصدرت الشركة أسهم جديدة؟ هل قامت الشركة بتوزيع أسهم مجانية؟ وهل الأرباح المحتجزة ارتفعت أم انخفضت وكذلك الأمر بالنسبة للاحتياطات.³

ث- **قائمة التدفقات النقدية:** هي قائمة تبين التغيرات التي حصلت على النقدية خلال الفترة المحاسبية، ويمكن وصفها بأنها قائمة تبين المركز النقدي لمنشأة في تاريخ معين ومعرفة قدرة المنشأة على تسديد

¹ - بن فرج زوبنة، المخطط المحاسبي البنكي بين المرجعية النظرية وتحديات التطبيق، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس- سطيف-، 2014، ص ص: 68-69.

² - فايز زهدي الشلتوني، مدى دلالة القوائم المالية كأداة للإفصاح عن المعلومات الضرورية اللازمة لمستخدمي القوائم المالية دراسة تطبيقية للقوائم المالية المنشورة للمصارف الفلسطينية، رسالة مقدمة لقسم المحاسبة والتمويل بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية بغزة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، 2005، ص ص: 19-20.

³ - إضاءات مالية ومصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، دولة الكويت-، السلسلة الخامسة- العدد9، أبريل 2013.

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

التزاماتها من خلال السيولة المتوفرة وكذلك التعرف على سياسة المنشأة فيما يتعلق بالأصول غير المتداولة واستبدالها.¹

وقد حدد المعيار المحاسبي الأمريكي رقم 95 محتوى قائمة التدفقات النقدية والتي يجب أن تبين التدفقات النقدية الداخلية والخارجية من خلال الأنشطة التالية:²

- **الأنشطة التشغيلية:** وهي التدفقات النقدية الناتجة من العمليات الرئيسية للمشروع من بيع وشراء السلع وكافة العمليات العادية التي تمثل الدورة التشغيلية للمشروع.
- **الأنشطة الاستثمارية:** وهي التدفقات النقدية الناتجة من الأنشطة الاستثمارية التي يقوم بها المشروع من شراء وبيع الأصول الثابتة وكذلك الاستثمارات في الديون والملكية (الأسهم والسندات) بالشركات الأخرى.
- **الأنشطة التمويلية:** وهي التدفقات النقدية الناتجة من النشاط التمويلي المتعلق بالحصول على موارد التمويل للأصول سواء من قروض أو من إصدار أسهم.

ج- استخدام الجداول والملاحق الإضافية: إن تقديم جداول بشكل مستقل عن القوائم المالية الأساسية سببه أن المعلومات التي تتضمنها أقل أهمية من المعلومات الواردة في القوائم المالية ولكنها تساعد في تسهيل الفهم لتلك القوائم المالية. كما أن استخدام الملاحق الإضافية يكون من أجل معلومات إضافية مكملة ومهم للفهم، وهذه الملاحق تكون فيها الحرية في التركيب والشكل والمحتوى.³

ح- الإيضاحات المتممة للقوائم المالية:

يجب أن تشمل الإيضاحات المتممة للقوائم المالية ما يلي:⁴

¹ - سليم بن رحمون، تكيف القوائم المالية في المؤسسات الجزائرية وفق النظام المالي المحاسبي الجديد (دراسة حالة المطاحن الكبرى للجنوب - بسكرة)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013، ص:82.

² - كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، دون ذكر الطبعة، جامعة البيروت العربية، 2000، ص:156.

³ - صديقي مسعود وصديقي فؤاد، انعكاس النظام المحاسبي (SCF) على سياسات الإفصاح في الجزائر، الملتقى الوطني حول واقع وأفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الوادي، يومي 05-06/05/2013، ص:06.

⁴ - سليم بن رحمون، مرجع سابق، ص:58.

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

- تقديم معلومات حول الأساس الذي يتم على ضوئه إعداد القوائم المالية وكذلك حول السياسة المالية المتبعة؛
- عرض أي معلومات تتطلبها معايير التقارير المالية؛
- توفير معلومات إضافية خاصة تلك التي لم يتم عرضها في صلب القوائم المالية؛
- عرض بالامتثال للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية؛
- السياسات المحاسبية الأخرى المستعملة بقصد المساعدة في فهم القوائم المالية؛
- إفصاحات أخرى تتضمن الالتزامات الاحتمالية والارتباطات التعاقدية الأخرى غير المدرجة بالقوائم المالية.

الفرع الرابع: توقيت الإفصاح عن البيانات المالية.

وهو أن يتم تحديد الفترات المناسبة التي يتم الإفصاح خلالها، وتكون أكثر تقارب فيما بينها مثل التقارير السداسية أو المعلومات الفصلية، ويعتبر عامل الدقة هو المحدد الأساسي للتقارب أو تباعد الفترات الزمنية.¹

من خلال ما سبق نستنتج أن تعزيز الإفصاح المالي والشفافية في أسواق الأوراق المالية مطلب أساسي، من خلاله يتم الكشف عن المعلومات بكل دقة وشفافية في الوقت المناسب دون تأخير، وذلك من خلال عدة طرق كالمواقع الإلكترونية الرسمية للشركات المدرجة وللهيئات التنظيمية والرقابية والصحف اليومية والدورية التي تكون مرتبطة بالسنة المالية للأوراق المالية للمستثمرين وكذلك أنواع الإفصاح المالي ومتطلباته التي تعتبر الوسيلة الرئيسية التي يتم من خلالها توصيل المعلومات إلى الأطراف الخارجية التي يجب أن تكون في الوقت المناسب. أما في المطلب الموالي سنتطرق فيه إلى الرقابة على التداول وجهود تعزيز رشادة المستثمر.

المطلب الثاني: الرقابة على التداول وجهود تعزيز رشادة المستثمر

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى التعريف بالرقابة التي تسعى إلى التحقق مما خطط له في المشروع الاستثماري وذلك بغرض كشف الانحرافات في الوقت المناسب والوصول إلى نتائج سليمة. وتتنوع هذه الرقابة حسب الجهة التي تتولها، حيث كلما كانت الرقابة جيدة كلما كان ذلك في صالح المستثمر لما توفره

¹ - صديقي مسعود وصديقي فؤاد، مرجع سابق، ص: 05.

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

له الهيئات التنظيمية والرقابية في أسواق الأوراق المالية من حماية وتوعية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية دون الخوف من الوقوع في مخاطر السوق المالي.

الفرع الأول: الرقابة على التداول

قبل التطرق إلى الرقابة على التداول سنقوم بتعريف وذكر أنواع الرقابة بصفة عامة كما يلي:

أولاً: تعريف وأنواع الرقابة

أ- **تعريف الرقابة:** هي الإشراف والفحص والمراجعة من جانب سلطة أعلى لها هذا الحق للتعرف على كيفية سير العمل داخل الوحدة وللتأكد من حسن استخدام الأموال العامة في الأغراض المخصصة لها، ومن أن الموارد تحصل طبقاً للقوانين واللوائح والتعليمات المعمولة بها، وللتأكد من مدى تحقيق المشروع لأهدافه بكفاية بغرض المحافظة على الأموال العامة والتأكد من سلامة تحديد نتائج الأعمال والمراكز المالية وتحسين معدلات الأداء وللكشف عن المخلفات والانحرافات وبحث الأسباب التي أدت إلى حدوثها واقتراح وسائل علاجها لتفادي تكرارها مستقبلاً في ذلك الوحدات الخدمية أو الاقتصادية.¹

ب- أنواع الرقابة

تتعدد أنواع الرقابة وتختلف صورها وذلك حسب الجهة التي تتولى الرقابة، وسيتم التطرق إلى أنواع الرقابة من حيث توقيت عملياتها كما يلي:²

- **الرقابة المسبقة:** وهي تتخذ صورة الموافقة السابقة وهي حق يخوله القانون لشخص عام وهذا النوع من الرقابة يتراوح بين ضرورة الحصول على تراخيص مسبقة للقيام ببعض الأعمال والمشروعات وإقرارها وإصدار التعليمات اللازمة لإنجاحها. فالرقابة هنا تحمل معنى الوصايا من جانب الدولة بفرض حدود وقيود معينة تؤدي لحسن توزيع الموارد الاقتصادية ولترشيد الإنفاق العام ولتحقيق أهداف السياسة العامة للدولة وتبين عمليات الرقابة المتعلقة بالتصرف في الأموال العامة المعتمدة أو المملوكة للوحدات الخاضعة للأحكام الرقابية المالية الحكومية، حيث تتخذ صور الموافقة السابقة من أجهزة الرقابة على القرارات المتعلقة بالتصرف في الأموال.

¹ - عوف محمود الكفراوي، الرقابة المالية (النظرية والتطبيق)، الطبعة الثانية، مطبعة الانتصار لطباعة الأوفست، الإسكندرية، 2002، ص: 21.

² - نفس المرجع السابق، ص: 39-43.

- **الرقابة أثناء التنفيذ (المتزامنة):** هذا النوع من الرقابة تقوم به الأجهزة والإدارات بالوحدات المختلفة للتأكد من سلامة ما يجري عليه العمل داخلها ومن أن التنفيذ يسير وفقا للخطط والسياسات الموضوعة. وهذا ما تنطلق عليه الرقابة الذاتية ويتميز هذا النوع من الرقابة بالاستمرار والشمول حيث يبدأ مع تنفيذ الأعمال ويساير ويتابع خطوات التنفيذ. ومن هنا نجد أن من أهم مميزاته: القدرة على اكتشاف القصور والإهمال فور وقوعه فيساعد على اتخاذ ما يلزم من إجراءات تصحيحية ويعود فيتابع تنفيذ الأعمال وأداء الخدمات للوقوف على مدى ما حققته الإجراءات التصحيحية من نتائج، ليطبق التنفيذ الخطط والسياسات الموضوعة.
- **الرقابة اللاحقة:** هي فحص ومراجعة العمليات المالية التي تمت فعلا للكشف عما وقع من مخالفات مالية ويتسم هذا النوع من الرقابة بالشمول حيث أنه يشمل فحص الحسابات في مجموعها ويتاح لها الإلمام بالعمليات المالية كاملة وإجراء المقارنة بين الحسابات والأنظمة ذات الطابع الواحد، وعقد المقارنات بين المصروفات والتكاليف في السنوات المختلفة للتعرف على أسباب الزيادة أو النقص، فالرقابة اللاحقة تكشف وتحسم كثيرا من الأخطاء التي قد يتعذر كشفها أو لا تظهر على حقيقتها إذا روجعت منفردة وتتضح بعد تجميعها وهذا النوع من الرقابة لا ينتقص من سلطة القائمين على أمر الإدارة في الوحدات بعكس الرقابة المسبقة التي قد تتدخل في مسؤوليات الوحدات الإدارية وتسلب الأخيرة بعض اختصاصاتها مما قد يترتب عليه بطء الإجراءات وتأخير إنجاز الأعمال.

ثانيا: تعريف وطرق التداول في أسواق الأوراق المالية

مصطلح "التداول" عموما يعني "مبادلة شيء بآخر، وعندما نتحدث عن التداول في الأسواق المالية، نستخدم نفس المبدأ. فكل مستثمر يتداول الأسهم فهو يقوم بشراء أسهم شركة. إذا زادت قيمة تلك الأسهم فإنه يكسب المال عن طريق بيعها مرة أخرى بسعر أعلى. ويتم ذلك على مستوى السوق الثانوية، وفي هذا الإطار يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين هما:¹

أ- **طريقة المفاوضة:** وفي هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

¹ - رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص:50.

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

ت-طريقة المزايدة: وفي هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري. هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علناً، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

الفرع الثاني: تعزيز حماية وتوعية المستثمرين

يتم تعزيز حماية وتوعية المستثمرين وذلك من أجل اتخاذ قراراتهم الاستثمارية على أسس علمية وطبقاً للمعلومات التي تم الإفصاح عنها، وهذا من أجل تحقيق أهداف أسواق الأوراق المالية.

أولاً: تعزيز حماية المستثمرين

من الأهداف الرئيسية لنظام السوق المالية حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة، أو غير السليمة، أو التي تتطوي على احتيال أو غش أو تدليس. حيث أن حماية المستثمر يمكن توفيرها من خلال تمكين هذا المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري في ظروف صحية وسليمة، ويعتمد توفير هذه الظروف على عمليتين أساسيتين وهما:¹

- توفير الآليات المناسبة للتعامل بالأوراق المالية، ويتم ذلك من خلال تنظيم عمليات الوساطة والتداول والتسوية بما يحقق الأمان لجميع المتعاملين ويضمن لهم التعامل العادي؛

- توفير المعلومات اللازمة للمستثمرين لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية، يتم ذلك من خلال وضع الأطر القانونية اللازمة للإفصاح، عن المعلومات واصالها للمستثمرين بسرعة ودقة واكتمال.

حيث أن العامل الأول في توفير الحماية هو الجزء السهل من هذه العملية، إذا أن التطور التكنولوجي يمكن من توفير الآليات اللازمة لتحقيقه، فإن الجزء الأصعب يتمثل في العامل الثاني المتعلق بالإفصاح عن المعلومات.

¹ - عبد الرؤوف رابعة، سامي الحطاب، تحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، أبوظبي - دبي - المشاركة فبراير/2006، ص ص:6-7.

ثانيا: توعية المستثمرين (الوعي الاستثماري)

- أ- تعريف الوعي الاستثماري: هو عملية توجيه وتوفير المعلومات الكافية للأفراد وتثقيفهم عن الاستثمار من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية بناء على معطيات عملية سليمة، من خلال العديد من الأدوات والنشاطات والفعاليات المكثفة.¹
- ب- أهمية الوعي الاستثماري

تتبع أهمية الوعي الاستثماري من كونه أحد الأسباب الرئيسية في تفعيل أسواق الأوراق المالية ويمكن تلخيص أهمية الوعي الاستثمار فيما يلي:²

- يزيد من فعالية أسواق الأوراق المالية عن طريق زيادة الاكتتاب في الشركات المدرجة في السوق، وزيادة التداول في أسواق الأوراق المالية على أساس المعرفة المالية؛
- يساهم الوعي في توفير مقومات وسبل اتخاذ القرار الاستثماري المبني على أسس علمية صحيحة؛
- يعبر الوعي الاستثماري عن جملة من المفاهيم والمبادئ الاقتصادية التي تشكل لدى المستثمرين إطار عقليا يمكنهم من فهم الواقع الاستثماري وما به من عوائد ومخاطر؛
- يوجه ممارسات المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية بما يساهم في تنمية ثروتهم الخاصة وأيضا يساهم في زيادة النمو الاقتصادي؛
- تزويد المستثمرين بأخر المستجدات في مجال الأسواق المالية؛
- يساهم في توفير أجيال من المستثمرين قادرين على تحديد مخاطر الاستثمار والعمل على تجنبها ويقلل من الوقوع في شرك الشركات الوهمية؛
- يزيد من معرفة نقاط الضعف والقوة لدى الشركات المراد الاستثمار بها للوصول للقرار الاستثماري الرشيد؛
- يساهم في نشر الوعي الادخاري السليم الذي يرتكز على أسس صحيحة؛
- يساهم في الارتقاء بالنشاط الاستثماري والاقتصادي لاسيما في سوق الأسهم؛

¹ حمادة أحمد الطلاع، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر - غزة- فلسطين، 2010، ص:66.

² -OECD : Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness, Pries, France, (2005), P P 7-6

- يساعد في معرفة الأسعار العادلة لأسهم الشركات المدرجة من دون الاعتماد على الإشاعات؛
- ترسيخ مفهوم توعية المستثمر في أسواق الأوراق المالية وإبراز أهمية الوعي الاستثماري في حماية المستثمر.

كسر حاجز الخوف أو الهيبة لدى المواطنين أو الأفراد من الممارسة العملية وتعريفهم وتوعيتهم بأفضل سبل الاستثمار في أسواق الأوراق المالية.

ت- دور الهيئات في صناعة الوعي الاستثماري

على الجهات ذات الاختصاص بالاستثمار المالي تنمية الوعي الاستثماري حتى يتبوء مكانه الطبيعي لذا يجب أن تضع ضمن أولوياتها الاستثمار في الإنسان وذلك من خلال:¹

- خلق الثقة في السوق والجهات القائمة عليه وهذا يعتبر بوابة زيادة الاهتمام بالوعي الاستثماري؛
- إنشاء مراكز تدريبية لتطوير مهارات المهتمين بهذا المجال؛
- إنشاء نوادي الاستثمار التي تساعد على زيادة الوعي الاستثماري؛
- التشجيع على إنشاء منتديات متخصصة في متابعة أسواق الأوراق المالية؛
- نشر وتدريب كافة فئات المجتمع على برنامج محاكاة التداول؛
- حملات توعية إعلامية تعرف المجتمع بالسوق والفرص الاستثمارية المتاحة فيه.

يعتقد الكثير من الكتاب والمحللين أن من أهم الأسباب لحالة عدم الاستقرار في أسواق الأوراق المالية في الدول النامية، هو عدم توفر الوعي الاستثماري الكافي خاصة لدى صغار المستثمرين، وأساليب التحليل المختلفة اللازمة لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية الرشيدة في الوقت السليم. وكذلك حول أهمية البورصة ودورها في الاقتصاد القومي، إذ أن تعاملهم بالبورصة لابد أن يكون مبني على دراية بماهية البورصة والتعامل فيها. ولكن الكثير من المستثمرين يفضلون الاعتماد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بناء على ما يسمعونه من أحاديث جانبية عن البورصة وهي في غالبا ما تعبر عن شائعات أكثر من كونها حقائق، وفي ظل غياب للإفصاح والشفافية والالتزام بالمعايير الموجودة، ناهيك عن وجود الكثير من الشائعات. لذا فإن المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار الصائب تكون غير كافية مما يؤدي بالمستثمرين إلى الجري وراء الشائعات والسعي

¹ - حمادة أحمد الطلاع، مرجع سابق، ص: 69.

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

إلى المضاربة دون إتباع للطرق السليمة في التحليل الفني والمالي للقوائم المالية للشركات التي يتم التداول عليها. وهي من أهم متطلبات الكفاءة لأسواق رأس المال في المستوى الضعيف.¹

يتطلب تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية اتسام تعاملات المستثمرين بالرشادة، ويسعى المستثمر لتعظيم المنفعة، ومن ثم ينعكس ذلك على إدارة المستثمر لمحفظته بصورة تعظم من المنفعة وتقلل من المخاطر. ويؤدي السلوك الرشيد للمستثمر إلى تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال:

- تكوين محفظة مالية كفؤ بعد معالجة المعلومات المتوفرة لديه وتحليله؛
- اختيار الأوراق المالية النشطة وكذلك السندات التي تصدرها المؤسسات ذات السمعة الجيدة؛
- فحص وتدقيق البدائل الاستثمارية المتوفرة لاختيار التوليفة الأكفأ وعدم العمل بالشائعات.

من خلال ما سبق نلاحظ أن الرقابة بصفة عامة يسعى من خلالها المراقب إلى كشف الأخطاء وتصحيحها في وقتها المناسب. حيث تختلف أنواع الرقابة حسب الجهات التي تتولها. وأيضاً الطرق المستخدمة في الرقابة على التداول، حيث تلعب الرقابة التي تتولها الهيئات التنظيمية والرقابية دوراً في حماية المستثمرين من خلال وضع أطر قانونية للإفصاح عن المعلومات بدقة في وقتها المناسب وتوعيتهم من أجل زيادة ثروتهم وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي ككل. حيث سيتم التطرق في المطلب الموالي إلى مراقبة الشركات المرخصة وملاءتها المالية.

المطلب الثالث: مراقبة الشركات المرخصة وملاءتها المالية

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى تعريف الملاءة المالية وأنواعها، وأيضاً أهم الأعمال المرخصة التي تسمح بها الهيئات التنظيمية والرقابية لأسواق الأوراق المالية.

¹ - ياسر شاهين، دور الوعي الاستثماري في كفاءة واستقرار الأسواق المالية" سوق فلسطين للأوراق المالية عقد من الصمود والإنجاز والتحدى"، الملحق السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، 2007/09، ص:04.

الفرع الأول: تعريف الملاءة المالية

الملاءة المالية هي مدى كفاية الموارد المالية للشركة للوفاء بالتزاماتها في مواعيد استحقاقها، كما تعرف بأنها القدرة على الدفع وتحسب بطرح قيمة مطلوبات المؤسسة من قيمة وموجوداتها، ويعبر عنها بتوافر النقد الكافي على المدى الطويل للوفاء بالالتزامات المالية عند استحقاقها.¹

الفرع الثاني: أنواع الملاءة المالية

تنقسم الملاءة المالية إلى عدة أنواع منها:²

أولاً: الملاءة المالية

وتعرف باليسر المالي، وهذا عندما تكون الأصول الجارية للمؤسسة أكبر من خصومها الجارية.

ثانياً: الملاءة الفنية

وتعرف بأنها القدرة على سداد الديون الجارية عند استحقاقها.

ثالثاً: الملاءة الفعلية

وتدل على أن مجموع أصول مؤسسة أكبر من خصومها، كما تعرف أيضاً بأنها القدرة الفعلية على سداد الدين.

رابعاً: الملاءة التجارية

وتكون في الحالة التي تكفي فيها الموارد السائلة للمؤسسة لسداد ديونها.

¹ - مصر، الهيئة العامة للرقابة المالية، قرار رقم 14 لسنة 2017 بشأن معايير الملائمة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وفقاً لآخر تعديل بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://www.mostsharak.com/> معايير - الملاءة - المالية - للشركات - العام/

² - شاهر فلاح العرود، أثر الملاءة المالية على القيمة السوقية لسعر السهم في البنوك التجارية الأردن، المؤتمر الدولي التاسع (الوضع الاقتصادي العربي وخيارات المستقبل)، جامعة القصيم، كلية الاقتصاد والإدارة قسم المحاسبة، المملكة العربية السعودية، دون سنة النشر، ص: 05.

خامسا: الملاءة على الدفع

ونميز فيها حالتين:

- أ- قدرة مصدر السندات على تحقيق إيراد يكفي لتغطية التزاماته التعاقدية؛
ب- قدرة المقترض على تسديد أصل القرض، وفوائده وأرباحه.

كما يمكننا أن نميز بأن المؤسسات التابعة لها ملاءة مالية أكبر من المؤسسات المستقلة، ويرجع ذلك للجوء المؤسسات التابعة للمؤسسة الأم في الوصول إلى مصادر المؤسسات. لهذا تهدف معايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية إلى قياس مدى قدرة هذه الشركات على مواجهة المخاطر التي ترتبط بأنشطتها وعمالئها والأوراق المالية التي تتعامل فيها، وتشمل هذه المخاطر على سبيل المثال لا الحصر مخاطر السوق ومخاطر التسوية ومخاطر الائتمان ومخاطر التشغيل ومخاطر السيولة. فالالتزام بهذه المعايير يعد من الوسائل الرئيسية لإدارة المخاطر بهذه الشركات كما أن الالتزام بهذه المعايير يعد بمثابة رسالة موجهة من الشركة المعنية إلى المتعاملين معها تؤكد فيها قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه هؤلاء المتعاملين مما يزيد من ثقتهم في التعامل معها.¹

هذا وتمثل الأعمال المرخصة التي يمكن أن تسمح بها الهيئات التنظيمية لأسواق الأوراق المالية فيما يلي: الوساطة (الوسيط المالي. الوسيط لحسابه)، أمانة الاستثمار، إدارة الاستثمار، الاستشارات المالية، إدارة الإصدارات، التمويل على الهامش، أمانة الإصدار، الحفظ الأمين، وأي أعمال أخرى تقررها الهيئات.

بعد أن تطرقنا في هذا المطلب إلى الشركات المرخصة وأنواع ملاءتها المالية، والتي تسعى إلى توفير مواردها المالية من أجل تغطية التزاماتها المالية، وكذلك لأهم الأعمال المرخصة التي يمكن أن تسمح بها الهيئات التنظيمية لأسواق الأوراق المالية. سيتم المبحث الموالي التطرق إلى مساهمة الأدوات التنظيمية والرقابية في دعم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية.

¹- مصر، الهيئة العامة للرقابة المالية، مرجع سابق.

المبحث الثالث: مساهمة الأدوات التنظيمية والرقابية في دعم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

بعدما تم التطرق في المباحث السابقة إلى الهيئات التنظيمية والرقابية في أسواق الأوراق المالية والمهام المنوطة بها ودورها في إدارة وتنظيم هذه الأسواق والرقابة عليها، من خلال مجموعة من الآليات والأدوات تأتي في مقدمتها الإفصاح والرقابة على التداول والرقابة على الشركات للمدرجة والمرخصة، سنتطرق في هذا المبحث إلى كيفية مساهمة هذه الأدوات في دعم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال المطالب التالية:

- دور الإفصاح في تخفيض حالة عدم التأكد وإدارة مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية؛
- دور الالتزام بالإفصاح في زيادة ثقة المستثمر وتخفيض تكاليف الصفقات في أسواق الأوراق المالية؛
- دور الرقابة على التداول والشركات المرخصة في دعم ثقة ووعي المستثمر في أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: دور الإفصاح في تخفيض حالة عدم التأكد وإدارة مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية

يلعب الإفصاح دوراً أساسياً في تحسين كفاءة الأسواق المالية بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. فمن ناحية يؤدي الإفصاح ذو النوعية الجيدة إلى شفافية أكبر في التعامل، الأمر الذي يزيد من حركة رؤوس الأموال والاستقرار المالي على المستويين الوطني والدولي، لاسيما مع تواجد آليات رقابية فعالة. وعالية تتوقف كفاءة السوق المالية إلى حد كبير على نوعية إفصاح وعلى كفاءة سوق المعلومات بصفة عامة وأنظمة المعلومات للشركات المقيدة بصفة خاصة.

كما يلعب الإفصاح المالي دوراً مهماً في كفاءة التسعير وذلك من خلال أنه يساعد في توفير المعلومات والبيانات الجديدة في وقت ملائم دون أن يتكبد المتعاملون في سبيل الحصول عليها تكاليف مرتفعة مع تكاليف فرص الحصول عليها والاستفادة منها.

يعمل الإفصاح المالي على زيادة سيولة السوق وذلك من خلال تخفيض تكاليف مصادر التمويل المختلفة، لاسيما رؤوس الأموال الخاصة، كما يعمل على جذب مستثمرين آخرين والتقليل من عدم تماثل المعلومات، كما تتوقف كفاءة التخصيص، أي توجيه رؤوس الأموال إلى المشاريع الأكثر مردودية على

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

كفاءة الإفصاح ومدى وصول المعلومة بالكيفية والنوعية المطلوبة إلى المتعاملين أي على كفاءة نظام المعلومات.

فالإفصاح عن المعلومات في أسواق الأوراق المالية يؤدي دورا مهما في توصيل المعلومات بكل شفافية وهذا ما يزيد من ثقة المستثمرين ويؤدي إلى زيادة الشفافية بينهم في التعامل، وبالتالي يؤثر ذلك إيجابا على حركة رؤوس الأموال وذلك من خلال توفير رقابة جيدة على مستوى السوق المالي.

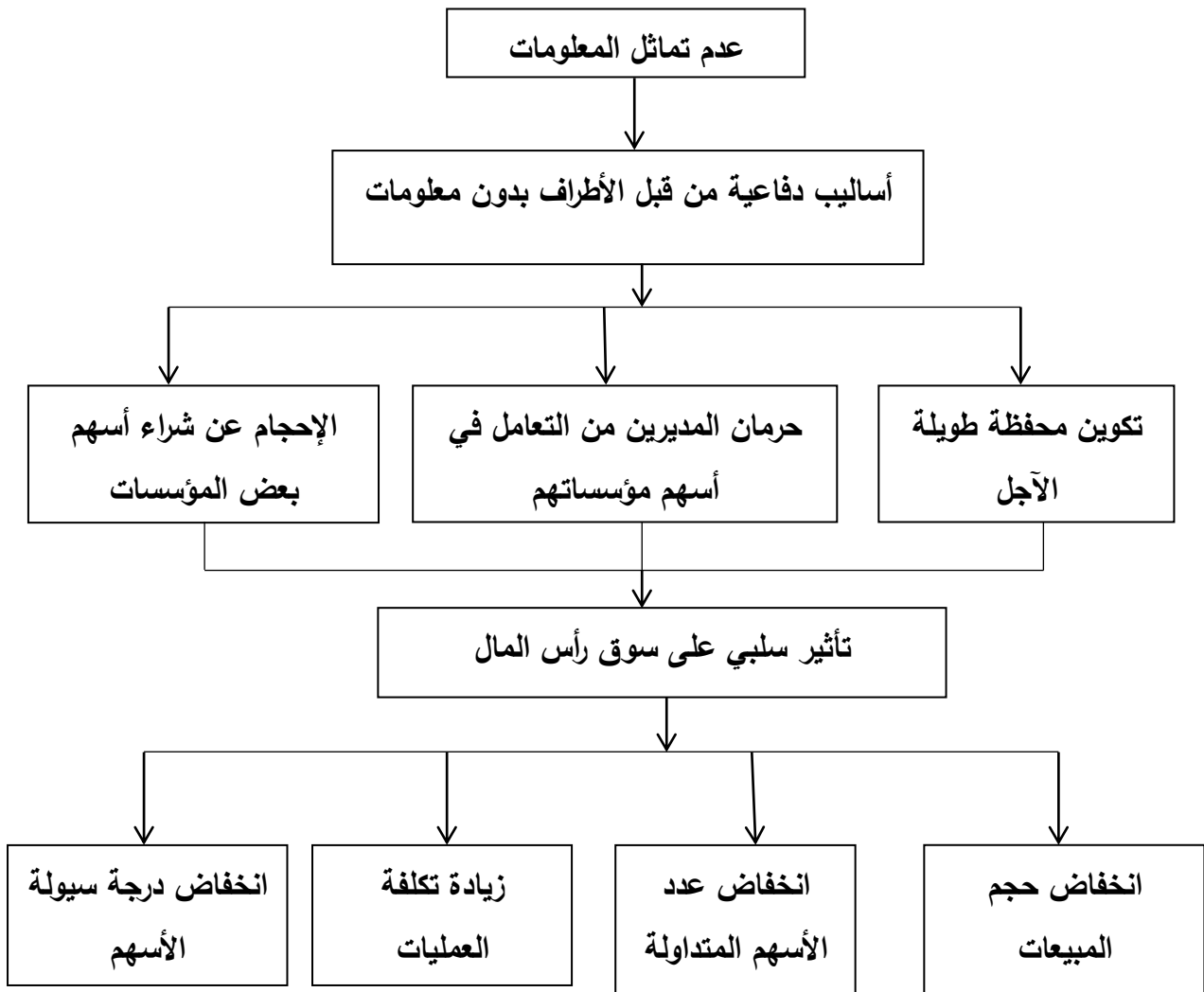
الفرع الأول: دور الإفصاح في تخفيض حالة عدم التأكد في أسواق الأوراق المالية

يؤدي عدم التماثل في المعلومات بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية (المستثمرين) إلى تحقيق عائد غير عادي للأطراف الداخلية على حساب الأطراف الخارجية- وهذا يتناقض مع فرضية كفاءة السوق- باستغلالهم لمعرفتهم السابقة بالمعلومات الخاصة بالمؤسسة، وحيث أن كافة الأطراف تتصف بالرشد الاقتصادي فإن الأطراف بدون معلومات يمكنهم حماية أنفسهم من خلال تخفيض تعاملهم مع الأطراف ذوي المعلومات عن طريق تكوين محفظة مالية متنوعة من الأسهم لفترة طويلة أو يمكنهم منع الأطراف الداخلية من استغلال المعلومات الخاصة عن طريق عدم الإتجار في أسهم المؤسسات التي يديرونها، كما يستطيع المستثمرون الانسحاب من الإتجار في أسهم مؤسسات معينة أو من سوق الأوراق المالية ككل، ويلاحظ أن هذه الوسائل للحماية مكلفة لكلا الطرفين، ومن هنا يعتبر تحقيق التماثل في المعلومات أمرا ضروريا حتى لا يلجأ المستثمرون للوسائل الدفاعية التي تضر بسوق الأوراق المالية.¹

و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

¹ - أحمد لطفي، أمين السيد، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص:192.

