

الرقم التسلسلي: .....

رقم التسجيل: D../.../..

### أطروحة

### مقدمة لنيل شهادة

دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تخصص: الأسواق المالية والبورصات

### العنوان:

أثر تطبيق الإفصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية

- دراسة مجموعة من الدول النامية -

من إعداد:

بن لحضر مسعودة

تاريخ المناقشة: ...../...../.....

أمام لجنة المناقشة المكونة من السادة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	المؤسسة	الصفة
بلعجوز حسين	أستاذ التعليم العالي	جامعة المسيلة	رئيسا
سعودي بلقاسم	أستاذ التعليم العالي	جامعة المسيلة	مشرقا و مقررا
قمان مصطفي	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المسيلة	ممتحنا
شلاي عبد القادر	أستاذ محاضر "أ"	جامعة البويرة	ممتحنا
حفيظ عبد الحميد	أستاذ محاضر "أ"	جامعة تبسة	ممتحنا
بومعروف الياس	أستاذ محاضر "أ"	جامعة سطيف 01	ممتحنا



# كلمة شكر

الحمد لله كثير اطيبا مباركا فيه كما يليق بجلال وجهه وعظيم شأنه

وشكره جل وعلا على حسن توقيه وجميل صنيعه

بأن وقفنا إلى إنحبا هذا العمل المتواضع

كما أتقدم بالشكر والعرفان إلى الأستاذ المشرف سعودي بلقاسم

الذي قدم لي العون وتحمل عناء الإشراف والتوجيه

وأتمنى له—————التوفيق

إلى كل من وقف إلى حبابي عندما ضللت الطريق وتقدم لي يد المساعدة

وزودني بالمعلومات اللازمة لإتمام هذا البحث

وشكرا

**بن لخصر سعودة.**

# إهداء

أهدي ثمرة جهدي المتواضع إلى:

روح والدي العنابي رحمه الله واسكنه فسيح جناته وجعله بصحبة الحبيب المصطفى في الفردوس الأعلى آمين  
والى مترة عميني وأعلى ما أملك في هذه الدنيا أُمى العزيرة أطل الله في عمرها وحفظها لئلا ورعاها

والى من دعمني وساندني في هذه الدنيا اخوتي والى جميع عائلتي

والى جميع الأصهار دون تفضيل والى جميع الأساتذة الذين دعوني والزلاء

والى كل من لم تحمل اسمي لمذكرتي ولم تنساهم ذكرتي

**بن لخصر مسعود.**



الصفحة	الموضوع
-	الملخص
III-I	فهرس المحتويات
V-IV	فهرس الجداول والأشكال
IV	فهرس الملاحق
أ - د	المقدمة
52-1	<b>الفصل الأول: مدخل نظري لكفاءة سوق الأوراق المالية</b>
02	تمهيد:
03	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
03	المطلب الأول: مفهوم وتطور سوق الأوراق المالية
09	المطلب الثاني: تقسيمات سوق الأوراق المالية
11	المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
24	المطلب الرابع: تنظيم عمليات سوق الأوراق المالية
33	المبحث الثاني: أساسيات كفاءة سوق الأوراق المالية
33	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
35	المطلب الثاني: شروط السوق الكفاء
36	المطلب الثالث: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية
37	المطلب الرابع: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
39	المبحث الثالث: النماذج التحليلية لفرضية كفاءة سوق الأوراق المالية
39	المطلب الأول: نظرية الكفاءة ونموذج السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية
40	المطلب الثاني: صيغ الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية
43	المطلب الثالث: أساليب قياس كفاءة سوق الأوراق المالية
44	المبحث الرابع: علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالتحليل الفني والأساسي
44	المطلب الأول: التحليل الفني
46	المطلب الثاني: التحليل الأساسي
47	المطلب الثالث: العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية ومدخلي التحليل الفني والأساسي
48	المطلب الرابع: استراتيجيات كفاءة سوق الأوراق المالية
52	خلاصة الفصل الأول
97-54	<b>الفصل الثاني: الإفصاح المحاسبي والشفافية في ظل المعايير المحاسبية الدولية</b>
54	تمهيد:
55	المبحث الأول: إعداد وعرض المعلومات المحاسبية بالكشوف المالية
55	المطلب الأول: المعلومات المحاسبية
58	المطلب الثاني: مفهوم الكشوف المالية ومستخدميها

61	المطلب الثالث: أهداف الكشف المالية
62	المطلب الرابع: المحتوى المعلوماتي للكشوف المالية
67	<b>المبحث الثاني: الأسس التنظيمية لمعايير المحاسبة الدولية</b>
67	المطلب الأول: مفهوم ونشأة المعايير المحاسبية الدولية
70	المطلب الثاني: خصائص المعايير المحاسبية الدولية وأهميتها
72	المطلب الثالث: دوافع إصدار المعايير المحاسبية الدولية
73	المطلب الرابع: مداخل إصدار المعايير المحاسبية الدولية
74	<b>المبحث الثالث: ماهية الإفصاح المحاسبي</b>
74	المطلب الأول: مفهوم الإفصاح المحاسبي
78	المطلب الثاني: أهمية الإفصاح المحاسبي
83	المطلب الثالث: أنواع الإفصاح المحاسبي
86	المطلب الرابع: متطلبات الإفصاح المحاسبي
87	المطلب الخامس: نماذج قياس الإفصاح المحاسبي
89	<b>المبحث الرابع:</b>
89	المطلب الأول: مفهوم الشفافية ونشأتها
90	المطلب الثاني: مبادئ الشفافية ومبادئها
93	المطلب الثالث: عناصر الشفافية - شروطها - أبعادها
95	المطلب الرابع: علاقة الإفصاح المحاسبي بالشفافية
97	خلاصة الفصل الثاني
125-99	<b>الفصل الثالث: الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية</b>
99	<b>تمهيد:</b>
100	<b>المبحث الأول: المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية</b>
100	المطلب الأول: أهمية المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية
101	المطلب الثاني: علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية
104	المطلب الثالث: طبيعة التداخل بين المعلومات المحاسبية والصيغ الثلاث لكفاءة سوق الأوراق المالية
105	المطلب الرابع: نماذج قياس المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية
107	<b>المبحث الثاني: متطلبات الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية</b>
107	المطلب الأول: أهمية الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية
112	المطلب الثاني: أنواع الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية
115	المطلب الثالث: وسائل الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية
118	<b>المبحث الثالث: الإفصاح المحاسبي في مواجهة مشكلة عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية</b>
118	المطلب الأول: مشكلة عدم تماثل المعلومات
121	المطلب الثاني: أثر مشكلة عدم تماثل المعلومات على سوق الأوراق المالية
123	المطلب الثالث: دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات

## فهرس المحتويات

125	خلاصة الفصل الثالث
-127 178	الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لأثر الإفصاح المحاسبي على كفاءة سوق الأوراق المالية لمجموعة من الدول النامية
127	تمهيد:
128	المبحث الأول: لمحة حول الإفصاح المحاسبي في البورصات محل الدراسة
128	المطلب الأول: واقع الإفصاح المحاسبي في سوق الأسهم السعودي
132	المطلب الثاني: واقع الإفصاح المحاسبي في بورصة الأردن.
137	المطلب الثالث: واقع الإفصاح المحاسبي في بورصة مصر
140	المطلب الرابع: واقع الإفصاح المحاسبي في بورصة الجزائر
148	المبحث الثاني: اختبار تأثير المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لبورصات الدراسة
148	المطلب الأول: تقديم عام للدراسة الاختبارية
152	المطلب الثاني: عرض وتحليل البيانات
167	المطلب الثالث: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج
170	المبحث الثالث: قياس كفاءة البورصات محل الدراسة قبل وبعد الإفصاح المحاسبي
170	المطلب الأول: تقديم عام لأسلوب دراسة الحدث
172	المطلب الثاني: قياس العائد غير العادي قبل وبعد الإفصاح عن الكشوف المالية للبورصات محل الدراسة
176	المطلب الثالث: اختبار فرضيات الدراسة وتفسير النتائج
178	خلاصة الفصل الرابع
180	خاتمة
186	قائمة المراجع
-	الملاحق

## قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
66	تطور معايير المحاسبة الدولية حسب التسلسل الزمني إلى غاية 2008	1-2
81	طرق الإفصاح المحاسبي العامة	2-2
151	مجتمع وعينة الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة	1-4
152	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد " بورصة السعودية"	2-4
153	تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير <i>LX5</i>	3-4
153	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير <i>LX2</i>	4-4
154	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير <i>LX3</i>	5-4
154	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير <i>LX1</i>	6-4
155	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير <i>LX4</i>	7-4
155	نتائج إعادة تقدير نموذج الانحدار المتعدد	8-4
156	اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	9-4
157	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد "بورصة الأردن"	10-4
158	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير <i>LX4</i>	11-4
158	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير <i>LX1</i>	12-4
159	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير <i>LX6</i>	13-4
159	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير <i>LX3</i>	14-4
160	اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	15-4
161	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد "بورصة مصر"	16-4
162	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير <i>LX3</i>	17-4
162	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير <i>LX2</i>	18-4
163	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير <i>LX5</i>	19-4
163	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير <i>LX1</i>	20-4
164	نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير <i>LX6</i>	21-4
164	نتائج إعادة تقدير نموذج الانحدار المتعدد	22-4
165	اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	23-4
174	قياس العائد غير العادي " بورصة السعودية"	24-4
174	قياس العائد غير العادي " بورصة الأردن"	25-4
175	قياس العائد غير العادي " بورصة مصر"	26-4
176	قياس العائد غير العادي " بورصة الجزائر"	27-4

## قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
11	أقسام سوق الأوراق المالية	1-1
66	الكشوف المالية	2-2
110	الإفصاح المطلوب من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية	1-3
111	الإطار التشريعي المنظم لعمليات الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية	2-3
112	الالتزام بالإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية	3-3
120	أنواع عدم تماثل المعلومات	4-3
124	دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية	5-3
151	متغيرات الدراسة	1-4
156	مقارنة السلسلتين الأصلية والمقدرة لـ <i>Ly</i> " بورصة السعودية "	2-4
156	اختبار استقرارية النموذج باستخدام اختبار <i>CUSUM of squars</i> " بورصة السعودية "	3-4
160	مقارنة السلسلتين الأصلية والمقدرة لـ <i>Ly</i> " بورصة الأردن "	4-4
161	نتيجة اختبار استقرارية النموذج باستخدام اختبار <i>CUSUM</i> " بورصة الأردن "	5-4
166	مقارنة السلسلتين الأصلية والمقدرة لـ <i>Ly</i> " بورصة مصر "	6-4
166	نتيجة اختبار استقرارية النموذج باستخدام اختبار <i>CUSUM</i> " بورصة مصر "	7-4
171	الخط الزمني لدراسة الحدث	8-4
172	متوسط العائد غير العادي في فترة الحدث	9-4

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	متغيرات الدراسة لبورصة السعودية سنة 2018
02	متغيرات الدراسة لبورصة الأردن سنة 2018
03	متغيرات الدراسة لبورصة مصر سنة 2018
04	نتائج الدراسة الاختبارية لبورصة السعودية
05	نتائج الدراسة الاختبارية لبورصة الأردن
06	نتائج الدراسة الاختبارية لبورصة مصر
07	نتائج الدراسة الحديثة لبورصة السعودية
08	نتائج الدراسة الحديثة لبورصة الأردن
09	نتائج الدراسة الحديثة لبورصة مصر
10	نتائج الدراسة الحديثة لبورصة الجزائر
11	العائد غير العادي قبل وبعد الإفصاح عن الكشوف المالية لبورصة السعودية
12	العائد غير العادي قبل وبعد الإفصاح عن الكشوف المالية لبورصة الأردن
13	العائد غير العادي قبل وبعد الإفصاح عن الكشوف المالية لبورصة مصر
14	العائد غير العادي قبل وبعد الإفصاح عن الكشوف المالية لبورصة الجزائر

# المقدمة

يعد موضوع الأسواق المالية من الموضوعات التي تحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، لما لها من دور في نقل الأرصدة النقدية من الوحدات ذا الفائض إلى الوحدات ذات العجز، ومنه فهي تساهم في تفعيل الاستثمار من خلال تعبئة الادخار الذي يتم استثماره ومن ثم تحقيق التنمية الاقتصادية.

وبالرغم من التطورات العديدة و المتسارعة التي شهدتها الأسواق المالية، ظل التركيز على مدى كفاءة هذه الأسواق في أداء مهمتها وتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة للاستثمار، فالسوق الكفء هو السوق الذي تستجيب فيه أسعار الأوراق المالية للمعلومات الجديدة بسرعة كبيرة سواء تمثلت تلك المعلومات في الكشوف المالية أو في السجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من المعلومات التي تؤثر في القيمة السوقية للسهم، حيث تكون القيمة السوقية للسهم هي القيمة الحقيقية ولا يمكن تحقيق الكفاءة في الأسواق المالية إلا إذا توفرت المعلومات الكافية والملائمة التي تعمل على التقييم الحقيقي للأوراق المالية المتداولة والتي تسهل على المستثمر اتخاذ القرار الاستثماري، ومنه ترتبط كفاءة سوق الأوراق المالية بكفاءة تدفق المعلومات خاصة المعلومات المحاسبية وذلك بالشكل الذي يضمن الشفافية والسرعة في وصول المعلومة لجميع المتعاملين في السوق المالي.

لذلك تعتبر المعلومات المحاسبية من أهم المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في الأسواق المالية، وأي خلل في هذه المعلومات يؤدي إلى انخفاض في كفاءة الأسواق المالية، وبالتالي ينعكس على ردة فعل السوق استجابة لهذه المعلومات على شكل تغير في سعر السهم، ولكي تكون هذه المعلومات مفيدة وذات محتوى معلوماتي ملائم يجب أن يتم الإفصاح عنها عند الحاجة وفي التوقيت الملائم.

حيث يعد الإفصاح المحاسبي أحد أهم المؤشرات التي تبرز نتائج أعمال الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في الأسواق المالية، فهو يعمل على تقديم معلومات ملائمة لتلك الشركات. إلا أن عملية الإفصاح قد تأثرت بالعديد من المتغيرات خلال العقد الأخيرين على رأسها تكامل الأسواق المالية حول العالم، وانهايار العديد من الشركات الأمريكية العملاقة والرائدة عالمياً، و تواطؤ كبريات مكاتب المراجعة بالإضافة لانعكاسات الأزمة المالية 2008، فظهور مثل هذه المستجدات يفرض على الإدارة الإفصاح عن كشوفها المالية بشكل دقيق .

وعلى هذا الأساس اهتمت الدول النامية بإنشاء بورصات للأوراق المالية وتطويرها من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية، ومن بين هذه الأسواق بورصة الأردن، مصر، السعودية والجزائر، و بالرغم من الجهود التي بذلتها هذه البلدان لتطوير نظامها المالي بدرجات متفاوتة، إلا أن طبيعة الشركات المدرجة وهشاشة أنظمتها المحاسبية من حيث الإفصاح والشفافية عن المعلومات ساهمت بشكل كبير في عرقلة سير الأسواق المالية، مما دفع هذه الأسواق لإيجاد توافق بين المعايير المعمول بها محلياً ودولياً، ومن ثم إبراز

أهمية الإفصاح الحاسبي عن المعلومات و البيانات المنشورة، وهذا ما يشترط أن تكون المعلومات المقدمة من قبل الشركات المدرجة ملائمة و ذات مصداقية، لكي تعكس مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية.

### ➤ الإشكالية:

انطلاقاً من المعوقات التي تواجهها أسواق الدول النامية وعلى وجه الخصوص النقص الشديد في المعلومات المحاسبية المتاحة للمستثمرين، وغياب الشفافية و الإفصاح المحاسبي والتي تحول دون كفاءة سوق الأوراق المالية النامية، وعليه اختصت المشكلة البحثية بشكل أساسي في الآتي:

**ما أثر تطبيق الإفصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية؟**

### ➤ التساؤلات:

- هل تؤثر المعلومة الواردة في القوائم المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات محل الدراسة؟
- هل يوجد تأثير للمعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم في يوم الإفصاح عن الكشوف المالية؟
- هل تنعكس المعلومات المتعلقة بنشر الكشوف المالية لحظياً على أسعار الأسهم؟

### ➤ فرضيات الدراسة:

في ضوء الإشكالية المطروحة تمت صياغة الفرضيات التالية:

#### الفرضية الرئيسية الأولى:

- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للمعلومات المحاسبية على القيمة السوقية للأسهم.
- ويمكن تجزئة هذه الفرضية إلى خمس فرضيات فرعية وهي:
- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول على القيمة السوقية للأسهم؛
- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول على القيمة السوقية للأسهم؛
- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة المديونية على القيمة السوقية للأسهم؛
- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمعدل الربحية على القيمة السوقية للأسهم؛
- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنصيب السهم من توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للأسهم؛
- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتدفقات النقدية على القيمة السوقية للأسهم.

#### الفرضية الرئيسية الثانية:

- إن مجموع العوائد غير العادية يوم الإفصاح عن الكشوف المالية يختلف عن الصفر.

#### الفرضية الرئيسية الثالثة:

- لا تستجيب أسعار الأسهم بسرعة للمعلومات المتعلقة بنشر الكشوف المالية.

### ➤ نموذج الدراسة:

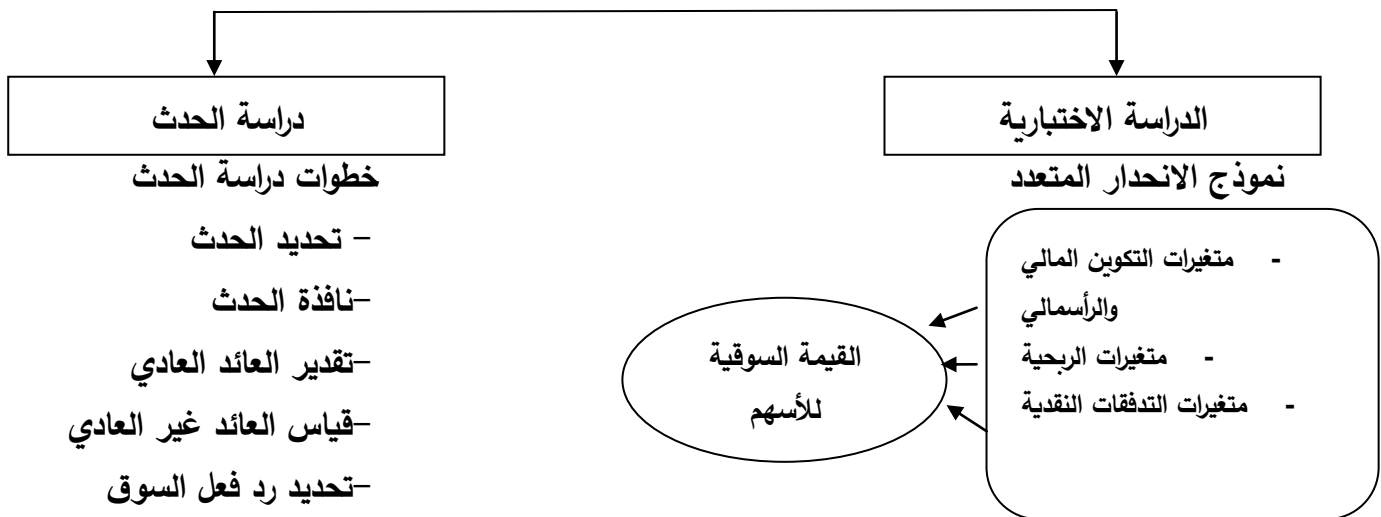
يوضح الشكل رقم (1) نموذج البحث و المصمم كالتالي:

- أهمية الدراسة: تنبع أهمية هذا الموضوع من أهمية الأسواق المالية، وأهمية الإفصاح المحاسبي ومساهمته في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، وتتمثل أهمية الموضوع فيما يلي:
- أهمية الإفصاح المحاسبي كأساس لعملية اتخاذ القرار الاستثماري في أسواق الأوراق المالية؛
  - مدى وعي المتعاملين بأهمية المعلومات والبيانات المحاسبية؛
  - دور إستراتيجية الشفافية في زيادة قدرة المعلومات المحاسبية على تعزيز الثقة بكفاءة سوق الأوراق المالية؛
  - أهمية الشفافية في إعطاء صورة واضحة ودقيقة على مركز الأداء والتغير المالي لكل الشركات محل الدراسة؛
  - تشخيص مستوى الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية الصادرة عن الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة.

#### ➤ أهداف الدراسة:

- يسعى هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف لعلى من أهمها:
- التطرق لمتطلبات الإفصاح المحاسبي وفقا للمعايير المحاسبية الدولية؛
  - دور الإفصاح المحاسبي في إثراء قيمة ومنفعة البيانات والمعلومات المحاسبية الواردة بالكشوف المالية؛
  - معرفة طبيعة المعلومات المنشورة، والتي ينبغي للشركة المدرجة الإفصاح عنها؛
  - التعرف على قدرة الإفصاح المحاسبي في تحقيق الاستغلال والتخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة على مستوى سوق الأوراق المالية.

الشكل رقم (1): المتغيرات المستقلة والتابعة في نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة

## ➤ منهجية الدراسة:

تماشياً مع طبيعة الموضوع وتحقيقاً لأهداف الدراسة تم استعمال المنهج الاستقرائي الاستنباطي في الفصول النظرية، من أجل دراسة كل الجوانب المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية و الإفصاح عن الكشوف المالية ومساهمات معايير المحاسبة الدولية والتطرق إلى موضوع الشفافية. كذلك سيعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي من أجل وصف وتحليل المعلومات اللازمة لاختبار الفرضيات وتفسير النتائج.