الشكل رقم (01-02): عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية

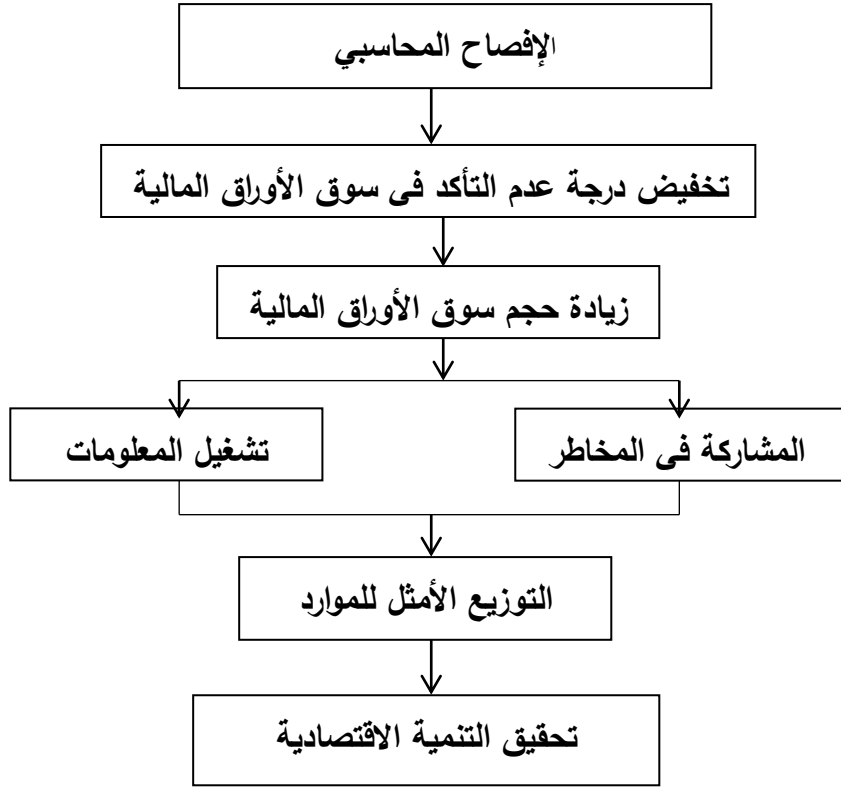


المصدر: كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، الإسكندرية: المكتب الجامعي الحديث، (2006)، ص: 26.

ويعتبر الإفصاح المالي العلاج الأمثل لأنه يؤدي إلى تخفيض عدم التماثل في المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية وبالتالي زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال الوصول إلى الأسعار الحقيقية للأسهم وكذلك زيادة حجم التداول وتحقيق السيولة اللازمة التي تشجع على التعامل والذي يؤدي بالتبعية إلى تخفيض تكلفة العمليات وبالتالي زيادة العائد منها وتحقيق المنفعة للاقتصاد ككل.¹ ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

¹ - نفس المرجع السابق، ص: 192.

الشكل رقم (02-02): علاقة الإفصاح المحاسبي بسوق رأس المال



المصدر: كمال الدين الدهراوي، مرجع سابق، ص: 20.

يلعب الإفصاح عن المعلومات في أسواق الأوراق المالية دوراً مهماً وذلك في تخفيض درجة عدم التأكد الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حجم التداول في السوق مما يقلل المشاركة في المخاطر وتشغيل المعلومات والذي يؤدي إلى التوزيع الأمثل للموارد وتحقيق التنمية الاقتصادية.

الفرع الثاني: دور الإفصاح بالقوائم المالية في تقدير إدارة مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

قبل أن نتحدث عن دور المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية في تقدير مخاطرة الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتعين علينا أولاً تقديم تعريف وأنواع المخاطر من خلال ما يلي:

أولاً: تعريف المخاطرة

تعرف المخاطرة بأنها عبارة عن توقع الخسارة المصاحبة لحالة عدم التأكد من الأحداث المستقبلية¹، ومفهوم المخاطر في مجالات التمويل قريب جداً من عدم اليقين. فمخاطر الأوراق المالية يمكن أن يكون لها عدة مصادر. نذكر منها خصوصاً المخاطر الاقتصادية؛ السياسية؛ الطبيعية، التي تهدد التدفقات النقدية

¹ B. Jaquillat. B. Solnik, Op.cit, (1999), P 67.

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

المتعلقة بالأوراق المالية، والمخاطر المالية (السيولة وأسعار الصرف...) التي لا تؤثر مباشرة على هذه التدفقات.¹

ويتضح من التعريفين السابقين أن ظاهرة المخاطرة تشمل ثلاثة عناصر وهي:

- إحساس أو شك داخلي يصاحب متخذ القرار أثناء عملية الاستثمار؛
 - عدم التأكد من النتائج وهو ما يترتب عليه صعوبة التنبؤ بتغيرات المستقبلية المترتبة على اتخاذ قرار الاستثمار؛
 - تخضع ظاهرة المخاطرة لوسائل القياس الكمي للوصول إلى الناتج المحددة.
- وللوصول إلى تعريف محدد للمخاطرة فإنه من المناسب تحديد العناصر التي تتشكل منها والتي يمكن إجمالها في العناصر الآتية:
- عنصر عدم التأكد، وتعني الحالة العون الاقتصادي الذي لا يملك أي معرفة عن المستقبل، أي لا يعرف مجموع الأحداث الممكنة أو الاحتمالات أو يعرف أكثر من عنصر أو حدث وهذه الأحداث لا تخضع إلى تحديد دقيق ومعروف، وبالمقابل عدم التأكد لا ترتبط بالماضي أو الحاضر، لأن الماضي أو الحاضر يتعلق بأحداث محققة أو بمعنى آخر أحداث مؤكدة². وهناك أيضا من عرف حالة عدم التأكد بأنها الوضعية أين يكون العون الاقتصادي لا يعرف بالضبط ماذا يحدث في المستقبل³؛
 - عنصر الخسارة، والذي يتمثل في احتمال حدوث انحراف معاكس للنتائج المتوقعة أو المرغوب الحصول عليها؛
 - عنصر قابلية الخطر للقياس، وهذا حتى تسهل عملية تحليل ودراسة المخاطرة وقياس مدى تأثيرها في العملية الاستثمارية.

ثانيا: دور المعلومات المفصّل عنها في القوائم المالية في تقدير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

بالرغم من عدم احتواء القوائم المالية ضمن بياناتها على تحديد واضح لحجم المخاطرة وكيفية قياسها، إلا أنها تحتوي على مجموعة كبيرة من المعلومات لها ارتباط كبير بحجم المخاطر في السوق الخاصة باستثمار معين مما يجعل من تلك المعلومات مصدرا أساسيا للتنبؤ بها، وهذا جعل الكثيرين يحاولون تحديد طبيعة وخصائص تلك المعلومات المحاسبية للاعتماد عليها عند تحديد حجم المخاطرة عند الاختيار بين

¹ Définition de Risque - Lexique de finance. http://vernimmen.net/html/glossaire/definition_risque.html (date de consultation : 18/03/2018)

² Zvi bodie, et autres. finance, paris : Pearson éducation, 2 ème édition, (2007), p291.

³ Casta, jean françois. Incertitude et comptabilité, encyclopédie de comptabilité contrôle de gestion et audit, paris : economica,(2000),p810.

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

الاستثمارات المتاحة مثل معدل التوزيعات المدفوعة، معدل النمو، معدل الإقراض، معدل السيولة والتغيير في الأرباح...، وقد تم دراسة وتحليل العلاقة بين المخاطر والمعلومات المحاسبية وتم التوصل إلى الدور الهام الذي تؤديه المعلومات المحاسبية التي تحويها القوائم المالية في تفسير حجم المخاطر السوقية.¹

وتوجد هناك أهمية قصوى لموضوع الإفصاح المحاسبي (بما في ذلك الإفصاح بالقوائم المالية) على تشجيع الاستثمار وكفاءة عملية تخصيص الموارد وبالتالي توجيه التصرفات والسلوك الاقتصادي للمستثمرين أفراداً ومؤسسات. ولاشك أن جودة ونوعية الإفصاح تؤثر على جودة قرارات المستثمرين، فالإفصاح الجيد يضمن ويزيد ثقة المستثمرين بالمعلومات المحاسبية التي تقدمها المؤسسات مما يعني سهولة حصولها على التمويل اللازم لأنشطتها من هؤلاء المستثمرين بأقل التكاليف، بمعنى آخر إن زيادة ثقة المستثمرين بقدرات سوق الأوراق المالية نتيجة توافر المعلومات المالية الجيدة يجعل التمويل الخارجي من خلال سوق الأوراق المالية أكثر سهولة وأقل تكلفة، ومن هنا فقد اهتمت الدراسات بقياس جودة الإفصاح في القوائم المالية والعمل على تحسين مستوى جودته بالشكل الذي يدعم ثقة المستثمرين في المعلومات المحاسبية مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمار رشيدة وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة كفاءة ونشاط سوق الأوراق المالية.²

وفي هذا الصدد، هناك مجموعة من الدراسات التي تطرقت إلى العلاقة بين المعلومات الواردة في القوائم المالية وقرارات الاستثمار في أسهم المؤسسات الاقتصادية سواء بشكل مباشر أم غير مباشر وتؤدي ما توصلني إليه نذكر منها:

دراسة (اللوغانى، 2001) التي اهتمت بإبراز قائمة التدفق النقدي في زيادة الاهتمام بالمحتوى الإعلامي التدفق النقدي حيث أنها تعطي قدرة تنبئية أفضل من المعلومات عن الأرباح للحكم على التوزيعات المستقبلية ويساعد على تقييم السيولة والمرونة المالية للشركات المساهمة، وتعاون المستثمر في تقييم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية. حيث اهتمت الدراسة ببيان أثر نشر المعلومات المحاسبية على التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث أبرزت ما يلي:

– أن أسعار الأوراق المالية في سوق المال الكفاء تعكس بشكل فوري وبصوره غير متميزة كافة المعلومات المتاحة للمتعاملين؛

¹ أحمد لطفي، أمين السيد، مرجع سابق، ص: 187.

² نفس المرجع السابق، ص: 188.

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

– أن القوائم المالية والتقارير التي تصدرها شركات المساهمة يجب أن تحتوي على معلومات هامة تفيد المستثمرين في التنبؤ بالعائد المحاسبي والعائد السوقي بما يساعد في تكوين المحافظ الاستثمارية التي تتناسب مع درجات أفضليتهم للعائد والمخاطرة.¹

وأما دراسة Bryan: تحت عنوان " incremental information content of required disclosure contained in management discussion and analysis " فقد هدفت إلى اختبار أثر الإفصاح المحاسبي طبقاً لمتطلبات هيئة سوق المال الأمريكية (SEC) على العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقرارات الاستثمار في أسواق المال الأمريكية، حيث تحلل هذه الدراسة المتغيرات المحاسبية الإلزامية الواجب الإفصاح عنها (مثل الأسعار والإيرادات والتكاليف والسيولة المستقبلية والإنفاق الرأسمالي والعمليات المستقبلية)، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 250 شركة من الشركات المسجلة في بورصة نيويورك للأوراق المالية عام 1990، وقد استخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، وقد خلصت الدراسة إلى أن الإفصاح عن العمليات المستقبلية قد تساعد في تقييم مؤشرات نجاح الوحدات الاقتصادية في المستقبل قصير الأجل.

كما اهتمت دراسة: Frederick & Taffler ، the information content of firm financial disclosure " بإيضاح الدور الذي يمكن أن يقوم به الإفصاح المحاسبي على العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقيمة الوحدة الاقتصادية في أسواق الأوراق المالية، حيث تسعى هذه الدراسة إلى اختبار قدرة (التقارير السنوية، وتقارير التوزيعات المقترحة للأرباح، وتقارير الجمعية العمومية السنوية، والتقارير المؤقتة) في نقل أسعار الأوراق المالية للمستثمرين، وقد استخدمت الدراسة طريقة المربعات الصغرى العادية وطبقت الدراسة على عينة مكونة من 337 شركة من المؤسسات المسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية في السنوات 1979 إلى 1981 ، وخلصت نتيجة الدراسة إلى أن التقارير المالية المنشورة يمكن الاعتماد عليها كأحد مصادر المعلومات مما يساعد في اتخاذ القرارات الاستثمارية.²

¹ - عطا الله وزاد، خليل، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية، المؤتمر العلمي الرابع: استراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا الأردن، 15-16/2005، متوفر على الرابط: www.philadelphia.edu.jo (تاريخ التحميل : 2018/03/20).

² - نفس المرجع السابق .

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

جعل لجنة تدقيق الشركة مسؤولة وبشكل كامل عن مراقبة المدقق الخارجي وإعطائها السلطة الكاملة في تحديد شروط وأتعاب أعمال التدقيق والأعمال الأخرى كذلك.

ويؤثر المعيار المقترح على جميع الشركات المدرجة أوراقها المالية ضمن سوق نيويورك للأوراق المالية، ويؤثر كذلك على جميع منظمات الأعمال الأخرى ذات الشكل القانوني المغاير للشركات المساهمة، مثل شركات التضامن المحدودة.

وحدد المعيار بهدفين رئيسيين هما تحديد سلطة لجان التدقيق من منظور نزاهة قوائم المؤسسات المالية، التركيز على استقلالية المدقق الخارجي، مع إبقاء لجنة التدقيق غير مسؤولة عن تحديد القوائم المالية أو ضمان تقرير المدقق الخارجي.

لقد تضمن المعيار المقترح إلزام المؤسسات المدرجة بتلبية بندين مهمين: تعيين ثلاثة أعضاء في مجلس إدارة الشركة ذوي صفة مستقلة يتم تحديدهم من قبل لجنة التدقيق، وتحديد أتعاب أعضاء لجنة التدقيق، ويطلب المعيار الجديد من لجان التدقيق الالتزام بمسؤولياتهم كاملة، وذلك من خلال تأدية المهام التالية:

- تصميم خطة مهام مكتوبة، تتضمن أهداف اللجنة كاملة، بما فيها مساعدة مجلس الإدارة على التبصر والتحقق من الأمور التالية:

- نزاهة القوائم المالية؛
- تماشي القوائم المالية مع القوانين المنصوص عليها؛
- أهلية المدقق الخارجي ومطابقته لمواصفات الاستقلالية؛
- أهلية وكفاءة أداء وظيفة التدقيق الخارجي والداخلي.

تستطيع لجنة التدقيق الحصول على البيانات الأولية من الإدارة، ولكنها لا تستطيع ربط تلك البيانات بحدود مسؤولياتها. أي أن اللجنة مسؤولة مباشرة عن تعيين وملاحظة ومتابعة المدقق الخارجي والذي يجب عليه تقديم تقاريره لها بشكل مباشر.

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

- تقييم تقرير المدقق الخارجي، ولمرة واحدة على الأقل سنويا، والذي يشمل وصفا شاملا لإجراءات الرقابة الداخلية الخاصة بالشركة، وجميع الاستفسارات الصادرة من قبله أو من قبل جهات حكومية لإدارة المؤسسة، وطبيعة العلاقات التي تمت بينه وبين إدارة المؤسسة خلال الفترة موضع التقييم.

- مناقشة القوائم المالية الربع سنوية والسنوية، مع كل من الإدارة والمدقق المستقل، وبما في ذلك التطرق للآليات المتبعة من قبل الإدارة في عملية الإفصاح. وبحق للجنة مناقشة المواضيع المتعلقة بالدخل كآلية المتبعة مثلا من قبل الإدارة في اختيار شكل ونوع تقديم القوائم. ولكنه غير مطلوب من اللجنة مناقشة أية مواضيع متقدمة تفصيلية.

- الترتيب للقاءات مع الإدارة، والمدققين الداخليين، والمستقلين، في سبيل أن تتمكن لجنة التدقيق من تفعيل وظيفة الملاحظة، يجب عليها تنظيم لقاءات وبشكل منفصل مع الإدارة، ومع هؤلاء المسؤولين عن وظيفة التدقيق الداخلي، والمسؤولين عن عملية التدقيق الخارجي. رغم أن كل شركة مدرجة ملزمة بتأمين وظيفة تدقيق داخلي، إلا أنها ليست ملزمة بإنشاء قسم تدقيق داخلي، ويمكنها الاستعانة بمدققين مستقلين للقيام بهذه المهمة شريطة أن لا يكونوا نفس مدققيها الخارجيين.

- إنشاء سياسات استماع ومصارحة خاصة بموظفي شركات التدقيق، حيث يجب على لجنة التدقيق إنشاء وتفعيل سياسات خاصة بالاستماع ومصارحة موظفي شركة التدقيق، من منطلق بأن هؤلاء المدققين قد يسعون للحصول على مركز وظيفي مرموق بالشركة التي يقومون بتدقيقها، ويجب أن تكون اللجنة على إطلاع على القوانين الخاصة بحظر توظيف المدققين السابقين للمؤسسة، وبالأخص على نص القانون القائل، بأنه أن كان أحد موظفي الشركة وصاحب موقع وظيفي نافذ مدققا سابقا لها، فإنه يحظر على شركة التدقيق التي كان يعمل بها سابقا الاستمرار بتدقيق أعمال المؤسسة لمدة تتجاوز السنة الواحدة.¹

¹ ظاهر القشي، حازم الخطيب، الحاكمية المؤسسية بين المفهوم وإمكانية تطبيقها على أرض الواقع في الشركات المدرجة في الأسواق المالية، مجلة أريد للبحوث العلمية، المجلد العاشر، العدد الأول، 2006، jps-dir.com/Forum/uploads/1119/CoGov.doc ، تاريخ الاطلاع (2018/04/15).

الفرع الثاني: دور الإفصاح في تخفيض تكاليف الصفقات في أسواق الأوراق المالية

لا بد أن تأخذ تكاليف تنفيذ أوامر البيع والشراء في سوق الأوراق المالية بالحسبان عند الرغبة في التحقق من موقف المستثمر النهائي جراء التنفيذ ويمكن تقسيم التكاليف إلى:¹

أولاً: تكاليف مباشرة

وتتضمن تكاليف الأمر بصورة مباشرة:

- عمولة السمسرة: وتمثل ما يدفع للسمسار وغالبا ما يجري ذلك بالتفاوض، علما أنها ترتبط بالعملية المنفذة وغالبا ما تحدد الأعراف السائدة هذه العمولة لكل صفقة، وكلما ازدادت مرات التعامل انخفضت العمولة؛
- الخصم على السعر: الذي يمنحه البائع للمشتري ويتوقف على ظروف السوق، وتعاملات المشتري والبائع؛
- الرسوم المستحقة لإدارة البورصة وبعض رسوم نقل الملكية؛
- الضريبة على هامش الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع وتدعى ضريبة صناع السوق.

ومجموع هذه التكاليف تدعى بتكاليف المعاملات وهي تكاليف مباشرة، أما التكاليف المباشرة الأخرى فتشمل فرص بعض الزيادات السعرية في حالة تنفيذ الأوامر طلبية كسرية، فضلا عن فوائد القروض المستحدثة في الاستثمار (فائدة الائتمان عند التنفيذ على المكشوف). بالإضافة إلى الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية التي تحققها على المستثمر.

ثانياً: التكاليف غير المباشرة

وهي تكاليف ترتبط بتوسع الاهتمام بتكلفة الفرصة البديلة، والتي تحسب على أساس عائد الفرصة البديلة للاستثمار في الأوراق المالية (أي توجيه الأموال إلى استثمار الفرصة المثلى) وقد يكون حساب الأخيرة صعبا نسبيا إلا أن تقديره ممكنا، ولا بد من تأخذ بالحسبان وصولا إلى التكلفة الحقيقية لتحديد نتائج القرار الاستثماري لصفقة الشراء والبيع للأسهم، وبذلك فإن مجموع التكاليف المباشرة وغير المباشرة تمثل بمجملها التكاليف الكلية للعملية.

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص: 256-257.

ثالثاً: العلاقة بين القوائم المالية وتكاليف الصفقات

لأن ارتفاع تكلفة الوساطة لا بد وأن يحد من إقبال المستثمرين على التعامل في سوق الأوراق المالية، وبالمقابل سيؤدي انخفاض هذه التكاليف إلى زيادة أحجام التداول في سوق الأوراق المالية، وكل هذا يتوقف على مدى كفاءة سوق الأوراق المالية، لأن السوق الكفؤ يتمتع بثقة المستثمر، مما يزيد في أحجام التداول، ولأنه توجد علاقة عكسية بين أحجام التداول وتكاليف الصفقات فإن هذه الزيادة في أحجام التداول ستؤدي إلى تخفيض تكاليف الصفقات في سوق الأوراق المالية.¹

تعتبر كفاءة أسواق الأوراق المالية على أن هذا السوق يتمتع بثقة المستثمرين حيث تتوقف هذه الكفاءة على نوعية وطبيعة المعلومات المفصح عنها بكل شفافية وعدالة لجميع الأطراف المستخدمة لها.

المطلب الثالث: دور الرقابة على التداول والشركات المرخصة في دعم ثقة ووعي المستثمر في أسواق الأوراق المالية

تسعى الهيئات التنظيمية والرقابية من خلال الرقابة على التداول إلى حماية المستثمرين في أسواق الأوراق المالية، من خلال حمايتهم من أي ممارسات غير أخلاقية يمكن أن تؤثر على استثماراتهم وثقتهم في هذه الأسواق ومن ثم في كفاءة السوق. لذا سيتم التطرق إلى دور الرقابة على التداول والشركات المرخصة في دعم ثقة ووعي المستثمر في أسواق الأوراق المالية من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: دور الرقابة على التداول في دعم ثقة ووعي المستثمر في أسواق الأوراق المالية

تعتبر مراقبة التداول بناء على معلومات داخلية من الجوانب الهامة التي تعزز مستوى الشفافية والعدالة في أسواق الأوراق المالية. كما تعتبر الرقابة على التعاملات الداخلية من أهم مسؤوليات مجالس الإدارة في الشركات والهيئات الرقابية، وذلك لمنع استغلال هذه المعلومات الداخلية عند تداول الأوراق المالية وحماية حقوق المستثمرين وخاصة الصغار منهم.²

¹ فيصل محمود الشاورة، مرجع سابق، ص: 209.

² اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، الخطة الاستراتيجية لاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية 2016-2020، ص: 23.

http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2016/04/Strategic-Plan-Arabic_Final.pdf، تاريخ المعاينة (26-03-2018).

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

إن الأداء الجيد لأسواق الأوراق المالية يرتكز على النقاء العرض والطلب، إلى جانب المساواة في الحصول على المعلومات الصحيحة وتوقيتها، لذا يتعين على الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية التصدي لأي سلوك من شأنه أن يآثر سلباً على أداء السوق، مثل المضاربة غير المشروعة التي ترتبط عادة بنشر أخبار كاذبة أو مخادعة، فهي تقوم على الغش ونشر الإشاعات التي تطلق بين العامة، وكذلك المبالغة في الأحداث الحقيقية التي تهدف إلى بث أفكار معينة حول سعر سهم ما ليرتفع ثمنه أو لكي ينخفض سهم آخر نظراً لظروف معينة، بهدف إحداث فارق سعري مصطنع وعرقلة الأداء الطبيعي للعرض والطلب.¹

كما تتولى الهيئات التنظيمية والرقابية- من خلال الرقابة على التداول - حماية المستثمر من خلال التأكد من خلو السوق من الطرق الاحتيالية والممارسات الأخلاقية الآتي ذكرها فيما يلي:

- الممارسات غير الأخلاقية: تؤدي الممارسات غير الأخلاقية التي تسود في السوق إلى إضعاف كفاءته، ومن شأنها أن تزعزع ثقة المتعاملين، وعليه قد يكون من المفيد إعداد التشريعات اللازمة لمواجهة هذه الممارسات والتي من أمثلتها:²
- البيع الصوري والشراء بغرض الاحتكار؛
- تمكن فئة معينة من الحصول على معلومات خاصة تمكنهم من إبرام الصفقات في الوقت المناسب، الشيء الذي يمكنهم من تحقيق أرباح طائلة على حساب مستثمرين آخرين؛
- التلاعب بالأسعار من طرف بعض المضاربين أو من قبل المؤسسات المصدرة للأوراق المالية؛
- استغلال الثقة التي يمنحها المستثمرين للوسطاء في عمليات البورصة.

الفرع الثاني: دور الرقابة على الشركات المرخصة في دعم ثقة ووعي المستثمر في أسواق الأوراق المالية

يتعين على الهيئات التنظيمية والرقابية توفير أكبر قدر ممكن من المعلومات والبيانات اللازمة والأدوات الكفيلة بتنظيم ومراقبة أسواق الأوراق المالية، باعتبار ذلك مرتكزاً أساسياً لعلاقة مثالية ومثمرة بين السوق والمستثمرين من جهة، وأمراً لازماً لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية سليمة من جهة أخرى، باعتبار المستثمر الرشيد هو أساس بقاء وتطور أسواق الأوراق المالية، لذا توفر التشريعات السارية في معظم الدول العديد من الحقوق والمزايا للمساهمين والمتعاملين بأسواق الأوراق المالية، ومن أهمها حق المساهم في الشركة التي يتم تداول أسهمها في السوق، وفي الملكية ونقلها وكذلك في المعلومات اللازمة

¹ - صالح أحمد البربري، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة، جامعة الإمارات العربية المتحدة: المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، 6-8 مارس 2006، ص:4.

² - صاطوري الجودي، مرجع سابق، ص:259.

الفصل الثاني: أدوات الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

والإستفادة من الأرباح التي تحققها الشركة، كما أن له نصيباً في حصيلة تصفية الشركة والمشاركة في اتخاذ القرارات داخل الشركة التي يساهم فيها، وذلك من خلال الحضور والتصويت في الجمعيات العمومية للشركة، وإمكانية انتخاب وعزل مجلس الإدارة، وله الحق في الحصول على بيئة مشجعة للاستثمار من خلال توفر عدة متطلبات من بينها شركات الوساطة والحفظ والاستشارة المرخصة من طرف الهيئات التنظيمية والرقابية. حيث يمكن للشركات المرخصة مساندة الهيئات التنظيمية والرقابية في تحسين متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية، وذلك من خلال ما يلي:¹

- تحسين وعي ورشادة المستثمر من خلال الاستشارات التي تقدمها حسب الطلب، والتقارير والدراسات التي تعدها دورياً حول السوق والشركات المدرجة فيها وتوفيرها للمستثمرين بتكاليف صغيرة نسبياً أو حتى مجاناً؛
- مساعدة المستثمرين على الاطلاع وفهم التشريعات التي تصدرها هيئة التنظيمية والرقابية والجهات ذات الصلة المتعلقة بالاستثمار بالأوراق المالية وحقوق المستثمرين؛
- مساعدة المستثمرين على تنويع المحفظة الاستثمارية عن طريق الاستثمار في أكثر من ورقة مالية وأكثر من قطاع لتفادي مخاطر تركيز الاستثمار على ورقة مالية محددة أو قطاع بعينه؛
- الحفظ الأمين للأوراق المالية ملك المستثمر، الأمر الذي يزيد من حمايته وثقته بسوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه؛
- متابعة إدارة استثمارات المستثمرين ومراقبتها للتأكد من مطابقتها للأسس والأهداف الاستثمارية المنصوص عليها في اتفاقية الاستثمار الموقعة بين العميل (المستثمر) ومدير الاستثمار.

¹- انظر:

- الأردن، هيئة الأوراق المالية، استراتيجية تشجيع الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية الأردنية، متوفر على الموقع الإلكتروني: http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx?Site_ID=2&Page_ID=859&Lang=1&Menu_ID2=12 (تاريخ المعاينة: 03-09-2018).