➤ **حدود الدراسة** : تقتصر دراسة هذا الموضوع على عينة من الشركات المدرجة في مجموعة من البورصات النامية، حيث يتمثل الإطار المكاني والزمني فيما يلي:

**الحدود المكانية**: دراسة أثر الإفصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية لكل من بورصة السعودية، بورصة الأردن، بورصة مصر وبورصة الجزائر.

**الحدود الزمانية**: استخدام أسعار الإغلاق اليومية للشركات محل الدراسة، وكذا الكشوف المالية المنشورة لعام 2018.

## ➤ الدراسات السابقة:

سيتم استعراض أهم الدراسات والأبحاث العربية والأجنبية التي لها علاقة بموضوع الأطروحة على النحو التالي:

- **دراسة (رتاب سالم الخوري ومسعود محمد بالقاسم، 2006)<sup>1</sup>**: أثر توقيت الإفصاح عن الكشوف المالية على أسعار الأسهم وحجم التداول دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية 2006. تهدف هذه الدراسة إلى اختبار مدى استجابة بورصة عمان للمعلومات المحاسبية المنشورة بالتقارير المالية السنوية عند الإفصاح عن هذه التقارير وربط ذلك بتوقيت الإفصاح بالإضافة إلى تحديد الأثر على كل من أسعار الأسهم وحجم التداول للشركات التي تفصح مبكراً عن تقاريرها المالية والتي تتأخر في الإفصاح عن تقاريرها، بقصد إبراز أهمية الوقتية في المعلومات المحاسبية، واتبعت هذه الدراسة منهجية دراسة الحدث لاختبار سلوك كل من عوائد الأسهم وحجم التداول لمجموعة 104 تقارير مالية سنوية مكونة من 42 شركة مساهمة عامة في الفترة المحيطة بالإفصاح خلال السنوات 2000 إلى 2002. دلت النتائج إلى وجود أثر ايجابي ومعنوي للإفصاح عن التقارير المالية السنوية وعلى حجم التداول خلال اليومين الثاني والثالث بعد تاريخ الإفصاح، كما دلت النتائج أنه ووفق التوقيت الإفصاح عن الكشوف المالية فالشركات التي أفصحت عن تقاريرها مبكراً تأثر حجم التداول تأثيراً ايجابياً معنوياً عند الإفصاح، بينما

<sup>1</sup> - رتاب سالم الخوري، مسعود محمد بلقاسم، أثر توقيت الإفصاح عن القوائم المالية على أسعار الأسهم وحجم التداول: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 2 العدد 2-2006، ص 163-186.

لم يظهر أي أثر ذو دلالة إحصائية لحجم التداول على أسهم الشركات التي تأخرت في نشر كشوفها ولم تظهر الدراسة أي أثر ذو دلالة إحصائية على التقارير المالية وتوقيتها على عوائد الأسهم.

▪ دراسة (المهندي وصيام، 2007)<sup>1</sup>:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى تلبية المعلومات الواردة في الكشوف المالية السنوية لاحتياجات المستثمرين، وقياس مستوى الإفصاح المحاسبي في هذه الكشوف، ودراسة العلاقة بين هذا المستوى ونسبة التغير في أسعار الأسهم قبل إصدار الكشوف المالية والقيمة السوقية في تاريخ إصدار الكشوف المالية، حيث تم تصميم استبانته ضمت 156 بندا من البنود المتوقع الإفصاح عنها في الكشوف المالية السنوية، وتم توزيعها على عينة من الوسطاء والمستثمرين.

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح في الكشوف المالية و أسعار الأسهم السوقية في تاريخ نشر هذه الكشوف.
- هناك توافق بين إفصاح الشركات عن بنود المعلومات في كشوفها المالية وبين الأهمية النسبية لهذه البنود.
- وجود علاقة بين مستوى الإفصاح في الكشوف المالية و إجمالي الأصول وحجم المبيعات السنوية وعدد المساهمين.

▪ دراسة (محي الدين حمزة، 2007)<sup>2</sup>: دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان الأوراق المالية دراسة تطبيقية.

يهدف هذا البحث إلى اختبار مدى منفعة المعلومات المحاسبية لمتخذي القرارات الاستثمارية بالشركات المدرجة في سوق عمان المالي، واختبار مدى الاتساق والتجانس في التقارير المحاسبية التي تم الإفصاح عنها من قبل هذه الشركات، حيث قام الباحث باستقراء تحليلي لنتائج الدراسات السابقة خلال الفترة 1995-2003، كما قام بإجراء تحليل كمي لنوعية كل من التقارير والمعلومات التي نقصح عنها هذه الشركات والتي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

وتوصلت النتائج إلى وجود تباين بين هذه الشركات في جودة المعلومات المحاسبية المفصح عنها و أيضا نوعية التقارير المحاسبية المستخدمة.

<sup>1</sup>- مؤيد محمد فضل، العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكل من حجم الشركة وأسعار أسهمها في السوق المالية ونوع نشاطها: دراسة ميدانية في العراق، مجلة الإداري، المجلد 23، العدد 84-2001، ص ص. 55-93.

<sup>2</sup>- محي الدين حمزة، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية دراسة تطبيقية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد 23 - العدد الأول-2007، ص ص. 145-174.

▪ دراسة (شقيري و عبد العزيز، 2012)<sup>1</sup>:

يهدف هذا البحث إلى معرفة أثر المعلومات المتعلقة بالإعلان عن نشر الكشوف المالية للشركات المساهمة على أسعار الأسهم ومعرفة اتجاه الأسعار والسرعة التي تتجاوب فيها مع حدث نشر الكشوف المالية وبالتالي فإن هذا البحث ما هو إلا اختبار لكفاءة بورصة عمان للأوراق المالية عند المستوى شبه قوي. وقد تم الحصول على بيانات تتعلق ب 25 يوماً للتداول قبل الإعلان عن نشر الكشوف المالية، و25 يوماً بعد الإعلان عن الكشوف المالية، واشتمل مجتمع البحث على جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان والتي قامت بنشر كشوفها لعام 2009 وقد بلغت عينة البحث 69 شركة من مختلف القطاعات الاقتصادية وتم استبعاد الشركات حديثة التأسيس ولغايات هذا البحث تم استخدام نموذج السوق.

توصلت الدراسة إلى أن سرعة تجاوب أسعار الأسهم مع المعلومة الجديدة اتصف بالبطء وذلك نظراً لوجود عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية بعد نشر الكشوف المالية، كما أظهر سلوك العائد غير العادية التراكمي تزايد طلب الفترة اللاحقة لنشر الكشوف لمالية وهذا ما يؤكد أن الحدث له محتوى معلوماتي بالنسبة للمستثمرين لتحقيق عوائد غير عادية يؤكد هناك تأخير في وصول المعلومة للسوق وبالتالي كانت الاستجابة أقل ما يمكن، وهذا ما يؤكد عدم كفاءة بورصة عمان عند المستوى شبه القوي.

▪ دراسة (Avaz Khankandi, pakdel, Rezayi, 2015)<sup>2</sup>

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكفاءة بورصة طهران، حيث تم أخذ عينة مكونة من 87 خلال الفترة 2010-2012 من مجتمع يمثل 261 شركة مدرجة في وبورصة طهران، وتم استخدام اختبار ارتباط بيرسون لتحليل البيانات، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود العلاقة بين موثوقية وتوقيت الإفصاح بكفاءة بورصة طهران لم تكن ذو دلالة إحصائية.

- دراسة (Alexandre, Sanyuan, Gallo, 2016)<sup>3</sup>:

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم كفاءة سوق الأوراق المالية البرازيل، حيث تم استخدام المعلومات والبيانات اليومية، وكذا عدد الأسهم المتداولة المدرجة في بورصة البرازيل BM&FBOVESPA والإفصاح عن المعلومات الجوهرية قانونياً من قبل COMISSAõ DE VALOES. تشير النتائج التي توصلت إليها الدراسة إلى وجود معلومات تم الإفصاح عنها من قبل الشركات المدرجة في البورصة، وكذا سرعة استجابة سعر السهم لهذه المعلومات والمعطيات الجديدة الواردة إلى السوق (50د لاستيعاب المعلومات الجديدة)، مما أتاح الفرص أمام المستثمرين لاتخاذ القرارات الاستثمارية.

<sup>1</sup> - شقيري نوري موسى، جيهان ونس عبد العزيز، اختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى شبه القوي باستخدام المعلومة المتعلقة بنشر القوائم المالية للشركات، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 33-2012، صص 157-186.

<sup>2</sup> - Avaz Khankandi, pakdel, Rezayi, **Disclosure qualities and information efficiency: evidence from listed companies in Tehran stock exchange**, international journal of accounting research, vol.2, No.4, 2015, p p38-39.

<sup>3</sup> -Alexandre de cavalho , Alberto Sanyuan Suone, Felipe Gallo, **Market efficiency in Brazil: some evidence froms higt - frequency data**, MAY 2016

▪ (سيروان، قيان، احمد، 2017)<sup>1</sup>:

يهدف هذا البحث إلى التعرف على دور الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية من وجهة نظر مراقبي الحسابات لغرض تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية وتحقيق الأهداف المطلوبة قام الباحثين بإعداد استمارة استبيان، حيث تكونت هذه الأخيرة من 12 سؤالاً موجه لمراقبي الحسابات وموزعة 57 استبانته حيث بلغ عدد المستخدمين 54، وذلك بهدف معرفة الدور الذي يمكن أن يؤديه الإفصاح في التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق كوردستان وتأثيره في إنشاء سوق كفؤ.

تم التوصل إلى أن مستوى الإفصاح المحاسبي دور كبير على كفاءة السوق المالي من وجهة نظر مراقبي الحسابات.

من خلال استعراض الدراسات السابقة يستخلص ما يلي:

- تركز اهتمام الدراسات السابقة على أهمية المعلومات المحاسبية الواردة في الكشوف المالية للشركات المدرجة في السوق المالي وتأثيرها على القيمة السوقية؛
- أشارت معظم الدراسات السابقة إلى أهمية خاصية التوقيت الملائم للمعلومات المحاسبية في عملية اتخاذ القرار الاستثماري المناسب؛

▪ مميزات الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

تميزت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة كونها حاولت إبراز أهمية المعلومات المحاسبية الواردة في الكشوف المالية السنوية في تفسير تغيرات القيمة السوقية للأسهم، وما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة أنها حديثة، حيث غطت الدراسة عام 2018، وشملت دراسة أربعة أسواق مالية ' بورصة السعودية، الأردن، مصر والجزائر"، حيث تم استخدام أسلوب الحدث من أجل معرفة الحدث المتمثل في الكشوف المالية وتأثير هذه المعلومات على السلوك والسرعة التي تستجيب لها أسعار الأسهم لهذه المعلومات من خلال قياس العوائد غير العادية المحققة.

➤ **هيكل الدراسة** : يتمثل إطار البحث أساساً في دراسة أثر الإفصاح الحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية، وفي هذا الإطار تم تناول بعض مفاهيم الأسواق المالية وكفاءتها، والتطرق للإفصاح المحاسبي من حيث المفهوم والأهداف و أساسيات شفافية المعلومات المحاسبية وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية، بالإضافة إلى التعرف على الكشوف المالية المنشورة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية هذا من الناحية النظرية، أما الإطار المكاني فقد وقع الاختيار على بورصة الأردن، سوق الأسهم السعودي، بورصة مصر و الجزائر.

<sup>1</sup> - سيروان كريم عيسى، قيان سليمان حمه سعيد، دلير موسى احمد، دور مستوى الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية على كفاءة سوق أوراق المالية من وجهة نظر مراقبي الحسابات في إقليم كوردستان، مجلة جامعة التنمية البشرية، المجلد 3 العدد 2-2017، ص 312-332.

**الفصل الأول:** تم التطرق فيه إلى الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية، حيث تم التطرق في المبحث الأول إلى المفاهيم الأساسية للأسواق المالية، أما المبحث الثاني فتم التعرض فيه إلى الأسس النظرية لكفاءة سوق الأوراق المالية، كما خصص المبحث الثالث للإطار التحليلي لفرضية كفاءة سوق الأوراق المالية و المبحث الرابع تم التناول فيه علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالتحليلين الفني والأساسي.

**الفصل الثاني:** قسم هذا الفصل إلى أربعة مباحث المبحث الأول يتناول الإطار العام لإعداد وعرض الكشوف المالية، أما المبحث الثاني تم فيه عرض المعايير المحاسبية الدولية، و المبحث الثالث تناول ماهية الإفصاح المحاسبي والمبحث الرابع خصص للإطار النظري للشفافية.

**الفصل الثالث:** تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، حيث تناول المبحث الأول أهمية المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثاني تم فيه تناول متطلبات الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية، المبحث الثالث خصص للإفصاح المحاسبي في مواجهة عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية.

**الفصل الرابع:** خصص للدراسة التطبيقية، ويتضمن عرض المنهجية التي تم إتباعها من حيث تحديد مجتمع عينة الدراسة مصادر جمع البيانات، والأساليب المستخدمة والمتمثلة في الدراسة الاختبارية و الدراسة الحديثة، وأخيرا عرض وتفسير النتائج.

الفصل الأول:

الإطار النظري لكفاءة سوق

الأوراق المالية

**تمهيد:**

تعتبر أسواق المال انعكاسا للنظم المالية والاقتصادية للدولة، وهذا نتيجة للدور الذي تلعبه في توفير السيولة من خلال الجمع بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي، ولقد شهدت هذه الأسواق تطورات هائلة رغم حداثة سواها من حيث الأدوات المالية المتداولة أو من حيث التغييرات الهيكلية في بنيتها، فهي تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغييرات الحاصلة في أسعار أوراقها المالية ودفعها إلى تحسين أسعار الأسهم.

كما أن وجود بورصة للأوراق المالية يعتبر ذو أهمية بالغة في جذب رأس المال الفائض غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي وتحويله من مال عاطل إلى رأس مال موظف فعال وله أثر إيجابي.

وتجلت الوظيفة الرئيسية لسوق الأوراق المالية في حشد المدخرات وتوجيهها صوب الاستثمار ودفع عجلة النمو الاقتصادي نحو الأمام، وترتب عن ذلك تغييرات جذرية بغرض جلب المدخرات وهذا ما أدى إلى إحداث مجال واسع من الابتكارات في مجال الأوراق المالية التي تسهل عملية توجيهه وتعبئة الفوائض المالية المحلية والدولية.

وتعد كفاءة سوق الأوراق المالية أولى المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها، حيث يشكل ذلك حافزا للمستثمرين الجدد للدخول إلى السوق وبالتالي تحقيق أهداف السوق المالي، وتعود نشأة فرضية كفاءة السوق المالي للعديد من الأبحاث التي قام بها الكثير من الباحثين والمختصين في الأسواق المالية، حيث قام "قاما" سنة 1971م بنشر بحثه الشهير حول " كفاءة سوق رأس المال " باستعراض نظري واختبار تجريبي، والذي شكل ما يسمى بالإطار النظري لكفاءة سوق المال.

لذلك فإن السوق المالي الذي يتميز بالكفاءة هو السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة، حيث يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق.

كما يتناول هذا الفصل دراسة وتحليل الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية وفق أربعة

مباحث وهي:

- ماهية الأسواق المالية.
- الأسس النظرية لكفاءة سوق الأوراق المالية.
- الإطار التحليلي لفرضية كفاءة سوق الأوراق المالية.
- كفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالتحليل الفني والأساسي.

## المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

يتم التطرق في هذا المبحث إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية باعتبارها أحد أهم مؤسسات النظام المالي، وكذا الدور الفعال الذي تلعبه في بعث النشاط الاقتصادي خاصة في مجال التمويل، وهذا باعتبارها قناة لتجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المختلفة، و التنبؤ بالمستقبل، ونظرا لكون البورصة من الدعائم الأساسية لنظام اقتصاد السوق، فهي تلعب دورا فعالا في تمكين المؤسسات الخاصة والعامة من إيجاد الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتهم المالية والاستثمارية.

## المطلب الأول: مفهوم وتطور الأسواق المالية

قبل الخوض في دراسة بورصة الأوراق المالية، لابد من التطرق أولا إلى مفهوم الأسواق المالية بشكل عام، بعدها تناول كل من النشأة والأهمية والوظائف.

## الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

تعد الأسواق المالية والمؤسسات المالية جزء من النظام المالي الذي يخدم المجتمع ككل، فالنظام المالي عبارة عن مجموعة من الأسواق المالية، المؤسسات المالية، ورجال الأعمال، والأفراد والحكومات التي تشارك في هذا النظام وتنظم عملياته، فالوظيفة الأولى للنظام المالي هي تحويل الأموال من مقدمي الأموال إلى مستخدمي الأموال، وهذا التحويل يتم من خلال كل من الأسواق والمؤسسات المالية.<sup>1</sup> فالسوق بالمعنى الشامل يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق، وهذا يعني أن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد (ولو أن المكان يزيد من كفاءة السوق وفعاليتها).<sup>2</sup>

ويعرف السوق المالي بأنه الإطار الذي يجمع الوحدات المدخرة والراغبة بالاستثمار، ووحدات العجز المالي التي بحاجة إلى الأموال لاستثمارها عبر فئات متخصصة عاملة في السوق شرط توافر قنوات اتصال فعالة<sup>3</sup> بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> نهال فريد مصطفى، السيد عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 07 .

<sup>2</sup> عباس كاظم الدعمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 118 .

<sup>3</sup> علاء فرحان طالب، حيدر يونس الموسوي، محمد فايز حسن، إدارة المؤسسات المالية مدخل فكري معاصر، دار الأيام للنشر، عمان، 2013، ص 188 .

<sup>4</sup> محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص ص 60-61 .

وتتقسم أسواق المال إلى سوق نقدي أو ما يسمى بسوق المعاملات قصيرة الأجل (أقل من سنة) القابلة للتداول هي التي تصدرها الجهات المقترضة المختلفة كالحكومات والشركات المعروفة وذات الأهلية الائتمانية العالية والهيئات العامة وغيرها.<sup>1</sup>

بالإضافة إلى سوق رأس المال والذي يشمل جميع أشكال الإقراض والاقتراض والذي يتم من خلاله إصدار أوراق مالية قابلة للتداول متوسطة وطويلة الأجل.<sup>2</sup>

وعليه يمكن إعطاء مفهوم شامل للأسواق على أنها المحرك الأساسي في تجميع المدخرات وإعادة استثمارها لفترة طويلة أو قصيرة الأجل، وتتقسم الأسواق المالية حسب الأدوات المالية المتداولة فيها، ووفقاً لآجال المعاملات التي تتم فيها إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال.

### مفهوم سوق الأوراق المالية (البورصة)

تمثل سوق الأوراق المالية والتي تدعى ببورصة الأوراق المالية إحدى المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالية، وهي موقع جغرافي لعرض وطلب الأوراق المالية، وهي سوق ثانوية للأوراق المالية تجرى من خلالها عمليات التداول بيعة وشراء، بعد أن يتم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولي.<sup>3</sup> و بورصة الأوراق المالية هي اصطلاح خاص بالتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات وحصص تأسيس فحسب، ولذلك يمكن تعريفها بأنها عبارة عن سوق منظمة تتعقد في مكان معين، وفي أوقات محددة يغلب أن تكون يومية بين أشخاص معينين يهدفون إلى التعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات وحصص تأسيس بالبيع والشراء، وفق قوانين ونظم تحدد قواعد وشروط التعامل في هذه السوق وكذلك الشروط الواجب توافرها في المتعاملين فيها.

كما تعتبر البورصة مركز لتجميع وتركيز رؤوس الأموال ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل في الأسهم والسندات، كما أن إمكانية تصريف هذه الأسهم والسندات جعلت البورصة تلعب دور المصدر الهام لرؤوس الأموال القصيرة الأجل أيضاً.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 39 .

<sup>2</sup> Shiksha Kendra, An introduction to financial market, central board of secondary education, India, 2007, p 02 .

<sup>3</sup> مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، 2014، ص 71 .

<sup>4</sup> مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث)، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 218 .

من خلال هذه المفاهيم يمكن إعطاء مفهوم عام للبورصة على أنها الآلية التي تسمح بتحويل الأموال المدخرة إلى استثمارات ممثلة في أدوات مالية من أسهم وسندات عن طريق قنوات اتصال بين المتعاملين في هذه السوق، بهدف الحصول على أعلى عائد مع أدنى مخاطرة، حيث يتم التعامل بالبيع والشراء على الأوراق المالية في ساعات محددة، كما تعد البورصة أهم أجهزة الأسواق المالية.

### الفرع الثاني: نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية

ترجع كلمة بورصة إلى أحد كبار التجار الأغنياء اسمه فان دن بورص Van Den Bourse والذي يقيم في مدينة (بروج) Bruges في بلجيكا، وكان يجتمع عنده عدد كبير من التجار، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار، وتتم فيه عمليات البيع والشراء، كما أطلق لفظ البورصة على فندق في مدينة (بروج) كانت تزين واجهته بشعار عملة عليها ثلاث أكياس Three Bourses، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصريف الأعمال بالشراء والبيع.

وإذا تم الرجوع إلى تواريخ إنشاء أهم البورصات في العالم نجد أول بورصة أنشئت كانت في مدينة أنفرس عام 1536<sup>1</sup>، وفي عام 1595 ظهرت بورصة ليون الفرنسية.