-الإمارات العربية المتحدة، سوق دبي المالي، حقوق وواجبات المستثمرين في سوق دبي المالي، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.dfm.ae/docs/default-source/guides/dfm-investors-rights-and-responsibilities.pdf?sfvrsn=8> (تاريخ المعاينة: 03-09-2018).

خلاصة الفصل

من خلال ما تناولناه في هذا الفصل نستنتج أن دور الهيئات التنظيمية والرقابية يكمن في توفير الحماية اللازمة للمستثمرين من خلال ما توفره لهم من مراقبة جيدة لضمان الشفافية والنزاهة والعدالة في أسواق الأوراق المالية. كما تهدف أيضا هذه الهيئات للوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على المعاملات في أسواق الأوراق المالية بالاعتماد على مجموعة من الأدوات من بينها الإفصاح الذي يعتبر وسيلة أو أداة يتم من خلالها الكشف عن المعلومات التي يحتاجها المستثمرين في الوقت المناسب لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية من خلال ما ينشر في مصادر مختلفة وموثوقة.

كما يلعب أيضا الإفصاح دورا مهما في تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال نوعيته وشفافيته في التعامل، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حركة رؤوس الأموال وبالتالي زيادة التداول في أسواق الأوراق المالية من خلال توفر آليات رقابية فعالة تزيد من ثقة المستثمرين وتوعيتهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية من دون خوف من حدوث أي تلاعبات في أسواق الأوراق المالية. كما تسمح الرقابة على التداول بحماية المستثمر وباقي المتعاملين وضمان خلو السوق من الطرق الاحتيالية والممارسات غير الاخلاقية كالبيع الصوري والشراء بغرض الاحتكار والتلاعب بالأسعار من طرف بعض المضاربين أو من قبل المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، وكذا استغلال الثقة التي يمنحها المستثمرين للوسطاء في عمليات البورصة.

وتمكن أيضا مراقبة الشركات المدرجة والمرخصة من التأكد من سلامة مراكزها المالية ومدى التزامها بالقوانين واللوائح التنظيمية والتأكد من قيامها بالمهام الموكلة لها وذلك حسب طلب المستثمرين كتحسين وعي ورشادة المستثمر من خلال الاستشارات والحفظ الأمين للأوراق المالية ملك المستثمر ومتابعة إدارة استثماراته ومراقبتها للتأكد من مطابقتها للأسس والأهداف الاستثمارية المنصوص عليها.

تمهيد الفصل:

بعد أن تطرقنا في الجانب النظري من خلال الفصل الأول والثاني إلى مفهوم أسواق الأوراق المالية ووظائفها وطبيعة الهيئات المنظمة والمراقبة لها، والأدوات التي تعتمد عليها في سبيل تطوير وتحسين كفاءة هذه الأسواق من أجل حماية المستثمر بالدرجة الأولى وتحقيقا لباقي الأهداف.

سنحاول في هذا الفصل التطبيقي التعرف على كل من سوق الأسهم السعودي وبورصة الجزائر من حيث التطور والنشأة ومهام الهيئة المنظمة لكل سوق وهيكلها التنظيمي، بعد ذلك التطرق إلى التجربة السعودية من خلال بحث دور الأدوات المعتمدة من طرف هيئة السوق المالية في تطوير سوق الأسهم السعودي ودعم كفاءته خلال الفترة (2008-2016) ومن ثم التطرق إلى واقع متطلبات الكفاءة في بورصة الجزائر والأدوات المعتمدة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في تطوير بورصة الجزائر وتحسين متطلبات كفاءته، مع محاولة الاستفادة من تجربة هيئة السوق المالية في تقديم جملة من الاقتراحات للنهوض بمتطلبات الكفاءة في بورصة الجزائر خاصة في مجال الإفصاح والرقابة على التداول وذلك من خلال المباحث التالية:

- تقديم سوق الأسهم السعودي وبورصة الجزائر؛
- تطور متطلبات الكفاءة في سوق الأسهم السعودي وبورصة الجزائر؛
- الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية محل الدراسة.

المبحث الأول: تقديم سوق الأسهم السعودي وسوق الرسمي ببورصة الجزائر

سنتطرق في هذا المبحث إلى نشأة ومراحل التطور لكل من سوق الأسهم السعودي وبورصة الجزائر وأيضا المهام الهيئات المنظمة لكل سوق وصولا إلى الهيكل التنظيمي لهذه الهيئات، من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: نشأة ومراحل تطور أسواق الأوراق المالية محل الدراسة

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى نشأة وأهم مراحل التطور التي عرفها كل من سوق الأسهم السعودي وبورصة الجزائر في ما يلي:

الفرع الأول: نشأة ومراحل تطور سوق الأسهم السعودي

يسمى سوق الأوراق المالية السعودي (سوق الأسهم السعودي) وقد نشأ هذا السوق نتيجة تزايد عدد الشركات والمؤسسات المساهمة واتساع عدد الأسهم المتاحة للتداول. ونتيجة انتشار الممارسات غير القانونية لدى المستثمرين في هذا السوق استوجب صدور قانون ينظم ويضمن حقوق المتعاملين في هذا السوق وهذا ما حدث بالفعل إذ صدر مرسوما ملكيا بالرقم (8/1230) في (11/07/1403هـ، 1982م) لتنظيم تداول الأسهم عن طريق المصارف المحلية لتكون الانطلاقة الحقيقية والرسمية لسوق الأسهم السعودي المنظم وذلك في عام (1405هـ) والموافق (1984م) وقد أكدت أهداف تنظيم سوق الأسهم السعودية أن تكون عملية تداول الأسهم في خدمة خطط التنمية الاقتصادية ومشاريعها في المملكة بما ينمي الوعي المالي لدى المواطنين باتجاه استثمار أرصدهم النقدية في القطاعات التي ترفع من وتيرة الإنتاج القومي من جهة وتنوع مصادر الدخل من جهة أخرى حيث بدأ سوق الأسهم السعودي في عام 1990 العمل بنظام آلي لعرض البيانات والمعلومات والذي عرف بـ (ESIS) وهو عبارة عن شبكة معلوماتية تربط السوق بأربعمئة فرع من فروع المصارف السعودية داخل المملكة وخارجها. وفي خطوة مهمة من خطوات تطوير سوق الأسهم السعودي وبالتحديد في بداية عام (2002) أدخلت لجنة إدارة السوق نظاما جديدا للتداول الإلكتروني عرف باسم (Tadawul) الذي من خلاله تقوم وحدات التداول التابعة المصارف السعودية بإلغاء إشعارات عملائها

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر

وتحويل جميع أسهم المستثمرين إلى حسابات يمكن من خلالها إجراء عمليات البيع والشراء داخل السوق.¹ ومن خلال تاريخ نشأة سوق الأسهم السعودي نقسم المراحل لتي مر بها هذا السوق إلى ثلاثة مراحل وهي:²

المرحلة الأولى: البداية (1954 - أوائل الثمانينات)

- بلغ عدد الشركات المساهمة خلال فترة 1954-1975 أربعة عشر شركة برأس مال بلغ 1.7 مليون ريال؛
- حتى نهاية السبعينات الميلادية كان معظم تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة؛
- مع زيادة موارد الدولة في منتصف السبعينات ازدهرت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة؛
- ارتفاع حجم التداول مع بداية عقد الثمانينات وبلغت أسعار الأسهم مستويات عالية؛
- كان انهيار سوق المناخ الكويتي بالإضافة إلى نمو المفرط سببا في التفكير الجدي لوضع قواعد صارمة لتداول الأسهم.

المرحلة الثانية: التنظيم (أوائل الثمانينات -2003-)

وأهم خصائص هذه المرحلة نذكر منها:

- ✓ تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم 1983م؛
- ✓ صدر عام 1883م مرسوم ملكي بإنشاء لجنة رقابية وزارية على سوق الأسهم وعليه فقد تشكل هيل السوق المالية السعودية أي البورصة؛
- ✓ في عام 1984م أصدرت مؤسسة النقد السعودي تعميما يوضح أسلوب تداول الأسهم ومن أهم ما صدر:
- إدارة الرقابة على الأسهم في مؤسسة النقد العربي السعودي وتقوم بالتحقق من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول والإشراف على كافة عمليات تداول الأسهم؛
- إعطاء مهمة الإشراف اليومية إلى قسم خاص ينشأ في مؤسسة النقد؛

¹ - حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية (أدائها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص ص: 216-217.

² - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص ص: 213-214.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر

- تشكيل لجنة للإشراف على تداول الأسهم من ثلاث جهات حكومية هي المالية، التجارة ومؤسسة النقد؛
- لا تتم نقل ملكية الأسهم إلا بعد دفع القيمة الكاملة.
- ✓ حدث نظام التداول في أكتوبر 2001 بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول".

المرحلة الثالثة: نظام السوق المالية (2003-2016)

تتمثل في أهم النقاط التالية:

- تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي المؤرخ في 2003/07/31 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء؛
- يدير الهيئة مجلس الوزراء؛
- يدير الهيئة مجلس مكون من خمسة أعضاء متفرعين يتم تعيينهم بأمر ملكي وذلك كل خمس سنوات ويمكن التجديد لكل أو بعض أعضائه لمرة واحدة فقط؛
- باشر المجلس أعماله منذ تشكيله في 13 جمادى الأولى 1425 هـ الموافق لـ جويلية 2004.

الفرع الثاني: نشأة ومراحل تطور بورصة الجزائر

قبل التطرق إلى نشأة ومراحل بورصة الجزائر سنقوم بتعريفها من خلال ما يلي:

أولاً: تعريف بورصة الجزائر

بورصة الجزائر هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين، من بينهم¹

- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)؛
- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBVM)؛
- الوسطاء في عملية البورصة (IOB)؛
- المؤتمر المركزي الذي ينشط تحت اسم " الجزائر للمقاصة"؛
- وإدارة حسابات الجارية المفتوحة باسم ماسكي الحسابات وحافظي السندات (TCC)؛

¹ - بورصة الجزائر، تعريف البورصة، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141> تاريخ المعاينة

- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

ثانيا: نشأة ومراحل تطورها

إن فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية يدخل في إطار الإصلاحات الاقتصادية، التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988، في نفس السنة صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، إن رأس مال المؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق الملكية قسم لعدد من الأسهم وتوزع ما بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم تسير حسب أحكام القانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988.¹ نظرا لطبيعة النظام السياسي القائم بالجزائر في ذلك الوقت الذي كان يتبنى الاشتراكية، فإنه لم يكن هناك مبرر لوجود البورصة ولا للقيم المتداولة قبل مرحلة الإصلاحات وتحديدا قبل سنة 1988، وبعد صدور أولى نصوص الإصلاحات والمتمثلة تحديدا في كل من القانون رقم 88-01 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية وكذا القانون رقم 88-03 الخاص بإنشاء صناديق المساهمة، ومع التحضير لنص تشريعي تجاري جديد يتضمن المعطيات الجديدة المتعلقة بالإصلاحات الاقتصادية التي شرع فيها بغية المرور إلى اقتصاد السوق والتي اعتبرت عملية شاقة جدا تحتاج إلى وقت طويل.² وعليه يمكن تقسيم تاريخ نشأة بورصة الجزائر إلى المراحل الأساسية التالية:

أ- المرحلة الأولى (1990-1992): اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم

المؤسسات الحكومية على استقلاليتها، وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، ففي أكتوبر 1990

تأسست بورصة الجزائر تحت اسم "شركة القيم المنقولة"، بتقرير من الحكومة غير مؤهلة قانونا يتمثل في مجلس صناديق المؤسسة، وهكذا تم تأسيس هذه الشركة بين الثمانية صناديق المساهمة وهذه الصناديق هي كالاتي:³

✓ صندوق المواد الفلاحية الغذائية؛

✓ صندوق المناجم، الفحم والري؛

¹ - شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، الطبعة الأولى، أطلس للنشر، دون بلد النشر، 1999، ص:80.

² - عزيزة بن سمينة، مريم طيني، دور الإفصاح المحاسبي والشفافية في تفعيل بورصة الجزائر، مجلة تاريخ العلوم، العدد السابع-مارس 2017، ص:328.

³ - نفس المرجع السابق، ص:329.

✓ صندوق التجهيز؛

✓ صندوق البناء؛

✓ صندوق الكيمياء، البتروكيمياء، الصيدلة؛

✓ صندوق الاتصال الإلكتروني والإعلام الآلي؛

✓ صندوق الصناعات المختلفة؛

✓ صندوق الخدمات.

وهذه الصناديق مكلفة بالحفظ والتسيير في مكان الدولة لمجموع أسهم المؤسسات التي تسيير إلى الاستقلالية المالية، وحدث هذا بعد عقد مؤرخ في 09 ديسمبر 1990، وقدر رأسمالها في هذه المرحلة 320.000 مليون دج مقسمة بالتساوي بينهم، وبعدها أصبح يديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء يمثل كل عضو أحد صناديق المساهمة، وعرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

➤ مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 يتضمن تنظيم العمليات على القيم المنقولة.

➤ مرسوم تنفيذي رقم 177 الصادر في 1991 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

ب- المرحلة الثانية (1992-1999): لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وفي فيفري 1992 تم رفع رأسمالها إلى 932000 مليون دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى ببورصة القيم المتداولة B.V. M وبالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرة حيث اعترضت انطلاقها جملة من الصعوبات وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993م بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/04/1993 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة. وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.¹

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 228.

ت- المرحلة الثالثة (1996-2016): بعد التجهيز التام لإنشاء بورصة القيم المنقولة من الناحية التنظيمية والقانونية، تم:¹

- وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة؛
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة؛
- تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم؛
- ومع بداية 1997 تم اختيار الوسطاء في البورصة بمسؤولية لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لكن الافتتاح الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر تم يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997 بمقرها المادي بالغرفة الوطنية للتجارة بالجزائر العاصمة.

في سنة 2009 تم الموافقة على تعديل القانون الأساسي لشركة تسيير بورصة القيم: لقد وافق وزير المالية على التعديلات التي أدرجت في القانون الأساسي لشركة تسيير بورصة القيم، طبقا للمادة 9 مكرر من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم.

الفرع الثالث: مقارنة نشأة ومراحل تطور الأسواق محل الدراسة

من خلال ما سبق نلاحظ أن سوق الأسهم السعودي نشأ نتيجة تزايد عدد من الشركات والمؤسسات المساهمة واتساع عدد الأسهم المتداولة أما بورصة الجزائر ترجع فكرة إنشائها إلى الإصلاحات الاقتصادية وهي أحدث نشأة من سوق الأسهم السعودي، حيث يتكون سوق الأسهم السعودي من ثلاثة مكونات: نظام السوق المالية، البنية التنظيمية لسوق الأسهم السعودي، اللوائح التنفيذية للسوق السعودية، أما فيما يخص مكونات بورصة الجزائر فتتمثل فيما يلي: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي على السندات.

¹ - شقيق عيسى، أزغار يحي، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 07-2016، ص:53.

المطلب الثاني: مهام الهيئات التنظيمية والرقابية لأسواق محل الدراسة

هناك قدر من التشابه بين المهام المنوطة بالهيئات التنظيمية والرقابية في كل من سوق الأسهم السعودي وبورصة الجزائر، مع ملاحظة بعض الاختلافات تبعا للإطار القانوني والمهام التي أنشئت من أجلها كل هيئة، ويمكن التطرق في هذه المهام فيما يلي:

الفرع الأول: مهام هيئة السوق المالية

قبل التطرق إلى مهام هيئة السوق المالية المشرفة على سوق الأسهم السعودي، يجب تعريف هذه الهيئة فيما يلي:

أولاً: تعريف هيئة السوق المالية المنظمة

عرفت الهيئة في قانون المملكة العربية السعودية بأنها هيئة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتضطلع بالإشراف على تنظيم السوق المالية وتطويرها وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية.¹

ثانياً: مهام هيئة السوق المالية

تتمثل مهام هيئة السوق المالية المنظمة لسوق الأسهم السعودي فيما يلي:²

- حماية المستثمرين في سوق الأسهم السعودي من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على احتيال، أو تدليس، أو غش، أو تلاعب، أو تداول بناء على معلومات داخلية؛
- العمل على تحقيق العدالة والمصداقية والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية؛
- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة التعامل بها؛

¹ - السعودية، هيئة السوق المالية، **التقرير السنوي 2016**، ص: 20، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://cma.org.sa/AboutCMA/AnnualReport/Pages/default.aspx> تاريخ المعاينة (2018- 02-27).

² - شوشان خديجة، الرقابة على المخالفات الشرعية للتداول في بورصة الأوراق المالية: أنظمة الرقابة الإلكترونية نموذجاً - دراسة حالة السوق المالية السعودية-، مجلة " الأبحاث الاقتصادية" لجامعة البليدة، 2- العدد 10 - جوان 2014، ص: 256.

- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين والمستثمرين، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها.

الفرع الثاني: مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

قبل التطرق لمهام هذه اللجنة يتعين تعريفها فيما يلي:

أولاً: تعريف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

عرفت الهيئة المنظمة لبورصة الجزائر وفقاً لقانون الجزائر - والممثلة في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB - بأنها لجنة تتمتع بالاستقلالية الإدارية والمالية، تتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء، وتوضع اللجنة تحت وصايا وزارة المالية وهي تهتم بتنظيم ومراقبة أوراق القيم المتداولة بغية حماية المستثمرين في القيم المتداولة وضمان السير الحسن للسوق وشفافيتها.¹

ثانياً: مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

تتمثل مهام الهيئة المنظمة لبورصة الجزائر فيما يلي:²

- قبول النشاطات التي يقوم بها وسطاء عملية البورصة؛
- نشر المعلومات عن الإصدار القيم المنقولة عن طريق النداء العلني للادخار؛
- تسيير حافظة القيم المنقولة والعروض العامة للبيع؛
- حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الغش والتزوير؛
- تحقيق السير الحسن للبورصة وضمان الشفافية اللازمة؛
- قبول الأوراق المالية للتفاوض بشأنها وشطبها وتحديد أسعارها؛
- تحديد نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات المطلوبة منهم لدى زيائهم؛
- القيام بنشر المعلومات دورياً والتي تخص الشركات المدرجة في البورصة؛
- تنظيم عمليات المقاصة؛

¹ رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منثوري- قسنطينة - 2011، ص:39.

² نفس المرجع السابق، ص:40.

– القيام بالوظيفة التأديبية والتحكيمية حيث تفصل في النزاعات التي تحدث بين المتدخلين على مستوى البورصة وتمثل العقوبات التي تصدرها اللجنة في الإنذار أو التوبيخ أو حضر النشاط كله أو جزء منه مؤقتاً أو نهائياً أو فرض غرامات مالية.

ويمكن التفصيل في مهام هذه اللجنة كالآتي:

أ- الوظيفة القانونية:

حيث تقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة بسن تقنيات لهم بما يأتي على الخصوص: رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم، العروض العمومية لشراء القيم المنقولة وغير ذلك من الأحكام التي تضبط عبر السوق المالي.

ب- الوظيفة التأديبية:

تقوم بمعاينة كل مخالفة تتعلق بالحقوق المهنية للوسطاء وكذا مخالفة اللوائح والقواعد التشريعية والتنظيمية، أما في ما يخص التحكيم فهذه الغرفة مؤهلة للفصل في مختلف النزاعات التقنية الناجمة عن سوء فهم القوانين والقواعد المتعلقة بعمل البورصة، حيث تحدد قواعد حساباتها في اللائحة التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.¹

الفرع الثالث: مقارنة مهام الأسواق محل الدراسة

مما سبق نستنتج أن سوق الأسهم السعودي تتولى تنظيمه هيئة السوق المالية والتي تهدف إلى تنظيم وتطوير السوق المالية في المملكة، أما بورصة الجزائر يتولى تنظيمها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB والتي تهتم بتنظيم ومراقبة أوراق القيم المتداولة، وهما هيئتان تتبعان القطاع العام، تهدف كل منها لضمان السير الحسن للأسواق المالية، وحماية المستثمرين في الأسواق المالية المكلفة بتنظيمها ومراقبتها وتحقيق العدالة والكفاءة والشفافية، وتنظيم مراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين والمستثمرين، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها، وكذلك تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة التعامل بها.

¹ -عبدي، نعيمة، دور آليات الرقابة في تفعيل حوكمة المؤسسات-دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير، غير منشورة، تخصص مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2009، ص:147.

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لأسواق الأوراق المالية محل الدراسة

لكل سوق مالي هيكل تنظيمي خاص به متكون من مجموعة من الهيئات واللجان وطبيعة العلاقة بين هذه المكونات، التي تعمل من أجل الحصول على سوق مالي منظم، وذلك بتوفير الحماية للمستثمرين والمتعاملين في أسواق الأوراق المالية وأيضا توفير المناخ المناسب للاستثمار، لذا سيتم التعرف على الهيكل التنظيمي لكل من سوق الأسهم السعودي وبورصة الجزائر فيما يلي:

الفرع الأول: الهيكل التنظيمي لسوق الأسهم السعودي

من أجل تطبيق أحكام نظام السوق المالية لابد من توافر مجموعة من اللوائح والتعليمات في سوق الأسهم السعودي والمتمثلة في الآتي:¹

أولاً: نظام السوق المالية

صدر "نظام السوق المالية" بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2003/07/1، ويهدف النظام إلى إعادة هيكلة السوق المالية بالمملكة على أسس جديدة متطورة من شأنها تعزيز الثقة والجاذبية للسوق والمستثمرين بما يضمن تعزيز الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بالأوراق المالية، وتوفير العدالة في التعامل وحماية المتعاملين بالأوراق المالية في السوق، وقد وفر النظام مظلة ومرجعية نظامية متكاملة للسوق، وتوضح الهياكل والمؤسسات التنظيمية والإشرافية والتشغيلية للسوق، وتحديد صلاحياتها ومهامها بكل وضوح من خلال الفصل بين الدور الرقابي والإشرافي والدور التشغيلي للسوق من خلال استحداث مؤسسات جديدة للسوق ولجان للفصل في المنازعات. فعندما يشعر المستثمرون أن سوق الأوراق المالية سوق منظمة وتعمل بشفافية وفق مبادئ العدل والمساواة فإنهم يقبلون على الاستثمار فيها بكل ارتياح، وهذا يسهم في تنمية رؤوس أموال الشركات المدرجة في السوق وأصولها، أما إذا كان الاستثمار حكرًا على فئة قليلة تسيطر على السوق وتتلاعب به، أو يحصل على معلومات داخلية عن الشركات قبل غيرها من الناس، فلن يكون هناك إقبال على الاستثمار في السوق المالية، وقد يعزف الكثير من المستثمرين عنها تماما، وهذا بدوره يقلص من مستويات النمو الاقتصادي.

¹ - حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2009، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة نيل الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة - 2012، ص: 110-109.

وتتمثل أهم ملامح التطوير بالسوق السعودية فيما يلي:

- الإطار التشريعي ودور الجهة الرقابية على السوق في الإشراف والرقابة على السوق؛
- تنظيم عمل شركات الوساطة المالية وصناديق الاستثمار؛
- وضع قواعد خاصة بالإفصاح؛
- قواعد خاصة لكشف والاحتيايل والتداول بناء على معلومات داخلية.

ثانيا: البنية التنظيمية للسوق السعودية

وتتمثل أهم ملامح نظام السوق المالية فيما يلي:

أ- هيئة السوق المالية:

هي الجهة المعنية بتنظيم ومراقبة السوق المالية السعودية وذلك منذ تاريخ 2003/07/31 بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30)، والذي بموجبه تشرف الهيئة على تنظيم ومراقبة السوق المالية، من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق، ويتألف مجلس هيئة السوق المالية من خمسة أعضاء من أصحاب الخبرة والاختصاص، ويتم تعيينهم بناء على أمر ملكي، وهو يتألف من رئيس ونائب رئيس وثلاثة أعضاء، وأهم وظائفه هي وضع اللوائح الداخلية للهيئة، وكيفية تعيين الموظفين والمستشارين والمدققين، وأي خبراء آخرين من أجل القيام بالمهام والوظائف المناطة بها.

ب- شركة المال السعودية (تداول)

هي شركة مساهمة سعودية والتي تم تأسيسها وفقا لنظام وأحكام نظام السوق المالية ونظام الشركات، ويتكون مجلس إدارة السوق المالية السعودية (تداول) من تسعة أعضاء يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء، وتشمل عضوية المجلس ممثل عن وزارة المالية، وممثل عن وزارة التجارة والصناعة، وممثل عن مؤسسة النقد العربي السعودية، وأربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخصة وممثلين اثنين عن الشركات المساهمة المدرجة، وتشمل أغراض الشركة توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها، ولها مزاولة أي نشاط آخر ذي علاقة بأي من ذلك وفقا لنظام السوق المالية وبما يحقق أهدافها الواردة فيه.

ت- مركز إيداع الأوراق المالية

نص نظام السوق المالية على إنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية، يكون بمثابة الهيئة الوحيدة في المملكة المرخص لها بممارسة عمليات الإيداع والتسوية والتحويل والمقاصة، وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق.

ث- لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية

هي لجنة منشأة من قبل هيئة السوق المالية، تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين يعينهم مجلس هيئة السوق المالية لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتختص لجنة الفصل في المنازعات بالنظر في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام السوق المالية، ولوائحه التنفيذية ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعليماتهما في الحق العام والحق الخاص.

ج- لجنة الاستئناف

نص نظام السوق المالية أيضا على إنشاء لجنة الاستئناف يشكلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في المنازعات الأوراق المالية، وتتكون هذه اللجنة من ثلاث أعضاء يمثلون وزارة المالية، ووزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتتمتع لجنة الاستئناف بسلطة رفض النظر في القرارات، أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد، ويمكن الاستئناف ضد القرار الذي تصدره لجنة الفصل في المنازعات أمام هيئة الاستئناف في غضون 30 يوما من تاريخ الإخطار بذلك، وتعد قراراتها بعد ذلك نهائية.

ثالثا: اللوائح التنفيذية للسوق السعودية

تنفيذا لما جاء في المادتين الخامسة والسادسة من نظام السوق المالية أصدرت الهيئة منذ إنشائها عددا من اللوائح والقواعد التنفيذية المنظمة والمطورة للسوق المالية، وخلال الفترة من 2004/07/01م حتى نهاية

عام 2016م أصدرت الهيئة إحدى عشر لائحة وقاعدة تنفيذية، وهي:¹

¹ - السعودية، هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2012، ص:24، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://cma.org.sa/AboutCMA/AnnualReport/Pages/default.aspx> تاريخ المعاينة (2018-03-03).

- ✓ لائحة سلوكيات السوق؛
- ✓ لائحة طرح الأوراق المالية؛
- ✓ قواعد التسجيل والإدراج؛
- ✓ لائحة الأشخاص المرخص لهم؛
- ✓ لائحة أعمال الأوراق المالية؛
- ✓ صناديق الاستثمار العقاري،
- ✓ لائحة حوكمة الشركات؛
- ✓ لائحة صناديق الاستثمار؛
- ✓ قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها؛
- ✓ لائحة الاندماج والاستحواذ؛
- ✓ قواعد مكافحة غسيل الأموال وتمويل الإرهاب. * (أنظر الملحق رقم (01))

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر

يتكون هيكل بورصة الجزائر من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، شركة إدارة بورصة القيم المتداولة، والمؤمن المركزي على السندات فيما يلي:¹

أولاً: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB

تقوم هذه اللجنة أساساً بالرقابة والتأكيد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضماناً للشفافية، تقوم بإعطاء تأشيرة القبول للشركة التي تحقق شروط الدخول إلى البورصة، ولها وظائف تأديبية وتحكيمية، وقد قامت بإصدار أول تأشيرة لصالح شركة سوناطراك للسماح لها بإصدار سندات الإقراض والاكتتاب العام في 18-11-1997 ثم رياض سطيف، صيدال والأوراسي وأعطت أول اعتماد في الأسهم في 31-03-1998 لإنشاء شركة استثمارات ذات رأس مال متغير SICAV.

* للمزيد من المعلومات للوائح التي تصدرها الهيئة أنظر تقرير هيئة السوق المالية لسنة 2016.

¹ - بن اعمر بن حاسين، مرجع سابق، ص: 161.

ثانيا: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBVM

إن شركة تسيير بورصة القيم عبارة عن التسمية الجديدة لشركة إدارة بورصة القيم، وقد تم هذا التغيير بموجب القانون رقم 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003. وتتخذ شركة بورصة القيم المنقولة شكل شركة ذات أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة، وتعمل تحت وصاية اللجنة وتقوم بالتسيير العملي واليومي للمعاملات التي تجري حول الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسيير المعلومات الخاصة بها، وعليه فإن الشركة تسيير على احترام قواعد تنظيم السوق وسيرها. وتمارس شركة تسيير القيم المنقولة مجموعة من المهام نوجزها فيما يلي:¹

- التنظيم المادي والعملي لمعاملات البورصة؛
- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها؛
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة؛
- نشر المعلومات الخاصة بالمعاملات في البورصة؛
- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة؛
- إصدار نشرة رسمية لجداول التسعير.

ثالثا: المؤتمر المركزي على السندات

هو شركة ذات أسهم، يساهم فيها الوسطاء المعتمدون (05 بنوك) والثلاث شركات المصدرة للقيم المنقولة بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم والخزينة العمومية وبنك الجزائر حيث المساهمة الدنيا في رأس مال الشركة محددة بمليوني دينار جزائري وتتمثل وظائفه في:²

- فتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية لصالح ماسكي الحسابات بما يسهل توصيلها بين الوسطاء من خلال القيام بالتحويلات بين الحسابات؛
- تنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة للأوراق المالية مثل أرباح الأسهم ورفع رأسمالها. (أنظر الملحق رقم(02)).

¹ - صايبي عمار، محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية (دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن شهادة نيل الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2009، ص: 146.

² - رشيد هولي، مرجع سابق، ص: 40-41.

الفرع الثالث: مقارنة الهيكل التنظيمي لأسواق الأوراق المالية محل الدراسة

يتكون الهيكل التنظيمي لسوق الأسهم السعودي من نظام السوق المالية الذي يهدف إلى حماية المستثمرين وتعزيز الثقة والجاذبية لسوق الأوراق المالية وتوفير العدالة، أما البنية التنظيمية للسوق السعودية فتتمثل ملامح سوقها فيما يلي: هيئة السوق المالية التي تعتبر الجهة المعنية بتنظيم ومراقبة السوق المالية السعودية أما في الجزائر فتختص في تنظيم السوق المالية لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) حيث تقوم هذه اللجنة أساسا بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمانا للشفافية، وأيضا شركة المال السعودية (تداول) التي تعمل على إدارة آليات تداول الأوراق المالية والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية ونشر المعلومات المتعلقة بها. أما في الجزائر فتتمثل في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBVM) هي الشركة التي تقوم بالتسيير العملي واليومي للمعاملات التي تجري حول الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسيير المعلومات الخاصة بها. بالإضافة إلى بعض اللجان الأخرى لسوق الأسهم السعودي منها لجنة الفصل في المنازعات للأوراق المالية والتي تختص بالنظر في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام السوق المالية وأيضا لجنة الاستئناف حيث تتمتع بسلطة الرفض والنظر في القرارات أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد، في الجزائر يوجد أيضا المؤمن المركزي على السندات والتي يقوم بفتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية لصالح ماسكي الحسابات بما يسهل توصيلها بين الوسطاء من خلال القيام بالتحويلات بين الحسابات.

المبحث الثاني: تطور متطلبات الكفاءة في سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي لبورصة الجزائر

سنتطرق في هذا المبحث إلى تطور متطلبات الكفاءة في الأسواق محل الدراسة من حيث عدد الشركات المدرجة والرسملة البورصية، وكذلك مؤشرات السيولة، وأيضاً مؤشرات حماية وتوعية المستثمر فيما يلي:

المطلب الأول: تطور عدد الشركات المدرجة والرسملة البورصية في الأسواق محل الدراسة

سيتم في هذا المطلب دراسة تطور كل من الشركات المدرجة والرسملة البورصية في كل من سوق الأسهم السعودي وبورصة الجزائر مع مقارنة هذا التطور بينهما خلال الفترة (2008-2016) على النحو التالي:

الفرع الأول: تطور عدد الشركات المدرجة والرسملة البورصية في سوق الأسهم السعودي

يمكن توضيح مسيرة التطورات التي مرت بها الشركات المدرجة والرسملة البورصية في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) فيما يلي:

أولاً: تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي

يمكن توضيح تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03-01): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-

(2016)

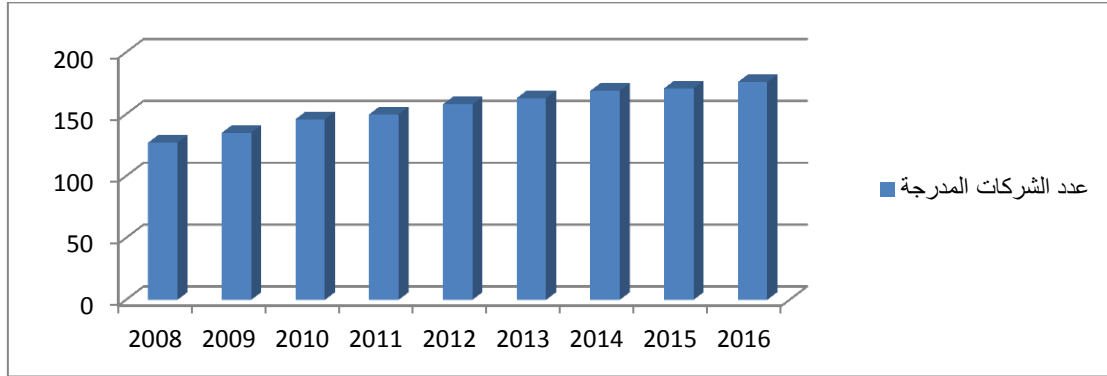
| السنة | عدد الشركات المدرجة | معدل نمو عدد الشركات % |
|-------|---------------------|------------------------|
| 2008 | 127 | - |
| 2009 | 135 | 6.29 |
| 2010 | 146 | 8.14 |
| 2011 | 150 | 2.73 |
| 2012 | 158 | 5.33 |
| 2013 | 163 | 3.16 |
| 2014 | 169 | 3.69 |
| 2015 | 171 | 1.18 |
| 2016 | 176 | 2.92 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية للسوق المالية السعودية "تداول" للسنوات من 2008 إلى 2016.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر

ويمكن توضيح تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (03-01): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الجدول رقم (03-01)

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي شهد تطور خلال فترة الدراسة، حيث نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة خلال سنة 2008 كان بـ 127 شركة ليرتفع في سنة 2009 إلى 135 شركة أي زاد بـ 8 شركات مقارنة بسنة 2008 وذلك بمعدل نمو 6.29%، ليعاود الارتفاع في سنتي (2010، 2011) إلى 146، 150 شركة وذلك بمعدل نمو 8.14%، 2.73% على التوالي، ليستمر عدد الشركات المدرجة في التحسن ليصل إلى 176 شركة في سنة 2016 بمعدل نمو 2.92%، مع ملاحظة أن أعلى نسبة نمو كانت في سنة 2010 بنسبة 8.14%، ومنه نستنتج أن عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي يرتفع من سنة إلى أخرى والذي يكن اعتباره مؤشر إيجابي على تحسن أحد متطلبات الكفاءة في سوق الأسهم السعودي ألا وهو اتساع في حجم السوق.

ثانياً: الرسملة البورصية في سوق الأسهم السعودي

سيتم دراسة تطور القيمة السوقية والمؤشر العام في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) من خلال ما يلي:

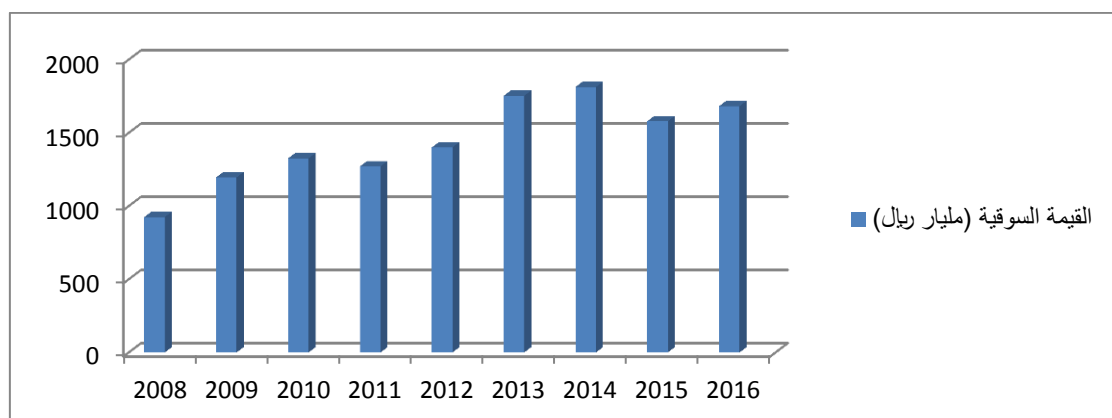
الجدول رقم (02-03): تطور القيمة السوقية والمؤشر العام في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة من (2008-2016)

| السنة | القيمة السوقية (مليار ريال) | نسبة التغير % | المؤشر العام | نسبة التغير % |
|-------|-----------------------------|---------------|--------------|---------------|
| 2008 | 924.53 | - | 4802.99 | - |
| 2009 | 1195.51 | 29.31 | 6121.75 | 27.46 |
| 2010 | 1325.39 | 10.86 | 8820.75 | 8.15 |
| 2011 | 1270.84 | -4.12 | 6417.73 | -3.07 |
| 2012 | 1400.34 | 10.19 | 6801.22 | 5.48 |
| 2013 | 1752.86 | 25.17 | 8535.60 | 25.50 |
| 2014 | 1812.89 | 3.12 | 8333.30 | -2.37 |
| 2015 | 1579.06 | -12.90 | 6911.76 | -17.06 |
| 2016 | 1681.95 | 6.25 | 7210.43 | 4.32 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية للسوق المالية السعودية "تداول" للسنوات من (2008-2016).

ويمكن توضيح تطور القيمة السوقية والمؤشر العام في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02-03): تطور القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)



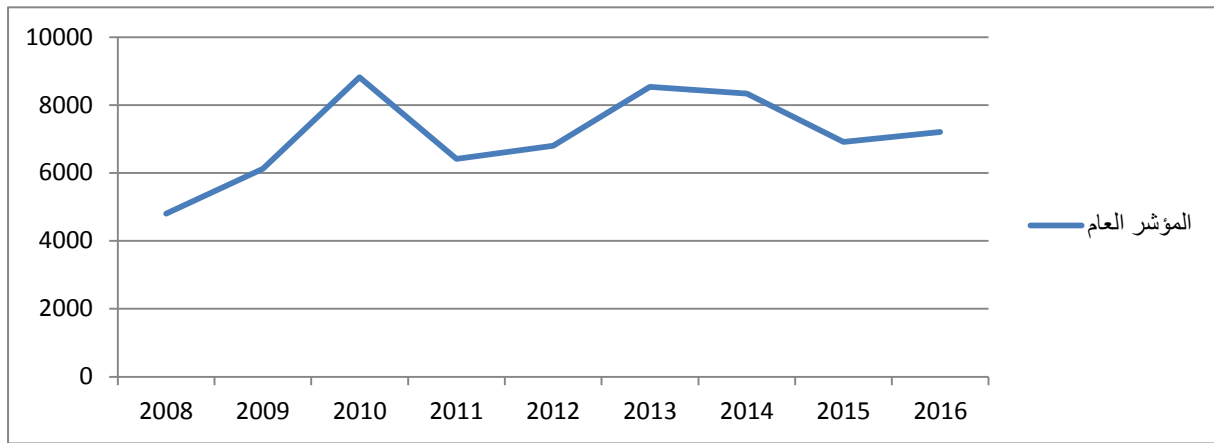
المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الجدول رقم (02-03)

من خلال الجدول رقم (02-03) والشكل رقم (02-03) السابقين نلاحظ أن القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي قد سجل انخفاض في بداية سنة 2008، حيث بلغت قيمته

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر

السوقية حوالي 924.53 مليار ريال لسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية لهذا السوق، ليشهد في سنتي (2009، 2010) ارتفاع في معدل النمو يقدر بـ 29.31%، 10.86% وبقيمة 1195.51 و1325.39 مليار ريال على الترتيب، أما في سنة 2011 قد شهدت انخفاض في القيمة السوقية ليبلغ 1270.84 مليار ريال بمعدل تراجع 4.12%، كما شهدت ارتفاع في السنة التي تليها بقيمة 1400.34 مليار ريال وبمعدل نمو 10.19%، أما فيما يخص سنتي (2013، 2014) نلاحظ أنهما ارتفعا إلى 1752.86 و1812.89 مليار ريال بمعدل نمو 25.17%، 3.12% على التوالي، لتسجل انخفاض في السنتين الأخيرتين (2015، 2016) بمعدل تراجع 12.90%، 6.25% بقيمة 1570.06 و1681.96 مليار ريال على الترتيب.

الشكل رقم (03-03): تطور المؤشر العام في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الجدول رقم (02-03)

من خلال الجدول رقم (02-03) والشكل رقم (03-03) السابقين نلاحظ أن المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي قد شهد انخفاضا في بداية 2008، حيث قدرت قيمتها بـ 4802.9، ثم سجل ارتفاع في سنتي (2009، 2010) بمعدل نمو تقدر بـ 27.46%، 8.15% على التوالي، ليشهد انخفاض في سنة 2011 بمعدل تراجع 3.07%، حيث بلغت قيمته 6417.73، ليعاود الارتفاع في كل من سنتي (2012، 2013) بمعدل نمو 5.48%، 25.50% على الترتيب، ليعود الانخفاض من جديد في السنتين ما قبل الأخيرة (2014، 2015) بمعدل تراجع 2.37% و 17.06% وبـ 8333.30 و 6911.76 على التوالي، أما في سنة 2016 نلاحظ أنه سجل ارتفاعا مجددا في قيمة ومعدل النمو يقدر بـ 4.32% بـ 7210.43. ونلاحظ أن أكبر قيمة للمؤشر العام كانت في كل من سنتي (2010، 2014). حيث يعود الانخفاض في سنة 2008 إلى حدوث ما يسمى بالأزمة المالية العالمية التي كانت في هذه السنة وهذا ما أدى إلى حدوث انخفاض في القيمة السوقية والمؤشر العام لسوق الأسهم السعودي.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر

الفرع الثاني: تطور عدد الشركات المدرجة والرسملة البورصية في السوق الرسمي ببورصة الجزائر

سنتناول في هذا المطلب تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر وتطور مؤشر البورصة خلال الفترة (2008-2016) فيما يلي:

أولاً: تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر

سيتم دراسة تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) من خلال الجدول التالي:

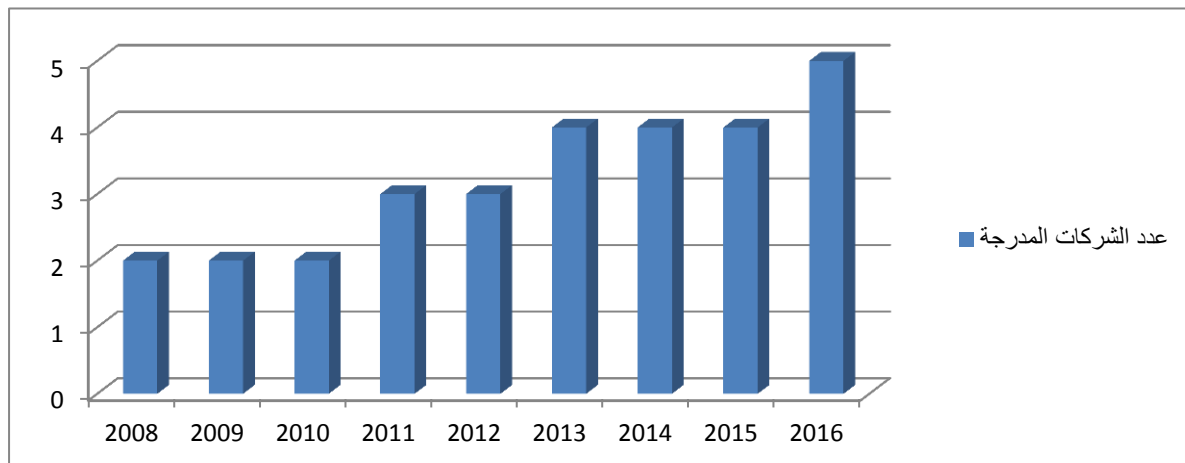
الجدول رقم(03-03): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016)

| السنة | عدد الشركات المدرجة |
|-------|---------------------|
| 2008 | 2 |
| 2009 | 2 |
| 2010 | 2 |
| 2011 | 3 |
| 2012 | 3 |
| 2013 | 4 |
| 2014 | 4 |
| 2015 | 4 |
| 2016 | 5 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير COSOB

ويمكن توضيح تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(03-04): عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الجدول رقم(03-03)

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر شهد ارتفاعا طفيفا، حيث بلغ عددها في كل من سنتي (2008، 2009، 2010) شركتين، ليرتفع عدد الشركات المدرجة في سنتي (2011، 2012) إلى 3 شركات، أما فيما يخص السنوات الثلاثة محل الدراسة (2013، 2014، 2015) فقدّر عدد الشركات في هذه السنوات بـ 4 شركات، لتزيد بشركة واحدة في سنة 2016 مقارنة بالسنوات الثلاثة السابقة.

ثانيا: مؤشر القيمة السوقية في السوق الرسمي ببورصة الجزائر

يبين الجدول التالي البيانات الخاصة بمؤشر القيمة السوقية للسوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016).

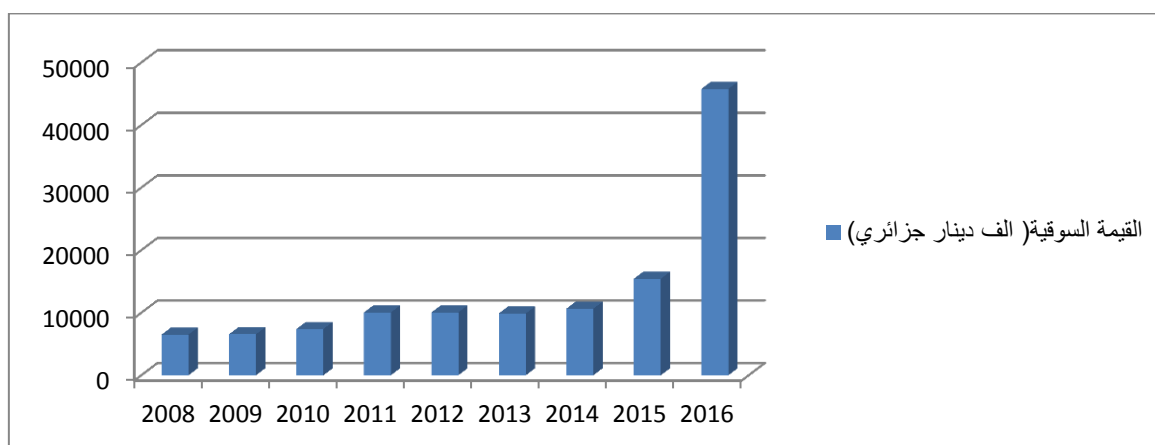
الجدول رقم (03-04): تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2016-2008)

| السنة | القيمة السوقية (الف دينار جزائري) | معدل نمو القيمة السوقية (%) |
|-------|-----------------------------------|-----------------------------|
| 2008 | 6500 | - |
| 2009 | 6550 | 0.76 |
| 2010 | 7400 | 12.97 |
| 2011 | 10041 | 37.58 |
| 2012 | 10041 | 00 |
| 2013 | 9889 | -1.51 |
| 2014 | 10645.22 | 7.64 |
| 2015 | 15430 | 44.94 |
| 2016 | 45778 | 196.68 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير الفصلية لصندوق النقد العربي و COSOB

ويمكن توضيح تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق الرسمي ببورصة الجزائر من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (03-05): تطور القيمة السوقية في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2016-2008)



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الجدول رقم (03-04)

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن القيمة السوقية عرفت انخفاضا في سنة 2008 تقدر قيمته بـ 6500 ألف دج، في حين ارتفعت هذه القيمة في السنوات الثلاثة الموالية من سنوات الدراسة (2009، 2010) ارتفاعا طفيفا حتى إلى غاية سنة 2011 وبقيم مختلفة لكل سنة 6550 و7400، 10041 ألف دج، وبمعدل نمو 0.76%، 12.97%، 37.58% على الترتيب، ليعود الانخفاض مرة أخرى

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر

في السنتين الموليتين (2012، 2013) أما فيما يخص سنة 2014 فإنها سجلت ارتفاع بقيمة 10645.22 ألف دج، وبمعدل نمو 7.64%، كما عرفت أيضا كل من سنتي (2015، 2016) ارتفاعا في القيمة بـ 15430 و 45778 ألف دج بمعدل نمو 44.94%، 196.68% على الترتيب، حيث نلاحظ أن سنة 2016 سجلت أكبر نسبة نمو للقيمة السوقية والذي بلغ معدل نمو 196.68%، وهذا راجع إلى إدراج شركة بيو فارم.

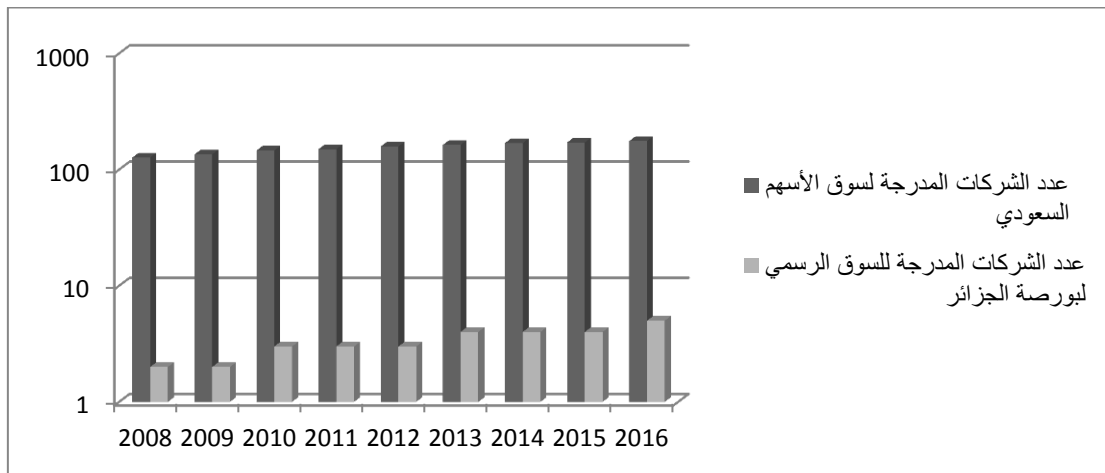
ومن خلال ما سبق يمكن القول أن السوق الرسمي ببورصة الجزائر سجلت نمو بطيء، وهذا ما يدل على أن تطور القيمة السوقية في هذه السوق يعرف تذبذب يشهد درجة تمركز كبيرة، إذ يتأثر بشكل كبير بدخول أو خروج احدي الشركات.

الفرع الثالث: مقارنة تطور عدد الشركات المدرجة والرسمة البورصية في الأسواق محل الدراسة

سنتطرق في هذا الفرع إلى مقارنة كل من عدد الشركات المدرجة والرسمة البورصية لكل من سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر لمعرفة التطور الحاصل هذا الأخير، وذلك خلال الفترة (2008-2016).

أولا: مقارنة عدد الشركات المدرجة في الأسواق محل الدراسة

الشكل رقم (03-06): عدد الشركات المدرجة في الأسواق محل الدراسة خلال الفترة (2008-2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الجدول رقم (03-01) ورقم (03-02)

من خلال الجدول رقم (03-01) ورقم (03-02) والشكل رقم (03-06) نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي مرتفعة مقارنة بعدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر

الجزائر، حيث كانت عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي تقدر بـ 127 شركة في سنة 2008، لتشهد بعد ذلك ارتفاع في عدد شركاتها في السنوات المالية لتصل إلى 158 شركة 2012. ليستمر التطور في عدد الشركات في السنوات الأخير محل الدراسة ليصل إلى 176 شركة سنة 2016. أما عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر فإنها سجلت انخفاض فيها حيث كانت عدد شركاتها حوالي شركتين في سنتي (2008، 2009) ليزيد بشركة واحدة في السنوات الثلاثة الموالية (2010، 2011، 2012)، حيث تراوح عدد الشركات في سنة 2015 حوالي 4 شركات، ليتم إدراج شركة بيو فارم في السنة الأخير من محل الدراسة (2016) ليصل عددها إلى 5 شركات. ومنه نستنتج أن عدد الشركات المدرجة في السوق الأسهم السعودي في تطور كبير مقارنة بعدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر، مما يستدعي بذل جهد أكبر من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وباقي الجهات الوصي في سبيل تحسين هذا المؤشر.

ثانياً: مقارنة الرسملة البورصية في الأسواق محل الدراسة

سيتم التطرق إلى مقارنة الرسملة البورصية في الأسواق محل الدراسة خلال الفترة (2008-2016) من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03-05): تطور الرسملة البورصية في الأسواق محل الدراسة خلال الفترة (2008-

(2016)

| السنة | الرسملة السوقية لسوق الأسهم السعودي (مليون دولار) | الرسملة السوقية لسوق الرسمي لبورصة الجزائر (مليون دولار) |
|-------|---|--|
| 2008 | 246541.33 | 0.0100645992 |
| 2009 | 318802.66 | 0.0901620163 |
| 2010 | 353437.33 | 0.0994746662 |
| 2011 | 338890.66 | 0.0138691868 |
| 2012 | 373424 | 0.0129501135 |
| 2013 | 467429.33 | 0.1245961869 |
| 2014 | 483437.33 | 0.013210638 |
| 2015 | 421082.66 | 0.0153587202 |
| 2016 | 448520 | 0.0418281663 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (03-02) ورقم (03-04) وبالاعتماد على التقرير السنوي 2016 لصندوق النقد العربي.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر

من خلال الجدول السابق وبعد توحيد عملة مؤشر الرسملة السوقية (مليون دولار أمريكي) نلاحظ أن الرسملة السوقية للسوق المالية السعودية مرتفعة كثيرا مقارنة بنظيرتها في السوق الرسمي ببورصة الجزائر، ففي سنة 2008 بلغت قيمتها 246541.33 مليون دولار، مقارنة بـ 0.0100645992 مليون دولار في السوق الرسمي ببورصة الجزائر، حيث سجلت رسملة السوق المالية السعودية ارتفاع في السنوات الثلاثة الأخيرة التالية: (2009، 2010، 2011) بقيمة 318802.66، 353437.33، 338890.66 مليون دولار على الترتيب، مقارنة بالرسملة للسوق الرسمي ببورصة الجزائر التي سجلت ارتفاع بدورها في سنتي (2009، 2010) عند حوالي 0.901620163 و 0.099474662 مليون دولار على التوالي، ليبقى التفاوت كبير بين السوقين حتى نهاية فترة الدراسة.

المطلب الثاني: تطورات مؤشرات السيولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)

تزداد سيولة السوق كلما كان هناك استمرارية في أوامر التداول (عمق السوق) وبأحجام كبيرة (اتساع السوق)، إلى جانب توفر قدرة داخلية في السوق على إزالة أي اختلال في العلاقة بين الكميات المعروضة والمطلوبة ويعتبر مؤشر التداول أكثر المؤشرات تمثيلا وتعبيرا عن سيولة السوق.

أولا: قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي

سيتم التطرق إلى قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03-06): قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)

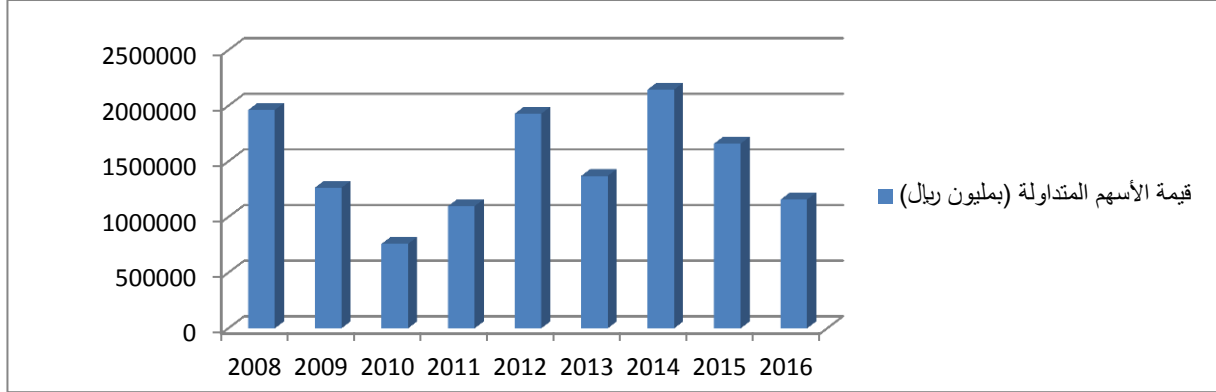
| السنة | قيمة الأسهم المتداولة (مليون ريال) | نسبة التغير % |
|-------|------------------------------------|---------------|
| 2008 | 1962945.6 | - |
| 2009 | 1264011.3 | -35.61 |
| 2010 | 759184.48 | -39.94 |
| 2011 | 1098836 | 44.74 |
| 2012 | 1929318.3 | 75.58 |
| 2013 | 1369665.8 | -29.01 |
| 2014 | 2146511.9 | 56.72 |
| 2015 | 1660622.05 | -22.64 |
| 2016 | 1156987.08 | -30.33 |

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على التقارير السنوية للسوق المالية السعودية "تداول" للسنوات من (2008-2016)

ويمكن توضيح تطور قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)

من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(03-07): تطور قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الجدول رقم (03-06)

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن قيمة الأسهم المتداولة بلغت 1962945.58 مليون ريال في سنة 2008، أما في سنتي (2009، 2010) فسجلت انخفاض بمعدل تراجع 35.61%، 39.94% على التوالي نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية، ثم ارتفعت في كل من سنتي (2011، 2012) بمعدل نمو 44.74%، 75.58% على الترتيب، أما فيما يخص سنة 2013 فإنها سجلت انخفاض بقيمة 1369665.8 مليون ريال بمعدل تراجع 29.01% لقيمة الأسهم المتداولة، كما سجلت ارتفاعا كبيرا في سنة 2014 قدر بـ 2146511.9 مليون ريال بمعدل نمو 56.72%، أما في سنتي (2015، 2016) فإنها سجلت انخفاض في قيمة الأسهم المتداولة بقيمة 1660622.5، 1156987.08 مليون ريال وبمعدل تراجع 22.64%، 30.33% على التوالي بسبب تقادم أزمة تراجع أسعار النفط. ومنه نلاحظ أن أكبر قيمة للأسهم المتداولة كانت في كل من سنة 2012، 2014.

ثانيا: عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي

سننتقل في الجدول الموالي إلى عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016).