أما بورصة لندن فلقد وجدت منذ بداية القرن السابع عشر حيث ارتبطت عضويا مع الظهور المبكر للرأسمالية البريطانية، وكذلك بورصة "ول ستريت" الأمريكية فلم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر، ولمدة طويلة بقيت بورصة باريس في المركز الثاني عالميا بعد بورصة لندن، ومع بداية القرن العشرين أمكن ملاحظة زيادة الوزن النسبي للشركات الصناعية المسجلة في البورصة مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات.<sup>2</sup>

هذا وقد زاد في النصف الثاني من القرن العشرين عدد بورصات الأوراق المالية في العالم وازداد نشاطها، ويصل عددها في أمريكا إلى أربع عشرة بورصة، وأهمها بورصة نيويورك التي تقدر قيمة الأسهم فيها بحوالي 1500 مليون دولار، وفي بريطانيا اندمجت كل الأسواق المالية منذ عام 1973 في بورصة واحدة وهي بورصة لندن التي تقدر قيمة الأسهم فيها بالمليار دولار، وفي اليابان تعمل ثماني بورصات وأهمها بورصة "طوكيو" حيث تحقق 75% من مجموع المضاربات في اليابان والتي تقدر قيمة

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسي، البورصات والأسواق المالية (دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية)، دار الكتاب الحديث، مصر، 2014، ص 121 .

<sup>2</sup> زكريا سلامة عيسى شنتاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 34 .

أسهمها بأكثر من مليارين من الدولارات، وفي ألمانيا توجد ثماني بورصات تقع بورصة "فرانكفورت" في مقدمتها حيث تحقق 44% من مجمل الأعمال، وفي فرنسا توجد سبع بورصات أهمها بورصة "باريس"، وفي سويسرا توجد أيضا سبع بورصات أهمها بورصة "جنيف، وبال، زيوريخ" وفي المنطقة العربية تعتبر مصر أسبق الدول العربية اهتماما بأسواق المال، إذ أنها كانت في فترة من الفترات مركزا دوليا مهما في التعاملات التجارية في العالم، كما أن بورصة الإسكندرية تعد من أقدم بورصات الأوراق المالية في العالم، حيث كانت تحتل مكانا فريدا من البورصات باعتبارها أول بورصة في الشرق.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: أهمية بورصة الأوراق المالية

تلعب البورصة دورا هاما في عملية التنمية، حيث تقوم بدور رئيسي في تجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها، وإعادة استثمارها بشكل مباشر أو غير مباشر، وبالتالي تستمد البورصة أهميتها من وجودها ومن الدور الذي تقوم به، فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد القومي. وعليه تكمن أهمية بورصة الأوراق المالية في كونها:

- 1- قناة لتمويل الاقتصاد الوطني من خلال تجميع المدخرات من أصحاب الفائض المالي وتوجيهها نحو الاستثمار بغية تنشيط حالة الاقتصاد ؛
- 2- من خلال البورصة يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة، وهو ما يتيح حماية للمستثمرين من تجميد أموالهم<sup>2</sup>؛
- 3- موازنة فعالة بين قوى الطلب وقوى العرض، وإتاحة الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية بورصة الأوراق المالية وتتلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة والمبادأة الفردية والجماعية؛
- 4- توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم والسندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع؛ ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محمد شكري الجميل العدوي، مرجع سابق، ص 34 .

<sup>2</sup> كروش نور الدين، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة بورصة الجزائر-، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 11، جانفي 2014، ص 62 .

<sup>3</sup> دينا أحمد عمر، أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، مجلة تنمية الراقدين، العدد 96، مجلد 31 لسنة 2009، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، ص 60 .

5- **الخصوصية:** يعد عرض الأوراق المالية لمشروعات القطاع العام من بين أساليب اللجوء للخصخصة، وذلك من خلال البورصة، إذ يتم بعد تقييم الشركات المراد خصخصتها عن طريق بيوت الخبرة والاستشارة وتقييمها بسعرها السوقي، الإعلان عن الشركة التي يتم خصخصتها عن طريق بيعها بسوق الأوراق المالية، وذلك بعد تحديد قيمة الأسهم ووضع الجمهور أمام الأمر الواقع بالنسبة لواقع الشركة من حيث أصولها وأرباحها خلال السنوات الماضية والحد الأقصى الذي يمكن للجمهور شرائه وغيرها من البيانات اللازم توافرها لتحقيق ما يسمى بعنصر الشفافية؛

6- **الإفصاح والشفافية:** يعتبر وجود نظام إفصاح قوي يشجع على الشفافية الحقيقية، أحد الملامح المحورية للإشراف على الشركات القائمة على أساس السوق، والذي يعتبر أمرا رئيسيا لقدرة المساهمين على ممارسة حقوق ملكياتهم على أسس مدروسة، وتظهر التجارب في الدول ذات أسواق الأسهم الضخمة والنشطة أن الإفصاح يمكن أيضا أن يكون أداة قوية للتأثير على سلوك الشركات وحماية المستثمرين، ويمكن لنظام الإفصاح القوي أن يساعد على اجتذاب رأس المال والمحافظة على الثقة، وعلى العكس فإن ضعف الإفصاح والممارسات غير الشفافة يمكن أن يسهم في السلوك غير الأخلاقي وفي ضياع نزاهة السوق وبتكلفة ضخمة ليست بالنسبة للشركة ومساهميها فحسب، بل للاقتصاد ككل.<sup>1</sup>

#### الفرع الرابع: وظائف بورصة الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دور هام في تنمية الاقتصاد القومي، ولتحقيق هذا الدور، تقوم هذه السوق بعدة وظائف هامة والتمثلة في:

1- **توفير السيولة السريعة للمستثمرين:** حيث تساعد بورصة الأوراق المالية على توفير السيولة السريعة لمن يحتاج إلى هذه السيولة من خلال بيع الأوراق المالية كلها أو البعض منها في أي وقت وبأفضل أرباح ممكنة، وذلك إذا ما رغب المستثمر في استخدام حصيلة البيع في الحصول على النقدية اللازمة لشراء أصول ثابتة أو صكوك استثمار أو أوعية ادخارية أخرى في حالة اتجاه سعر الفائدة على هذه الأوعية إلى الارتفاع، أو عندما يرغب المستثمر في بيع بعض الأوراق المالية لشراء أوراق مالية أخرى بديلة باعتبارها أكثر جاذبية من تلك الأوراق التي في حوزته حيث يحرص المستثمر عادة على إدارة محفظة استثماراته لتحقيق أعلى عائد ممكن وأقل مخاطر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة "دراسة مقارنة" ماهية الاستثمار، البورصة، الصكوك المالية ماهيتها، أنواعها، حصص التأسيس، الأسهم، السندات، صكوك التمويل، وثائق الاستثمار قيد الصكوك المالية في البورصة في ضوء الفقه وأحكام النقض، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2013، ص ص 52-53 .

<sup>2</sup> حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2012، ص ص 35-36 .

2- **الوظيفة التمويلية:** المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من الأفراد، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزنة العامة ذات الآجال المختلفة.<sup>1</sup>

3- **وظيفة المضاربة:** ذهب كثير من خبراء المال والاستثمار إلى أن المضاربة وظيفة رئيسية من وظائف البورصات حيث لا توجد بورصة بدون مضاربة، والتي تعتمد أساسا على التنبؤ بأسعار البيع والشراء للأوراق المالية في المستقبل في ضوء المتاح من البيانات والمعلومات من الشركات مصدرة الأوراق المالية والحالة الاقتصادية العامة للاقتصاد القومي والحالة الاقتصادية لقطاع النشاط الذي تنتمي إليه الشركات المتداول أسهمها بالبورصة مع الحرص على توافر مجموعة من الخبراء في مجال التحوط ضد المخاطر وعدم التأكد المرتبطة بالظروف المستقبلية خاصة في عمليات البيع على المكشوف التي تضغط على السوق بصفة مؤقتة، ولكنها تعتبر عنصرا من عناصر الثبات والاستقرار في المستقبل.<sup>2</sup>

4- **المساعدة في انخفاض تقلبات الأسعار:** تساعد البورصة المزارع والتاجر والصناعي على تلافي أخطار تقلبات الأسعار وتصبح وسيلة من وسائل التأمين ضد تقلبات الأسعار عن طريق عملية التغطية في البورصة والتغطية تختلف عن عملية المضاربة، أي أن التعامل في البورصة الذي يرغب في التأمين من هبوط أو ارتفاع في الأسعار لسلعة معينة فإنه يشتري أو يبيع كمية معينة موجودة لديه فعلا، أو يتعاقد عليه، أو ينتظر وجودها لديه في المستقبل.<sup>3</sup>

5- تؤمن البورصة جو المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات، ففي فترة الانتعاش الاقتصادي يلاحظ كثرة التعامل فيها ويدفع الأمل بربح أكبر إلى المتعاملين في البورصة وإلى اكتشاف استباق الحوادث وبالتالي دفع العجلة إلى الأمام، وفي حالة الركود يلاحظ كساد الأوراق المالية.<sup>4</sup>

يستخلص من ذلك أنه عن طريق البورصة تتمكن الدولة من سد احتياجاتها المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة، وتمويل أهدافها التنموية بواسطة إصدار سندات طويلة الأجل، كما تهدف البورصة إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار، فهي بذلك تمد المشروعات بالموارد المالية اللازمة للاستثمار في النشاط الإنتاجي أو إضافة وحدات إنتاجية جديدة.

<sup>1</sup> أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 31 .

<sup>2</sup> حمدي عبد العظيم، مرجع سابق، ص 38 .

<sup>3</sup> شمعون شمعون، البورصة & وبورصة الجزائر، دار هومو للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص ص 12-13 .

<sup>4</sup> نفس المرجع، ص ص 14-15 .

## المطلب الثاني: تقسيمات سوق الأوراق المالية (بورصة الأوراق المالية)

يطلق سوق الأوراق المالية بالسوق الثانوي أو سوق التداول، حيث يتم فيه تداول الأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها من قبل المستثمرين، أي بين حامل الأوراق المالية وبين مستثمر آخر بالبيع والشراء ويكون محلها استثمار قائم من قبل.<sup>1</sup>

وتنقسم السوق الثانوية إلى أسواق مباشرة وغير مباشرة، وتنقسم هذه الأخيرة بدورها إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة، وعلى هذا الأساس سيتم التطرق إلى هذه التقسيمات كما يلي:

**1- الأسواق المباشرة:** يرى علماء الاستثمار أن الأسواق البعيدة عن تحقيق أمثل للأسعار هي تلك الأسواق التي يتعين فيها عن كل من البائع والمشتري البحث كل منهما عن الآخر، وبالرغم من إمكانية قيام الأفراد بالتعامل مع بعضهم البعض تعاملًا مباشرًا في شراء وبيع الأوراق المالية دون الاستعانة بالوسطاء والمتخصصين، إلا أن في بعض التشريعات لا يجيز التعامل في الأوراق المالية تعاملًا مباشرًا.<sup>2</sup>

**2- الأسواق غير مباشرة وتنقسم بدورها إلى:**

**1-2 الأسواق المنظمة:** وهذه الأسواق تتميز بوجود مكان مادي ملموس ومحدد يلتقي فيه المستثمرون للبيع والشراء، كذلك تتميز هذه الأسواق بوجود تشريعات وأنظمة خاصة التي يجب على الشركة استيفاؤها حتى يتم قيد أسهمها أو سنداتها في هذه السوق، وتتعلق هذه القواعد والشروط ب (عدد المساهمين وعدد الأسهم، إصدار تقرير سنوي يتضمن الحسابات الختامية للشركة والمتعاملين في السوق) فضلًا عن ذلك هناك وقت محدد للتداول وعلى هذا الأساس فإن التعامل في هذا السوق يقتصر على الأوراق المالية المسجلة فقط التي يجب تداولها بواسطة الشركات المرخصة وفقًا للقوانين والأنظمة المحددة لعملية التداول.<sup>3</sup>

والأسواق المنظمة تتمثل أساسًا بالبورصات أو ما يعرف بأسواق الأوراق المالية، بغض النظر إن كانت تلك الأسواق المنظمة للأوراق المالية محلية أو مركزية، بمعنى سواء كانت مركزية أي مسجلة لدى إدارة البورصة وهذا ما نلمسه في سوق لندن وطوكيو حيث لا يؤخذ بعين الاعتبار موقع الشركات التي أصدرت الأوراق.

<sup>1</sup> محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر، الإسكندرية، 2007، ص ص: 12-13 . .

<sup>2</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1999، ص ص: 47، 48 .

<sup>3</sup> عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص ص 148-149 .

في حين أن الأسواق المحلية هي التي تتعامل بالأوراق المالية لصغار الشركات حيث تخدم صغار المستثمرين.<sup>1</sup>

**2-2 الأسواق غير المنظمة:** ويقصد بها الأسواق التي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تستوفي الشروط المحددة لإدراجها في البورصة، ويتم تبادل الأوراق المالية في هذه الأسواق وفقا للأسعار المعلنة، ويلعب الوسطاء دورا أساسيا في هذه الأسواق وتتصف بالديناميكية المفرطة والمرونة لأن جميع الصفقات تتم بسرعة بواسطة وسائل الاتصال المتاحة ودون الحاجة إلى أن يلتقي البائع مع المشتري، إذ يتم استخدام شبكة اتصالات سريعة تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرون.<sup>2</sup>

وتنقسم السوق غير المنظمة إلى سوق ثلاثة وسوق رابعة كما يلي:

**2-2-1- السوق الثالثة:** وهي قطاع من السوق غير المنظمة بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة (أي السوق المنظمة) ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظمة، وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، وكذلك نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة هذه التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة، بينما أعضاء السوق المنظمة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المالية المسجلة فيها.<sup>3</sup>

**2-2-2- السوق الرابعة:** تعتبر السوق الرابعة سوق منظمة، تقوم بين الشركات الكبيرة ومنشآت الأعمال العائلية للتعامل فيهما بينهم ويقصد هنا الأفراد الأثرياء الذين يملكون تلك الأعمال. ويقتصر دور الوسيط في هذه السوق على تسهيل المعاملات بين الأطراف، ونظرا لدوره المحدود جدا فقد كانت عمولته منخفضة جدا مقارنة بالأسواق الأخرى، وعليه توفر هذه السوق سرعة إنجاز الصفقات المالية نتيجة الاتصال المباشر وهذا ينعكس أيضا بالإيجابية على أسعار الأوراق المالية.

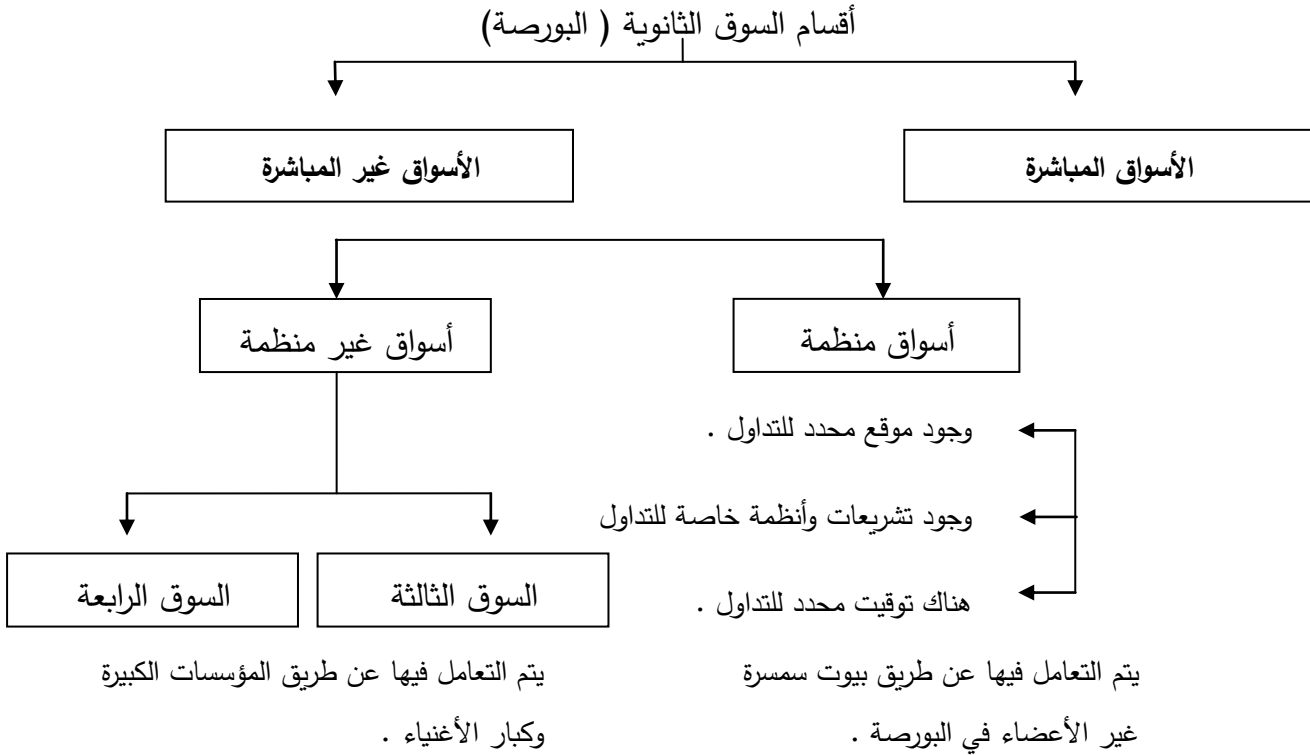
ويمكن تلخيص هذه التقسيمات في الشكل رقم (1-1) الموالي:

<sup>1</sup> ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياني، أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار النفائس، الأردن، 1999، ص ص 191-190 .

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر، الأردن، 2009، ص 187 .

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 39 .

الشكل رقم (1-1): أقسام سوق الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة

### المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها الشركات هي السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، وعادة عند التكلم عن الأوراق المالية ينظر إلى الأسهم والسندات وذلك لأنها النوع الأكثر شيوعاً، إلا أن هناك أدوات مالية أخرى تسمى كذلك بالأدوات المالية الحديثة،<sup>1</sup> وهذا ما سيتم معالجته في الفروع الموالية:

#### الفرع الأول: الأوراق المالية الأساسية

وتتمثل فيما يلي:

**أولاً: الأسهم:** جمع سهم، وهو صك يمثل حصة من الحصص المتساوية المقسم إليها رأس المال المطلوب للمساهمة، وهذه المساهمة تخول إلى صاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عند اقتسام الممتلكات، أو تحمل خسائر إن وجدت.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتب العصرية، بيروت، 2013، ص 114 .

<sup>2</sup> سعد بن علي بن وهف القحطاني، زكاة عروض التجارة والأسهم والسندات، مفهوم وشروط وفروق وأنواع، سلسلة زكاة المحسن، الرياض، 2005، ص 28 .

ويعرف السهم على أنه أداة مالية للمشاركة في رأس المال وبالتالي الحصول على ربح أو تحمل خسارة، وذلك وفقاً لنتيجة النشاط الذي يساهم في رأسماله الفرد.<sup>1</sup>

ويستخلص على أن السهم يمثل حصة الشريك في شركة مساهمة، أي عبارة عن صك ملكية قابل للتداول في البورصة ويمثل حصة رأس مال الشركة.

### 1- تقسيمات السهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى ما يلي:

#### 1-1 تقسيم الأسهم وفقاً لطبيعة الحصة التي يقدمها المساهم إلى قسمين:<sup>2</sup>

- الأسهم النقدية: هي الأسهم التي تعطى لمن دفع قيمتها نقداً دفعة واحدة أو على أقساط.
- الأسهم العينية: هي الأسهم التي يحصل عليها لقاء تقديم حصص عينية سواء كانت أموال ثابتة أو منقولة.

**أسهم التمتع:** إن الأصل في أسهم الشركات المساهمة أنها تدوم بدوام الشركة ولا يسترد المساهم قيمتها إلا بتصفيتها، إلا أن الشركة وبهدف الحصول على تمويل إضافي، أو تجاوز مصاعب مالية قد تلجأ إلى إصدار أسهم تمتع تسترد قيمتها أثناء حياة الشركة مع شرط ضمني يقضي بعدم انقطاع صلة حائزها بالشركة.<sup>3</sup>

#### 2-1 تقسيم الأسهم من حيث طريقة تداولها

يمكن تصنيفها إلى ما يلي:

- سهم لحامله: يكون السهم لحامله عند إصداره بشهادة لا تحمل اسم صاحبها والهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول في سوق الأوراق المالية، إذ تنتقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه لشهادة السهم.<sup>4</sup>
- أسهم اسمية: وهو السهم الذي يحمل اسم صاحبه، وتثبت ملكيته بقيد أسهم المساهم في سجل الشركة.
- أسهم لأمر: وهي أسهم تتضمن عبارة (لأمر)، وتتداول بطريقة التظهير كسائر الأسهم التي يحمل شرط الأمر.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> محمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، ص 98 .

<sup>2</sup> ميسون علي حسين، الأسواق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، المجلد 21، العدد 01، 2013، ص 70 .

<sup>3</sup> عبد الجبار حمد السهيبياني، الأسهم والتسهيم، الأهداف و المآلات، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الخامس العدد 2/أ، 2009، ص 10 .

<sup>4</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 191 .

<sup>5</sup> أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزية، المملكة العربية السعودية، 2003، ص ص 52-53.