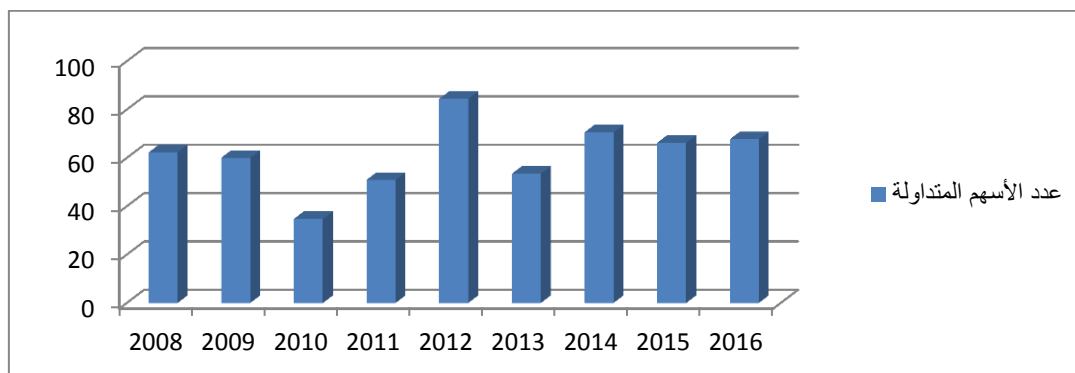
الجدول رقم (03-07): عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)

| السنة | عدد الأسهم المتداولة(مليار سهم) | نسبة التغير% |
|-------|---------------------------------|--------------|
| 2008 | 62.259 | - |
| 2009 | 60.057 | -3.54 |
| 2010 | 34.773 | -42.10 |
| 2011 | 50.921 | 46.44 |
| 2012 | 84.435 | 65.82 |
| 2013 | 53.47 | 36.67 |
| 2014 | 70.57 | 31.98 |
| 2015 | 66.27 | -6.62 |
| 2016 | 67.72 | 2.19 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية للسوق المالية السعودية "تداول" للسنوات من (2008-2016). ويمكن توضيح تطور عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(03-08): تطور عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-

2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الجدول رقم (03-07)

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن عدد الأسهم المتداولة في سنة 2008 قدرت بـ 62.259 مليار سهم، حيث شهدت انخفاض في السنتين الموالتين من الدراسة (2009، 2010) بمعدل نمو 3.54%، 42.10% على التوالي، ثم يعود الارتفاع في السنوات التالية محل الدراسة (2011، 2012، 2013، 2014) سجل 50.921، 84.435، 53.47، 70.57 مليار سهم وبمعدل نمو 46.44%، 65.82%، 36.67%، 31.98% على الترتيب، أما بالنسبة إلى سنة 2015 فإن شهدت انخفاض بلغ

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر

66.67 مليار سهم بمعدل نمو 6.62%، لتشهد في سنة 2016 ارتفاع بمعدل نمو 2.19% في حين وصل عددها 67.72 مليار سهم.

ثالثاً: عدد الصفقات المنفذة في سوق الأسهم السعودي

سيتم التطرق إلى عدد الصفقات المنفذة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) من خلال الجدول التالي:

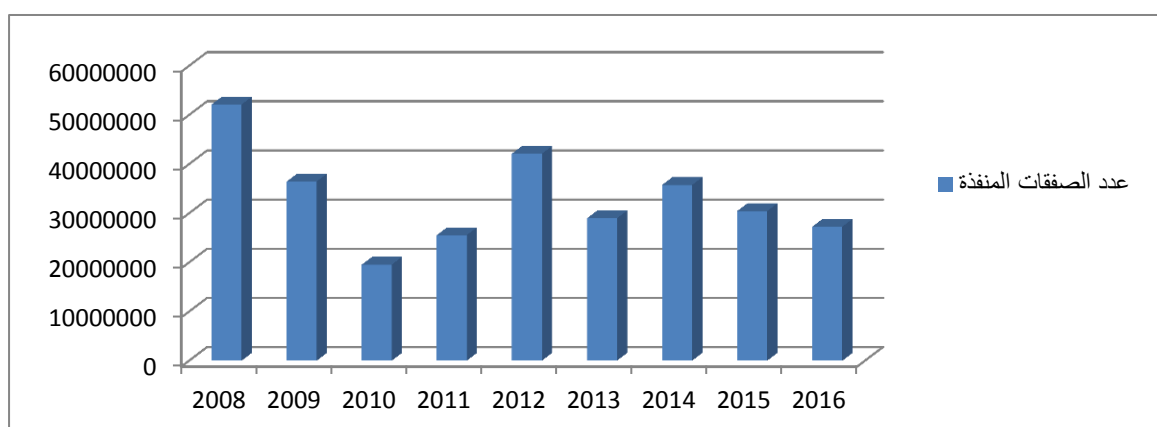
الجدول رقم (03-08): عدد الصفقات المنفذة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)

| السنة | عدد الصفقات المنفذة | نسبة التغير % |
|-------|---------------------|---------------|
| 2008 | 52135929 | - |
| 2009 | 36458326 | -30.07 |
| 2010 | 19536143 | -46.42 |
| 2011 | 25546933 | 30.77 |
| 2012 | 42105048 | 64.81 |
| 2013 | 28967694 | -31.20 |
| 2014 | 35761091 | 23.45 |
| 2015 | 30444203 | -14.87 |
| 2016 | 27273685 | -10.41 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية للسوق المالية السعودية "تداول" للسنوات من (2008-2016).

ويمكن توضيح تطور عدد الصفقات المنفذة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (03-09): عدد الصفقات المنفذة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الجدول رقم (03-08)

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن عدد الصفقات المنفذة سجلت هي كذلك انخفاض في بداية سنوات الدراسة (2008، 2009، 2010) وبمعدلات نمو مختلفة حيث كان معدل نمو كل من سنتي (2009، 2010)، 30.07%، 46.42% حيث بلغ 36458326، 19536143 صفقة على الترتيب، لتشهد ارتفاع في السنتين المواليين (2011، 2012) وصل 25546933، 42105048 صفقة بمعدل نمو 30.77%، 64.81% على التوالي. أما فيما يخص سنة 2013 فإنها سجلت انخفاض في عدد الصفقات المنفذة بالنسبة للسنة السابقة حيث بلغ عددها في هذه السنة 28967694 صفقة وبمعدل تراجع 31.20%، ليعود الارتفاع من جديد في سنة 2014 وصل 35761091 صفقة وبمعدل نمو 23.45%، في حين سجلت كل من سنتي (2015، 2016) انخفاض في عدد صفقاتها بلغ 30444203، 27273685 صفقة بمعدل تراجع 14.87%، 10.41% على الترتيب. ومنه نستنتج أن سبب تراجع عدد الصفقات المنفذة يعود تأثيره إلى ما خلفته الأزمة المالية العالمية.

الفرع الثاني: تطور مؤشر السيولة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر

سيتم التطرق إلى تطور مؤشر السيولة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) من خلال الجدول التالي:

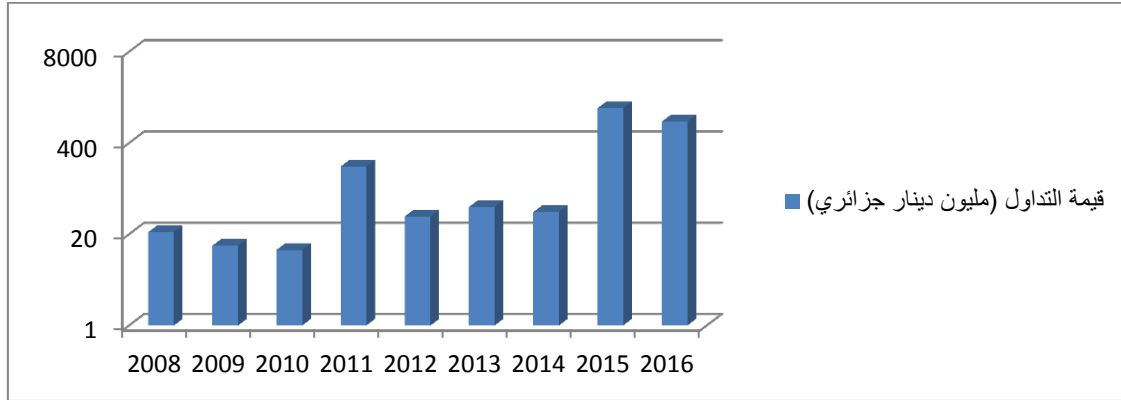
الجدول رقم (03-09): تطور مؤشر قيمة التداول في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016)

| السنة | قيمة التداول (مليون دينار جزائري) | معدل نمو قيمة التداول % |
|-------|-----------------------------------|-------------------------|
| 2008 | 21.41 | - |
| 2009 | 13.77 | -35.68 |
| 2010 | 11.98 | -12.99 |
| 2011 | 185.11 | 1445.15 |
| 2012 | 36.038 | -80.53 |
| 2013 | 49.116 | 36.28 |
| 2014 | 41.41 | -15.68 |
| 2015 | 1251.956 | 2952.55 |
| 2016 | 805.5 | -35.66 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر

ويمكن توضيح تطور مؤشر قيمة التداول في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(03-10): تطور مؤشر قيمة التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الجدول رقم (03-09)

نلاحظ من خلال الجدول والشكل السابقين أن قيمة التداول في السوق الرسمي لبورصة الجزائر عرفت ارتفاعاً في قيمتها خلال سنة 2008 والتي بلغت 21.41 مليون دج مقارنة بالسنتين المواليين، في حين سجلت في هاتين السنتين (2009، 2010) انخفاضاً في قيمتهما قدرت بـ 13.77، 11.88 مليون دج بمعدل تراجع 35.68%، -12.99% على الترتيب، ليرتفع من جديد في سنة 2011 إلى 185.11 مليون دج وبمعدل نمو 1445.15%، ليعود الانخفاض مرة أخرى في سنتي (2012، 2014) حيث قدرت قيمتهما 36.038، 41.41 مليون دج بمعدل تراجع 80.53%، -15.68% على الترتيب، ليرجع الارتفاع من جديد في سنتي (2013، 2015) قدر بـ 1251.956، 49.116 مليون دج بمعدل نمو 2952.55%، 36.28% على التوالي، أما سنة 2016 فانخفضت عن سنة 2015 حيث قدرت قيمتها 805.5 مليون دج بمعدل تراجع 35.66%.

ومنه نستنتج أن بورصة الجزائر سجلت معدل نمو بطيء في قيمة التداول وهذا ما يجعلنا نقول عنها بأنها تمتاز بالتذبذب والركود في نشاطاتها.

ثانياً: عدد الأسهم المتداولة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر

يمكن توضيح عدد الأسهم المتداولة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) من خلال الجدول التالي:

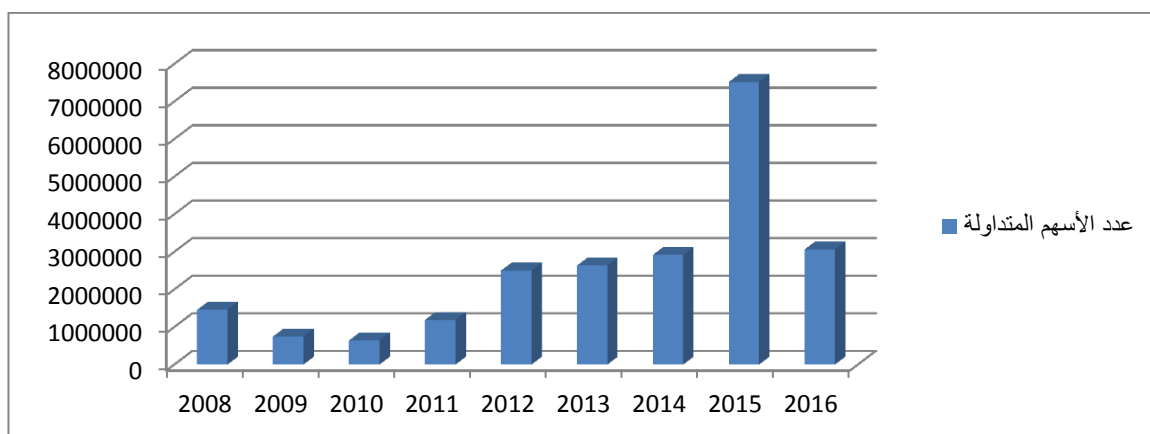
الجدول رقم (03-10): عدد الأسهم المتداولة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016)

| السنة | عدد الأسهم المتداولة | نسبة التغير % |
|-------|----------------------|---------------|
| 2008 | 1457039 | - |
| 2009 | 748828 | -48.60 |
| 2010 | 644404 | -13.94 |
| 2011 | 1190526 | 84.74 |
| 2012 | 2503066 | 110.24 |
| 2013 | 2635612 | 5.29 |
| 2014 | 2920751 | 10.81 |
| 2015 | 7519494 | 157.45 |
| 2016 | 3063954 | -59.25 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير التداول الصادرة عن بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016).

يمكن توضيح تطور عدد الأسهم المتداولة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (03-11): تطور عدد الأسهم المتداولة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (03-10)

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن عدد الأسهم المتداولة كان مرتفع حيث بلغ عددها 1457039 سهم متداول في سنة 2008، ثم انخفض في السنتين الموالتين (2009، 2010) قدر عددهما

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر

748828، 644404 سهم متداول وبمعدل تراجع 48.60%، -13.94% على الترتيب وهذا بسبب ما خلفته الأزمة المالية العالمية، ليعود الارتفاع من جديد في سنة 2011 بـ 1190526 سهم متداول بمعدل نمو 84.74%، في حين سجلت السنوات الثلاثة الموالية (2012، 2013، 2014) قيم متقاربة قدرت بـ 2503066، 2635612، 2920751 سهم متداول وبمعدل نمو 110.24%، 5.29%، 10.81% على التوالي، ليشهد أكبر ارتفاع في سنة 2015 بقيمة 7519494 سهم متداول بمعدل نمو 157.45%، أما فيما يخص سنة 2016 فبلغ عدد الأسهم المتداولة فيها 3063954 سهم وبمعدل تراجع 59.25%.

ثالثا: عدد الصفقات المنفذة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر

سيتم توضيح عدد الصفقات المنفذة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03-11): عدد الصفقات المنفذة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-

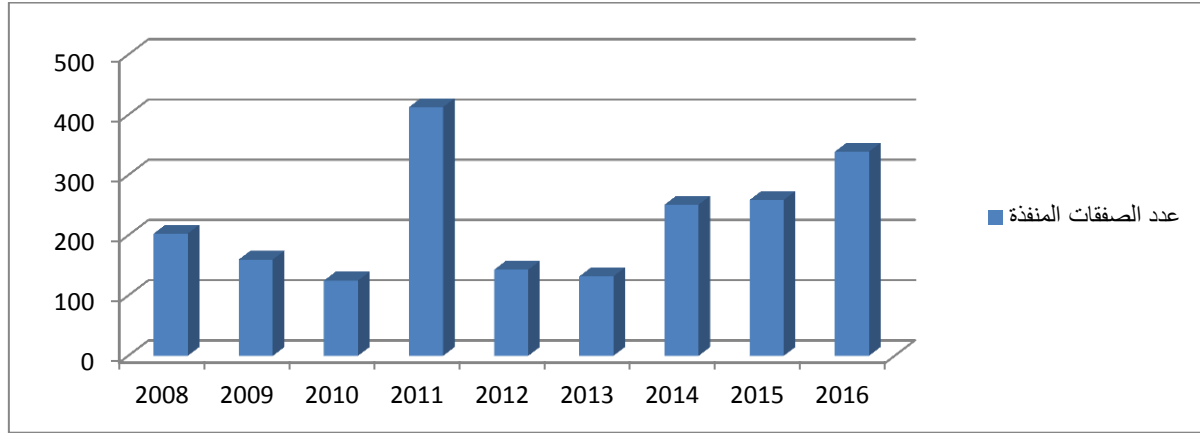
2016)

| السنة | عدد الصفقات المنفذة | نسبة التغير % |
|-------|---------------------|---------------|
| 2008 | 203 | - |
| 2009 | 160 | -21.18 |
| 2010 | 125 | -21.87 |
| 2011 | 413 | 203.4 |
| 2012 | 143 | -65.37 |
| 2013 | 132 | -7.69 |
| 2014 | 251 | 90.15 |
| 2015 | 259 | 3.18 |
| 2016 | 339 | 30.88 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير COSOB

يمكن توضيح تطور عدد الصفقات المنفذة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (03-12): عدد الصفقات المنفذة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الجدول رقم (03-11)

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن عدد الصفقات المنفذة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر عرفت انخفاض في السنوات الثلاثة الأولى (2008، 2009، 2010) حيث بلغت 203، 160، 125 صفقة وبمعدل نمو متقاربة 21.18%، 21.87% على التوالي لسنتي (2009، 2010). أما سنة 2011 فنلاحظ أنها ارتفعت وبمعدل نمو 203.4% وعددتها 41 صفقة، ليعود الانخفاض من جديد في سنتي (2012، 2013) بـ 143، 132 صفقة وبمعدل تراجع 65.37%، 7.69% على الترتيب، أما فيما يخص السنوات الثلاثة الأخيرة (2014، 2015، 2016) فسجلت ارتفاع في عدد الصفقات المنفذة حيث بلغت قيمهم 215، 259، 339 صفقة وبمعدل نمو 90.15%، 3.18%، 30.88% على التوالي، حيث نلاحظ أن كل من سنتي (2011، 2014) سجلا أكبر ارتفاع من حيث نسبة التغير. ومما سبق نستنتج أن عدد الصفقات المنفذة في بورصة الجزائر سجلت انخفاض تقريبا في السنوات الأولى وهذا راجع إلى ما خلفته الأزمة المالية العالمية وبالتالي أثر ذلك على زيادة عدد الصفقات المنفذة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر مما أدى إلى انخفاض نسبة التغير.

الفرع الثالث: مقارنة تطورات مؤشرات السيولة في الأسواق محل الدراسة

سيتم في هذا الفرع مقارنة تطورات مؤشرات السيولة في الأسواق محل الدراسة خلال الفترة (2008-2016) لمعرفة مدى التطور في السوقين.

أولاً: مقارنة قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق محل الدراسة

يمكن توضيح مقارنة قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق محل الدراسة خلال الفترة (2008-2016) من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03-12): قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق محل الدراسة خلال الفترة (2008-

2016)

| السنة | قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي (مليون دولار) | قيمة الأسهم المتداولة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر (مليون دولار) |
|-------|--|---|
| 2008 | 523452.16 | 0.3315124151 |
| 2009 | 337069.68 | 0.1895467122 |
| 2010 | 202449.19 | 0.1610414191 |
| 2011 | 293022.93 | 2.5568421183 |
| 2012 | 514484.88 | 0.4647905489 |
| 2013 | 365244.21 | 0.6188357079 |
| 2014 | 572403.17 | 0.5139056082 |
| 2015 | 442832.54 | 12.4617251337 |
| 2016 | 308529.88 | 7.3599956142 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (03-06) ورقم (03-09) وبالاعتماد على تقارير صندوق النقد العربي (2008-2016).

من خلال الجدول السابق وبعد توحيد عملة مؤشر الرسمة السوقية (مليون دولار أمريكي) نلاحظ أن قيمة الأسهم المتداولة للسوق المالية السعودية مرتفعة كثيرا مقارنة بنظيرتها في السوق الرسمي ببورصة الجزائر، ففي سنة 2008 بلغت قيمتها 523452.16 مليون دولار، مقارنة بـ 0.3315124151 مليون دولار في السوق الرسمي ببورصة الجزائر، حيث سجلت قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي انخفاض في السنوات الثلاثة الأخيرة التالية: (2009، 2010، 2011) بقيمة 337069.68، 202449.19، 293022.93 مليون دولار على الترتيب، في حين انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الرسمي ببورصة الجزائر في سنتي (2009، 2010) عند حوالي 0.1895467122 و 0.1610414191 مليون دولار على التوالي، ليبقى التفاوت والارتفاع والانخفاض في كل من السوقين حتى نهاية فترة الدراسة.

ثانيا: مقارنة عدد الأسهم المتداولة في الأسواق محل الدراسة

نلاحظ من خلال الجدول رقم (03-07) ورقم (03-10) أن عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي سجلت ارتفاع كبير مقارنة بعدد الأسهم المتداولة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر. حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية سنة 2008 بـ 62.259 مليار سهم، مقارنة بعدد الأسهم المتداولة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر في سنة 2008 بـ 1457039 مليون سهم، حيث سجلت عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودي انخفاض في سنتي (2009،2010) إلى 60.057 و 34773 مليار سهم على الترتيب، في حين سجل انخفاض في سنتي (2009، 2010) في عدد الأسهم المتداولة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر إلى 748828 و 644404 مليون سهم على التوالي، ثم ارتفع عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودي في سنة 2016 إلى 67.72 مليار سهم مقارنة بعدد الأسهم المتداولة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر في سنة 2016 الذي بلغ 3063954 التي سجلت انخفاض بالنسبة للسنة التي سبقتها، ليبقى التفاوت في عدد الأسهم المتداولة كبير بين السوقين.

ثالثا: مقارنة عدد الصفقات المنفذة في الأسواق محل الدراسة

من خلال الجدولين رقم (03-08) ورقم (03-11) وبعد توحيد عملة (مليون دولار أمريكي) نلاحظ أن عدد الصفقات في السوق المالية السعودية مرتفعة كثيرا مقارنة بنظيرتها في السوق الرسمي ببورصة الجزائر، ففي سنة 2008 بلغت قيمتها 52135929 صفقة، مقارنة بـ 203 صفقة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر، حيث سجلت عدد الصفقات المنفذة السوق المالية السعودية انخفاض في سنة (2009) إلى 36458326 صفقة منفذة، ثم ارتفعت في السنة الموالية إلى 42105048 صفقة منفذة، مقارنة بعدد الصفقات المنفذة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر التي سجلت انخفاض في سنتي (2009، 2010) عند حوالي 160 و 125 صفقة منفذة على التوالي، ليبقى التفاوت كبير بين السوقين حتى نهاية فترة الدراسة.

المطلب الثالث: مؤشرات حماية وتوعية المستثمر للفترة (2008-2016)

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى عدد الشكاوى والمخالفات التي وقعت في سوق الأسهم السعودي وذلك لمعرفة مدى حماية وتوعية المستثمر في سوق الأسهم السعودي.

الفرع الأول: المخالفات وشكاوى المستثمرين

تبذل هيئة السوق المالية جهودا حثيثة في سبيل حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة التي قد تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب ولتحقيق ذلك تقوم الهيئة بعمل الآتي:

- تلقي شكاوى المستثمرين؛

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر

- متابعة مخالفات نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية والتعليمات والقرارات الصادرة عن مجلس الهيئة؛
- إجراء التحقيق في الإحالات الواردة من إدارات الهيئة المعنية بمخالفات السوق المالية أو شكاوي المستثمرين أو من خارجها؛
- الادعاء أمام لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية في مخالفات نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية؛
- متابعة تنفيذ القرارات والأحكام الصادرة عن مجلس الهيئة أو عن لجنتي الفصل والاستئناف في منازعات الأوراق المالية.

الفرع الثاني: قنوات استقبال الشكاوى

سعت الهيئة إلى فتح عدة قنوات استقبال شكاوى المستثمرين، إذ تستقبل الشكاوى في مقر الهيئة الخاص بإدارة شكاوى المستثمرين، أو عبر موقع الهيئة الإلكتروني، أو بالفاكس أو بالبريد، وتقوم بدراسة كل شكوى ومراجعتها والتأكد من أن الهيئة هي الجهة المخولة النظر فيها.¹

الفرع الثالث: عدد الشكاوى المستلمة من طرف الهيئة

يمكن توضيح عدد الشكاوى التي تستلمها الهيئة خلال الفترة (2008 - 2016) من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03-13): عدد الشكاوى في الفترة (2008 - 2016)

| السنة | عدد الشكاوى |
|-------|-------------|
| 2008 | 444 |
| 2009 | 348 |
| 2010 | 405 |
| 2011 | 311 |
| 2012 | 800 |
| 2013 | 846 |
| 2014 | 871 |
| 2015 | 1022 |
| 2016 | 854 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية للسوق المالية السعودية "تداول" للسنوات من (2008-2016).

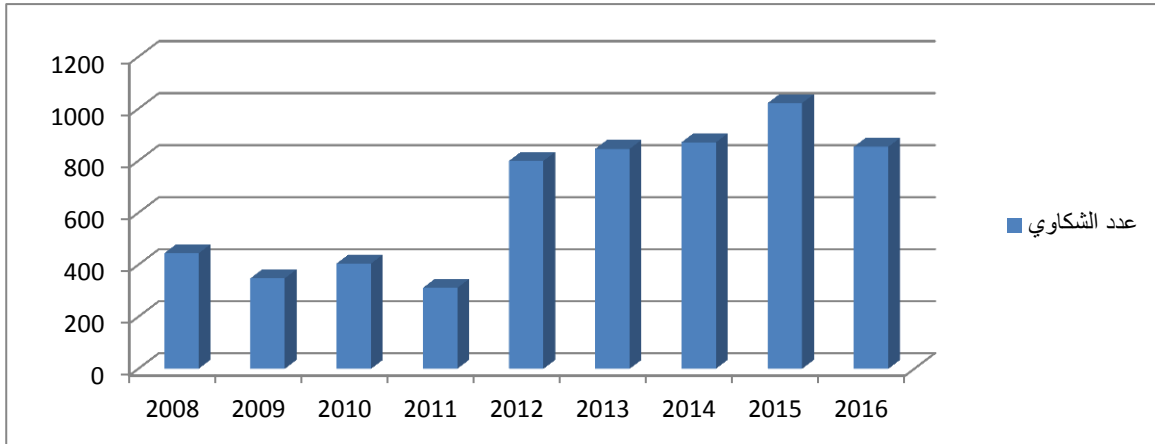
ويمكن توضيح تطور عدد الشكاوى في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) من خلال

الشكل التالي:

¹ - هيئة السوق المالية، "المخالفات وشكاوي المستثمرين"، متوفر على الموقع الإلكتروني:

Http://www.cma.org..sa/cma-ar/subpage.secerno=271mirrorid=182&serno=271 (تاريخ المعاينة: 2018-03-13).

الشكل رقم(03-13): عدد الشكاوي في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على الجدول رقم (03-13)

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن عدد الشكاوي التي تسلمتها الهيئة خلال فترة الدراسة سجلت اختلاف في كل سنة من سنوات الدراسة، ففي سنة 2008 بلغت عدد الشكاوي 444 شكوى، بينما في سنة 2009 وصلت إلى 348 شكوى، لتصل في سنتي (2010، 2011) إلى حوالي 405، 311 شكوى على التوالي، أما فيما يخص السنوات الثلاثة الموالية (2012، 2013، 2014) عرفت تقريبا تقارب في عدد الشكاوي وهي: 800، 846، 871 على الترتيب، لتسجل سنة 2015 أكبر سنة من السنوات السابقة عدد من الشكاوي، أما سنة 2016 كان عدد الشكاوي فيها 854 شكوى.

المبحث الثالث: الهيئات التنظيمية والرقابية ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية محل الدراسة

تسعى الهيئات التنظيمية والرقابية في الأسواق محل الدراسة إلى تحسين الإفصاح لأنه يعتبر أداة من الأدوات الأساسية التي لا بد من توفرها لزيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية، وتطوير مستوى الرقابة على التداول لأن غيابها وعدم توفرها يؤدي إلى نقص الثقة لدى المستثمرين، وكذلك من خلال توفير برامج توعوية وإعلامية التي تؤدي زيادة الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في السوق المالية، وبالتالي على الهيئات التنظيمية والرقابية بذل جهودها الكبيرة من أجل تحسين متطلبات الكفاءة والأدوات المعتمدة من أجل ذلك.

المطلب الأول: الأدوات المعتمدة من طرف الهيئات التنظيمية في الأسواق محل الدراسة خلال الفترة (2016-2008)

تتبنى الهيئات المنظمة لأسواق محل الدراسة مجموعة من الأدوات لتنظيم السوق المالية ضماناً لسيرها بكل شفافية وعدالة والرقابة عليها من أجل حماية المستثمرين.

الفرع الأول: الأدوات المعتمدة من طرف هيئة السوق المالية خلال الفترة (2016-2008)

سيتم التطرق إلى الأدوات المعتمدة من طرف هيئة السوق المالية لتنظيم السوق المالية ومراقبتها وحماية المستثمرين فيها.

أولاً: الإفصاح في سوق الأسهم السعودي

يعد الإفصاح وتوفير المعلومات للمستثمرين من الأساسيات التي لا بد من توفرها لضمان كفاءة وفعالية أي سوق مالية، أعطت المادة الخامسة من نظام السوق المالية الهيئة صلاحية تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها وتقوم الهيئة بتنظيم ومراقبة نوعين من الإفصاح هما:¹

أ- الإفصاح الأولي

يقصد به الإفصاح عن المعلومات الأولية للشركة الراغبة في طرح أوراقها المالية للاكتتاب العام للمستثمرين في السوق المالية، ويتضمن على سبيل المثال:

¹ - السعودية، هيئة السوق المالية "إفصاح الشركات المدرجة في السوق المالية، نقلاً عن الموقع الإلكتروني:

<http://www.cma.org.sa/cma.ar/subapge.aspx?secureno=271mirrorrd=182&sermo=271> (تاريخ المعاينة: 2018/04/10)

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر

- وصف كاف لمصدر الأوراق المالية وطبيعة عمله والأشخاص القائمين على إدارته مثل: أعضاء مجلس الإدارة، المديرين التنفيذيين؛
- وصف كاف للأوراق المالية المقرر إصدارها أو طرحها من حيث حجم إصدارها وسعرها؛
- بيان واضح عن المركز المالي للمصدر وأي معلومة مالية ذات علاقة بما في ذلك الميزانية، رحاب الأرباح والخسائر وبيان التدفق النقدي المدققة؛
- وصفا لعوامل المخاطرة لمصدر الأوراق المالية والسوق والقطاع الذي يعمل به.