### 1-3 تقسيم الأسهم من حيث التماثل والتجانس:

**1-3-1 الأسهم العادية:** وهي الأكثر شيوعاً وتمثل حصة من رأس المال وتعطي صاحبها جملة من الحقوق، تقوم الشركات المساهمة عادة بإصدار هذه الأسهم التي يكون لها نفس القيمة الاسمية ولها نفس الحقوق والواجبات، ويعرف السهم بأنه وثيقة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة.<sup>1</sup>

#### خصائص الأسهم العادية

تتمثل خصائص الأسهم العادية فيما يلي:

- يمثل حق ملكية: وهو حصة من رأس مال شركة مساهمة ولا يمكن أن يكون حق مديونية لأن ذلك يتعارض مع مبدأ الاستمرارية؛
- ليس له تاريخ استحقاق، كونه يمثل حق (ملكية حقيقية)\* لمنشآت قائمة على أساس مبدأ الاستمرارية.
- ارتباط العائد بالحالة الاقتصادية ارتباطاً إيجابياً، فهو يحمي الأموال في حالات التضخم وحالات الراج، أي أنه استثمار جيد في حالات الراج والتضخم.
- له حق الإدارة: التصويت في الجمعية العمومية لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة.<sup>2</sup>
- الدخل الذي يدره السهم هو دخل متغير، وأجله النظري هو حياة المؤسسة ذاتها.
- في حالة تصفية المؤسسة، أصحاب الأسهم هو آخر من يستوفي حقوقهم باعتبارهم شركاء.<sup>3</sup>

#### أنواع الأسهم العادية

تصنف الأسهم العادية إلى أنواع تبعا لأدائها وسلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية وهي:

- **الأسهم المدافعة:** هي الأسهم التي تتوقع بقاءها مستقرة أو متزايدة أثناء مرحلة الركود الاقتصادي وتدهور الأعمال والتقلبات الحادة في الأسواق المالية.
- **الأسهم الدورية:** وتشمل الأسهم التي يرتبط مستوى أسعارها وأرباحها مع الحالة الاقتصادية العامة، فهي أسهم تعود لشركات سريعة التأثير بتغير الاقتصاد.

<sup>1</sup> حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ احمد جودة، الأسواق المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية)، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 56 .

\* الملكية الحقيقية تتمثل في ملكية المساهم لأصول المنشأة حسب حجم الأسهم ونصيبه في الأرباح وتحمله التزامات المنشأة اتجاه الغير .

<sup>2</sup> ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة المخاطر، دار المسيرة، الأردن، 2004، ص 31 .

<sup>3</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية، ديوان المطبوعات الجامعية، ط2، الجزائر، 2003، ص 83 .

- **الأسهم المضاربة:** وهي الأسهم التي يتأمل المستثمر أن تزداد أسعارها مستقبلا وبدلا من استناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية للشركة فإن المستثمر في هذه الأسهم يراهنون على أن ما قد يستجد من معلومات ووسائل إنتاج سوف يؤثر إيجابيا في زيادة أسعار أسهم الشركة، وتميل هذه الأسهم إلى التقلب كلما توفرت معلومات جديدة.

- **الأسهم الناجحة:** تعود هذه الأسهم لشركات كبيرة وعريقة ومعروفة أي أنها أسهم أصدرتها شركات قائمة في ميدان صناعتها، وتتسم بكفاءة وبيعا عالية وأدائها وتقديمها لمنتجات مختلفة ذات جودة عالية.<sup>1</sup>

- **أسهم الدخل:** يتم شراء هذه الأسهم من قبل المستثمرين بهدف الحصول على المقسوم النقدي من الأرباح، كما تقدم هذه الأسهم شكلا منتظما من توزيعات الدخل للتعويض بها مستقبلا.<sup>2</sup>

- **أسهم شبكات المعلومات الدولية:** إن شبكات المعلومات الدولية التي بدأت بنشاطاتها الفعلية في بداية الستينات، وازدادت أهميتها حتى أصبحت في السنوات الأخيرة من أهم قنوات تداول الأدوات الاستثمارية، فخلال السنوات الأخيرة من القرن العشرين لم تعد أي مجموعة من الأسهم أكثر حرية من أسهم الشبكات المذكورة فمثلا أن أسهم Yahoo و Netscape و Spglass قد ارتفعت على الأقل الضعف خلال عامين فقط وقد تجاوزت القيمة السوقية لقيمة الأسهم بعد اليوم الأول من التجارة ملياري دولار أمريكي.<sup>3</sup>

- **أسهم النمو:** عكس أسهم الدخل، لا يتوقع المستثمر أو حامل السهم أرباحا موزعة في نهاية السنة وبشكل دائم، لكنه يتوقع مقابل ذلك ارتفاع كبير في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة، هذه الأسهم تكون عادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي، وتجرى دراسات مستمرة لتطوير إنتاجها أو لاكتشافات جديدة لتحقيق أرباح عالية من شأنها زيادة أسهمها في السوق مثل (شركات الأدوية، أجهزة الحاسوب) ومقابل هذه المزايا فإن هذه الأسهم ذات مخاطر عالية خاصة عند عدم الوصول للتطور المناسب أو فشل الاكتشافات، مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> كرار سليم عبد الزهرة، حسين كاظم عوجة، حسين راغب طلب، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية (دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، السنة التاسعة، العدد 29، ص 193 .

<sup>2</sup> هشام طلعت عبد الحكيم، أنوار مصطفى، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم(نموذج سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 31، 2010، ص 57 .

<sup>3</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، الأردن، 2003، ص 100 .

<sup>4</sup> ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 34 .

## أنواع جديدة من الأسهم العادية

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبق الإشارة إليها ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعا عديدة تتمثل فيما يلي:

أ- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** الأصل أن يكون للشركة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل، ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة، وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلف نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.<sup>1</sup>

ب- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعد من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة، وفي الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية يسمح للشركات التي تبيع حصة من الأسهم العادية إلى العاملين بها في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة بخصم التوزيعات تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.<sup>2</sup>

ج- **الأسهم العادية المضمونة:** الأصل في الأسهم العادية أنه ليس لحاملها الحق في الرجوع على الشركة التي أصدرته وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية إلا أنه في عام 1984 ظهرت لأول مرة أسهم عادية تعطي الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.

وعلى ذلك فالمستثمر أمامه فرصة لتحقيق الأرباح الرأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة السوقية إلى أقل من المستوى المحدد للتعويض وعلى ذلك فإنه في هذه الحالة لا يوجد حد أقصى للأرباح أما الخسائر فمحدودة بالفرق بين سعر الفائدة والسعر الأدنى للقيمة السوقية المحدد عنها التعويض.<sup>3</sup>

**1-3-2 الأسهم الممتازة:** يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي، كونه يحصل على عائد ثابت سنوي يسمى أرباح السهم الممتاز الذي يستقطب من صافي الربح

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 265 .

<sup>2</sup> منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2014، ص 17 .

<sup>3</sup> عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص 234 .

بعد الضريبة، ولذلك فهو يمثل امتيازاً ثابتاً، كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية كونه يمثل جزء من المشاركة برأس مال الشركة.<sup>1</sup>

كما يعرف السهم الممتاز على أنه أداة ملكية تمول بواسطتها شركات الأعمال من خلال منح حق الملكية لحاملها مشابهة بذلك الأسهم العادية إلا أنها تختلف عنها في:<sup>2</sup>

- إن حق الملكية المكتتب لحاملها والذي تعكسه القيمة النقدية لها، يستثنى الاحتياطات والأرباح عند الاحتساب، ويبقى على قيمة الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة؛

- تكتسب توزيعات الأسهم الممتازة أسبقية أولى مقارنة بتوزيعات الأسهم العادية، ففي حالة عدم إقرار الإدارة للتوزيعات في أي سنة، فإن توزيعات الأسهم الممتازة لا تصرف لكنها تبقى متراكمة، أي عند القيام بإقرار التوزيع في سنوات لاحقة، لا تصرف توزيعات الأسهم العادية إلا بعد صرف التوزيعات المتراكمة على الأسهم الممتازة؛

- أولوية حملة الأسهم الممتازة في أموال التصفية مقارنة بحملة الأسهم العادية، ولكن أسبقيتهم تلي حملة السندات في أموال التصفية؛

- لا يتمتع حامل السهم الممتاز بحق التصويت في الجمعية العمومية كما هو الحال بالنسبة لحامل السهم العادي.

**ثانياً: السندات:** السند هو شهادة دين يتعهد بموجبه المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد، بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة.<sup>3</sup>

ويعرف السند على أنه قرض ممثل في أوراق مالية متساوية القيمة، قابلة للتداول تمثل ديناً على مصدرها وحققاً لمالكها في الحصول على دفعات مالية محددة (في الزمن والقيمة) وله في نهاية المدة الحصول على قيمة القرض.

**1- تاريخها السندات:** إن تاريخ السندات قديم، ولكن مرحلة أو تاريخ ظهورها الواسع كان في القرن السادس عشر حين أخذت الحكومة تقترض من الجماهير ولجأت الشركات إلى الاقتراض عن طريق

<sup>1</sup> قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية، دراسة مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتورا علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2016، ص 89 .

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق، الأردن، 2005، ص ص 100-101 .

<sup>3</sup> حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية (بورصة، الأسهم والسندات المالية)، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 79 .

إصدار السندات، وكانت الخطوة الأولى والهامة في تسهيل التعامل بسندات القرض عندما أصدر وليم الثالث في عام 1693 قرارا حول سندات القرض ومنح فيها مالك صك القرض الحق في التنازل عنه لأي شخص يرغب في شرائه، وهكذا نشأت الخطوة الأولى لتحقيق سيولة الاستثمارات بإقرار حوالة الحق في صك الاستثمار.<sup>1</sup>

2 - أنواع السندات: تتعدد أنواع السندات وتختلف بحسب الحقوق والأولويات، نذكرها فيما يلي:

- **السندات الحكومية:** وهي سندات تصدرها الدولة لآجال مختلفة يعتمد سعر الفائدة على هذا النوع من السندات على ثلاث عناصر أساسية هي قيمة القرض، مستوى أسعار الفائدة ووقت إصدارها. لا يجد مصدر هذا النوع من السندات أية مخاطر وظيفية وسوقية، وعادة ما يتم إصدار هذا النوع من السندات بغرض تمويل الإنفاق العام في الدولة.<sup>2</sup>

- **السندات العادية:** هي سندات بقيمة اسمية محددة، ويكتب فيها المقرض بالكامل، ويسترد قيمتها في تاريخ الاستحقاق ولها فائدة ثابتة مشروطة.

- **سندات علاوة الإصدار:** وهذا النوع يصدر بأقل من القيمة الاسمية للسند، إلا أن الشركة المصدرة له تلتزم بدفع القيمة الاسمية كاملة عند الوفاء بقيمة السند، وهذا يسمى ب (علاوة الوفاء).<sup>3</sup>

- **سندات غير مضمونة:** في هذا النوع من السندات يحصل صاحب السند على فوائد دورية بالإضافة إلى رد الأصل عند ميعاد الاستحقاق.

- **سند الرهن:** هذه السندات مضمونة بأصل ثابت، ولهذا تستوفى قيمتها إذا حدثت تصفية للشركة من الأصل الضامن لها.<sup>4</sup>

- **سندات الدخل:** وهي سندات تختلف عن السندات العادية من حيث أن لها جدول لدفع الفوائد بفترات زمنية محددة وكأن هذه الفوائد لا تعتبر مستحقة وقابلة للدفع إلا في حالة تحقيق الشركة لفوائد قبل تاريخ استحقاق دفع الفوائد، من هنا تبين أن حامل السند ما هو إلا دائن للمشروع ولا يرتقب من المشروع إلا الحصول على فائدة محدودة معينة خلال مدة السند، بالإضافة إلى استعادة مبلغه كاملا دون زيادة أو نقصان كما كان قد دفعه عند شراء السندات.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود، أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول بعنوان: الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي، غرداية، 23-24 فبراير 2011، ص 03 .

<sup>2</sup> حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة، مرجع سابق، ص 83 .

<sup>3</sup> أركان عبد اللطيف، إيمان عبد الله جاسم، الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مجلة العلوم الإسلامية، العدد 22، 1435هـ، ص 13 .

<sup>4</sup> محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 134 .

<sup>5</sup> حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة، مرجع سابق، ص 211 .

- **السند القابل للتحويل إلى أسهم:** وهو سند ذو سعر فائدة ثابت وأجل معلوم يعطي حامله حق خيار تحويله إلى أسهم في رأس مال الشركة المقترضة على أساس سعر تحويلي يحدد في العادة عند إصدار السند ويطلق عليها مصطلح (Convertibles).

- **السندات القابلة للإطفاء:** يمكن أن تكون قيمة السندات قابلة للإطفاء التدريجي خلال حياتها أي أن المقترض يلتزم بدفع قيمة السندات للمستثمر بها خلال مدة حياتها وبحيث يتم إطفاءها بالكامل بتاريخ الاستحقاق، وهذا يتطلب في العادة أن يقوم المقترض بشراء هذه السندات بقيمتها الاسمية في آخر يوم من كل فترة إطفاء، فإذا كانت فترة الإطفاء سنوية فإن ذلك يتم في آخر يوم من أيام السنة، اعتباراً من تاريخ الإصدار.

- **السندات القابلة للشراء:** يمكن أن تكون قيمة السندات قابلة للشراء وذلك عندما يتعهد المقترض بشراء عدد معين من السندات، إذا ما تم تداولها في السوق بأقل من سعر معين خلال فترة معينة، وغالباً ما يكون هذا الترتيب مرتبطاً بتداول السندات بأقل من سعرها الاسمي.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: الأوراق المالية المشتقة

قبل إعطاء مفاهيم أساسية حول الأوراق المالية المشتقة لابد من معرفة مفهوم الهندسة المالية.

#### 1- تعريف الهندسة المالية:

يقصد بالهندسة المالية مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى حلول إبداعية لمشاكل التمويل.<sup>2</sup> وتعرف أيضاً على أنها توليد أدوات أو أوراق مالية جديدة، لمقابلة احتياجات المستثمرين المتجددة لأدوات التمويل التي تعجز الطرق الحالية عن الإيفاء بها،<sup>3</sup> بمعنى هيكلة الأدوات المالية لاستهداف تفضيلات المستثمر أو الاستفادة من فرص المراجعة.<sup>4</sup>

2- **نشأة الهندسة المالية:** ظهرت الهندسة المالية للوجود في نهاية عقد الثمانينات من القرن الماضي بهدف خدمة المؤسسات المالية في مواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية والضغوط التي

<sup>1</sup> ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، معهد الدراسات المصرفية، الأردن، 2004، ص ص 105-108 .

<sup>2</sup> جبار محفوظ، مريم عديلة، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة دراسة حالة السوق الكويتية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، العدد 10، 2010، ص 23 .

<sup>3</sup> هشام فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص ص 22-23 .

<sup>4</sup> Yuh-Dauhlyuu, **Financial engineering and computation principles, Mathematics, Algorithms**, press syndicate of the university of Cambridge the pith building trumpigtess, Cambridge, united kingdom, 2004, p 01 .

يفرضها السوق وبيئة تلك المؤسسات، ففي لندن عندما فتحت البنوك هناك إدارات لمساعدة شركات الأعمال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملائها وإيجاد حلول لتلك المشكلات وعدد من المحاولات لتطوير منتجات أسواق المال وكانت تلك بداية ظهور الهندسة المالية، وفي عام 1992 أنشئ الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين لرعايتهم والارتقاء بصناعة الهندسة المالية، وأصبح هذا الاتحاد يضم نحو 2000 عضوا من شتى أنحاء العالم.<sup>1</sup>

تعتبر الهندسة المالية حصيلة المزج ما بين النظرية المالية والنماذج الرياضية فإن هناك العديد من العوامل التي ساهمت في تعزيز العلاقة بين هذين المكونين والتحول من النظرية المالية الوصفية إلى النظرية المالية المبنية على الربط بين الجانب الوصفي والجانب الكمي الممثل بالنماذج الرياضية، والعوامل التي ساعدت على ظهور الهندسة المالية فيما يلي:

- عولمة الأسواق والتغييرات الهيكلية والتنظيمية التي أثرت على عملها، بالإضافة إلى زيادة التقلبات في البيئة الاقتصادية والمالية وبيئة الأعمال، الأمر الذي خلق إمكانات وفرص جديدة وفي ذات الوقت عوامل مخاطر جديدة؛

- اشتداد المنافسة في بيئة الأعمال العالمية والتي أجبرت جميع الشركات والمستثمرين على أن يطوروا عملياتهم المالية، وذلك من خلال تطوير أدوات جديدة، بحسب تمكنهم من أن يكونوا أكثر تنافسية، وتضمن لهم زيادة في الأداء وقدرة أكبر في البقاء؛

- التطورات التكنولوجية السريعة التي تمت في العقدين الأخيرين من القرن العشرين على الصعيد النظري والتطبيقي فيما يتعلق بعملية صنع القرارات والتي مكنت من تطوير واستخدام نماذج تحليل قرارات معقدة من خلال إجراءات حسابية قابلة للتطبيق.<sup>2</sup>

3- أدوات الهندسة المالية: تمثل المشتقات إحدى التطورات الرئيسية في الأسواق المالية التي ظهرت في القرن الماضي، إذ نشأت وتطورت بشكل ملحوظ في الربع الأخير منه، وتعرف بأنها تعهد تسليم منتجات حقيقية أو أساسية أو إعطاء الحق في شرائها أو بيعها في المستقبل وبالتالي فهي أداة تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية، ملتقى دولي بعنوان الاقتصاد الإسلامي، الواقع . . . والرهانات، مستقبل المركز الجامعي بغرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص 04 .

<sup>2</sup> محمد عبد الحميد، عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية، الجمهورية العربية السورية، 2014، ص 07 .

<sup>3</sup> حاكم الربيعي، ميثاق الفلأوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، المشتقات المالية عقود المستقبلات، الخيارات- المبادلات، دار اليازوري للنشر، الأردن، 2009، ص 15 .

كما تعرف المشتقات على أنها أدوات مالية أو عقود تستمد قيمتها من قيمة الأصول المالية الأساسية والمتمثلة في الأسهم والسندات، مؤشرات، العملات الأجنبية،...الخ.<sup>1</sup> وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيقه لمكاسب أو خسائر وهذا اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد.<sup>2</sup>

والمشتقات هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد وتلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل، العقد قد يتعلق بأصل مالي أو بمبلغ من العملات، أو كمية من المواد الأولية كما يعلق بمؤشر من المؤشرات، العقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منها إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد.<sup>3</sup>

1-4 العقود الآجلة: العقد الآجل هو اتفاق بين طرفي أحدهما المشتري والآخر البائع، على بيع كمية محددة من الأصل محل التعاقد ويلتزم منها البائع أن يسلم المشتري الأصلي في وقت محدد في المستقبل وسعر يتفق عليه وقت التعاقد، والعقود الآجلة هي عقود يتفاوض الطرفان على شروطها مما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية التي قد لا تلائم غيرهما، ويتم التعامل بها في الأسواق الغير المنتظمة فقط.<sup>4</sup> ويمكن حصر السمات المميزة لهذه العقود فيما يلي:<sup>5</sup>

- يصعب المضاربة بهذه العقود حيث أن الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر التقلبات في المستقبل كما يوجد التزام بالتنفيذ من الطرفين وليس هناك سوق ثانوي يتم تداولها فيه؛
- ليس لها شكل نمطي بينما يتم الاتفاق على شروطها؛
- يتم تحديد تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ بدقة في هذا العقد وتعتبر عقود نهائية بمجرد التوقيع ولا يمكن الرجوع فيها أو تعديلها؛
- يتم التنفيذ في تاريخ التنفيذ فقط.

2-4 العقود المستقبلية: جرى التعامل على العقود المالية للمستقبلات لأول مرة من خلال بورصة شيكاغو في عام 1972م، وكان محل العقد عملات أجنبية، ومنذ ذلك التاريخ شهدت العقود المستقبلية

<sup>1</sup> Kanaka Raju, **Equity Derivative – comparative and critical analysis from Bse to Nse**, Iosr journal of business and management (IOSR- JBM) Dec 2014, p 11 .

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر المحاسبية)، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص 05 .

<sup>3</sup> سحنون محمود، حسين سمير، مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، أيام 20-21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، ص 03 .

<sup>4</sup> مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 30 .

<sup>5</sup> بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة، أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، أيام 20-21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص 06 .

تطورا مستمرا، فقد استحدثت عقود مستقبلية على أسعار الفائدة عام 1975م، وعقود مستقبلية على أذون الخزانة عام 1976م، وعقود مستقبلية على سندات الخزانة عام 1977م، ثم ظهرت العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم عام 1980، ومع نهاية القرن العشرين ظهرت العقود المستقبلية على الخدمات وفي مقدمتها على الرحلات الترفيهية خلال الإجازات والعطلات.

وتعرف عقود المستقبلية على أنها عقود آجلة يجري التعامل بها في أسواق منظمة، وهي عقود نمطية بمعنى أنها تخضع جميعا إلى أحكام محددة يضعها السوق المنظم لها، ويكون هذا السوق هو الضامن لتنفيذها، ومن مزايا هذه الأدوات المشتقة أنها تحل مشكلة العثور على العاقدين الراغبين بإجراء البيع الآجل في السلع المرغوب التعامل بها، فضلا عن أن أسعار أو الأدوات المالية المتداولة فيها تكون بالسعر الذي يحدده السوق وليس المفاوضين المتعاقدين.

وفي هذه السوق النازمة لعقود المستقبلية نجد ما يسمى ببيوت المقاصة ومهمتها مراقبة أسعار الأصول في هذه العقود، بعد أن تستوفي من الطرفين البائع والمشتري هامشا ماليا محددًا.<sup>1</sup>

**4-3 عقود الخيار:** تعتبر عقود الخيارات أهم أدوات المشتقات المالية في نقل المخاطر المالية، حيث تعطي المستثمر فيها فرصة مهمة لتقليل المخاطر التي يتعرض لها من خلال استبدال موجود معين بموجود آخر بسعر محدد في المستقبل.

ويقصد بعقود الخيار تلك العقود التي يكون فيها الحق لأحد أطرافها الاشتراط على الطرف الآخر في بيع أو شراء سلعة أو خدمة مقابل التزام الآخر بإبرام العقد في المستقبل، وفي نطاق التعامل بالأوراق المالية تعرف عقود الخيار على أنها عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع أوراق معينة بسعر معين ثم تحديده يطلق عليه سعر التعاقد أو سعر التنفيذ، بحيث يمكن هذا العقد مشتري أو بائع هذا الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، وذلك مقابل مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض للطرف الآخر الذي يطلق عليه محرر حق الخيار.<sup>2</sup>

كما يعرف عقد الخيار على أنه اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد، وسعر محدد ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في إتمام هذا التعامل، ويوجد مجموعة من أنواع الخيارات أهمها:

<sup>1</sup> Kunhibave Sherin , « **Derivative in Islamic finance** » research paper, N 7/2010 publication of international shariah research academy for Islamic finance (ISRA), p 03 .

<sup>2</sup> عباس محمد موسى، عمليات تداول الأوراق المالية، مجلة رسالة الحقوق، السنة الرابعة، العدد الأول/2012، جامعة كربلاء، ص 191 .

- خيار الشراء **Call option**: يكون لمالك الخيار الحق في شراء الأصل المعني من بائع الخيار باتفاق على السعر عند تاريخ محدد مستقبلي، وإذا مارس مالك الخيار هذا الحق فعلى بائع الخيار تسليم الأصل.

- خيار البيع **Put option**: يحق للمالك بيع الأصل المعني لبائع الخيار بموجب اتفاق على السعر عند تاريخ مستقبلي محدد وإذا مارس مالك خيار البيع هذا الحق فعلى بائع الخيار البيع شراء الأصل محل التعاقد.<sup>1</sup>

وبالتالي هذا العقد يلزم بائع حق الخيار الذي قبض ثمن الخيار بالشراء إذا ما قرر مالك الأوراق المالية بيع أوراقه، والدافع لشراء هذا الحق هو الخشية من هبوط أسعار الأوراق المالية.<sup>2</sup>

- الخيار المزدوج: يوجد هذا الخيار في أسواق السلع فقط، وهو يجمع بين خيار البيع وبين خيار الشراء، فيصبح لحامله الحق في أن يكون مشتريا للأصل محل التعاقد، أو بائعا له، وذلك وفق مصلحة المشتري، فإذا ارتفعت الأسعار خلال فترة العقد كان مشتريا، وإذا انخفضت كان بائعا، ويتقاضى بائع الخيار عادة ضعف ثمن خيار الشراء، أو ضعف ثمن خيار البيع نظرا لعظم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار.<sup>3</sup>

- الخيار الأمريكي: هذا النوع من الخيارات يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عدد من الأسهم أو الأوراق المالية خلال فترة محددة وبسعر محدد مسبقا، ويمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار فهو ليس محصورا بتاريخ محدد، وهذا يعني أن مشتري حق الخيار له الحق في ممارسة تنفيذ الحق في أي وقت يشاء خلال عمر الحق.

- الخيار الأوربي: وهو يشبه عقد الخيار الأمريكي ماعدا موعد التنفيذ حيث يكون حامل حق الخيار محصورا في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار، ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج " دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2011-2012، ص 70-71

<sup>2</sup> محمود فهد مهيدات، المضاربات الوهمية "الوهمية" ودورها في الأزمة المالية "عقود الخيار"، المؤتمر العالمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان-الأردن، 01-02 ديسمبر 2010، ص 02

<sup>3</sup> محمد سعدو الجرف، عقود الخيارات المالية في الفقه الإسلامي، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، الدورة الثانية، الندوة العلمية، التحوط في المعاملات المالية والضوابط والأحكام التي يعقدها مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي خلال الفترة 26-27 أبريل 2016، ص 16 .

<sup>4</sup> نبيل حركاتي، عثمان بودحوش، الآثار المالية والاقتصادية لعقود الخيارات المالية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 05-06 ماي 2014، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص 101 .

4-4 عقود المبادلات Swaps: هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية في الحاضر، على أن يتم التبادل العكسي للأصل في تاريخ لاحق محدد مسبقاً، وأهم هذه العقود عقود معدلات العائد والعملات، ويعود منشأ عقود المبادلات إلى 1970 عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية من تحركات العملات الأجنبية.<sup>1</sup>

كما تعرف عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية... إلخ)، ويتميز عقد المبادلة بـ:

- عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيارات؛
- لا يتم تسوية المتحصلات أو المدفوعات يومياً كما هو الحال في عقود المستقبلات؛
- لا يتم تسوية مرة واحدة كما هو الحال في العقود الآجلة.<sup>2</sup>

#### المطلب الرابع: تنظيم عمليات بورصة الأوراق المالية

إن البورصة أو سوق الأوراق المالية لها قواعد قانونية وفنية تحكم أدائها وتحكم كيفية اختيارها للأوراق المالية المتداولة، وكذا توقيت التصرف فيها، وقد يتعرض المستثمر الذي ليس لديه خبرة في الاستثمار في البورصة لخسائر كبيرة وضخمة عند الاستناد إلى بيانات غير دقيقة، لذلك سوف يتم التطرق في هذا المبحث إلى تنظيم عمليات سوق الأوراق المالية من وسطاء و أوامر، وكذا آليات تسعير الأوراق المالية.

#### الفرع الأول: الوسطاء المتعاملون في البورصة

تعتبر عملية الوساطة حلقة وصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز في سوق الأوراق المالية، ونظراً لأهميتها والدور الذي تقوم به سوف يتم التطرق إلى مفهوم الوساطة وكذا الهيئات التي تقوم بدور الوساطة المالية.

#### أولاً: مفهوم الوسطاء الماليين

الوساطة المالية تعني عملية جلب موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل الشركات والمنظمات الحكومية والأفراد، وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى، فالمؤسسة المالية توجد من أجل تسهيل هذه الوساطة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> بلعزوز بن علي، إستراتيجية إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة الشلف، العدد 7/2009، ص 339 .

<sup>2</sup> بياس منيرة، الضابط الشرعي للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 06 .

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، السيد عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البنوك والبنوك التجارية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص 203 .

والوسيط هو شخص معنوي يتمثل في شركات وساطة لا يمكن إجراء أي عملية للأوراق المالية إلا عن طريقه، ولا يجوز لغير شركات الوساطة القيام ببعض أو جميع الأوراق المالية.<sup>1</sup>

### ثانياً: فئات الوسطاء في عمليات البورصة

قبل التطرق للفئات المختلفة للوسطاء، سوف نتطرق لمفهوم السمسار.

#### 1- تعريف السمسار Broker

هو الشخص الذي يقوم بالتفاوض بين طرفين أو أكثر لعقد صفقة أو إبرام اتفاقية، والأوراق موضوع التفاوض أو الصفقة لا تصبح ملكاً له ولا تنتقل إلى عهده ولا يتصرف باسمه بل باسم عملائه في كلا الجانبين.<sup>2</sup>

#### 2- السماسرة الوكلاء:

السمسار الوكيل هو شخص يحمل عضوية البورصة، ويعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة، كما قد يعمل تاجراً لحسابه الخاص، ولبوت السمسرة الكبيرة مصدرين للسيطرة عن هؤلاء الأعضاء، فهناك السيطرة المباشرة والتي تنشأ من جراء قيام بيت السمسرة بإقراض السمسار رسم العضوية، ويظل القرض قائماً دون حاجة إلى سداد قيمته طالما ظل السمسار في خدمة بيت السمسرة، وفي غياب السيطرة المباشرة مازال هناك مصدر آخر للسيطرة هو السيطرة غير المباشرة التي تتمتع بها بيوت السمسرة الكبيرة بسبب ضخامة حجم معاملاتها بشكل يجعل خدمتها موضعاً للمنافسة بين هؤلاء الأعضاء.<sup>3</sup>

#### 3- سمسرة الصالة:

وهم السمسرة المستقلون الذين لا يمثلون شركات سمسرة داخل البورصة ويتمثل عملهم في تقديم يد العون لغيرهم من السمسرة الوكلاء وذلك في الأوقات التي يصعب على ممثلي سمسرة الوكلاء تنفيذ كل الأوامر المرسلّة إليهم وذلك نظير المشاركة في العمولة التي تحصل عليها شركة السمسرة من العملاء.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> صالح بن إبراهيم، عبد الله التويجري، مسؤولية الوسيط في سوق الأوراق المالية في النظام السعودي (دراسة مقارنة)، أطروحة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة دكتوراه فلسفة في العلوم الأمنية، تخصص الشريعة والقانون، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، السعودية، 2014، ص 25 .

<sup>2</sup> شعبان محد إسلام البرواوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، دمشق، سورية، 2001، ص 55 .

<sup>3</sup> منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، منشأة المعارض، الإسكندرية، 2008، ص 38 .

<sup>4</sup> بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك، ومالية جامعة أبي بكر، تلمسان، 2012، ص 38 .

#### 4- تجار الأوراق المالية:

وهم أعضاء مسجلون بالسوق ويقومون بشراء الأوراق المالية لحسابهم، وبيعها عند ارتفاع أسعارها والاستفادة من فروق الأسعار، وفي بورصة نيويورك يوجد نوعان من المتاجرين في الأوراق المالية:

- تاجر الصالة: وهم تجار جملة ويتعاملون داخل البورصة لحسابهم.
- تاجر التجزئة (الطلبات الصغيرة) Lot Dealer add: وهو مضارب في كسور الأسهم، حيث يتوسط في بيع وشراء الأوراق المالية التي تقل عن 100 والمضاربة بها.

#### 5- صناع السوق:

صانع السوق هو شخص مرخص له من إدارة السوق بالتعامل في أسهم شركة أو شركات معينة، حيث يحتفظ بمخزون معين من أسهم تلك الشركات، ويقوم بالشراء والبيع مباشرة، إما لحسابه الخاص وإما لصالح عملائه من الوسطاء والسماسرة وغيرهم.

ويلتزم صانع السوق بشروط وضوابط معينة، الهدف منها مد السوق بالمرونة والسيولة اللازمة في أي وقت من الأوقات، ومن ذلك إلزامه بالشراء عندما يكون هناك من يود البيع، والبيع عندما يكون هناك من يود الشراء وفي المقابل ذلك لا يقوم صانع السوق بدفع عمولة عن العمليات التي يقوم بها.

وبالنظر إلى الأسواق العربية فإنه لا يوجد صانع سوق بهذا المعنى، بينما يوجد في السوق الأمريكي من يقوم بهذا الدور ويطلق عليه في سوق نيويورك المتخصص، وفي سوق نازداك Market Markers أي صانع السوق.<sup>1</sup>

#### 6- المتخصصون:

يقصد بالمتخصصين أعضاء السوق الذين يتخصص كل منهم في التعامل في أسهم مجموعة محددة من المنشآت، المعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة ما أكثر من متخصص واحد، وهو الذي يطلع وحده على دفتر الأوامر المحددة للأسهم التي يتعامل فيها وهو ما يعد نوعاً من الاحتكار.<sup>2</sup>

الفرع الثاني: أوامر بورصة الأوراق المالية

هناك مجموعة من التقنيات والإجراءات تتم داخل البورصة تتمثل في الأوامر، حيث تحدد فيها نوع الورقة المالية وموضوع الصفقة وكذا الكمية المطلوبة والسعر، وتتعدد هذه الأوامر وتختلف حسب

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر، الأردن، 2010، ص 92 .

<sup>2</sup> مبارك بن سلمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، جدة، 2010، ص

طبيعة عمليات البيع والشراء، وعلى هذا الأساس سوف يتم التطرق إلى الأوامر وأنواعها وآليات عملها في البورصة.

### أولاً: تعريف أوامر البورصة

يعتبر الأمر بمثابة التعويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي (وكيل، شركة، بورصة...) بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية والمنتجات المالية المتداولة بصفة عامة، يتطلب هذا التفويض تحرير أمر مكتوب يحتوي عادة على أهم توجيهات المستثمر المتعلقة بالعمليات التي كلف بها الوسيط، إذ يقوم المتدخلون في البورصة بتحرير الأوامر لعقود الصفقات المختلفة، بغرض تحقيق الأرباح وتتنوع محافظهم المالية والحصول على مصادر التمويل وغيرها من الأغراض التي تختلف باختلاف المستثمر.<sup>1</sup>

### ثانياً: أنواع أوامر البورصة

تختلف وتتنوع أنواع أوامر البورصة بتنوع المهام نذكرها فيما يلي:

- 1- **أمر السوق Market Order**: وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعاً وهنا يصدر المستثمر أمراً للسماح لشراء وبيع عدداً محدداً من الأوراق<sup>2</sup> في أقرب وقت ممكن وبأفضل سعر ممكن، حيث يجب تنفيذ الأمر على الفور أو في المستقبل القريب جداً ودون معرفة السعر،<sup>3</sup> وعليه فالمستثمر عند إصدار الأمر يكون في حالة شبه تأكد أن الأمر سيتم تنفيذه، وإن كانت درجة تأكده أقل كثيراً بالنسبة للسعر.<sup>4</sup>
- 2- **الأمر المحدد Limit Order**: بموجب هذا الأمر يحدد العميل لسماحه ووسيطه سعراً أو حداً معيناً لسعر الورقة المالية وعلى السماسر تنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر لهذا الحد، مثلاً لو حدد المستثمر سعر 10 دولارات للسهم الذي يريد بيعه ففي هذه الحالة لا يصبح هذا الأمر قابلاً للتنفيذ إلا إذا وصل السعر إلى 10 دولارات وبأي مبلغ من هذا السعر لا يكون الوسيط مخولاً بإجراء عملية البيع ونفس الشيء ينطبق على الشراء.<sup>5</sup>
- 3- **أمر الشراء الموقوف Buy Stoporder**: أمر الشراء الموقوف هو أمر شراء بسعر معين يجب أن يكون أعلى من السعر الحالي للسهم، وهناك سببين رئيسيين لاستخدام هذا النوع من أوامر الشراء:

<sup>1</sup> جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء 3، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزائر، 2004، ص 76 .

<sup>2</sup> محمد الحناوي، نهال فريد، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، السيد الصيفي، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 43 .

<sup>3</sup> Tony London, **Stop orders A practical guide to using stop orders for traders and investors**, first edition published in Great Britain in 2009, p 40 .

<sup>4</sup> محمد الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 43 .

<sup>5</sup> طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 46 .

1- قد يرى المستثمر بأن الوقت المناسب لشراء السهم هو عند بلوغ السعر مبلغ 53 دولار (مثلاً) وذلك حسب ما توصل إليه المستثمر من تحليل فني أو غيره.

2- المستثمر يرى بأن السهم قد يرتفع بشكل كبير نتيجة إعلان أرباح متميزة أو لأن شركة أخرى توشك على شراء تلك الشركة، الأمر الذي قد يحدث ارتفاعاً بالغا في سعر السهم مما قد يضيع عليه فرصة الشراء وبهذه الطريقة فإن المستثمر يشتري السهم فيما لو تجاوز السعر مبلغ 53 دولار (مثلاً) ولا يشتريه فيما لو تصح توقعاته بشأن ارتفاع السعر.<sup>1</sup>

4- أمر البيع الموقوف **Sell stop order**: تستخدم أوامر البيع الموقوفة في وقت ما عندما ينخفض سعر السهم من سعره الحالي.<sup>2</sup>

هناك سببان رئيسيان لاستخدام هذا النوع من أوامر البيع:

- احتياج المستثمر إلى الحفاظ على أرباحه في حالة تدهور السعر في المستقبل فيقوم بإدخال أمر بيع موقوف بسعر 43 دولار (مثلاً)، بحيث يتحول الأمر إلى أمر بسعر السوق فيما لو نزل سعر السهم إلى هذا الحد ويتم تنفيذه فوراً، وبالتالي يحافظ على الربح الذي حققه نتيجة ارتفاع السهم.

5- الأمر اليومي: هو أمر محدد بفترة زمنية معينة هي اليوم ويكون الأمر ساري المفعول في اليوم الذي يصدر فيه فقط، ومن حيث مدة الأوامر يمكن أن يكون الأمر أسبوعي، شهري... إلخ.

6- أمر المبلغ: هذا النوع من الأوامر يتيح للوسيط أو للسماح حرية مطلقة في الشراء أو البيع من حيث نوع الأوراق المالية وكمياتها ولا يكون هناك قيد سوى قيد المبلغ الذي تتم فيه الصفقة كأن يحدد العميل إلى السماسر أمر الشراء بمبلغ 10 آلاف دينار (مثلاً) ويترك له بعد ذلك حرية اختيار أنواع وكميات الأوراق المالية التي سيقوم بشرائها وكذلك يترك له حرية التوقيت في الشراء وهذا النوع من الأوامر نادر الاستخدام في الواقع العملي.<sup>3</sup>

### الفرع الثالث: تقنيات التسعير في بورصة الأوراق المالية

يتحدد سعر الورقة المالية في البورصة نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب، وتتبع إدارة البورصة عدة تقنيات لتحديد سعر الورقة المدرجة في جدول التسعيرة.

أولاً: تعريف سعر البورصة: سعر البورصة هو القيمة التي يبلغها سند ما أثناء إحدى الجلسات في البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها

<sup>1</sup> فهد الحويماي، المال والاستثمار في الأسواق المالية، ط2، مكتبة الملك فهد الوطنية، الرياض، 1426، ص 116 .

<sup>2</sup> Tony Loton, **opcit**, p 07 .

<sup>3</sup> ظاهر حردان، مرجع سابق، ص 47 .

طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة يجب أن يؤمن عقد الصفقات لأكبر كمية ممكنة من عروض البيع وطلبات الشراء.<sup>1</sup>

#### ثانيا: طرق تسعير الورقة المالية

توجد عدة طرق لتسعير الورقة المالية في البورصة يتم ذكرها فيما يلي:

1- **التسعير بالمناداة:** تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في قاعة تداول البورصة وعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض، فينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها، للتعبير عن استعداده لبيع نوع معين من الأوراق المالية، وذلك بصوت عال، بنفس الطريقة ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء، وبذلك يخلق عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي يتباع به.

وعادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشطة، أي الأكثر تداولاً في البورصة من أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.<sup>2</sup>

2- **التسعير عبر الدرج:** كل مصدر للأوراق المالية المسعرة في البورصة يقترح على لجنة عمليات البورصة تسمية إحدى شركات البورصة لكي تقوم بتسعير أوراقه، لأجل ذلك يوضع تحت تصرفها درج يودع فيه باقي العملاء أوامرهم، وفي نهاية عمل البورصة يقوم أحد الوكلاء بجرد الطلبات والعروض مشروطاً بالتسعير والكميات، محدد في النهاية سعراً يجب على رغبة أكبر عدد من المتعاملين.<sup>3</sup>

3- **التسعير عبر الصندوق:** تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة، فيعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

4- **التسعير بالنسبة المئوية:** في هذه الطريقة تظهر الأسعار على جدول التسعيرة بالنسبة المئوية من قيمة السهم الاسمية مخصومة منها قيمة الجزء المعروض من القسمة منذ الاقتطاع الأخير.

<sup>1</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 45 .

<sup>2</sup> جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، مرجع سابق، ص 114 .

<sup>3</sup> وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل، لبنان، الجزء الأول، 2003، ص 132 .

5- **التعسير بالمطابقة:** عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، يتعلق أحدهما بالبيع والآخر بالشراء، وبالكمية نفسها، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني، وهي طريقة محظورة في كثير من الأسواق المالية، إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة.<sup>1</sup>

6- **التعسير المستمر:** تستخدم التسعيرة المستمرة الإعلام الآلي، حيث تعتمد على نظام المعلوماتية في تحديد السعر وتتمثل في المقابلة المستمرة للأوامر المدخلة مباشرة من طرف الوسطاء في البورصة بالتسعيرة الإلكترونية الدقيقة من طرف الحاسوب المركزي الذي يقوم بتحديد سعر التوازن عند تلاقي العرض والطلب، وتعمل التسعيرة المستمرة على تسجيل عدة أسعار توازن خلال يوم واحد وذلك عند كل نقطة التقاء بين العرض والطلب.<sup>2</sup>

### الفرع الرابع: مؤشرات بورصة الأوراق المالية

يعد مؤشر البورصة أداة لمعرفة تطور أسعار الأوراق المالية، وعليه سيتم تناول تعريفه وأساليبه بنائه وكذا استخداماته.

**أولاً: تعريف المؤشر:** يعرف المؤشر على أنه مقياس للحركة العامة لسوق رأس المال، يتألف على الأغلب من مجموعة الأوراق المالية التي تعكس حالة السوق بكاملها، بالتالي فالمؤشر يعد دليلاً على الوضع العام لسوق المال، ويمكن أن يكون مفيداً عند استخدامه بوصفه مقياساً لتقييم أداء أي سهم، وتعد المؤشرات تبعاً لدقتها الاستثنائية بأنها أكثر أنظمة القياس شهرة للحصول على معلومات وثيقة فيما يتعلق بأداء الأسهم.<sup>3</sup>

ويستخلص من ذلك أن مؤشر البورصة يساعد في عملية التقييم الاقتصادي للأصول المالية المتداولة في البورصة، كما يمكن المستثمرين من مقارنة أداء استثماراتهم بالأداء الذي تحققه البورصة.

**ثانياً: أساليب بناء المؤشر:** لكي يعكس المؤشر أسعار الأوراق المالية لابد أن يكون ممثلاً لجميع الأوراق المالية، وعليه هناك مجموعة من العوامل يجب توافرها عند تصميم المؤشر حتى يعبر عن الحالة الاقتصادية للسوق المالي والمتمثلة فيما يلي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 76-77.

<sup>2</sup> Bertrand Jacquilat, Brono Solnik, les marchés financiers, gestion de portefeuille et des risques, Sound, 3 édition, 1997, p 31 .