ب- الإفصاح المستمر

يقصد به الإفصاح عن البيانات والمعلومات التي تهم المتعاملين في الأوراق المالية، ويتضمن على سبيل المثال:

- التقارير والقوائم المالية السنوية وربع السنوية؛
- أي تطورات أو إحداث متعلقة بالأوراق المالية: كتغيير رأس المال وتوزيعات الأرباح، وقرارات الاستدعاء أو إعادة الشراء أو السحب أو الاسترداد المتعلقة بالأوراق المالية أو التغيير في الحقوق المرتبطة بها؛
- الإفصاح عن التطورات والأحداث المهمة "المعلومات الجوهرية" بشأن أي حدث يهم المستثمرين ويؤثر في أسعار أوراقها المالية على موقع تداول قبل نشرها في وسائل الإعلام أو أي موقع آخر؛
- الإفصاح عن أي تطورات أو إحداث متعلقة بزيادة رأس المال أو خفضه؛
- الإفصاح عن أي تغيير في بيانات أعضاء مجلس الإدارة وكبار التنفيذيين؛
- متابعة التزام الشركات المدرجة للإفصاح كما تم تطبيقه من أحكام لائحة حوكمة الشركات والأحكام التي لم تطبق مع ذكر الأسباب بحسب متطلبات لائحة الحوكمة؛
- متابعة استثمار الشركات في أسهم الشركات المدرجة؛
- مراجعة إعلانات الشركات المدرجة عن نتائجها المالية وعن أي تطورات أو أحداث مهمة للتأكد من توافق تلك الإعلانات مع نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية ومع تعليمات الإعلانات الصادرة عن الهيئة.

ثانيا: الرقابة على التداول في سوق الأسهم السعودي

منحت المادتين الخامسة والسادسة لنظام السوق المالية الهيئة المسؤولية عن تطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بتداولات الأوراق المالية مراقبتها حماية للمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على غش أو تدليس أو تلاعب. حيث تعمل الهيئة مع الأشخاص المرخص لهم على اتخاذ الاجراءات اللازمة والفورية التي تضمن عدم تنفيذ أوامر لعملائهم مخالفة لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية حماية للمستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة أو التي تعد تضليلا أو غشا أو تدليسا أو تلاعبا.¹ تجري الرقابة على التداولات وفق مراحل والتي يتم توضيحها في الشكل التالي:

الشكل رقم (03-14): مراحل الرقابة على التداولات في سوق الأسهم السعودي



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير السنوي 2016 لهيئة السوق المالية.

ويمكن توضيح الشكل السابق فيما يلي:

- يتم تحليل التداولات والتنبيهات الصادرة عن النظام الرقابي الإلكتروني بخصوص الممارسات والتعاملات اليومية من طرف هيئة السوق المالية، وفي حال وجود اشتباه في وقوع سلوك غير ملائم يرسل استفسار رقابي؛
- يتم أيضا إجراء بحث في التداولات والتعاملات اليومية وتحليل لبيانات السوق ومراجعة الأوامر والصفقات المنفذة المشتبه في مخالفتها نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية؛

¹ - السعودية، هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2016، مرجع سابق، ص:90.

- في حال اشتباه مخالفة لنظام السوق المالية ولوائح التنفيذ يرسَل استفسار إلى الإدارة المعنية بمخالفات نظام السوق المالية للتحري والتحقق وإصدار القرارات اللازمة حياله.

ثالثا: برامج توعية المستثمر وإعلام الجمهور

تتولى الهيئة منذ إنشائها التوعية والثقافة الاستثمارية في الأوراق المالية جل اهتمامها ورعايتها فيما يخص الأنظمة والتعليمات والقرارات التي يصدرها مجلس الهيئة، وما يتعلق بالمخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرين في السوق المالية، لذا أوجدت عدة قنوات لتوعية المستثمرين في السوق المالية نفذت من خلالها البرامج الرئيسية التالية:

أ- البرامج الإعلامية: نشرت الهيئة عددا من المواد الصحفية والإعلامية التي تناولت القرارات الصادرة عن مجلس الهيئة أو التي تشرح القرارات وتفسرها في الوسائل الإعلامية المحلية والإقليمية والعالمية باللغتين العربية والإنجليزية. ونشرت أيضا في مواقع التواصل الاجتماعي التابعة لهيئة السوق المالية على (فيس بوك، تويتر، يوتيوب).¹

ب- برنامج الثقافة الاستثمارية: عملت الهيئة تماشيا مع استراتيجيتها المتعلقة ببرامج توعية المستثمر بما يلي:²

- إعداد المعارض التوعوية المتنقلة: نظمت الهيئة عددا من أجنحة المعارض التوعوية في مختلف مدن وحافظات المملكة وحظيت بنسبة حضور جيدة، فعلى سبيل المثال لا الحصر أقامت الهيئة في مدينة الرياض 33 معرضا متنقلا بإجماع حضور فاق 5000 زائر في سنة 2016، ومعرضين اثنين في مدينتي الدمام وتبوك بإجمالي حضور تجاوز 1000 زائر.
- إصدار وتوزيع الكتيبات والمطبوعات والمطويات التوعوية: تقوم الهيئة بإصدار وتوزيع مجموعة من الكتيبات والمطويات التوعوية بحسب الآتي مطويات ونشرات توعوية من ضمنها مجلة المستثمر الذكي، أدلة استرشادية وهي الدليل الإسترشادي للالتزامات المستمرة للشركات المدرجة، والدليل الإسترشادي للالتزامات كبار المساهمين المتعلقة بإشعارات تملك الأسهم، الدليل الإسترشادي للالتزام الشركات المساهمة العامة بعد الطرح العام وبعد التداول، والدليل الإسترشادي للالتزامات أعضاء مجلس الإدارة

¹ - السعودية، هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2016، مرجع سابق، ص:114.

² - نفس المرجع السابق، ص:114-117.

وكبار التنفيذيين المتعلقة بملكية الأسهم، وكذلك كتيب توعوي جديد عن التداول بناء على معلومات داخلية.

- **الحملات التثقيفية:** أطلق الهيئة على موقع مباشر وأرقام مجموعة من الحملات التثقيفية المجدولة " انفيوجرافيك"، شملت موضوعاتها حملت مؤتمر الصكوك، حملة أدوات الدين، وحملة الفوركس، وحملة المعايير المحاسبية، وحملة استطلاع المستثمر، وحملة ملتقى الأشخاص المرخص لهم، وحملة مشروع الضوابط التنظيمية لنظام الشركات ولائحة حوكمة الشركات وكذلك حملة برنامج الهيئة لتأهيل الخريجين المتفوقين على قنوات التواصل الاجتماعي.
- **برنامج المستثمر الذكي:** المهمة الرئيسية لبرنامج المستثمر الذكي هي تحويل قواعد تعاملات المالية الصحيحة والسلوكيات الإيجابية في الثقافة المالية على مواد تفاعلية تستهدف النشء من الجنسين من عمر الخامسة إلى عمر الرابعة عشر مقسومين إلى فئتين: طلاب وطالبات المرحلة الابتدائية العليا (الرابع، الخامس، السادس)، وطلاب وطالبات المرحلة المتوسطة. وتحرص الهيئة على تنويع برنامج المستثمر الذكي، إصدارات المستثمر الذكي، موقع المستثمر الذكي على الأنترنت وصفحات التواصل الاجتماعي، برنامج التوعية المدرسية، وبرنامج التوعية العامة، والبرامج الإعلامية التوعوية وأخيرا على برنامج سفير المستثمر الذكي.
- **أجنحة الثقافة الاستثمارية:** نظمت الهيئة وشاركت ورعت عددا من أجنحة الثقافة الاستثمارية في جملة من المناسبات منها: أسبوع المال العالمي، ووزعت خلاله كتيبات الهيئة التوعوية ومجلة المستثمر الذكي.
- **عقد الندوات والمشاركة في المؤتمرات واستضافة طلاب وطالبات الجامعات:** نظمت هيئة السوق المالية عددا من الندوات وحلقات العمل وشاركت في مؤتمرات، وكذلك استقبلت طلاب وطالبات ومسؤولي وعددا من الجامعات السعودية والشركات المالية على النحو التالي:
 - ✓ **الندوات والمؤتمرات؛**
 - ✓ **استقبال طلاب وطالبات الجامعات والغاء المحاضرات.**

رابعا: تفتيش الشركات المدرجة

وفقا للصلاحيات الواردة في الفقرة (ج) من المادة الخامسة من نظام السوق المالية، تنفذ هيئة السوق المالية عددا من برامج التفتيش على الأشخاص المرخص لهم ومؤسسات السوق المالية طبقا لمتطلبات نظام

السوق المالية ولوائحه التنفيذية المتوافقة مع افضل المعايير والممارسات الدولية وتطبيقات المراجعة القائمة على تحليل وتقييم المخاطر، وذلك من خلال برامج تفتيش متخصصة وهي:¹

أ- برامج تفتيش دورية

تعتمد على تقييم وتحليل المخاطر لأعمال الأشخاص المرخص لهم ومؤسسات السوق المالية. وبناء عليه، تنفذ الهيئة زيارات تفتيشية تشمل الأنشطة والعمليات والمنتجات والخدمات التي تقدم إلى المشاركين في السوق المالية.

ب- برامج تفتيش خاصة

تتخذ على الأشخاص المرخص لهم بناء على ما يرد من تحليلات من الجهات ذات العلاقة داخل الهيئة وخارجها إضافة إلى الإشعارات والاستفسارات الواردة من الأشخاص المرخص لهم وأي معلومات تتعلق بممارسة أشخاص مرخص لهم لأعمال الأوراق المالية ونحوها.

وتتبنى الهيئة عددا من المعايير للتأكد من جودة أعمال التفتيش ومتابعة خطط الإجراءات التصحيحية المقدمة من الأشخاص المرخص لهم ومؤسسات السوق المالية، وتتولى مراجعة المتطلبات الرقابية، وتحديث وتطوير دليل وإجراءات التفتيش بشكل دوري؛ لتتضمن أحدث المعايير والممارسات العالمية التي تعتمد على التحليل الشامل للمخاطر بحسب حجم عمليات مؤسسات السوق المالية والتزامات بنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.

الفرع الثاني: الأدوات المعتمدة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها خلال الفترة (2008-2016)

سيتم التطرق إلى الأدوات المعتمدة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من أجل تنظيم السوق المالية والرقابة عليها وحماية المستثمرين فيها.

¹ - السعودية، هيئة السوق المالية، نفس المرجع السابق، ص:128.

أولاً: الإفصاح في السوق الرسمي ببورصة الجزائر

تسهر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على العناية بالإفصاح وتبليغ المعلومات من خلال ما يلي:¹

أ- العناية بالإفصاح

إن شفافية سوق القيم المنقولة لا يمكن أن تتحقق إلا من خلال قيام الشركات المدرجة بنشر معلومات ذات جودة عالية. ويتم تقدير مدى جودة المعلومات في المقام الأول، من خلال احترام الآجال القانونية لتوزيعها، ومن خلال موثوقيتها، وملاءمتها وصحة مضمونها، وفي النهاية من خلال توفرها بصورة متساوية بالنسبة إلى كل المستثمرين (المستثمرون، المحللون...).

ب- تبليغ المعلومات

في هذا الإطار، وعملاً بأحكام النظام رقم 2000-02 المؤرخ في 20 جانفي سنة 2000، يتعين على الشركات ذات القيم المنقولة المسعرة في البورصة بإيداع المعلومات الدورية والدائمة لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ولدى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، والقيام بنشرها في وسائل الإعلام. وتتضمن المعلومات الدورية الكشوف المالية السنوية والسادسية وكذلك رأي محافظ أو محافظي الحسابات حول مدى صحة وقانونية هذه الكشوف. وزيادة على ذلك فإن المعلومات الدائمة تخص كل معلومة ذات أهمية أو أي حدث ذي تأثير في النشاط أو في الوضعية المالية للشركة.

وفي هذا الإطار وفقاً لتصريحات COSOB فقد نشرت الشركات التالية قوائمها المالية في الآجال المحددة وهي: روية، بيوفارم، شركة أليانس للتأمينات.

أما فندق الأوراسي ومجموع صيدال فقد استفادوا بعد موافقة COSOB بآجال إضافية شهر وشهرين على التوالي، كما أن الشركات المدرجة في بورصة الجزائر مطالبة بالإفصاح عن الأرباح الموزعة بشكل دوري حيث شهدت سنة 2016 التزام كل هذه الشركات بهذه النقطة.

وفي ما يلي أهم المؤشرات المالية والشركات المدرجة... التي تقوم الهيئة بتقديمها في إطار عملية الإفصاح: مجموع الأصول؛ رقم الأعمال؛ القيمة المضافة؛ النتيجة الصافية؛ وريح السهم. (أنظر الملحق رقم (03)).

¹ الجزائر، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2016، ص: 39. متوفر على الموقع الإلكتروني:

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141> (تاريخ المعاينة: 2018-04-17).

ثانيا: الرقابة على التداول في السوق الرسمي ببورصة الجزائر

تهدف مراقبة السوق أساس إلى ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وأمنها. وتنصب على مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات - حافظي السندات، وشركة تسيير بورصة القيم، والمؤتمن المركزي على السندات. وتسمح هذه المراقبة للمكلف بالضبط بالتأكد مما يأتي¹:

- احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد حماية السوق من كل سلوك تدليسي أو غير منصف؛
- سير السوق حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر؛
- القيام بتسيير السندات وفق الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكمها.

ثالثا: حماية المستثمرين

تسهر لجنة تنظيم عمليات تنظيم البورصة ومراقبتها على حماية المستثمرين من خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال في البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية . وتمارس اللجنة، زيادة على هذه المراقبة القبلية على الإعلام، مراقبة بعدية على الشركات المقبولة في التسعيرة، وتتعلق هذه المراقبة بالمنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه الشركات :الكشوف المالية والتقارير السنوية.²

المطلب الثاني: جهود الهيئات التنظيمية والرقابية في تحسين الكفاءة في الأسواق محل الدراسة خلال الفترة (2008-2016)

تسعى الهيئات التنظيمية والرقابية إلى التحسين الجيد لمتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال ما تبذله من جهود. وذلك من أجل الإفصاح المستمر والرقابة على التداول أو من خلال برامج توعية المستثمرين وإعلام الجمهور لضمان السير الحسن لأسواقها المالية وحماية المستثمر فيها، وفيما يلي سيتم التطرق إلى هذه الجهود في الأسواق محل الدراسة خلال الفترة (2008-2016).

الفرع الأول: جهود هيئة السوق المالية في تحسين متطلبات الكفاءة خلال الفترة (2008-2016)

تتمثل جهود هيئة السوق المالية في تحسين متطلبات الكفاءة فيما يلي:

¹ - مداني أحمد، أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية. حالة الأسواق الناشئة، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف، 2014، ص: 298.

² - نفس المرجع السابق، ص: 299.

أولاً: التحسين المستمر للإفصاح

يمكن رصد جهود هيئة السوق المالية في تحسين الإفصاح بناء على ما تم التطرق له في المطلب الأول من هذا المبحث من خلال الجدول التالي الذي يبين كل من القوائم المالية المختصرة والمفصلة وعدد الإعلانات المنشورة للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي للفترة (2008-2016).

الجدول رقم (03-14): القوائم المالية المختصرة والمفصلة وعدد الإعلانات المنشورة على موقع

التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)

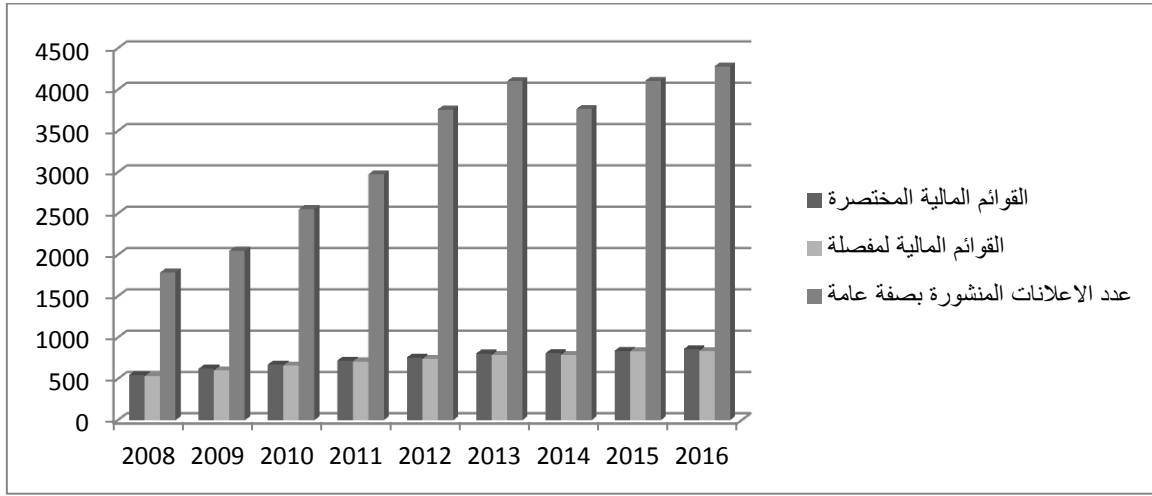
| السنة | القوائم المالية المختصرة | نسبة التغيير % | القوائم المالية المفصلة | نسبة التغيير % | عدد الإعلانات المنشورة بصفة عامة | نسبة التغيير % |
|-------|--------------------------|----------------|-------------------------|----------------|----------------------------------|----------------|
| 2008 | 550 | - | 534 | - | 1787 | - |
| 2009 | 624 | 13.45 | 606 | 13.48 | 2052 | 14.82 |
| 2010 | 676 | 8.33 | 665 | 9.73 | 2554 | 24.46 |
| 2011 | 724 | 7.10 | 714 | 7.36 | 2975 | 16.48 |
| 2012 | 760 | 4.97 | 742 | 3.92 | 3761 | 26.42 |
| 2013 | 808 | 6.31 | 789 | 6.33 | 4102 | 9.06 |
| 2014 | 811 | 0.37 | 790 | 0.12 | 3765 | -8.21 |
| 2015 | 841 | 3.69 | 833 | 5.44 | 4109 | 9.13 |
| 2016 | 862 | 2.49 | 840 | 0.84 | 4283 | 4.23 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير الإحصائية لهيئة السوق المالية السعودية للسنوات (2008-2016)

ويمكن توضيح القوائم المالية المختصرة والمفصلة وعدد الإعلانات المنشورة على موقع التداول لسوق

الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (03-15): القوائم المالية المختصرة والمفصلة وعدد الإعلانات المنشورة على موقع التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008 - 2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (03-14)

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن عدد القوائم المختصرة التي تم نشرها في سنة 2008 كان عددها 550 ليرتفع بعد ذلك في السنة الموالية إلى 624 قائمة أي بمعدل نمو 13.45%، ليتواصل هذا الارتفاع في السنوات المالية (2010، 2011، 2012) حيث بلغ عددها 676، 724، 760 بمعدل نمو 8.33%، 7.10%، 4.94% على الترتيب، لترتفع بعد ذلك إلى 808 قائمة سنة 2013 بمعدل نمو 6.31%، ليستمر هذا الارتفاع في باقي سنوات الدراسة حتى وصل إلى 862 قائمة بمعدل نمو 2.49% سنة 2016. وسبب هذا الارتفاع في القوائم المالية المختصرة راجع إلى زيادة عدد الشركات المدرجة من جهة والتزام هذه الشركات بالإفصاح في الآجال المحددة من جهة أخرى وذلك خلال هذه الفترة.

أما عدد القوائم المالية المفصلة فكان عددها 534 قائمة في سنة 2008، ليرتفع عددها إلى 606 سنة 2009 بمعدل نمو 13.48%، حيث وصل عددها في سنة 2010 إلى 665 قائمة مفصلة بمعدل نمو 9.73%، ليرتفع بعد ذلك في السنوات التالية (2011، 2012، 2013، 2014) ليصل عددها إلى 714، 742، 789، 790 بمعدلات نمو 7.36%، 3.92%، 6.33%، 0.12% على التوالي، ليتواصل الارتفاع في سنتي (2015، 2016) حيث قدر عددها 83،840 بمعدل نمو 5.44%، 0.84% على الترتيب. هذا راجع إلى مدى التزام الشركات المدرجة بالإفصاح عن أي تطورات جوهرية تهم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية.

أما فيما يخص عدد الإعلانات المنشورة بصفة عامة فقدّر عددها 1787 إعلان منشور في سنة 2008، ليشهد بعد ذلك ارتفاع في سنة 2009 قدر بـ 2052 إعلان منشور بمعدل نمو 14.82%، ليستمر هذا الارتفاع إلى غاية 2013 حيث كان عددها في هذه السنة 4102 بمعدل نمو 9.06%، لينخفض عددها بعد ذلك في سنة 2014 إلى 3765 بمعدل تراجع 8.21-%، ليرجع الارتفاع في سنتي (2015، 2016) يقدر بـ 4109، 4283 بمعدل نمو 9.13%، 4.23% على الترتيب.

من خلال ما سبق يمكن القول أن هيئة السوق المالية تسعى في إطار دعم الكفاءة إلى تعزيز الشفافية بين المتعاملين في السوق المالية من خلال إلزام الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية بما ورد في نظام السوق المالية وقواعد التسجيل والإدراج إضافة إلى ما نصت عليه التعليمات الخاصة بإعلان الشركات، إذ يجب على الشركات الإفصاح عن جميع التطورات الجوهرية المنصوص عليها بالأنظمة دون تأخير ونشرها في موقع شركة السوق المالية السعودية (تداول) من أجل اطلاع المستثمرين على آخر المستجدات في أنشطة الشركة وأخبارها الجوهرية. واستمرارا لجهود الهيئة في تعزيز وتطوير إجراءات ومبادئ الإفصاح المتعلقة بإعلانات الشركات المدرجة أسهما في السوق المالية السعودية.

ثانيا: تطوير الرقابة على التداول

الجدول الموالي يوضح أبرز تطورات الرقابة على التداولات والتعاملات في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016).

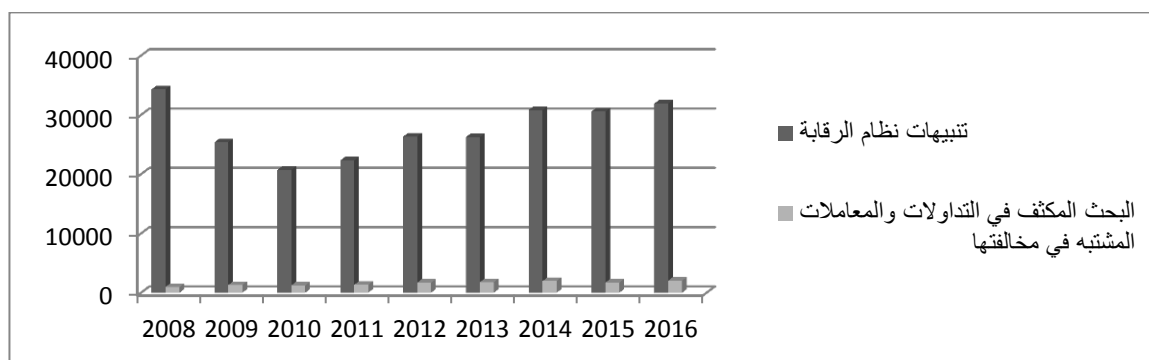
الجدول رقم (03-15): تطورات الرقابة على التداولات والتعاملات في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)

| السنة | تنبيهات نظام الرقابة | نسبة التغيير % | البحث المكثف في التداولات والمعاملات المشتبه في مخالفتها | نسبة التغيير % | حالات اشتباه في مخالفة | نسبة التغيير % |
|-------|----------------------|----------------|--|----------------|------------------------|----------------|
| 2008 | 34294 | - | 968 | - | 44 | - |
| 2009 | 25374 | -26.01 | 1311 | 35.43 | 41 | -6.81 |
| 2010 | 20722 | -18.33 | 1234 | -5.87 | 42 | 0.24 |
| 2011 | 22303 | 7.62 | 1331 | 7.86 | 35 | -16.66 |
| 2012 | 26323 | 18.02 | 1687 | 26.74 | 32 | -8.57 |
| 2013 | 26251 | -0.27 | 1779 | 5.45 | 43 | 0.34 |
| 2014 | 30824 | 17.42 | 1974 | 10.96 | 15 | -65.11 |
| 2015 | 30549 | -0.89 | 1707 | -13.52 | 29 | 93.33 |
| 2016 | 31896 | 4.40 | 2027 | 18.74 | 51 | 75.86 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة السوق المالية من (2008-2016).

ويمكن توضيح تطورات الرقابة على التداولات والتعاملات في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) من خلال الشكلين التاليين:

الشكل رقم (03-16): تطورات الرقابة على التداولات والتعاملات في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)



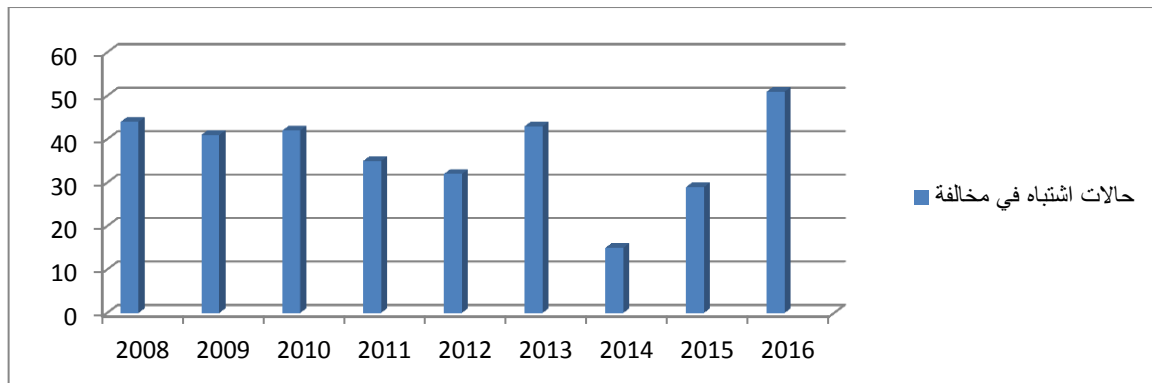
المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (03-15)

من خلال الجدول رقم (03-15) والشكل (03-20) السابق نلاحظ أن تنبيهات نظام "سمارت" للرقابة على التداولات تتم بشكل يومي مما سجل ارتفاع في سنة 2008 قدر بـ 34294 تنبيهاً، ثم انخفض في السنين المواليين (2009، 2010) حيث كان عددهما 25374، 20722 تنبيهاً وبمعدل تراجع 26.01%، -18.33% على الترتيب، ثم عاد الارتفاع في كل من سنتي (2011، 2012) بـ 22303، 26323 تنبيهاً بمعدل نمو 7.62%، 18.02% على التوالي، ليعود الانخفاض من جديد في سنة 2013 بـ 26251 تنبيهاً وبمعدل تراجع 0.27%-. ثم ارتفع مرة أخرى في سنة 2014 حيث وصل إلى 30824 تنبيهاً بمعدل تراجع 17.42%، لكن سرعان ما عاد الانخفاض في سنة 2015 وصل إلى 30549 تنبيهاً بمعدل تراجع 0.89%-. في حين سجلت سنة 2016 ارتفاعاً مقارنة بالسنة الماضية حيث بلغ 31896 تنبيهاً 4.40%.

في حين بلغت عملية بحث مكثف للتداولات والتعاملات المشتبه في مخالفتها في سنة 2008 ما يقدر بـ 968 عملية بحث، ثم ارتفعت في السنة الموالية 2009 بـ 1311 عملية بحث وبمعدل نمو 35.43%، ليعود الانخفاض من جديد في سنة 2010 حيث بلغ 1234 عملية بحث بمعدل تراجع 5.87%-. وسرعان ما عاد الارتفاع في السنوات التالية (2011، 2012، 2013، 2014، 2016) حيث سجلوا: 1331، 1687، 1779، 1974، 2027 عملية بحث بمعدل نمو 7.86%، 26.74%، 5.45%، 10.96%، 18.74% على الترتيب، ماعدا سنة 2015 فإنها شهدت انخفاض بلغ 1707 عملية بحث مكثف للتداولات والتعاملات المشتبه في مخالفتها بمعدل تراجع 13.52%.

الشكل رقم (03-17): حالات اشتباه في مخالفة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-

(2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (03-15)

من خلال الجدول رقم (03-15) والشكل رقم (03-21) نلاحظ أن حالات اشتباه في مخالفة سجلت ارتفاع في سنة 2008 قدر بـ 44 حالة، ثم انخفضت في سنة 2009 حيث بلغت 41 حالة معدل تراجع 6.81%. ثم ارتفع ارتفاع طفيف في السنة الموالية (2010) وصل إلى 42 حالة بمعدل نمو 0.24%، ثم عاد الانخفاض من جديد في السنوات الثلاثة التالية (2011، 2012، 2014) حيث بلغ 35، 32، 15 حالة بمعدل تراجع 16.66%، -8.57%، -65.11% على الترتيب، أما فيما يخص باقي سنوات محل الدراسة (2013، 2015، 2016) فإنهم سجلوا ارتفاع في قيمهم وصلت إلى 43، 29، 51 حالة بمعدل نمو 0.34%، 93.33%، 75.86% على الترتيب.

ومنه نقول أن الرقابة على التداولات وكذلك إجراء بحث مكثف للتداولات والتعاملات اليومية من أجل الاحالة عن أي شيء اشتبه في مخالفة نظام السوق المالية يحال للإدارة المعنية لتجري التحقيق وإصدار القرارات اللازمة.