<sup>3</sup> بشار دنون محمد الشكري، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية 'دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، مجلة تنمية الزافدين، 30/89، 2008، ص 75 .

<sup>4</sup> دريال أمينة، محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية دراسة حالة: مؤشر دبي المالي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود، بنوك ومالية، تلمسان، 2014، ص 32 .

1- **حجم العينة:** حتى تكون العينة ملائمة يجب أن تكون من الناحية الإحصائية ممثلة معنويًا للمجتمع موضوع الدراسة، وعليه فالعينات الكبيرة لا بد أن تمثل بشكل دقيق للمجتمع، بمعنى أنه كلما كان عدد القيم المتداولة بالعينة كبيرًا كلما كان للمؤشر أحسن تمثيل لوضعية السوق.

2- **التمثيل:** بمعنى أن تكون مختلف القطاعات التي يتكون منها الاقتصاد الوطني ممثلة دون تحيز، هذا إذا كان الهدف من المؤشر قياس وضعية السوق بكاملها، أما في حالة ما إذا كان المؤشر المراد بناؤه يختص بقطاع اقتصادي معين فإنه يتطلب اختيار العينة الملائمة من بين أوراق هذا القطاع فقط.

3- **المصدر:** فيقصد به مصدر الحصول على أسعار الأوراق المالية التي يقوم عليها المؤشر، إذ ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتناول فيه تلك الأوراق المالية، وتجدر الإشارة إلى أن إدخال تقنيات التسعير الآلي قد ساهم كثيرًا في تسهيل حساب قيمة المؤشرات المبنية على الأسهم المتداولة في البورصات.

4- **معاملات الترجيح:** نقصد بمعاملات الترجيح بالقيمة الترجيحية للسهم داخل العينة، حيث تعبر عن مدى ثقل سهم معين مقارنة بالأسهم الأخرى، وهناك ثلاث طرق لحساب معامل ترجيح السهم هي:<sup>1</sup>  
4-1- **الترجيح على أساس السعر:** ويحسب على أساس نسبة سعر سهم مؤسسة إلى مجموع أسعار أسهم المؤسسات الأخرى التي تدخل في حساب المؤشر؛

4-2- **الترجيح المتعادل:** لا يعطي أهمية لسهم على آخر، حيث يحسب كل معدل ترجيح بالمساواة مع الأسهم الأخرى الداخلة في حساب المؤشر؛

4-3- **الترجيح على أساس القيمة:** ويحسب على أساس القيمة السوقية لأسهم المؤسسة حيث يعطي لكل سهم وزن يتناسب مع قيمة أسهمها، باعتبار أن القيمة تعد معيارًا أكثر موضوعية من السعر في تحديد أهمية سهم على آخر.

**ثانياً: استخدامات المؤشرات**

إن للمؤشر استخدامات عديدة أهمها:

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: إن القاعدة العامة أن حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة في السوق تسير في الاتجاه نفسه، وهذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغير في سعر السهم لشركة ما والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسهم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) وتطبيقاتها، دار وائل للنشر، 2006، ص ص 447-448 .

<sup>2</sup> بشار ذنون محمد الشكري، ميادة صلاح الدين تاج الدين، مرجع سابق، ص 76 .

إن المؤشر العام كمؤشر ستاندر بورد 500 يحتوي على عينة مكونة من 500 شركة فهي عينة كبيرة حيث تعكس تنوع جيد، مع العلم أن هذا الأخير يعطي أمان جيد ويقلل من المخاطر وفي نفس الوقت يعطي عائد جيد؛<sup>1</sup>

- يساعد في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي من خلال صورة كمية يسهل استخدامها بشكل سريع؛  
- التعرف عن الاتجاهات السائدة في السوق المالي والتي تعكس في أحد جوانبها المهمة اتجاهات النشاط الاقتصادي؛

- الحكم على أداء المديرين المحترفين، وفقا لفكرة التنوع الساذج،\* يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائيا، أن يحقق عائدا يعادل تقريبا 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 عائدا أعلى من متوسط عائد السوق.<sup>2</sup>

- التنبؤ المستقبلي بوضع السوق، وذلك من خلال تحديد الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية والسياسية والأمنية وغيرها مع المتغيرات المتحركة في مؤشر سوق المال.<sup>3</sup>

من خلال دراسة هذا المبحث تم التوصل إلى أن الأسواق المالية تعتبر أهم مصادر التمويل في الاقتصاديات المعاصرة، فهي الآلية التي تسمح بانتقال الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز عن طريق تداول أوراق مالية متمثلة في أوراق مالية أساسية من أسهم وسندات وكذا أوراق مالية هجينة كالأسهم الممتازة وأيضا تداول عقود يطلق عنها بالمشتقات المالية، وتنقسم هذه الأسواق إلى أسواق رأس المال وأسواق النقد، هذه الأسواق لها قواعد قانونية تنظم عمليات التداول فيها.

<sup>1</sup> غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر، الأردن، 2009، ص ص 289-290 .

\*يقوم التنوع الساذج أو التنوع البسيط على فكرة أساسية مؤداها أنه كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة، كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها .

<sup>2</sup> دربال أمينة، مرجع سابق، ص 35 .

<sup>3</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 445 .

## المبحث الثاني: أساسيات كفاءة سوق الأوراق المالية.

لقد أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية اهتمام الباحثين والمختصين في مجال التمويل والأسواق المالية نظرا لأهميتها وما تحققه من عدالة بين المتعاملين في السوق، وعلى ضوء هذا سوف يتم تناول مفاهيم أساسية حول نظرية الكفاءة من تعرف ونشأة وشروط تحقق الكفاءة وكذا أنواعها ومتطلباتها.

### المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وتاريخ نشأتها

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية و تاريخ نشأتها.

#### الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق تستجيب أسعار الأسهم على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين مما يترتب عنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، حيث أن المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعودا مع الأنباء السارة وهبوطا مع الأنباء غير السارة والتي تصل بسرعة وبدون سابق إنذار.<sup>1</sup>

كذلك يعتبر مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية امتدادا للنظرية الكلاسيكية للاقتصاد، والتي تعتبر أنه لا توجد أرباح زائدة في ظل ظروف المنافسة، فإذا كانت هناك مجموعة معينة من البيانات -مثل البيانات المنشورة في الكشوف المالية للشركة- معرفة لجميع المتعاملين في سوق الأوراق المالية فإنه في ظل ظروف المنافسة السائدة في السوق سوف يكون معدل العائد الذي يحققه المستثمرين قريبا من معدل العائد المتوقع، أي أنه طالما أن المستثمرين يحصلون على قدر من المعلومات فسوف يحصل الجميع على نفس الفرص في تحقيق معدلات العائد عند مستوى معين من المخاطرة مما يعني تحقيق العدالة في سوق رأس المال وذلك بتخفيض العائد غير العادي الناتج عن عدم تماثل المعلومات حيث تنعكس المعلومات بصورة كاملة وبسرعة في أسعار السوق الكفاء، وبالتالي يمكن القول بأن سعر الورقة المالية في السوق الكفاء هو تقدير جيد لقيمتها الاستثمارية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد الحسين جليل الغالبي، حسن شاكر الشمري، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية، مجلة العربي، للعلوم الاقتصادية والإدارية، السنة الحادية عشر، المجلد التاسع، العدد الثاني والثلاثون، 2015، ص 04 .

<sup>2</sup> محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، السيد عبد الفتاح إسماعيل، السيد الصيفي، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار القلم الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 83 .

وعرفت كفاءة السوق في الأدبيات قبل ثلاثين عاما على أنها السوق التي يعكس فيها أسعار الأصول بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، وهذا يعني أن السوق الكفاء تقوم بمعالجة المعلومات بطريقة عقلانية،<sup>1</sup> ومن ثم فإن السعر الحالي للأوراق المالية يجب أن يعكس المعلومات المتوافرة كلها، وعلى أن أسعار الأوراق المالية في السوق مقيمة بسعرها العادل مع مساواة عائدها المتوقع بعائدها المطلوب.<sup>2</sup>

وترتبط فكرة كفاءة السوق مع فكرة وجود السير العشوائي، ومنطق فكرة السير العشوائي هو أنه يتم تدفق المعلومات دون عائق وانعكاس المعلومات على الفور في أسعار الأسهم، كما أن تغير أسعار الغد تعكس فقط اختيار الغد، وتكون مستقلة عن تغيرات أسعار اليوم.<sup>3</sup>

يستخلص من المفاهيم السابقة أن السوق الذي يتصف بالكفاءة تعكس فيه أسعار الأوراق المالية وبسرعة جميع المعلومة الجديدة الواردة إلى السوق، فيصبح السوق لعبة عادلة ، وبهذا لا يتمكن أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمر آخر، كما أن أسعار الأسهم في ظل السوق الكفاء تكون مساوية لقيمتها الحقيقية.

### الفرع الثاني: تاريخ نشأة فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية

تعتبر فرضية السوق الكفاء إحدى المواضيع الأكثر جدلا في الأدبيات الاقتصادية، وقد حضيت بدراسات واسعة في العلوم المالية، فبعد ثلاث عشرات من البحث والآلاف من منشورات المجالات لم يتوصل الباحثون إلى اتفاق فيما يخص هذه الأسواق، فمن ناحية الجانب النظري للموضوع نجد أهم المقالات التي نشرت ابتداء من 1965 Samuelson إلى غاية 1986 feasher and black، طبعا مع وجود بحث<sup>4</sup> fama 1970. حيث يعتبر هذا الأخير أشهر من درس كفاءة السوق المالية بنشر عدد من المقالات التي وضعت أسس ما يسمى بنظرية كفاءة السوق، ففي عام 1965 نشر fama دراسة لقياس الحركة العشوائية لثلاثين سهما في مؤشر داوجونز للفترة 1956-1961 مستخدما اختياري الارتباط الذاتي المتسلسل واختبار التكرارات، توصل فيها إلى أن أسعار هذه الأسهم تتحرك عشوائيا ولا يوجد

<sup>1</sup> Meredith Beechey, David Gruen and James Vickery, **the Efficient Market Hypothesis A survey**, Research discussion paper, 2000-01 January 2000, Economic research Department reserve Bank of Astralia, P02 .

<sup>2</sup> سليمان موصلي، حازم السمان، دراسة الكفاءة السعريّة لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29- العدد الثاني-2013، ص: 154 .

<sup>3</sup> Brton G .Malkiel, **the efficient market hypothesis and the critics**, CEPS working paper, N°91 April 2003, Princeton University, P03 .

<sup>4</sup> - زيطاري سامية، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة سوق الأوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2004، ص 132 .

ارتباط بين الأسعار المدروسة والبيانات التاريخية السابقة لها، ثم قام robert 1967 بتحديد المصطلح الدقيق لفرضية السوق ثم طور fama نتائج robert ونشر في عام 1970 مقاله من مقالاته الشهيرة فرضية السوق الكفاء<sup>1</sup>، حيث قام بالتمييز بين ثلاث أشكال مختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية والمتمثلة في الشكل الضعيف وهنا تتبع أسعار الأوراق المالية نموذج السير العشوائي، بمعنى أن جميع المعلومات التاريخية منعكسة في السعر، وعليه فلا يستطيع المستثمر تحقيق أرباح غير عادية، ويكون السوق في المستوى الشبه القوي للكفاءة إذا عكست الأسعار كل المعلومات العامة والمتاحة بكفاءة كالإعلان عن توزيع الأرباح، وأخيرا المستوى القوي لسوق الأوراق المالية الكفاء وهو السوق الذي تنعكس جميع المعلومات العامة والخاصة في أسعار الأوراق المالية<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: شروط السوق الكفاء

تتوفر في السوق التي تتسم بالكفاءة مجموعة من الشروط تتمثل في<sup>3</sup>:

- توافر عنصر الشفافية وبقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق وما يتم عن هذه الأوراق المالية من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات؛
- يجب أن تكون السوق ممهدة بحيث لا تكون هناك تكاليف للمعاملات المالية، وأن لا تخضع الأرباح للضرائب؛
- أن لا تكون كلفة التداول منخفضة إلى درجة تكون منعدمة؛
- يجب أن يقيم السوق بالمنافسة النزيهة بشرط أن لا تتأثر الأسعار بعمليات الفردية للتداول سواء تمت عن طريق مستثمر فرد أو مستثمر مؤسسي؛
- وجود هيئة مشرفة تعرف بهيئة الأوراق المالية وأن تكون هذه الهيئة محايدة؛
- أن تتصف السوق المالية بخاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها ويتوفر خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع وشراء الأوراق المالية بالكلفة المناسبة وبالوقت المناسب وبالسرعة المناسبة؛

- سام سعد محمد، عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية، دراسات العلوم الإدارية، المجلد

<sup>1</sup> . 41، العدد2، 2014، ص05.

<sup>2</sup> - Hashem pesarn, **Market efficiency today**, IEPR working paper 05 .41, December 2005, institution of economic policy research, university of southern California, pp:1-2 .

<sup>3</sup> - عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع بالإمارات العربية، أبو ظبي، الشارقة، مارس 2006، ص 38 .

- توفر تقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات.

### المطلب الثالث: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.

يضمن السوق الكفاء عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يسمح بتغيير فوري في السعر كما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أخبار سارة أو غير سارة، سوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى نوعين من الكفاءة لسوق الأوراق المالية هي:

#### الفرع الأول: الكفاءة الكاملة

يقصد بها وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛

- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على الدخول أو الخروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها؛

- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛

- رشادة المستثمرون وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.<sup>1</sup>

#### الفرع الثاني: الكفاءة الاقتصادية

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن تمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق، وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غير أنه من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل.<sup>2</sup>

وعليه تكون السوق ذات كفاءة في الحالة التي تجد فيها أن كل المعلومات المتوفرة والمتاحة قد انعكست أولاً بأول من أسعار الأسهم، وبذلك فإن المستثمر لن يتمكن من خلال استخدامه لأية تحاليل أو

<sup>1</sup> مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث- عدد 2009/07 - 2010، ص 183 .

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، البورصات أسهم -سندات- صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، بدون سنة النشر، ص 150 .

أية إستراتيجية استثمارية من عوائد إضافية (غير مادية) صافية أي بعد الأخذ بعين الاعتبار تكلفة التداول وتكلفة المخاطر.<sup>1</sup>

#### المطلب الرابع: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

تقوم كفاءة سوق الأوراق المالية على متطلبين أساسيين هما كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير (الكفاءة المعلوماتية).

#### الفرع الأول: كفاءة التشغيل Operational Efficiency

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للمسمرة Brokerage ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مخال فيه، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكسبها للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة. وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.<sup>2</sup>

وبالنظر إلى واقع الأسواق المعاصرة نجد أن أكبر الأسواق المالية العالمية كسوق نيويورك وسوق طوكيو، تسودها أكبر وأقدم المحتكرات وأشدّها انغلاقاً، إلى درجة أن مقعد السمسار في إحدى الأسواق يكلف مئات الآلاف من الدولارات وهذا يدعو إلى الاعتقاد أن دخول تلك الأسواق لا يتسنى لعدد محدود من السماسرة ومما يجعل تكلفة التبادل في تلك الأسواق مرتفعة وتتجاوز الحد الأدنى المطلوب، وهكذا فإن هذه الأسواق المالية المعاصرة لا يتحقق لها الكفاءة التشغيلية.<sup>3</sup>

#### الفرع الثاني: الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية Formational Efficiency

وتسمى أيضاً بالكفاءة التسعيرية أو الخارجية ويقصد بها أن المعلومات تصل إلى المستثمرين والمتعاملين في السوق المالي بسرعة ومن دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.

<sup>1</sup> زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص ص 198-199 .

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 180 .

<sup>3</sup> عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية بها، جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية، عمان، في الفترة من 16-18/3/1426 هـ، ص 12

إن سعر السهم في سوق الأوراق المالية يكون متغيراً عن قيمته الحقيقية وتكون المعلومات المتوفرة لجميع المتعاملين في السوق وبدون تكاليف باهظة، فإذا توفرت هذه الشروط فإن المستثمرين سيتمكنون من تكوين رد فعل باتجاه التعامل مع هذه الأسهم وبالتالي فإن القيمة السوقية سوف تكون مساوية للقيمة الحقيقية للسهم وبذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح على حساب الآخرين.<sup>1</sup>

وتشير معظم الدراسات المالية إلى أن فرضية الكفاءة المعلوماتية يمكن اختيارها تجريبياً باستخدام بعض أساليب الاقتصاد القياسي استناداً إلى حركات السير العشوائي من العوائد، وتكمن أهمية هذه الاختبارات في أن المستثمرين لا يمكن أن يتوقعوا عائدات مستقبلية من الأصول، يعني أنه لا يمكن الحصول على عوائد غير عادية.<sup>2</sup>

إن كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير مفهومان مترابطان متكاملان، أي تحقيق الكفاءة المعلوماتية مرتبط بنجاح كفاءة التشغيل، فلكي تتحقق الكفاءة المعلوماتية ينبغي أن تعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات المتاحة وبدون تكاليف باهظة.

<sup>1</sup> عقيل شاكر الشرع، فرضية السوق الكفؤة: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية المدة (2007-2010)، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 15 العدد 4، لسنة 2013، ص 163 .

<sup>2</sup> Victor Dragota, mihai caruntu, Andreea Stoiam, **market informational efficiency and investors rationality: some evidences on Romanian capital market**, university of Economic studies, Bucharest, Faculty of Finance, Finance Department, Piata Romang,N°6, Room 1104,Bucharest, Romanian,P02

### المبحث الثالث: النماذج التحليلية لفرضية كفاءة سوق الأوراق المالية

#### المطلب الأول: نظرية الكفاءة و نموذج السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية

تخضع تحركات أسعار الأوراق المالية في السوق المالي لما يعرف إحصائياً بخاصية السير العشوائي، وإذا ما اتصف سلوك متغير ما بهذه الخاصية فإن معنى ذلك أن تقلبات هذا المتغير لا يمكن التنبؤ بها في المستقبل لأن قيمه ترتفع وتتنخفض بشكل متواصل دون وجود رابط بين قيم المتغير على طول السلسلة الزمنية لهذا المتغير تتدفق عشوائياً، وبالتالي فردود الأسعار مقابل هذه المعلومات ستكون عشوائية، فارتفاع الأسعار في اليوم الأول مثلاً لن يزيد أو يقلل الفرق في الزيادة السعرية أو انخفاضها في اليوم الثاني والثالث وهكذا، ونعني بذلك أن تغيرات السعر في أي يوم غير مرتبطة بالتغيرات الماضية لذات السعر، والاهتمام هنا يكون بمدى ارتباط تغيرات السعر بمرور الزمن<sup>1</sup>.

ويقصد بنظرية السير العشوائي أن أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية الكفؤة لا تتبع نمط معين في سلوكها، بل تتغير تغيراً عشوائياً، وذلك لأن المعلومات الجديدة في أسواق الأوراق المالية الكفاء تتدفق عشوائياً، وبالتالي فردود فعل الأسعار مقابل هذه المعلومات ستكون عشوائية.

وطبقاً للباحث الفرنسي louis bachelier 1900 الذي يرجع إليه الفضل في إثراء هذه الخاصية فإن المضاربة في السوق تصبح لعبة عادلة لا يمكن في ظلها أن يحقق البائع أو المشتري أرباحاً على حساب غيره (أرباح غير عادية)<sup>2</sup>، بعدها<sup>3</sup> جاءت دراسة المفكر الإنجليزي Eugène Fama سنة 1965 حيث عرف نظرية السوق الكفاء كما يلي: "يكون السوق المالي كفئاً إذا كانت جميع المعلومات المتاحة حول أصل مالي معين وفي أي لحظة من الزمن منعكسة في سعره وفي اللحظة ذاتها، وبالموازاة مع هذا التعريف قدم Fama نموذجاً رياضياً ملخصاً فيه هذه النظرية ويعرف بنموذج اللعبة العادلة ( jeu Equitable) ويعطي بالمعادلة الآتية:

$$Z_{i,t+1} = R_{i,t+1} - E((R_{i,t+1}) / (Q)) \dots \dots \dots (1-1)$$

<sup>1</sup> - مازري عبد الحفيظ، دور الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات - دراسة قياسية على مستوى بورصة NASDAQ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2015/2014، ص ص 48-47 .

<sup>2</sup> - عائشة بخالد، اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف دراسة حالة مؤشر داوجونز الصناعي خلال الفترة 1928 إلى 2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية، تخصص دراسات مالية واقتصادية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015/2014، ص ص 04 .

<sup>3</sup> شموقي بورقية، مرجع سابق، ص ص 139-140 .

مع العلم أن:

$Z_{i,t+1}$ : هو العائد غير العادي للأصل المالي  $i$  في الفترة  $t+1$ .

$R_{i,t+1}$ : هو العائد الحقيقي للأصل  $i$  في الفترة  $t+1$ .

$E(R_{i,t+1})$ : هو العائد المتوقع للفترة  $t+1$ .

$Q$ : مجموع المعلومات المتاحة في الفترة  $t+1$ .

انطلاقاً من هذا النموذج، فإن العوائد غير العادية تساوي الفرق بين العوائد الحقيقية في الفترة والعوائد المتوقعة لنفس الفترة، وهذا بالاعتماد على مجموع المعلومات، وتكون اللعبة عادلة إذا كانت العوائد غير العادلة تساوي الصفر، بمعنى أن المعلومات المتاحة سمحت بالتنبؤ الصائب للأسعار (السعر المتوقع يساوي السعر الفعلي)، ومنه لا مجال لأي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية انطلاقاً من تحليله لهذه المعلومات.

**المطلب الثاني: صيغ الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية.**

نظراً للاهتمام المتزايد بالمعلومات لكونها عنصراً هاماً في تحديد كفاءة سوق الأوراق المالية، فهي تؤثر في توقعات صانع القرار بالنسبة للأحداث المستقبلية، وحسب دراسات الاقتصادي fama فان درجة الكفاءة في سوق الأوراق المالية تتفاوت حسب نوع المعلومة من مستوى ضعيف إلى شبه قوي إلى المستوى القوي.

**الفرع الأول: فرض الصيغة الضعيفة:**

في ظل فرض الصيغة الضعيفة تعكس أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات التاريخية عن تحركات الأسعار، ولذلك لا يمكن للمستثمر التنبؤ بالسعر مستقبلاً عن طريق تحليل الأسعار التاريخية.<sup>1</sup> هذا وتعرف صيغة الفرض الضعيف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، ذلك أنه إذا كان من المستحيل التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي، فإن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لا بد وأن تكون مستقلة تمام الاستقلال عن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي، أو بعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة من بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Kennedy Imafidon, Amos ojoarowshegbe, **A test of fama's 1991, Efficient capital markets II positions in the Nigerian capital market**, international Journal of Humanities and social science, Vol .5 .N°4, April 2015, P212 .

<sup>2</sup> منير إبراهيم الهندي، أوراق مالية وأسواق المال، منشأة المعارض للتوزيع الإسكندرية، 2006، ص115.

ولتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقا للصيغة الضعيفة لغرض كفاءة السوق توجد عدة طرق من أهمها:

**1-اختيار الأنماط:**<sup>1</sup> يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار، والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار ومدى الفترة في كل مرة وذلك بوضع إشارة لكل نوع من التغيرات وتظهر كما يلي:

+ : تعني حركة سعرية بالزيادة.

- : تعني حركة سعرية بالانخفاض.

0 : تعني عدم وجود حركة.

**2-سلسلة الارتباط:** تقيس سلسلة الارتباط معامل الارتباط بين التغير في سعر سهم ما خلال فترة زمنية معينة، وإذا ما كشفت نتائج تحليل تلك السلسلة عن وجود نمطا للتغير في الأسعار، فهذا يعد بمثابة رفض لنظرية الحركة العشوائية للأسعار أو ما يطلق عليه بالصيغة الضعيفة لغرض كفاءة السوق.

كل هذا مع ملاحظة أننا نهتم بالمدى القصير وليس بالمدى الطويل ففي المدى الطويل الذي يمتد لعدد من السنين، قد يكون هناك نمط معين لاتجاه الأسعار إلا أن هذا يعد أمر غير ذي موضوع، ذلك أن محور الاهتمام هو المدى القصير (يوم أو أسبوع أو شهر) الذي يسعى فيه المصارفين وبعض المستثمرين للتنبؤ بالأسعار المستقبلية -بناء على حركة الأسعار في الماضي- وتحقيق أرباح تفوق ما يمكن أن يحققه مستثمرون آخرون لا يقومون بمثل هذا التنبؤ، هذا وقد حظي هذا النوع من الاختبارات باهتمام كثير من الباحثين: (Moore,1962; Solik, 1973; Branch,1977; Roll, 1982).<sup>2</sup>

**3- اختبار جذر الوحدة -ديكي فولر المعدل ADF:** يعد من أهم الاختبارات المستخدمة لقياس استقرار السلاسل الزمنية من خلال اختبار جذر الوحدة، فإذا كان لإحدى السلاسل جذر وحدة، فهذا يعني ان السلسلة غير مستقرة وتتبع حركة عشوائية، وبالتالي أصبح من الاختبارات المستخدمة لدراسة كفاءة السوق على المستوى الضعيف، يقوم هذا الاختبار على فرضية العدم التي تفيد أن السلسلة غير ساكنة ولها جذر وحدة  $H_0=0$ ، فإذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار جذر الوحدة اصغر من القيمة الجدولية عند

<sup>1</sup> بن عمر بن حاسين، مرجع سابق، ص 78 .

<sup>2</sup> منير إبراهيم الهندي، 2006، مرجع سابق، ص 504 .

مستوى معنوية يتم تحديده، عندها نرفض فرضية العدم بوجود جذر وحدة متسلسلة، وتكون السلسلة تتمتع بالسكون<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: فرضية الصيغة شبه القوية.

تفترض الصيغة شبه القوية لكفاءة الأسواق المالية، أنه بالإضافة إلى الأسعار التاريخية، هناك أيضا معلومات أخرى متاحة للجمهور والمتعلقة بالبيانات الأساسية للشركة، توقعات الأرباح والتوزيعات وإعلانات تجزئة السهم، جودة الإدارة، وتكوين الميزانية العامة.<sup>2</sup>

وفي ظل الصيغة شبه القوية فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، إذ تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات، غير أنه إذا أدرك المستثمر (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات فسوف يحقق أرباحا غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين.<sup>3</sup>

### الفرع الثالث: فرض الصيغة القوية:

تؤكد الصيغة القوية لفرضية كفاءة السوق المالي أن أسعار الأسهم تعكس بالكامل جميع المعلومات سواء من مصادر عامة أو خاصة، يعني أن أي مجموعة من المستثمرين لديه حق الوصول إلى المعلومات دون احتكار أي معلومات لها أثر على أسعار الأسهم.<sup>4</sup>

فقد تكون هذه المعلومات متاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وتلك المعلومات التي يمكن أن يصل إليها المحللون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتان، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.<sup>5</sup>

استنادا على ما سبق فإنه في سوق الأوراق المالية توجد ثلاث مستويات من الكفاءة، تختلف باختلاف المعلومات حول أسعار الأسهم، وتتمثل في المستوى الضعيف لكفاءة الأسواق المالية ويرتبط

<sup>1</sup> - سام سعد محمد، مرجع سابق، ص 05.

<sup>2</sup> Kadir canyalcin, **Market Rationality: Efficient Market Hypothesis versus market Anomalies**, ejejs-3,2010, European Journal of Economic and political Studies, p27 .

<sup>3</sup> سليمان موصللي، حازم السمان، دراسة الكفاءة السعرية كسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية- المجلد 29- العدد الثاني، 2013، ص 156 .

<sup>4</sup> Chesire eucabeth Jeboisho, **Testing the weak form of efficient market at Nairobi stock exchange**, A research project submitted of the requirement of the post cradua Diploma in Act vial science of the university of Nairobi, July2014,PP4-5 .

<sup>5</sup> شقيري نوري موسى، جيهان ونس عبد العزيز، اختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى شبه القوي باستخدام المعلومة المتعلقة بنشر القوائم المالية للشركات، مجلة كلية بغداد، للعلوم الاقتصادية، العدد الثالث والثلاثون، 2012، ص 161 .

هذا الأخير بنظرية الحركة العشوائية للأسعار نظراً لصعوبة التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي، وهذا إن دل على شيء فإنه يدل على استقلالية التغيرات الطارئة في سعر السهم في المستقبل على التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في الماضي.

أما نطاق المعلومات في المستوى شبه القوي فيشمل بالإضافة إلى المعلومات التاريخية المعلومات المحاسبية، هذا المستوى يلقي قبولا من طرف المحللين الماليين باعتباره يلم بكل المعلومات التاريخية والحالية المؤثرة على أسعار الأوراق المالية، وأخيراً المستوى القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية يعتبر أكبر محتوى معلوماتي ويتميز بجودة المعلومات والأسعار التي تعكسها الأسهم في هذا المستوى تمثل القيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة، ومن هذا يساعد المستثمرين في اتخاذ مختلف قراراتهم الاستثمارية.

### المطلب الثالث: أساليب قياس سوق الأوراق المالية الكفاء

تتمثل أساليب قياس سوق الأوراق المالية الكفاء في الآتي<sup>1</sup>:

- 1- تكلفة التبادل: هي تكاليف الصفقات المالية، فإذا كانت هذه التكاليف منخفضة يوصف السوق على أنه على درجة عالية من الكفاءة، والعكس في حالة زيادة التكاليف، وتعرف هذه الكفاءة بالكفاءة الداخلية أي في حالة انخفاض تكاليف عقد الصفقات.
- 2- سرعة الاستجابة: استجابة أسعار الأوراق المالية التي تعقد في السوق لأي نوع من المعلومات التي يمكن أن تتوافر في السوق.
- 3- المنافسة الكاملة: كبر حجم المعاملات المالية التي تعقد في السوق، بالإضافة إلى كبر حجم المتعاملين في السوق وحرية حركتهم من وإلى السوق.
- 4- السيولة الكافية: لبيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في السوق، أي إمكانية تداول الأوراق المصدرة للأوراق المالية في السوق.
- 5- هيئة السوق: وجود هيئة أو لجنة تعمل على إدارة السوق وفق مجموعة من اللوائح والقوانين التي تحكم العمل بالسوق.

<sup>1</sup> - عبد المطلب عثمان محمود، نموذج مقترح لقياس اثر تطبيق حوكمة الشركات، الدار الجزائرية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، 2015، ص ص 122-123 .

## المبحث الرابع: علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالتحليل الفني والأساسي

ركز العديد من المتعاملين بسوق الأوراق المالية على استخدام نموذجين للتحليل الأول التحليل الفني والثاني التحليل الأساسي، سوف يتم التطرق إلى التحليل الفني للأوراق المالية ثم التحليل الأساسي وعلاقتها بكفاءة سوق الأوراق المالية، والاستراتيجيات التي تعترف بالكفاءة والتي لاتعترف بالكفاءة.

### المطلب الأول: التحليل الفني Technical analysis :

#### أولاً: مفهوم التحليل الفني

التحليل الفني هو دراسة بيانات الأسعار التاريخية للأسهم بهدف التعرف على اتجاهات الأسعار وتحركاتها مستقبلاً.<sup>1</sup>

يعرف التحليل الفني على أنه فن وعلم التنبؤ بالأسعار المستقبلية بناءً على دراسة تحركات الأسعار التاريخية، فالتحليل الفني يركز على تحليل مستقبلي للعرض والطلب على الأسهم، المؤشرات، العقود الآجلة، أو أية ورقة مالية قابلة للتداول، كما ينطوي التحليل الفني على وضع معلومات الأوراق المالية كالأسعار والكميات ومعدل الفائدة على الرسم البياني، وتطبيق مختلف أنماط المؤشرات على ذلك من أجل تقييم تحركات الأسعار في المستقبل.<sup>2</sup>

يقوم التحليل الفني على عدة فرضيات هي:<sup>3</sup>

- القيمة السوقية تتحدد نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب؛
- العوامل التي تؤثر على قوى العرض والطلب متعددة، منها العقلانية (تدخل ضمن اهتمامات التحليل الفني وأخرى غير عقلانية لا تتفق مع مدخل التحليل الفني).
- الأسعار تتحدد في اتجاهات ومسارات معينة، وهي تميل إلى الاستقرار في نفس الاتجاهات وعدم تغييرها، التغييرات التي تطرأ على موازين قوى العرض والطلب هي نفسها التي تتغير في اتجاه الأسعار.

<sup>1</sup> Jactina Chan, **th financial times guide to technical analysis- How to reade**, Likea professional pearson education limited 2011, Britan, P10 .

<sup>2</sup> C .Boobalan, **Technical analysis in select stocks of Indian companies**, international journal of business and administration research reviews, Vol-2, Issue,4, Jen- march, 2014 .P26 .

<sup>3</sup> عمر عبود، دور الشموع اليابانية في معرفة اتجاه السوق المالي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا - العدد التاسع- 2011 (مجلة علمية دورتي متخصصة محكمة)، ص 139 .

## ثانياً: أدوات التحليل الفني

### 1- مؤشر أو خريطة القوة النسبية:

يحاول هذا الأسلوب اكتشاف الأسهم ذات القوة النسبية، إذ أن هذا المفهوم يقضي بأن درجة تقلب أسعار الأسهم تتفاوت، بحيث توجد بعض الأسهم التي ترتفع أسعارها بشكل حاد وسريع استجابة لارتفاع السوق، غير أن أسعارها تستجيب ببطء نحو الانخفاض في حالة السوق النزولي، فهذا النوع من الأسهم الذي يتميز بهذا السلوك يطلق على أسعاره بأنها تتسم بقوة نسبية ومن ثم نجد أن المحللين يحاولون استخدام بعض المؤشرات لاكتشاف ذلك لحساب معدل المرد ودية على الاستثمار للأسهم ليصنف من خلاله الأسهم ذات المتوسط للمرد ودية المرتفع على أنها تتميز بقوة نسبية، بالإضافة إلى استخدام مؤشرات أخرى، وقد يتم الاستعانة برسوم وخرائط تظهر المؤشرات المستخدمة، وذلك لإتاحة قراءة وتتبع أفضل لمثل هذه الأنواع من الأسهم.

### 2- مؤشر المتوسط المتحرك:

بناء على هذا الأسلوب، يعتقد الفنيون أن أسعار الأسهم تميل إلى سلوك اتجاه معين، لذا نجدهم يقومون بحساب المتوسط المتحرك لسعر السهم لفترة كافية تمكنهم من الحكم على اتجاه حركة الأسعار في المدى الطويل.<sup>1</sup>

### 3- الرسوم البيانية:

تستخدم في التحليل الفني للأوراق المالية عدة أنواع من الرسوم البيانية ومن أشهر أنواع الرسومات المستخدمة ما يلي:<sup>2</sup>

**3-1 الرسوم البيانية الخطية:** وهي أبسط أنواع الرسوم البيانية، حيث تمثل المحور السيني في الرسم البياني الزمن أو التاريخ، ويمثل المحور الصادي أسعار الإغلاق، وبالتوصيل بين النقاط الممثلة لأسعار الإغلاق (اليومية، الأسبوعية، الشهرية...) ينتج متجه خطي يمثل هذه الأسعار عبر فترة معينة من الزمن، ويعطي ذلك صورة ما عن اتجاه أسعار الإغلاق الممثلة في الرسم.

**3-2 رسوم الأعمدة:** وهذا النوع من الرسوم يعطي معلومات أكثر عن الورقة المالية، فهو يبين إلى جانب سعر الإغلاق للسهم أعلى سعر وأدنى سعر سجله سعر السهم خلال فترة محددة، كما أنه قد يبين سعر الافتتاح في حالة توفر مثل هذا السعر في البورصة، وهذا النوع من الرسوم البيانية يعتبر من الأنواع

<sup>1</sup> هوراي سويس، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، -مجلة الباحث- عدد 2007/5، ص 109 .

<sup>2</sup> عبد الرؤوف رابعة، مرجع سابق، ص ص 16-18 .

الشهيرة جدا والواسعة الاستخدام من قبل المستثمرين والمحللين الفنيين وكافة المعنيين، ويبين الشكل التالي نموذجاً لهذا النوع من الرسوم البيانية.

**3-3 حجم التداول:** يعتبر حجم التداول على الورقة المالية من المعلومات البالغة الأهمية بالنسبة للمستثمر والمحلل المالي، لذلك فإن الرسم البيانية تستخدم أيضاً في تمثيل أحجام التداول التي تمت على الورقة المالية خلال يوم التداول.

### المطلب الثاني: التحليل الأساسي

#### أولاً: مفهوم التحليل الأساسي

يعنى التحليل الأساسي الذي يطلق على ممارسيه بالأساسيين بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية، بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المؤسسة، بالإضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية فتتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المؤسسة، كما يهتم التحليل الأساسي بتحليل المعلومات والبيانات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة بالإضافة إلى ظروف المؤسسة ذاتها مصدرة الأوراق المالية بهدف اتخاذ القرار الاستثماري المناسب على ضوء حجم المخاطر.<sup>1</sup>

والتحليل الأساسي هو وسيلة للتنبؤ بحركة سوق الأوراق المالية المستقبلية وذلك بتحليل المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركة وظروف الاقتصاد، وبيئة الاستثمار والعوامل المتعلقة بالصناعة والتنافسية وجودة الإدارة والكفاءة التشغيلية وربحية الشركة وهيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح.<sup>2</sup>

#### ثانياً: خطوات التحليل الأساسي.

يهدف التحليل الأساسي إلى قياس حجم المخاطرة النظامية التي تتعرض لها الأصول والتي يكون سببها أحد المتغيرات الاقتصادية الكلية التالية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> بن عمر بن حسين، مرجع سابق، ص 241 .

<sup>2</sup> Rejimon A .V, Deepak Ashokkumar and Madhusood hanan CK, **Fundamental analysis of pharma sector: An Empirical Analysis**, Iasr Journal of business and management (Iasr-JBM) e- ISSN: 2278-487x, p-ISSN: 2319-7668, 2016, P28 .

<sup>3</sup> - حشاشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحركة العالمية، أيام 20-21 أكتوبر 2009 . ص ص 13-14 .

### التحليل الاقتصادي:

- الناتج الإجمالي المحلي.
- السياسة النقدية.
- السياسة المالية.

### تحليل ظرف الصناعة

-يقوم فيها التحليل الأساسي بدراسة الصناعات الواعدة والتطورات التكنولوجية الحاصلة فيها وإمكانية تطويرها مستقبلا.

### تحليل ظروف الشركة

-يكون من خلالها تحليل المركز المالي الصافي للشركة وظروف المنافسة، الاستثمارات الجديدة... إلخ.

الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية

ثالثا: مداخل التحليل الأساسي.

يوجد أسلوبان لمتبع التحليل الأساسي والمتمثلة فيما يلي:<sup>1</sup>

1-أسلوب التحليل من الأعلى إلى الأسفل: حيث يتم وفق هذا الأسلوب الذي يطلق عليه أيضا التحليل من الكل إلى الجزء.

تحليل الظروف والعوامل الاقتصادية الكلية للدولة، ثم يليه تحليل ظروف القطاع الاقتصادي الذي تنشط فيه الشركة محل التقييم، وبعد ذلك تحليل عوامل الشركة ذاتها.

2-أسلوب التحليل من الأسفل إلى الأعلى: والذي يسمى أيضا بالتحليل من الجزء إلى الكل، حيث يعمل هذا الأسلوب بعكس الأسلوب السابق.

يمكن أن يختار المحلل المالي أحد الأسلوبين وذلك بمراعاة قيمة تكاليف العملية بحيث يحاول استعمال الأسلوب الذي يتيح له الوصول إلى اكتشاف الاستثمارات ذات الجاذبية وبأقل التكاليف الممكنة، كون أن زيادة هذه الأخيرة ستقلل من هامش الأرباح المتوقعة.

<sup>1</sup> هوارى سوسي، مرجع سابق، ص 109-110.

**المطلب الثالث: العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية ومدخلي التحليل الفني والأساسي.**

تعتبر كفاءة سوق الأوراق المالية نقطة الخلاف الرئيسية بين التحليل الفني والتحليل الأساسي، ففي حين يفترض المحللين الأساسيين كفاءة سوق الأوراق المالية وأن أسعار الأسهم الحقيقية والأسعار السوق يتقلبان معاً، فإن المحللين الفنيين يفترضون أن أسعار الأسهم السوقية تتقلب بعيداً عن قيمتها الحقيقية وأنها تمثل نماذج مكررة لما حدث في الماضي.<sup>1</sup>

فالتحليل الفني يهتم بتوقيات شراء وبيع الأوراق المالية من خلال تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة في المستقبل ومن ثم الوصول إلى التوقيت السليم للقرار الاستثماري، أي أن حركة الأسعار في الماضي تعد مؤهلاً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل. بهذه الفلسفة التي يتبناها التحليل الفني فإنه يبتعد كثيراً من ما تستند عليه فلسفة التحليل الأساسي، كما أنه لا يعترف بمفهوم كفاءة السوق، التي يعدها البعض الدعامة الأساسية التي ترتكز عليها أسواق المال. وعلى الرغم أن التحليل الفني يعترف بأن أسعار الأسهم تستجيب للمعلومات الجديدة، إلا أنها تأخذ وقتاً طويلاً لكي يظهر أثرها الكامل على مستويات الأسعار.

واستناداً إلى فلسفة التحليل الفني فإن الاعتراض مع الآخرين حول مدى سرعة استجابة أسعار الأسهم لما يطرأ على العرض والطلب من تغييرات، والافتراض القائل أن اتجاهها معيناً في الأسعار يستمر لمدة طويلة من الزمن يقوم على أساس التحديث المعلوماتي من شأنه أن يحدث تغييراً في العلاقة بين العرض والطلب وأن الأسواق ستستجيب لذلك.

وقد يكون السبب انتشار مجموعة معينة من المستثمرين بنوع من المعلومات يحصلون عليها من دون غيرهم، ويجرون عليها التحليل المناسب لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية. بمعنى آخر أن أسعار الأسهم تبدأ بالتغير استجابة لسلوك المستثمرين المعنيين، بما يؤدي إلى إحداث توازن بين العرض والطلب.

ويرى أنصار فرضيات السوق الكفاء (المحللين الأساسيين) أن هذا التوازن لا يحدث إلا بعد وصول المعلومات للمستثمرين كافة وبشكل تدريجي، إذ أن المعلومات تتسرب إلى المستثمرين بها ثم تصل إلى المستثمرين العاديين، ليبدأ بعدها وصول المعلومات الجديدة إلى السوق مما يحدث توازناً في السعر إما بالارتفاع أو بالانخفاض.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 258 .

<sup>2</sup> إلياس خضير الحمدوني، استخدام مؤشر الماكد (MACD) في توقيت القرار الاستثماري، دراسة في عينة مختارة من الأسواق المالية الخليجية، مجلة تنمية الرافدين 87 (29) 2007، ص 108-109 .