ثالثاً: برامج توعية المستثمر وإعلام الجمهور

ويمكن توضيح برامج توعية المستثمر وإعلام الجمهور من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03-16): جهود هيئة السوق المالية في توعية المستثمر وإعلام الجمهور

| السنة | عدد حملات المعارض التوعوية المتنقلة | نسبة التغيير % | عدد الزوار | نسبة التغيير % | الزيارات المدرسية التوعوية | | |
|-------|-------------------------------------|----------------|------------|----------------|----------------------------|----------------|-----------------|
| | | | | | المدرسية | نسبة التغيير % | الباقات الموزعة |
| 2008 | * | - | * | - | * | - | * |
| 2009 | 23 | - | 70790 | - | * | - | * |
| 2010 | 24 | 4.34 | 270445 | 282.03 | * | - | * |
| 2011 | 20 | -16.66 | 3255280 | 298.48 | 27 | - | 31260 |
| 2012 | 32 | 60 | 3528072 | 8.37 | 292 | 981.48 | 11070 |
| 2013 | 19 | -40.62 | 2445406 | -30.68 | 100 | -65.75 | 10435 |
| 2014 | 19 | 00 | 371571 | -84.80 | 215 | 115 | 980 |
| 2015 | * | - | * | - | * | - | * |
| 2016 | 39 | - | 6792 | - | 9 | - | 1254 |

*لم تتوفر الإحصائيات خلال هذه السنوات

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير هيئة السوق المالية السعودية من الفترة (2008-2016).

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن عدد حملات المعارض التوعوية المتنقلة كانت مرتفعة في سنتي (2009، 2010) حوالي 23،24 حملة توعوية وبمعدل نمو 4.34% لسنة 2010، ثم انخفضت في السنة الموالية (2011) حيث وصلت إلى 20 حملة وبمعدل تراجع 16.66%، ثم ارتفعت من جديد في سنة 2012 حيث بلغ 32 حملة وبمعدل نمو 60%، وسرعان ما عاد الانخفاض في سنة 2013 حيث سجل 19 حملة وبمعدل تراجع 40.62%، أما فيما يخص سنة 2014 فإنها سجلت 19 حملة معدل منعدم، في حين بلغت في سنة حملة توعوية 39.

رابعاً: دور هيئة السوق المالية في الرقابة على الشركات المرخصة

ويمكن توضيح دور هيئة السوق المالية في الرقابة على الشركات المرخصة ذلك من خلال الجدول التالي:

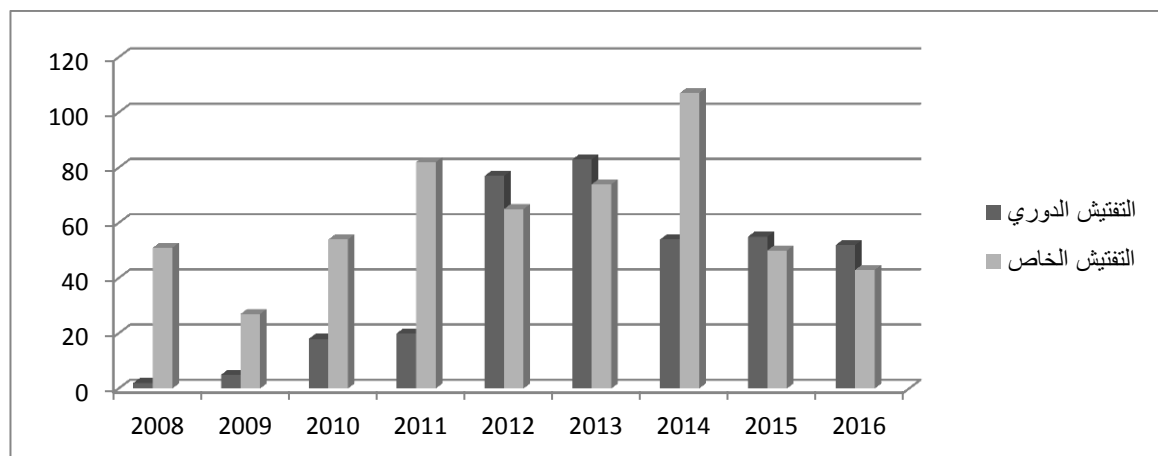
الجدول رقم (03-17): عدد التراخيص التي شملتها أعمال التفتيش في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)

| السنة | التفتيش الدوري | نسبة التغير % | التفتيش الخاص | نسبة التغير % |
|-------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 2008 | 02 | - | 51 | - |
| 2009 | 05 | 150 | 27 | -47.05 |
| 2010 | 18 | 260 | 54 | 100 |
| 2011 | 20 | 11.11 | 82 | 51.85 |
| 2012 | 77 | 285 | 65 | -20.73 |
| 2013 | 83 | 7.79 | 74 | 13.84 |
| 2014 | 54 | -34.93 | 107 | 44.59 |
| 2015 | 55 | 1.85 | 50 | -53.27 |
| 2016 | 52 | -5.45 | 43 | -14 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير هيئة السوق المالية السعودية من الفترة (2008-2016)

ويمكن توضيح عدد التراخيص التي شملتها أعمال التفتيش في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016) في الشكل التالي:

الشكل رقم (03-18): عدد التراخيص التي شملتها أعمال التفتيش في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (03-17)

نلاحظ من خلال الجدول والشكل السابق أن أعمال التفتيش الدوري شملت في سنة 2008 ترخيصين (02)، حيث زادت في الارتفاع في السنوات التالية (2009، 2010، 2011، 2012، 2013، 2015) حيث بلغت 05، 18، 20، 77، 83، 55 ترخيصا مثلته ما نسبته 150%، 260%، 11.11%، 285%، 7.79%، 1.85% على الترتيب، ماعدا سنتي (2014، 2016) فإنهما شهدا انخفاض قدر بـ 54، 52 ترخيصا وبمعدل تراجع 34.93%، -5.45% على التوالي. أما فيما يخص أعمال التفتيش الخاص فإنها سجلت ارتفاع في سنة 2008 وصل إلى 51 ترخيصا، ثم انخفض في سنة 2009 حيث بلغ 27 ترخيصا وبمعدل تراجع 47.05%، وسرعان ما عاد الارتفاع من جديد في سنتي (2010، 2011) سجل 54، 82 ترخيصا وبمعدل نمو 100%، 51.85% على الترتيب، ثم عاد الانخفاض من جديد في السنوات الثلاثة التالية محل الدراسة (2012، 2015، 2016) حيث بلغ 65، 50، 43 ترخيصا وبمعدل تراجع 20.73%، -53.27%، -14% على الترتيب، أما فيما يخص السنتين الأخيرتين محل الدراسة (2013، 2014) فإنهما شهدا ارتفاع بلغ 74، 107 ترخيصا وبمعدل نمو 13.84%، 44.59% على التوالي، ومنه نقول أن الهيئة تسعى لتحقيق جملة من المعايير لتأكد من جودة أعمال التفتيش الدورية والخاصة من خلال خطط الإجراءات التصحيحية المقدمة من الأشخاص المرخص لهم وكذلك مراجعة المتطلبات الرقابية وتطوير دليل وإجراءات التفتيش للحصول على أحدث المعايير والممارسات العالمية.

الفرع الثاني: جهود لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في تطوير ودعم متطلبات كفاءة السوق الرسمي ببورصة الجزائر

أولاً: الاستفادة من التجارب العربية والعالمية في مجال تطوير أداء أسواق الأوراق المالية من خلال حضور الفعاليات والملتقيات العربية والدولية خاصة في جانب تعليم وتوعية المستثمر وآليات الاستثمار من أجل بناء ثقافة آمنة.¹

ثانياً: إصدار مجموعة من الأنظمة والقوانين المتعلقة باعتماد الوسطاء في عمليات البورصة ولتحسين المستمر لأدائهم.²

ثالثاً: محاولة التحسين وباستمرار للجانب القانوني والتنظيمي والجبائي للتمكن من تحقيق الازدهار.

¹ - موقع بورصة الجزائر، الاجتماع السنوي الثاني عشر اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية.

² - نفس المرجع السابق.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر

رابعاً: متابعة ومراقبة الشركات المدرجة في اطار الانتقال من المخطط الوطني المحاسبي إلى النظام المحاسبي المالي في سبيل تحسين جودة المعلومة المحاسبية.¹

خامساً: عقد اتفاقيات تعاون بين اللجنة وهيئات إقليمية ودولية على غرار المنظمة الدولية للجان القيم (OIVC) والمعهد الفرانكفوني للضبط المالي (IFREFI) وصندوق ضمان الودائع الفرنسي، بهدف الاستفادة من هذه التجارب.²

سادساً: التنظيم و مراقبة البورصة (COSOB)، بالتعاون مع الوكالة التعاون الدولي في اليابان (JICA)، نظمت يومي 17 و 18 أكتوبر

ندوة حول السوق المالية 2016، كان عمل هذه الندوة متحركة من قبل خبراء يابانيين تمارس في المؤسسات المالية السوق المالي الشهير الدولية، التبادل على آفاق تعزيز الوسطاء السوق والتطور نحو السوق موثوقة وتنافسية.³

المطلب الثالث: معوقات سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر في أسواق محل الدراسة (2016 - 2008)

بذلت الهيئات التنظيمية والرقابية في أسواق الأوراق المالية محل الدراسة خلال الفترة (2016-2008) جهود معتبرة في سبيل تحسين متطلبات كفاءة الأسواق المشرفة عليها، باعتماد مجموعة من الأدوات تم ذكرها في نقاط سابقة، لكن أسواق الأوراق المالية محل الدراسة مازالت تعاني من بعض الصعوبات نذكر أهمها فيما يلي:

¹ - الجزائر، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2010، ص:86.

² - نفس المرجع السابق، ص:87.

³ - **Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse**, RAPPORT ANNUEL 2016,p66 , site web : <http://www.cosob.org/rapports-annuels/> (consultation date 16/04 /2018.)

الفرع الأول: معوقات سوق الأسهم السعودي

يمكن رصد أهم معوقات كفاءة سوق الأسهم السعودي:¹

- ضعف الوعي الاستثماري لدى المستثمر الفرد رغم الجهود المبذولة من طرف هيئات السوق المالية السعودية؛
- نقص شركات الاستشارة العاملة في سوق الأسهم السعودي مقارنة بحجمه وأحجام التداول فيه؛
- ضعف قاعدة الاستثمار المؤسسي رغم ما يمكن أن يقدمه من اضافة في سبيل تطوير سوق الأسهم السعودي والرفع من كفاءته؛
- التذبذب الكبير وبالتالي زيادة مخاطر الاستثمار ومن ثم تأثير سلبي على جذب المستثمر المحلي والاجنبي على حد سواء؛
- تراجع ثقة المستثمر في السوق بعد انهيار 2006 وأثر الأزمة المالية العالمية؛
- التقييم العالي للأسهم خاصة في حالة التفاؤل الذي يسود السوق في بعض الفترات نتيجة لنقص الوعي الاستثماري عدم الاعتماد بشكل كبير على القرارات الاستثمارية العلمية؛
- بعض حالات إخفاء معلومات جوهرية من طرف بعض الشركات المدرجة في السوق الذي يؤثر سلبا على ثقة المستثمر في هذه الشركات المدرجة في السوق الذي يؤثر سلبا على ثقة المستثمر في هذه الشركات وفي سوق الأسهم السعودي ككل؛
- ضالة الأسواق الأولية نسبة إلى حجم الناتج المحلي الاجمالي حيث مثلت مثلا نسبة 1.79% في سنة 2012 و 0.53% فقط في 2005، وهذا على غرار عديد الدول العربية.

الفرع الثاني: معوقات بورصة الجزائر

هناك مجموعة من المعوقات التي حالت دون تحقيق بورصة الجزائر الفعالة المرجوة منها في تمويل الاقتصاد وتتمثل فيما يلي:

¹- أنظر:

- عبدالوهاب بن سعيد أبو داهش ، ثلاثة عوامل طاردة لسوق الأسهم المحلية، جريدة الرياض ، الرياض الاقتصادي، 15 ديسمبر 2014م - العدد 16975 ، الموقع الالكتروني <http://www.alriyadh.com/1003700> تاريخ المعاينة (2018-04-29).

- جريدة العرب الاقتصادية الدولية، غياب الاستثمار المؤسسي في سوق الأسهم السعودي جلب خسائر للمستثمرين الأفراد. الموقع الالكتروني http://www.aieqt.com/2010/03/25/article_368850.html تاريخ المعاينة (2018-04-29).

- نورين بو مدين، نفس المرجع السابق، ص:260.

أولاً: العوائق الاقتصادية

تتمثل هذه العوائق تحديدا فيما يلي:¹

- الوضعية الصعبة للمؤسسات الجزائرية التي عرفت اختلالات في توازنها على مستوى هيكلها المالي بسبب عجز الميزانية، وهذا الوضع لا يشجع الأفراد على شراء أسهم هذه المؤسسات حيث تعتبر المردودية شرطا أساسيا في جذب المدخرات وتوجيهها نحو الأصول المالية؛
- لم تكن السياسة الجبائية المطبقة على القيم المنقولة بالمحفزة، فقليا ما كانت تشمل إعفاءات وهذا ما شكل عائقا بالنسبة لسوق مالية ناشئة؛
- عدم وجود سوق كفئة، وسيطرة السوق الموازية؛
- ضعف القدرة الشرائية لدى جمهور المواطنين وبالتالي قلة المدخرات الفردية، فمشكلة تبني الدخل الفردي وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه تحد من حجم الطلب على الأوراق المالية.

ثانياً: العوائق السياسية والتشريعية

وتتمثل في ما يلي:²

أ- العوائق السياسية

من المعروف أن بورصة الجزائر افتتحت في ظروف غير مستقرة وهذا ماساهم في عرقلة النشاط الفعلي في بورصة الأوراق المالية، بحكم أن المستثمر يبحث دائما على عامل الأمان والمردودية بالدرجة الأولى، وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان أي تسود الحروب، الانقلابات السياسية، والتغيرات المستمرة، السياسات القوانين العاملة بها.

¹ - الحسين عثمانى، سعاد شعابنية، النظام المالي المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر، الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري يومي 06-07 ماي 2012.

² - عزيزة بن سميحة، مريم طيني، مرجع سابق، ص:335.

ب- العوائق التشريعية

طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، ضف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 1995/12/27، أما التصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996، كما أن شركة إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 1997/05/21 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها.

ثالثا: العوائق الثقافية

تعتبر البورصة مفهوما دخيلا على المجتمع الجزائري، حيث لا يدركون طريق التعامل بها وما هي الأدوات المالية المتاحة فيها، خصائصها، وعدم وجود إعلام متخصص في هذا المجال، وهذا ما جعل المدخرين يلجؤون إلى الاستثمار في العقارات والعملات واللجوء إلى البنوك للحصول على التمويل اللازم لمشاريعهم بدءا من استثماراتهم في الأوراق المالية على مستوى البورصة. ويجب الإشارة إلى أن السياسة السليمة لتجنيد الادخار العائلي ينبغي أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع.¹

رابعا: العوائق الاجتماعية

إن العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا ما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر.²

ومنه نستنتج أنه رغم المجهودات المعتبرة التي بذلتها الهيئات التنظيمية والرقابية في أسواق الأوراق المالية في سبيل تحسين متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية، إلا أنها ما زلت تعاني من بعض صعوبات.

¹ - نور الهدى دحماني، دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات - العدد السابع وثلاثون (01) - شرين الأول 2015، ص ص: 377-378.

² - عزيزة بن سميحة، مريم طيني، مرجع سابق، ص: 335.

خلاصة الفصل

سوق الأسهم السعودي وبورصة الجزائر كأى سوق يسعى إلى زيادة التنمية وتحقيق النمو الاقتصادي، تم إنشاء وتطوير سوق السهم السعودي نتيجة إلى زيادة عدد الشركات المدرجة وعدد الأسهم المتداولة لتحقيق خطط التنمية الاقتصادية، أما بورصة الجزائر يعود إنشائها إلى الإصلاحات الاقتصادية التي تعتبر أحدث نشأة من سوق الأسهم السعودي، حيث تحتوي كل من سوق الأسهم السعودي وبورصة الجزائر على هيكل تنظيمي مقسم حسب ما حدد في الإطار القانوني، كما يحتوي أيضا سوق الأسهم السعودي وبورصة الجزائر على مهام تتشابه معظمها مع وجود اختلاف طفيف حدده الإطار القانوني الذي أنشئت من أجله كل هيئة. حيث تسعى كل منهما إلى ضمان السير الحسن للأسواق المالية وتحقيق العدالة والشفافية.

تهدف الهيئات التنظيمية والرقابية في الأسواق محل الدراسة إلى بذل جهود كبيرة من أجل الزيادة في كفاءة أسواق الأوراق المالية وتوفير الحماية اللازمة للمستثمرين في الأسواق المالية وكذلك توفير الإفصاح عن المعلومات والذي يعتبر أداة من الأدوات الجوهرية التي تعتمد عليها أي هيئة للحصول على المعلومات في وقتها المناسب بكل دقة وشفافية كما يجب أن تقوم كذلك بالرقابة على التداول من أجل توفير حماية المستثمرين وزيادة الوعي الاستثماري، من أجل توضيح ذلك أكثر قمنا بدراستنا هذه وذلك بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات السوقية لمتطلبات الكفاءة وكذلك للأدوات المعتمدة من طرف الهيئات التنظيمية للأسواق محل الدراسة خلال الفترة (2008-2016) في شكل إحصائيات لتوضح لنا مدى التطور في كل سوق، حيث من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى مدى قوة وتطور سوق الأسهم السعودي مقارنة ببورصة الجزائر.

ولكن رغم الجهود المبذولة من طرف الهيئات التنظيمية والرقابية لأسواق محل الدراسة للتخلص من أي عائق يواجه أسواق الأوراق المالية وبالتالي يواجه الاقتصاد بالدرجة الأولى إلا أنها مازالت تعاني من عدة معوقات.

تعتبر أسواق الأوراق المالية آلية لدعم النمو الاقتصادي من خلال تسهيل انسياب الأموال بين المتعاملين الاقتصاديين لتمويل المشاريع الاستثمارية، لكن ذلك لا يتحقق إلا من خلال تميز هذه الأسواق بالكفاءة خاصة في جانب التخصيص الأمثل للموارد، لذا يتعين على الأطراف الوصية العمل على تحقيق متطلبات الكفاءة، حيث نجد من بين هذه الأطراف الهيئات التنظيمية والرقابية المكلفة قانوناً بإدارة وتنظيم وتطوير هذه الأسواق وحماية الأطراف المتعاملة فيها خاصة المستثمرين من خلال مجموعة من الأدوات في مقدمتها تعزيز الإفصاح والشفافية والرقابة على التداول وأيضاً الرقابة، والرقابة على الشركات المدرجة والشركات المرخصة، ومجموعة من البرامج في سبيل توعية وزيادة رشادة المستثمرين والتعريف أكثر بأسواق الأوراق المالية في أوساط المجتمع.

وقد لخص هذا البحث إلى أن أسواق الأوراق المالية تلعب دور بارزاً في الوصل بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي من خلال السوق الأولي، وضمان تداول الأوراق المصدرة في السوق الأولي من خلال السوق الثانوي، وبالتالي تحقيق ما تصبو إليه من أرباح مسطرة، كما تم التوصل إلى أن المعلومات بمختلف مصادرها تعتبر أساس تحقيق كفاءة هذه الأسواق بالإضافة إلى جملة من المتطلبات ككفاءة التشغيل، وكفاءة التسعير، عدالة السوق، الأمن، حماية وتوعية المستثمرين، والتي يتم قياسها بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات كعدد الشركات المدرجة مؤشر القيمة السوقية؛ مؤشر قيمة التداول وحجم التداول ومؤشر عدد الشكاوى المقدمة...

وفي هذا الصدد يكمن دور الهيئات التنظيمية والرقابية في توفير الحماية اللازمة للمستثمرين وباقي المتعاملين وضمان الالتزام بالتشريعات واللوائح التنظيمية من خلال اعتماد مجموعة من الأدوات لضمان الشفافية والنزاهة والعدالة من بينها الإفصاح الذي يسمح بتوفير المعلومات التي يحتاجها المستثمرين في الوقت المناسب لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

كما خلصت الدراسة إلى أن هيئة السوق المالية بذلت مجهودات معتبرة لتطوير سوق الأسهم السعودي وتحسين كفاءته، من خلال ما وضعته من أدوات تنظيمية ورقابية لضمان حماية المستثمرين، وزيادة الثقة في سوق الأسهم السعودي، كما بذلت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بعض الجهود في سبيل تطوير السوق الرسمي ببورصة الجزائر وباقي الأسواق فيها، وذلك رغم المعوقات الصعوبات

الخاتمة العامة

الاقتصادية والسياسة والاجتماعية التي تحول دون تطور هذا السوق في سبيل تمكنه من المساهمة في التنمية الاقتصادية.

الإجابة على الفرضيات

بعد محاولة الإحاطة بكل جوانب موضوع البحث تم التمكن من اختبار الفرضيات التي انطلقت منها الدراسة على النحو التالي:

فيما يتعلق بالفرضية الأولى والتي نصت على أن المؤشرات المعتمدة في أسواق الأوراق المالية تساهم في القياس الجيد لمتطلبات الكفاءة، هذه الفرضية صحيحة لأنه يتم الاعتماد في أسواق الأوراق المالية على مجموعة من المؤشرات التي من خلالها يتم قياس أداء السهم في السوق وقياس درجة التحسن في متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، فالمؤشرات المعتمدة تقيس عدد الشركات المدرجة لمعرفة حجم واتساع هذه الأسواق، كما تقيس سيولة هذه الأسواق من خلال مجموعة من المؤشرات، وأيضا تمكن هذه المؤشرات من قياس كفاءة تسعير الأصول المالية باستخدام مجموعة من النماذج، لذا يمكن القول أن هذه المؤشرات تعتبر أداة مقبولة تمكن من قياس مستوى التحسن في متطلبات الكفاءة من فترة إلى أخرى.

أما الفرضية الثانية التي مفادها أن: إجبارية الإفصاح وتعزيزه باستمرار يعتبر الأداة الرئيسية المعتمدة من طرف الهيئات التنظيمية والرقابية لدعم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية، هذه الفرضية صحيحة لأن الإفصاح يعتبر أداة من الأدوات الأساسية المعتمدة في نشر البيانات والمعلومات من مصادر مختلفة وموثوقة مما يزيد من ثقة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية، من خلال ما تقدمه القوائم المالية من معلومات يتم مراقبتها من طرف مراقب حسابات لتأكد من مصداقيتها، وهذا ما يزيد من تحسين متطلبات الكفاءة خاصة في جانب اتخاذ القرار واسترجاع وتعزيز ثقة المستثمرين، وضمان عدالة وشفافية هذه الأسواق.

فيما يتعلق بالفرضية الثالثة فإنها تنص على أن السوق الرسمي لبورصة الجزائر وسوق الأسهم السعودي عرفوا تطورا في متطلبات الكفاءة وتحسنا في مساهمة الهيئات التنظيمية والرقابية في دعم هذه المتطلبات، الفرضية الثالثة خاطئة لأن السوق الرسمي لبورصة الجزائر لم يشهد تطور كبير خلال فترة الدراسة، بسبب استمرار قلة الشركات المدرجة وانخفاض أحجام وقيم التداول وكذلك ضعف الرقابة رغم الجهود المبذولة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من أجل التطوير أكثر إلا أنها

الخاتمة العامة

فشلت في القيام بالرقابة على السوق بأكمل وجه مما أثر على سوقها المالي وهذا ما خلف عدة معوقات مختلفة منها الاقتصادية والاجتماعية والثقافية السياسية... وغيرها، وصحيحة بالنسبة لسوق الأسهم السعودي لأنه شهد تطور أكثر في عدد الشركات المدرجة وأحجام وقيم التداول، كما شهد تحسن في مدى التزام الشركات بالإفصاح، رغم الزيادة في عدد الشكاوى المقدمة من طرف المستثمرين، كما أن هيئة السوق المالية ساهمت من خلال ما وضعته من أدوات في دعم متطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودي، خاصة جهودها تعزيز متطلبات الإفصاح والالتزام به من طرف الشركات المدرجة وجهودها في توعية وتحسين رشادة المستثمر وإعلام الجمهور بهذا السوق وأهميته في دعم التنمية الاقتصادية بالمملكة.

نتائج الدراسة

بناء على الأهداف المحددة لهذه الدراسة وفي محاولة الإجابة على الإشكالية توصلنا إلى النتائج التالية:

النتائج العامة

- تعتمد الهيئات التنظيمية والرقابية على مجموعة من الأدوات من بينها الإفصاح، الرقابة على التداول، والرقابة على الشركات المرخصة والشركات المدرجة وبرامج توعية المستثمرين وباقي الأطراف المتعاملة في أسواق الأوراق المالية؛
- يؤدي الإفصاح عن المعلومات في وقتها المناسب إلى زيادة كفاءة وشفافية أسواق الأوراق المالية؛
- تؤدي الهيئات التنظيمية والرقابية دورا مهما في حماية المستثمرين وزيادة ثقتهم من خلال وضع لوائح تنظيمية وضمان الرقابة الجيدة في أسواق الأوراق المالية وزيادة الوعي الاستثماري.

نتائج الدراسة

- قلة عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر؛
- ضعف الجهاز الرقابي في السوق الرسمي ببورصة الجزائر مما أدى إلى عدم تطورها وقلة المستثمرين فيها؛
- تأثر السوق الرسمي ببورصة الجزائر بالأزمة المالية العالمية 2008 خاصة في سنتي 2009 و2010 حيث سجلت انخفاض في عدد الأسهم المتداولة والقيمة السوقية؛
- غياب أو نقص برامج توعية المستثمرين في السوق الرسمي ببورصة الجزائر؛

الخاتمة العامة

- رغم كل الإصلاحات التي قامت بها الجزائر إلا أنها مازالت تعاني كغيرها من عدة صعوبات تحول دون تحقيق الفعالية في تمويل الاقتصاد من بينها عدم وجود قواعد وثقافة بورصية فيها؛
- غياب الإفصاح والشفافية وعدم توفير معلومات مالية كافية تعزز ثقة المستثمرين بالبورصة وبالتالي ضعف كفاءة في أسواق الأوراق المالية؛
- ضعف الكفاءة المعلوماتية في السوق الرسمي ببورصة الجزائر؛
- سجل سوق الأسهم السعودي تحسنا وتطور خلال السنوات الأخيرة محل الدراسة من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة، قيمة التداول، عدد الأسهم المتداولة، وتسارع حجم التداول في أسهم الشركات المدرجة، وذلك رغم تأثره في فترة معينة بتداعيات الأزمة المالية العالمية؛
- تقوم هيئة السوق المالية في سوق الأسهم السعودي بتوفير الأدوات الرقابية الكافية من أجل تطوير السوق أكثر وزيادة كفاءته؛
- عرفت سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة تطور ملحوظ من ناحية القوانين التنفيذية واللوائح التنظيمية؛
- تحسن متطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة 2008-2016، رغم انخفاض ثقة المستثمرين في سوق الأسهم السعودي نتيجة التوتر والخوف من المخاطر بسبب رواج سوق الشائعات وغياب الشفافية والآثار المترتبة عليها، وخاصة بعد خسائر عام 2006 والأزمة المالية العالمية 2008؛
- في إطار حماية المستثمر تراجع عدد الشكاوى المقدمة في سوق الأسهم السعودي بداية من سنة 2006 إلى غاية 2009، في حين ارتفع عدد الشكاوى جدا في 2006 كنتيجة لانتهاء السوق والخسائر التي لحقت بالمستثمرين؛
- تقوم هيئة السوق المالية في سوق الأسهم السعودي بالقيام بتوفير الرقابة الكافية من أجل التطوير أكثر وزيادة الكفاءة وبالتالي ضعف مستوى التذبذب فيها.

اقتراحات الدراسة

على أساس النتائج التي توصلنا إليها، يمكن ذكر بعض الاقتراحات أو التوصيات في شكل نقاط أساسية والتي نراها ضرورية وذات صلة وثيقة بالموضوع محل الدراسة فيما يلي:

- استمرار البحوث التطبيقية للكشف عن التزام مدى الشركات المساهمة المدرجة بالإفصاح وتوافقه مع القوانين واللوائح التنظيمية، توفير وتفعيل شركات الوساطة المالية بهدف تقديم الخدمات للمستثمرين -خصوصا صغار المستثمرين- في أسواق الأوراق المالية لتحسين رشادة وسلوك هذه الفئة في اتخاذ قرار الاستثمار؛
- زيادة الوعي الاستثماري الذي يساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية؛
- زيادة أنظمة الرقابة على التداول من أجل زيادة ثقة المستثمرين وزيادة الشفافية والأمان في أسواق الأوراق المالية؛
- تنويع وزيادة الأدوات من طرف الهيئات التنظيمية والرقابية مما يساعد المستثمرين في عملية اختيار الاستثمار في الأوراق المالية، مما يساعد هذا في زيادة عدد المستثمرين في السوق المالية؛
- التحسين المستمر لمتطلبات الإفصاح المعلومات من طرف الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، وإتاحتها لجميع المستثمرين المتعاملين في أسواق الأوراق المالية؛
- تحسيس المستثمرين - خاصة الأفراد- بأهمية المعلومات المتاحة لديهم، المتعلقة بالشركات والسوق وأسعار أسهم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية، وهذا ما يساعد على تحسين كفاءة السوق المالية؛
- تعزيز الاستثمار المؤسسي نظرا لدوره في رفع كفاءة ونضج أسواق الأوراق المالية باعتباره يعتمد على معايير علمية وأكثر عقلانية، الأمر الذي يقلل من تأثير الأزمات المالية ويحمي السوق من المضاربين؛
- العمل أكثر على الإفصاح والشفافية في القوائم المالية للشركات المدرجة والمرخصة لسوق الأسهم السعودي لزيادة كفاءته؛
- العمل على نشر ثقافة السوق المالية داخل المجتمع الجزائري من خلال الدورات والزيادات الميدانية للجامعات والمدارس....؛

الخاتمة العامة

- تأهيل مناخ الاستثمار في الجزائر من خلال تحسين المحيط العام للاستثمار، للقضاء أو التخفيف على الأقل من عوائق الاستثمار خاصة انخفاض مستوى الشفافية في الإفصاح؛

آفاق الدراسة

لقد تناول هذا البحث موضوع: دور الهيئات التنظيمية والرقابية في دعم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة كل من سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر ومحالة الاستفادة من التجربة السعودية، ومعرفة مدى تحسن وتطور أسواقها المالية. ونظرا لاتساع هذا الموضوع فإنه لا يمكن الإحاطة بكل جوانبه، لتبقى هناك نقائص بسبب قلة المعلومات خاصة بالنسبة لبورصة الجزائر، ولذلك نقول أن هذا البحث يبقى مجرد نظرة أو بداية لبحوث أخرى تكون أكثر توسعا وتفصيلا، لذلك نقترح من بينهم ما يلي:

- مدى مساهمة الهيئات التنظيمية والرقابية في استقرار أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية؛
- دور الاستثمار المؤسسي في زيادة كفاءة الأسواق الأوراق المالية العربية.

قائمة المراجع

أولاً: الكتب

أ- باللغة العربية

- 1- آل شبيب دريد كمال، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2012.
- 2- أبو زيد محمد المبروك، التحليل المالي (شركات وأسواق مالية)، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2009.
- 3- أبو طربوش رائد محمود، أسرار الفوركس عمالات - أسهم - عقود مستقبلية، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 4- أندراوس عاطف وليم، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دون ذكر الطبعة، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2008.
- 5- التميمي أرشد فؤاد، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2010.
- 6- الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
- 7- الحناوي محمد صالح وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الإسكندرية، 2003.
- 8- الحناوي محمد صالح، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دون ذكر الطبعة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2005.
- 9- الحناوي محمد وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دون ذكر الطبعة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 10- الحناوي محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، دون ذكر الطبعة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2005.
- 11- الدسوقي إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة (المفاهيم الأساسية للاستثمار والبورصة المصرية والأمريكية)، دون ذكر الطبعة، الناشر دار النهضة العربية، 2000.

قائمة المراجع

- 12- الدوري مؤيد عبد الرحمان، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 13- الداغر محمود محمد، الأسواق المالية (مؤسسات ، أوراق ، بورصات)، الطبعة العربية الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 14- الدهراوي كمال الدين، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، دون ذكر الطبعة، جامعة بيروت العربية، 2001.
- 15- الزبيدي حمزة محمود، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الأوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
- 16- الصيرفي محمد، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2008.
- 17- السيد إبراهيم جابر، الإفصاح المالي أثره وأهميته في نمو الأعمال التجارية العربية داخل البلاد الأجنبية، الطبعة الأولى، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
- 18- السيد جودة صلاح، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.
- 19- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم صغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010.
- 20- الشواورة فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 21- العبد جلا إبراهيم، تحليل وتقييم الأوراق المالية (الاتجاهات الحديثة في أسواق المال والهندسة المالية)، الطبعة الأولى، دار الجامعية الإسكندرية، 2003.
- 22- الكفراوي عوف محمود، الرقابة المالية (النظرية والتطبيق)، الطبعة الثانية، مطبعة الانتصار لطباعة الأوفست، الإسكندرية، 2002.
- 23- الموسوي حيدر يونس، المصارف الإسلامية (أدائها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 24- حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.

قائمة المراجع

- 25- حسن السيسي صلاح الدين، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، الطبعة الأولى، عالم الكتب - نشر، توزيع، طباعة، 2003.
- 26- حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة)، الطبعة الأولى، دار الكندي، دون بلد النشر، 2002.
- 27- حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 28- حنفي عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات) ، دون ذكر الطبعة، الدار الجامعية طبع - نشر - توزيع، الإسكندرية، 2000.
- 29- حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار المالية في بورصة الأوراق المالية، دون ذكر الطبعة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2005.
- 30- حنفي عبد الغفار، الأسواق المالية (أسواق رأس المال - البورصات - البنوك - شركات الاستثمار)، دون ذكر الطبعة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2006.
- 31- حنفي عبد الغفار، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك، شركات تأمين، صناديق الاستثمار، بورصات)، دون ذكر الطبعة، مركز الاسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1997.
- 32- حنيني محمد وجيه، تحويل بورصة الأوراق المالية، دون ذكر الطبعة، دار النفائس للنشر والتوزيع، دون بلد النشر، 2009.
- 33- رمضان زياد، الأسواق المالية، دون ذكر الطبعة، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، 2008.
- 34- رمضان زياد، شموط مروان، الأسواق المالية، الطبعة الرابعة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2015.
- 35- ربابعة عبد الرؤوف، الحطاب سامي، تحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، أبوظبي - دبي - الشارقة فبراير/ 2006.
- 36- زويل محمود أمين، بورصة الأوراق المالية (موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها)، دون ذكر الطبعة، دار الوفاء لندنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
- 37- صبح محمود، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، الطبعة الثانية، دون بلد النشر، 1996.
- 38- شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، الطبعة الأولى، أطلس للنشر، دون بلد النشر، 1999.

قائمة المراجع

- 39- طه مصطفى كمال، بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2009.
- 40- عبد الحميد عبد المطلب، مبادئ وسياسات الاستثمار، الطبعة الأولى، الناشر الدار الجامعية الإسكندرية، 2010.
- 41- عبد الحميد نبيه نسرين، البورصة (ماهيتها- تاريخها- مستقبلها) ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، دون ذكر الطبعة، مكتب الجامعي الحديث، 2012.
- 42- قندوز عبد الكريم أحمد، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الأوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
- 43- كاكا مولا هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- 44- كويل بريان ، ترجمة باعتماد العامري خالد، التمويل المالي للأسهم، الطبعة العربية الأولى، دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، القاهرة، 2007.
- 45- لطفي أحمد، السيد أمين، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، دون ذكر الطبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 46- محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 47- مقابلة سهيل، كيف تستثمر بسوق الأسهم حالة سلطنة عمان، الطبعة الأولى، دون دار النشر، عمان، 2013.
- 48- ناجي جمال، مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل، الطبعة الأولى، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2012.
- 49- هندي منير إبراهيم، إدارة المنشآت المالية وأسواق المالية، دون ذكر الطبعة، منشأة المعارف الإسكندرية، 2006.
- 50- هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية - منشأة-، دون ذكر الطبعة، دار المعارف الإسكندرية، 1999.
- 51- هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دون ذكر الطبعة، منشأة المعارف الإسكندرية، 1999.

ب-الكتب باللغة الاجنبية

- 1- B. Jaquillat. B. Solnik, les Marchés Financier, gestion de porte feuille est des risques, 5 éme édition, Dunod, Paris, 2009
- 2- Casta, jean françois. Incertitude et comptabilité, encyclopédie de comptabilité contrôle de gestion et audit,paris :économica, 2000 .
- 3- Fama ,Eugene, Efficient capital markets: A review of Theory and empirical work, Journal of Finance, May 70,vol 25 Issue 2.
- 4- OECD : Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness Pries, France, 2005 .
- 5- Zvi bodie, et autres. finance, paris : Pearson éducation, 2 ème édition, 2007.

ثانيا:المذكرات

- 1- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006
- 2- بومدين نورين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بو علي بالشلف- الجزائر، 2015.
- 3- بن رحمون سليم، تكيف القوائم المالية في المؤسسات الجزائرية وفق النظام المالي المحاسبي الجديد (دراسة حالة المطاحن الكبرى للجنوب - بسكرة-)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013.
- 4- بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية - دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 الى غاية ديسمبر 2010 - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2012.
- 5- بن فرج زوينة، المخطط المحاسبي البنكي بين المرجعية النظرية وتحديات التطبيق، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس- سطيف-، 2014.

قائمة المراجع

- 6- الشلتوني فايز زهدي، مدى دلالة القوائم المالية كأداة للإفصاح عن المعلومات الضرورية اللازمة لمستخدمي القوائم المالية دراسة تطبيقية للقوائم المالية المنشورة للمصارف الفلسطينية، رسالة مقدمة لقسم المحاسبة والتمويل بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية بغزة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل ، 2005.
- 7- الطلاع حمادة أحمد، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، قسم الاقتصاد، جامعة الأزهر - غزة-فلسطين، 2010.
- 8- صاطوري جودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة الدكتوراه، المدرسة العليا لتجارة، 2006.
- 9- صايفي عمار، محددات الاستثمار المحافظي وأثاره على أسواق الأوراق المالية (دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن شهادة نيل الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، 2009.
- 10- طه سمور نبيل خليل، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا" ، رسالة ماجستير، غير منشورة، غزة: الجامعة الإسلامية ، تخصص: إدارة الأعمال، غزة الجامعة الإسلامية، 2007.
- 11- عبد الحليم سعد، محاولة تقييم إفصاح القوائم المالية في ظل تطبيق النظام المحاسبي المالي (دراسة عينة من المؤسسات)، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية تخصص: محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، 2015.
- 12- عبدي نعيمة، دور آليات الرقابة في تفعيل حوكمة المؤسسات-دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة: كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، (2009).

قائمة المراجع

- 13- لايقة رولا كاسر، القياس والافصاح المحاسبي في القوائم المالية للمصارف ودورها في ترشيد قرارات الاستثمار (دراسة تطبيقية على المديرية العامة للمصرف التجاري السوري)، بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في المحاسبة المصرفية، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، سوريا، 2007.
- 14- مداني أحمد، أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية. حالة الأسواق الناشئة. أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف، 2014.
- 15- مسعودي حسام، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2009، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة نيل الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة- 2012.
- 16- هولي رشيد، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري- قسنطينة - 2011.

ثالثاً: المؤتمرات

- 1- آل شبيب، دريد الجبوري، عبد الرحمن، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي (حالة شركة وورلدكم الأمريكية (WORLD COM))، المؤتمر العلمي الرابع: استراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا الأردن، 15-16/2005، متوفر على الرابط: [://www.philadelphia.edu.jo](http://www.philadelphia.edu.jo)
- 2- البريري أحمد، صالح، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة، جامعة الامارات العربية المتحدة: المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، 6-8 مارس 2006.
- 3- فلاح العرود شاهر، اثر الملاعة المالية على القيمة السوقية لسعر السهم في البنوك التجارية الأردن، المؤتمر الدولي التاسع (الوضع الاقتصادي العربي وخيارات المستقبل)، جامعة القصيم، كلية الاقتصاد والإدارة قسم المحاسبة، المملكة العربية السعودية، دون سنة النشر.

قائمة المراجع

4- وّاد خليل عطا الله، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية، المؤتمر العلمي الرابع: استراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا الأردن، 15-16/2005، متوفر على الرابط: [http:// www.philadelphia.edu.jo](http://www.philadelphia.edu.jo)) تاريخ المعاينة : 20/03/2018.

رابعاً: الملتقيات

1- صديقي مسعود، صديقي فؤاد، انعكاس النظام المحاسبي (SCF) على سياسات الإفصاح في الجزائر، الملتقى الوطني حول واقع وأفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الوادي، يومي 05-06/2013.

2- شاهين ياسر، دور الوعي الاستثماري في كفاءة واستقرار الأسواق المالية" سوق فلسطين للأوراق المالية عقد من الصمود والإنجاز والتحدي"، الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، 2007/9

3- عثمانى الحسين، شعابنية سعاد، النظام المالي المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر، الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والاداري يومي 06-07 ماي 2012.

خامساً: المجلات

1- إضاءات مالية ومصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، دولة الكويت- ، السلسلة الخامسة- العدد9، أبريل2013.

2- بن حاسين بن أعمر وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013.

3- بن سمينة عزيزة، طبني مريم، دور الإفصاح المحاسبي والشفافية في تفعيل بورصة الجزائر، مجلة تاريخ العلوم، جامعة بسكرة، العدد السابع-مارس 2017.

5- دحماني نور الهدى ، دور سوق الاوراق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات- العدد السابع وثلاثون (01)- شرين الأول 2015.

قائمة المراجع

- 6- ربابعة عبد الرؤوف ، الحطاب سامي ، تحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، أبوظبي- دبي- الشارقة فبراير/2006.
- 7- صالح مفتاح، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 07/2009-2010.
- 8- شقيق عيسى، أزغار يحي، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 07-2016.
- 9- شوشان خديجة، الرقابة على المخالفات الشرعية للتداول في بورصة الوراق المالية: أنظمة الرقابة الالكترونية نموذجا -دراسة حالة السوق المالية السعودية-، مجلة " الأبحاث الاقتصادية" لجامعة البليدة2- العدد 10 (جوان 2014).
- 10- ظاهر القشي، الخطيب حازم ، الحاكمية المؤسسية بين المفهوم وإمكانية تطبيقها على أرض الواقع في الشركات المدرجة في الأسواق المالية، مجلة اربد للبحوث العلمية، المجلد العاشر، العدد الأول، 2006 ، jps-dir.com/Forum/uploads/1119/CoGov.doc ، (2018/04/15).
- 11- مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية -دراسة تحليلية لبورصة الجزائر- ، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية ، جامعة البليدة، 2012.

سادسا: التقارير

أ-باللغة العربية:

- 1- الأردن، هيئة الأوراق المالية، متوفر على الموقع الالكتروني:
http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx?Lang=1&Page_Id=158&Menu_ID=156&site_id=2
تاريخ المعاينة (2018-03-24).
- 2- الأردن، هيئة الأوراق المالية، استراتيجية تشجيع الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية الأردنية ، متوفر على الموقع الالكتروني:
http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx?Site_ID=2&Page_ID=859&Lang=1&Menu_ID2=12
(تاريخ المعاينة: 2018-03-09).

قائمة المراجع

- 3- الإمارات العربية المتحدة، هيئة الأوراق المالية والسلع، تعريف بالهيئة، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.sca.gov.ae/Arabic/sca/Pages/default.aspx> (تاريخ المعاينة 2017/11/09).
- 4- الإمارات العربية المتحدة، سوق دبي المالي، حقوق وواجبات المستثمرين في سوق دبي المالي، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.dfm.ae/docs/default-source/guides/dfm-investors-rights-and-responsibilities.pdf?sfvrsn=8> (تاريخ المعاينة: 2018-03-09).
- 5- اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، الخطة الاستراتيجية لاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية 2016-2020، http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2016/04/Strategic-Plan-Arabic_Final.pdf، تاريخ المعاينة (2018-03-26).
- 6- اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، دبي - الإمارات العربية المتحدة، علاقة هيئات الرقابة العربية بالجهات الخاضعة لرقابتها من مؤسسات سوق رأس المال، كانون الثاني/يناير 2016.
- 7- بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141> (تاريخ المعاينة 2018-02-18).
- 8- السعودية، هيئة السوق المالية "إفصاح الشركات المدرجة في السوق المالية"، نقلا عن الموقع الإلكتروني: <http://www.cma.org.sa/cma.ar/subpage.aspx?secureno=271&mirrorrd=182&erno=271> (تاريخ المعاينة: 2018/04/10).
- 9- السعودية، هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2012، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://cma.org.sa/AboutCMA/AnnualReport/Pages/default.aspx> (تاريخ المعاينة 2018-03-03).
- 10- السعودية، هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2016، ص: 20، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://cma.org.sa/AboutCMA/AnnualReport/Pages/default.aspx> (تاريخ المعاينة 2018-02-27).

قائمة المراجع

- 11- السعودية، هيئة السوق المالية، " المخالفات وشكاوي المستثمرين " ، متوفر على الموقع الالكتروني:
Http://www.cma.org..sa/cma-ar/subpage.secerno=271mirrorid=182&serno=271
(تاريخ المعاينة:13-03-2018).
- 10-هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، التقرير السنوي، 2016.
- 12- الجزائر، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2010. متوفر على الموقع الالكتروني : <http://www.sgbv.dz/?page=rapport&rap=4&lang=fr>
- 13- الجزائر، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2016، متوفر على الموقع الالكتروني: <http://www.sgbv.dz/?page=rapport&rap=4&lang=fr>
- 14- موقع بورصة الجزائر، الاجتماع السنوي الثاني عشر اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية.
- 15- مصر، الهيئة العامة للرقابة المالية، قرار رقم 14 لسنة 2017 بشأن معايير الملائمة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وفقا لأخر تعديل بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، متوفر على الموقع الالكتروني: <https://www.mostsharak.com/> معايير-الملاءة-المالية-للشركات-
العام

ب-باللغة الفرنسية:

- 1- Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, **RAPPORT ANNUEL 2016**,p66 , site web : <http://www.cosob.org/rapports-annuels/> (consultation date16/04 /2018)

سابعاً: المواقع الالكترونية

أ-باللغة العربية

- 1- أبو داهش عبدالوهاب بن سعيد ، ثلاثة عوامل طاردة لسوق الأسهم المحلية، جريدة الرياض ، الرياض الاقتصادي، 15 ديسمبر 2014م - العدد 16975 ، الموقع الالكتروني <http://www.alriyadh.com/1003700> تاريخ المعاينة (29-04-2018).
- 2- جريدة العرب الاقتصادية الدولية، غياب الاستثمار المؤسسي في سوق الأسهم السعودي جلب خسائر للمستثمرين الأفراد. الموقع الالكتروني http://www.aleqt.com/2010/03/25/article_368850.html تاريخ المعاينة (29-04-2018).

قائمة المراجع

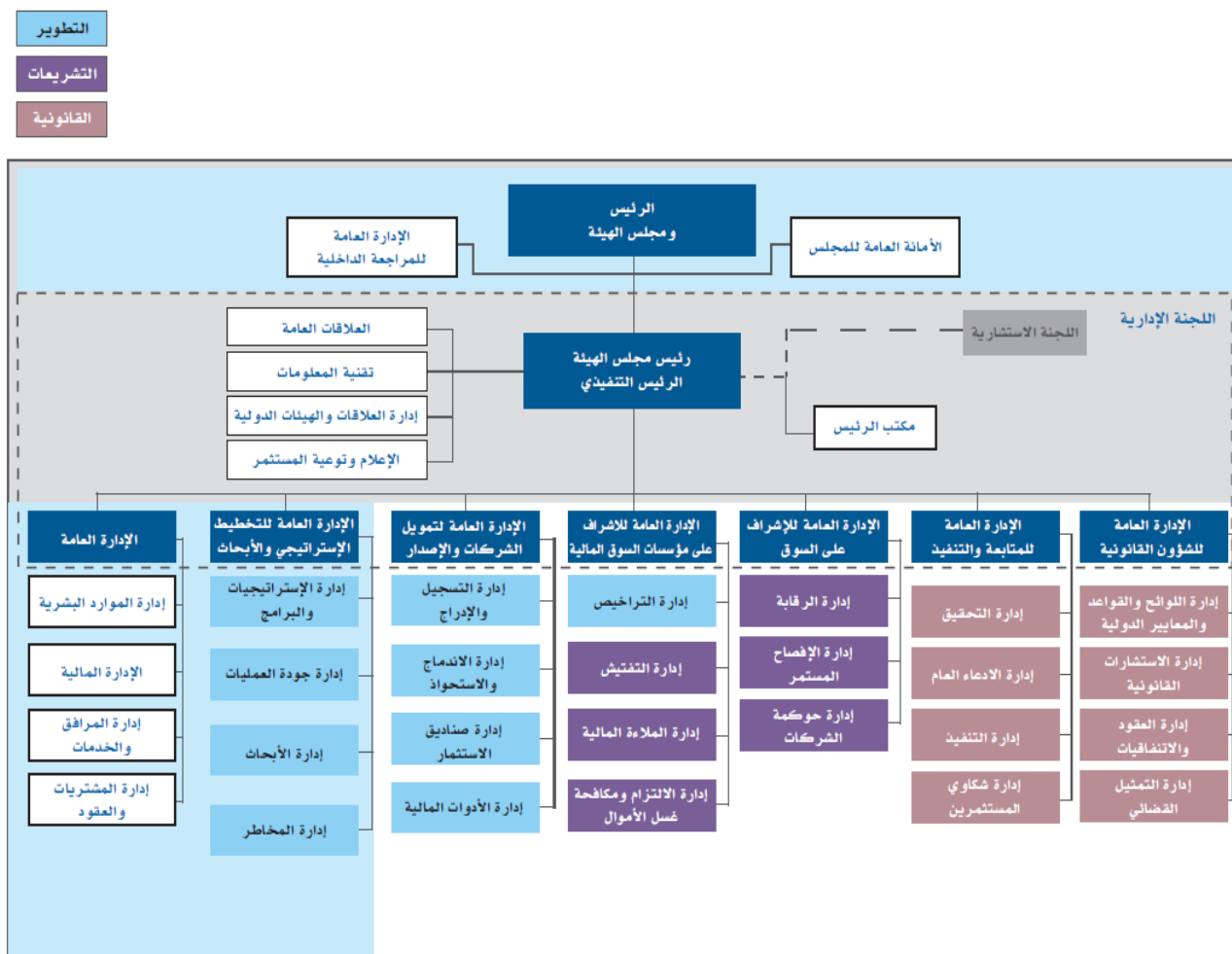
- 3- دبله فاتح، بن عيشي بشير، حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء الأسواق، جامعة الملك خالد: www.kku.edu.sa/.../دبله%20فاتح%20د%20د%20بن%20عيشي%20بشير.doc.
- 4- دور شفافية المعلومات تجاه إعادة الثقة لصغار المستثمرين في سوق الأوراق المالية السعودي (بال تطبيق على منطقة عسير)، www.kku.edu.sa/conferences/ssefp/researches/الدكتور%20HFH، حسام. (تاريخ المعاينة: 2018/04/15)
- 5- مصر، الهيئة العامة للرقابة المالية، قرار رقم 14 لسنة 2017 بشأن معايير الملائمة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وفقا لأخر تعديل بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، متوفر على الموقع الإلكتروني: www.mostsharak.com/ معايير-الملاءة-المالية-للشركات-العام/ تاريخ المعاينة (2018-04-20).
- ب-باللغة الاجنبية:

- 1- Définition de Risque - Lexique de finance.
http://vernimmen.net/html/glossaire/definition_risque.html (date de consultation : 18/03/2018)
- 2- European Union, European Securities and Markets Authority, WHO WE ARE , web site:
<http://www.esma.europa.eu/page/esma-short>(consultation date23-03-2018).
- 3- U.S. Securities and Exchange Commission , What We Do, web site:
<https://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> (consultation date 27/03 /2018)

الملاحق

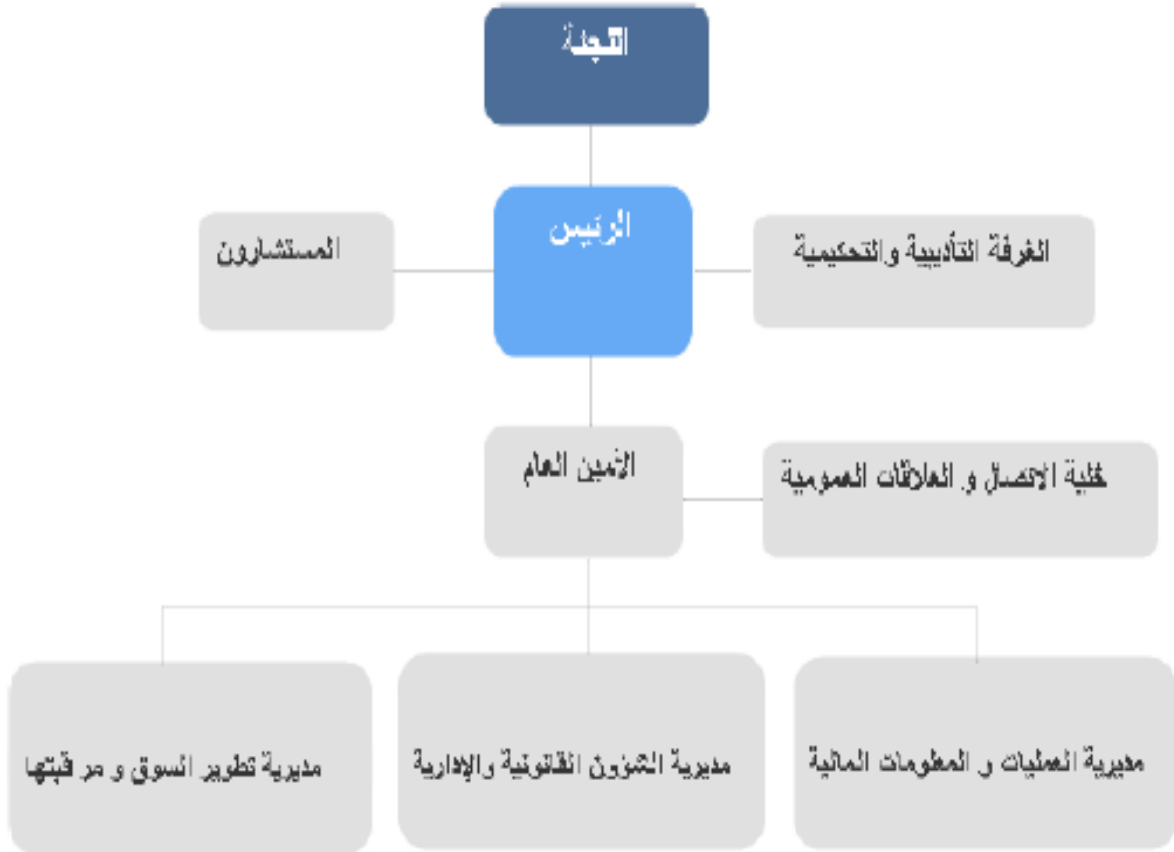
الملحق رقم (03-01): الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالية

الهيكل التنظيمي



الملاحق

الملحق رقم (02-03): الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ومكونات بورصة الجزائر



الملاحق

الملحق رقم (03-03): متطلبات الإفصاح الشركات المدرجة وفقا للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

الرئيسية << السوق الرسمي >> تقديم الشركات المدرجة

الشركات المتداولة

| التفاصيل | النوع | اسم الشركة | الرمز |
|----------|---------------|------------------|-------|
| التفاصيل | سند رأس المال | م.ت.ف. الأوراسي | AUR |
| التفاصيل | سند رأس المال | اليانس للتأمينات | ALL |
| التفاصيل | سند رأس المال | أن سي أ روية | ROU |
| التفاصيل | سند رأس المال | بيوفارم | BIO |
| التفاصيل | سند رأس المال | صيدال | SAI |

Le tableau ci-dessous présente quelques indicateurs relatifs aux sociétés cotées.

Indicateurs financiers des émetteurs de titres de capital en dinars

U : DA

| Société | Année | Total actif | Chiffre d'affaires | Valeur ajoutée | Résultat net | Dividende par action |
|---------------------|-------|----------------|--------------------|----------------|---------------|----------------------|
| Groupe SAIDAL | 2015 | 34 921 900 820 | 9 984 043 757 | 5 505 373 029 | 1 143 817 990 | 40 |
| | 2014 | 31 587 704 405 | 9 789 025 905 | 6 003 372 362 | 1 477 751 553 | 40 |
| EGH AURASSI | 2015 | 12 022 764 900 | 2 870 799 525 | 2 278 814 259 | 609 333 773 | 40 |
| | 2014 | 12 028 027 380 | 3 073 721 262 | 2 464 105 189 | 738 097 350 | 30 |
| Alliance Assurances | 2015 | 4 200 085 875 | 4 431 359 330 | 2 265 230 140 | 363 021 284 | 35 |
| | 2014 | 7 358 539 403 | 4 427 170 545 | 1 860 262 437 | 232 934 937 | 35 |
| NCA Rouiba | 2015 | 8 340 204 758 | 7 490 167 433 | 1 879 445 417 | 310 853 613 | 15 |
| | 2014 | 7 209 6744 95 | 7 053 727 818 | 1 856 881 382 | 310 853 613 | 12 |
| Biopharm spa | 2015 | 38 195 806 244 | 51 042 777 621 | 8 091 694 916 | 4 453 571 856 | 55 |
| | 2014 | 32 617 332 282 | 48 943 049 070 | 6 248 318 071 | 3 854 368 188 | - |

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة الأسس النظرية للأسواق الأوراق المالية التي تعتبر محرك من المحركات الرئيسية لدعم النمو الاقتصادي، وكذلك معرفة دور الهيئات التنظيمية والرقابية في دعمها لمتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية. من خلال توفير مجموعة الأدوات من بينها إلزام جميع الأطراف بالإفصاح عن المعلومات في وقتها المناسب، الرقابة على التداول من أجل حماية المستثمرين، وبرامج التوعية التي تساهم في زيادة الوعي الاستثماري.

لتحقيق هدف الدراسة تم اختيار السوق الرسمي ببورصة الجزائر وسوق الأسهم السعودي لمعرفة جهود كل هيئة في توفير الأدوات اللازمة للرقابة على أسواق الأوراق المالية وزيادة كفاءتها، وأخيرا توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها ان الإفصاح يؤدي إلى زيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية والرقابة على التداول تعمل على زيادة ثقة وحماية المستثمرين.

الكلمات المفتاحية: أسواق الأوراق المالية؛ كفاءة أسواق الأوراق المالية؛ الهيئات التنظيمية والرقابية؛ السوق الرسمي ببورصة الجزائر؛ سوق الأسهم السعودي.

Abstract

This study aimed at knowing the theoretical foundations of stock markets ,which are considered the engine of the main engines to support economic growth, as well as the role of regulatory and supervisory authority in supporting the requirements of the efficiency of stock markets. Through the provision of a set of tools, including the obligation of all parties to disclose information in a timely manner, control of trading in order to protect investors, and awareness programs that contribute to increase investment awareness.

To achieve the objective of the study, we was selected The official market in the bourse of Algeria and the Saudi stock market, to know the efforts of each body in providing tools to control the stock markets and increase efficiency, finally, the study concluded that disclosure would increase the efficiency of stock markets Trading controls increase confidence and protect investors.

Keywords: securities markets ؛ securities market efficiency ؛ regulatory and supervisory authority ؛ official stock market of Algeria؛ Saudi stock market.