## المطلب الرابع: استراتيجيات كفاءة الأسواق المالية

الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة سوق الأوراق المالية تتمثل في إستراتيجية الشراء والاحتفاظ وكذا تنويع الاستثمارات ومستوى المخاطر، بالإضافة إلى الاعتبارات الضريبية و استراتيجيات صناديق المؤشرات، سيتم التطرق لكل منها فيما يلي:

### أولاً: الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة سوق الأوراق المالية

يطلق على الاستراتيجيات التي تؤمن بأن السوق كفاء، مسمى آخر هو الإستراتيجية الساكنة أو السلبية ذلك أن الإيمان بكفاءة السوق يحمل في طياته اقتناع بان أسعار الأسهم في السوق تعكس قيمتها الحقيقية بما يعني أن العائد يتناسب مع المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم، وعليه فلا جدوى من إجراء تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة الاستثمارية بهدف تحقيق أرباح غير عادية، فالأرباح غير العادية في السوق الكفاء لا تتحقق إلا بالصدفة والحظ.

وفي ظل هذه القناعة يصبح الاستقرار في مكونات المحفظة الاستثمارية سمة أساسية للإستراتيجية الساكنة أو السلبية، كذلك يتوقع أن يكون عائد المحفظة الاستثمارية في حدود عائد محفظة السوق، وينقسم هذا النوع من الإستراتيجيات إلى:

#### 1- إستراتيجية الشراء والاحتفاظ:

تقتضي هذه الإستراتيجية أن بمجرد توفير الأموال المخصصة على المستثمر أن يسارع في شراء دون انتظار، طالما أن أسعار الأسهم في السوق تعكس القيمة الحقيقية لها، كما أن يتخلص منها بالبيع حينما يشاء دون انتظار، فالسوق كفاء وليس هناك فرصة آنية أو مستقبلية يمكن أن يحقق من ورائها أرباحاً متميزة على حساب الآخرين.

ولكي تتحقق إستراتيجية اشتر واحتفظ ينبغي أن يراعي في تكوينها عدة اعتبارات منها:

**1-1 تنويع الاستثمارات:** من أهم قواعد الاستثمار ضرورة التنويع، ذلك أن من الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم منشأة واحدة، أو ما يعبر عنه الحكمة التي لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة، وأول خطوات التنويع هو اتخاذ قرار تخصيص الأصول لتحديد الأسهم التي سوف تتضمنها المحفظة ونسبة الاستثمار في كل منها، وهناك مداخل عديدة للتنويع منها مدخل ماركويتز الذي يتطلب ضرورة مراعاة معامل الارتباط بين عوائد الأسهم التي تتضمنها المحفظة، والتنويع الساذج الذي يقوم على فكرة مؤداها انه كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة، انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عانداها.

ويؤكد سورنس وبيورك على أن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ التي تقوم على تنويع ساذج، يمكن أن تحقق عائداً يفوق متوسط عائد السوق، ويقترحان في هذا الصدد ترشيح من الصناعات المتميزة ( من ثلاث إلى عشر صناعات) وفقاً لتحليل ظروف الصناعة على أن يتم بناء مبدئي للمحفظة من أسهم شركات تنتمي إلى تلك الصناعات، ثم تجري عمليات إحلال في إطار تلك الصناعات من وقت إلى آخر وذلك بان يتم التخلص من أسهم شركة ما وإحلالها بأسهم شركة أخرى، وذلك على أساس مستوى أداء كل منها<sup>1</sup>.

**1-2 مستوى المخاطر:** إن أي مستثمر يهدف دائماً من خلال تنويع محفظة أوراق المالية إلى التقليل من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها، انطلاقاً من ذلك يمكن للمستثمر أن يخفض من مستوى المخاطر التي تتعرض لها محفظة الأوراق المالية وذلك بالاستثمار في الأوراق الحكومية (السندات الحكومية واذونات الخزينة)، بالإضافة إلى أسهم الشركات القوية (ذات المراكز المالية القوية والواعدة) ففي هذه الحالة يضمن المستثمر إمكانية بيع هذه السندات والأسهم لأنها ذات سيولة عالية كما انه يضمن من جهة أخرى تقليل المخاطر الناتجة عن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق خاصة السندات الحكومية لأنها ذات عائد ثابت ويمكن تصريفها في أي وقت.

**1-3 الاعتبارات الضريبية:** تعتبر الاعتبارات الضريبية من الأمور المهمة التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تطبيق إستراتيجية الشراء والاحتفاظ على محفظة الأوراق المالية، إذ عادة ما نجد كبار المستثمرين يفضلون الأوراق المالية التي لا تقوم الشركة المصدرة لها بإجراء توزيعات عند تحقيق أرباح أو تقوم بتوزيع جزء فقط من هذه الأرباح خاصة إذا كان معدل الضريبة على الأرباح الإيرادية، أي معدل الضريبة على التوزيعات أكبر من معدل الضريبة على الأرباح الناتجة عن ارتفاع سعر الورقة المالية. هناك اعتبار ضريبي آخر قد يأخذه المستثمر بعين الاعتبار عند تشكيل محفظة الأوراق المالية، وهو تحقيق وفورات ضريبية من خلال التخلص من الورقة المالية عندما ينخفض سعرها وبذلك تحقق وفرة ضريبية (تتمثل في الفرق بين مبلغ الضريبة على سعر السهم عند بيعه عندما ينخفض سعره)، تتمثل في الخسارة مضروبة في معدل الضريبة<sup>2</sup>.

**2- استراتيجيات صناديق المؤشرات:** إلى جانب إستراتيجية الشراء والاحتفاظ، هناك إستراتيجية أخرى ساكنة، يطلق عليها استراتيجيات صناديق المؤشرات، وتقضي تلك الإستراتيجية بقيام المستثمر ببناء

<sup>1</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، مبادئ وسياسات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص ص 281-283 .

<sup>2</sup> - لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، مقدمة لنيل شهادة دكتورا علوم العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010، ص ص 165-167 .

محفظه مماثلة لأحد مؤشرات السوق مثل مؤشر ستاندراندبور 500 أو مؤشر داوجونز، وبذات نسبة الأسهم لكل شركة داخل المؤشر وبالطبع يمكن للمستثمر أن يريح نفسه كليه، وذلك بأن يشتري وثائق استثمار صناديق مؤشرات، أي شراء صناديق استثمار تماثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر في هذه الحالة سوف يضمن المستثمر حصوله على عائد يماثل متوسط عوائد الأسهم المتداولة في السوق، دون أن ينطوي ذلك على تحمله مخاطر أكبر، وذلك طالما أن حركة المؤشر تعكس حركات أسعار الأسهم المتداولة في السوق<sup>1</sup>.

### ثانيا: الاستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة سوق الأوراق المالية

سوف يتم تناول استراتيجيات الاستثمار التي لا تؤمن بكفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تحليل مكونات المحفظة الاستثمارية.

1- الإستراتيجية النشطة للاستثمار في محفظة الأوراق المالية: تضم هذه الإستراتيجية نوعين من الاستراتيجيات ممثلة فيما يلي:

- إستراتيجية اختيار الأوراق المالية: يمكن تعريف الاستثمار بأنه التضحية بالثروة الحالية لثروة في المستقبل غير مؤكدة، ومادامت لجميع الاستثمارات قيم مستقبلية غير مؤكدة فإن المستثمرين في هذه الموجودات يتوقعون عوائد مستقبلية موجبة.

وعليه يقوم المستثمر بتشكيل محفظة أوراق مالية اعتمادا على عنصري العائد والمخاطرة، وغالبا ما يقوم هذا المستثمر الذي يتبع الاستراتيجيات الساكنة أو الذي لا يؤمن بكفاءة السوق باختيار مكونات محفظة الأوراق المالية انطلاقا من اعتقاده أن العوائد المتوقعة من الأصول المالية ستكون عادلة، بينما المستثمر النشط يقوم باختيار مكونات محفظته باعتماد التحليل الأساسي والفني ومقارنتها بالقيمة السوقية للورقة المالية، فإذا كانت القيمة السوقية للورقة اكبر من القيمة الحقيقية يقوم المستثمر بالتخلص من هذه الورقة المالية لأنها قيمت بأكثر من قيمتها الحقيقية، أما إذا كانت القيمة السوقية للورقة المالية اقل من قيمتها الحقيقية فانه يفضل الاحتفاظ بهذه الورقة بل شراء المزيد منها إذا كانت الإمكانيات المالية تسمح بذلك.

- إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة: يقصد بهذه الإستراتيجية انه يجب مراعاة القطاع الذي نشطت فيه الشركة التي تريد الاستثمار في أسهمها، فيجب التمييز جيدا بين أسهم الشركات المالية والبنوك التي تتأثر كثيرا بالتغير في أسعار الفائدة وأسهم الشركات التي تنتج السلع المعمرة، واهم الشركات

<sup>1</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 286 .

التي تنتج السلع الرأسمالية كالمعدات والآلات والأسهم الدفاعية) الأسهم التي تتأثر كثيرا بدورات الرواج والكساد) لذا قد يفضل المستثمر الذي لا يرغب كثيرا في تحمل المخاطر أن يوجه إليها نسبة كبيرة من مخصصات المحفظة وذلك على عكس المستثمر الذي يبدي استعدادا اكبر لتحمل المخاطر، أما بالنسبة للأسهم التي تتأثر كثيرا بالتغير في أسعار الفائدة، فيمكن القول أن هناك علاقة عكسية بين أسعارها ومعدل الفائدة أي أن انخفاض سعر الفائدة سيؤدي إلى ارتفاع سعر السهم، بينما ينخفض سعر السهم مع ارتفاع سعر الفائدة، وعليه فإنه على المستثمر أن يتخلص من أسهم هذه الشركات عند ارتفاع أسعار الفائدة والعكس صحيح<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - لطرش سميرة، مرجع سابق، ص 167 .

## خلاصة الفصل الأول

من خلال استعراض الإطار النظري يتبين أن الأسواق المالية هي انعكاس للنظم المالية والاقتصادية لأي دولة، وبإمكانها التأثير على التنمية الاقتصادية من خلال تعبئة المدخرات وتوزيعها على الاستثمارات المختلفة عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية من أسهم وسندات، باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة في سوق رأس المال، كما توجد أنواع أخرى من الأوراق المالية والمتمثلة في الأوراق المالية الهجينة والتي تحمل مواصفات كل من الأسهم والسندات، وبسبب التطورات التي شهدتها الأسواق المالية في منتصف الثمانينات ظهرت عقود حديثة مبتكرة يطلق عليها بالمشنقات المالية.

كما تم التوصل أن الأسواق المالية عبارة عن تنظيم يحتوي على هيكل تنظيمي يشمل وسطاء وقاعة تداول و أوامر أو توكيلات يمنحها المستثمر للوسيط المالي لشراء وبيع الأوراق المالية بهدف تحقيق أرباح وتنوع محافظهم المالية.

و تم في هذا الفصل أيضا تناول مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية، فالسوق الكفاء هو السوق الذي يكون فيه سعر الورقة المالية ساوي لقيمتها الحقيقية، وحتى تتصف الأسواق المالية بالكفاءة لابد من توفر المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

وتجدر الإشارة أن كفاءة سوق الأوراق المالية تأخذ أكثر من شكل تبعا لطبيعة المعلومات التي ترد إلى السوق، فبالإضافة إلى الكفاءة في شكلها الضعيف والقوي، هناك شكل يلقي قبولا من طرف المحليين الماليين وهو الشكل شبه قوي والذي يشتمل على المعلومات التاريخية والمعلومات المحاسبية لما لها من دور كبير في التأثير على أسعار الأسهم المتداولة، فالمعلومات المحاسبية المتاحة والمفصح عنها في الوقت المناسب تزيد من درجة كفاءة أسواق الأوراق المالية، وهو الأمر الذي سيتم توضيحه في الفصل الموالي.

الفصل الثاني:  
الإفصاح المحاسبي وإطار  
الشفافية في ظل المعايير  
المحاسبية الدولية

## تمهيد:

تعمل المحاسبة المالية على حصر وقياس العمليات المالية الخاصة بالشركة بغرض إعداد مجموعة من الكشوف المالية التي تعتبر وثائق إعلامية عامة لبيانات يتم استعمالها والتقيد بها من طرف مستعمليها من خلال إظهار نتائج أعمالها، لفترة مالية أو فترات مالية محددة.

وفي ظل الاهتمام المتزايد بالنظام المحاسبي المالي، و المحاولات الدولية التي تسعى إلى تعميم استخدام المعايير المحاسبية الدولية، لفرض قاعدة واحدة لقراءة الكشوف المالية لمختلف الشركات، ولكي تحقق المعايير المحاسبية الغرض منها يجب أن يتم إعدادها في إطار فكري يجعلها كمرشد أساسي لقياس العمليات والأحداث والظروف التي تؤثر على الكشوف المالية للشركة ونتائج أعمالها وكيفية توصيلها إلى لمختلف المتعاملين الاقتصاديين ذوي الصلة بالمؤسسة.

وهذا ما أدى إلى زيادة الاهتمام والحرص على عملية الشفافية والإفصاح، حيث يعتبر الإفصاح المحاسبي من أهم المبادئ المحاسبية التي يمكن أن تسهم بفعالية في إثراء قيمة المعلومة المحاسبية، كما تبرز أهمية الإفصاح في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الشركة، ويتم ذلك من خلال إعداد كشوف وفقا للقواعد والمعايير الدولية بغرض توصيل المعلومات للمستثمرين لمساعدتهم في اتخاذ قراراتهم وتخفيض حالة عدم التأكد لديهم عن الأحداث الاقتصادية المستقبلية، فالكشوف المالية رسالة إعلامية تركز على الإفصاح من خلال ما تحتويه من معلومات شفافة، و في هذا الشأن تم إصدار معيار محاسبي سنة 1975 حول الإفصاح عن السياسات المحاسبية، أما بالنسبة لموضوع الشفافية فتستمد أهميتها من تنوع وتعدد الجهات المستفيدة من هذه المعلومات، فهي تشكل مصدرا أساسيا لتعزيز الحكم السليم وهي ما يحتاجه المستثمرون، حيث تمكن الأشخاص والشركات والهيئات من معرفة المركز المالي الحقيقي وكذلك المعلومات الجوهرية عن عمليات الشركة التي قد يكون من شأنها الإضرار بمصالح الشركة وأصحاب المصلحة بالشركة.

ومن هذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث وهي:

- الإطار العام لإعداد وعرض الكشوف المالية.
- الإطار التنظيمي لمعايير المحاسبة الدولية.
- ماهية الإفصاح المحاسبي.
- مدخل نظري للشفافية.

## المبحث الأول: إعداد وعرض المعلومات المحاسبية بالكشوف المالية

تعتبر التقارير المالية عامة والكشوف المالية خاصة المخرجات الأساسية للنظام المحاسبي والنتائج النهائية المحاسبية، وفقا لمجموعة من المعالجات المحاسبية على البيانات التي ترتبط بنشاط الشركة بهدف تقديمها بصورة تلخيصية واضحة، والتي من خلالها يمكن تلبية حاجات مستخدميها من معلومات محاسبية عند اتخاذ قراراتهم المختلفة، فالتقارير المالية ليست غاية في حد ذاتها ولكنها وسيلة اتصال مع المستفيدين، نظرا للاهتمام المتزايد بالمعلومات المحاسبية لكونها عنصرا هاما في تحديد طبيعة التقارير المالية، فهي تؤثر في توقعات صانع القرار بالنسبة للأحداث المستقبلية، لذلك سيتم التطرق في هذا المبحث إلى المعلومات المحاسبية و التقارير المالية من حيث المفهوم وأهدافها وكذا المحتوى المعلوماتي للكشوف المالية.

### المطلب الأول: المعلومات المحاسبية

#### الفرع الأول: مفهوم المعلومة المحاسبية

ظهر مصطلح المعلومات Information سنة 1960، ثم تغير المصطلح إلى Information science فيما بعد، وأصبح يهتم بخصائص وسلوك متدفق المعلومات وكذلك عمليات تخليق المعلومات وطرق جمعها وتجهيزها، وتخزينها واسترجاعها، وكذلك أساليب التعبير عن المعلومات وقنوات نقلها إلى المستخدمين من الأفراد سواء تم هذا النقل عن طريق الإنسان أو نظم الآلة المباشرة machine Systems Man، أي أن علم المعلومات ظهر كنتيجة حتمية لظهور تكنولوجيا تجهيز البيانات والأدوات المرتبطة بهما، من أجهزة آلية أو نصف آلية، وكعادة أي علم جديد فإنه أخذ بعض المصطلحات المعروفة وغير معناها وأضاف معاني جديدة لمصطلحات قديمة كانت معروفة.<sup>1</sup> لذلك تعد المعلومات على أنها "مجموعة البيانات التي جمعت وأعدت بطريقة ما جعلتها صالحة للاستخدام بالنسبة لمستقبلها أو مستخدميها، وهي تمثل المخرجات في نظام المعلومات ولها تأثير في اتخاذ القرارات المختلفة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> زغنونف عبد الغني، عظيمي أحمد، المعلومات وأهميتها في المجتمع المعلوماتي، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، العدد 9، 2014، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، ص ص 149-150.

<sup>2</sup> خليل الرفاعي، نضال الرمحي، محمود جلال، أثر استخدام الحاسوب على خصائص المعلومات المحاسبية من وجهة نظر المستثمرين، (دراسة حالة سوق عمان المالي)، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإداري، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 2009، ص 07.

ويمثل مفهوم المعلومة المحاسبية مخرجات النظام المحاسبي، الناتجة عن معالجة البيانات المحاسبية من خلال مدخلات البيانات، تشغيل أو معالجة البيانات، تمر المخرجات في شكل معلومة محاسبية فالغرض الرئيسي للمحاسبة يتمثل في توفير المعلومات المفيدة لاتخاذ القرارات، والمنتج النهائي للمعلومات المحاسبية يتجسد في القرار الذي يتم التوصل إليه باستخدام المعلومات المحاسبية، فالمعلومة المحاسبية تمثل ببساطة الوسيلة التي تستخدم لقياس وتوصيل الأحداث الاقتصادية.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: خصائص المعلومات المحاسبية

تتسم المعلومات المحاسبية بخصائص أساسية وأخرى ثانوية وهي:

#### 1- الخصائص الأساسية:

خصائص المعلومات لها أهمية في عملية اتخاذ القرارات ومن أهمها:

**1-1 الملائمة:** ويقصد بها الارتباط بين المعلومات وبين القرار، كما تكون قادرة على إحداث تغيير في اتجاه القرار، ولكي تكون المعلومات المحاسبية مفيدة يجب أن تكون ملائمة لحاجات متخذي القرارات، وتمتلك المعلومات خاصية الملائمة عندما تؤثر على القرارات الاقتصادية للمستخدمين لمساعدتهم في تقييم الأحداث الماضية والحاضرة والمستقبلية، وتكوين توقعات أو قدرة تنبؤية عن النتائج التي ستترتب عن هذه الأحداث أو عندما تؤكد تصحيح تقييماتهم الماضية، أو القدرة على التقييم الارتدادي (التغذية العكسية).

**2-1 الموثوقية (الاعتمادية):** هي الخاصية الأساسية الثانية بعد خاصية الملائمة، وتعتبر المعلومات موثوق بها، إذا كانت خالية من الأخطاء المادية، أي المعلومات التي إذا حذفت وقدمت بشكل غير صحيح يمكن أن تؤثر على القرارات الاقتصادية لمستخدميها.

**3-1 القابلية للمقارنة:** يكون أمام مستخدم الكشوف المالية بصفة عامة والمستثمرين والمقرضين بصفة خاصة فرص استثمار وإقراض متعددة، ويجب أن يكون مستخدم الكشوف المالية قادرين على إجراء مقارنات لهذه الكشوف لعدة فترات زمنية مختلفة لنفس الشركة، وذلك لتحديد بعض الاتجاهات المتعلقة بالميزانية العامة للشركة وأدائها، كما يجب أن يكونوا أيضا قادرين على مقارنة الكشوف المالية لمختلف الشركات، وذلك لتقييم الميزانية العامة والأداء وكذا التغييرات في الميزانيات العامة لتلك الشركات، وحتى تتحقق المقارنة يلزم تطبيق نفس الإجراءات لمعالجة الأحداث المماثلة عبر الفترات

<sup>1</sup> نوري الحاج، مقارنة جودة المعلومة المحاسبية في النظام المحاسبي المالي الجزائري، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية- العدد 9، 2013، ص 35.

المحاسبية المتتالية في كيان معين (تدعى خاصية الثبات)، إما تطبيق نفس الإجراءات بين الشركات المختلفة تدعى التماثل (التوحيد)<sup>1</sup>.

**4-1 الأهمية النسبية:** تعد نقطة الفصل بين المعلومات المالية التي يجب قياسها وعرضها ضمن مخرجات نظام الإبلاغ المالي من عدمه، وقد جاء وصفها كصفة حكم بين جميع الخصائص النوعية وخاصة خاصية الملائمة، فأى بند من بنود التقارير المالية يعد مهم إدراجه أو حذفه إذا كان يؤثر في قرار مستخدم الكشوف المالية، وبالتالي يجب الإفصاح عن هذا البند في التقارير المالية لأهميته النسبية<sup>2</sup>.

**5-1 التوقيت المناسب:** ويقصد بذلك أن المعلومات المحاسبية يتم توفيرها في الوقت المطلوب، ومن بين فرضيات وصول المعلومة ما يلي:

**1-5-1-1 فرضية الاستمرارية:** يتم في العادة إعداد الكشوف المالية بافتراض أن الشركة مستمرة في أعمالها وسوف تستمر في أنشطتها في المستقبل المنظور، ولذا يفترض بأن الشركة لا تتوي وليست بحاجة لتصفية أنشطتها أو تقليصها بدرجة كبيرة، وفي حالة وجود مثل تلك النية أو الحاجة فإنه قد يكون من الواجب إعداد الكشوف المالية طبقاً لأساس مختلف، حيث تقاس الأصول بالقيمة القابلة للتحقق ويتم الاعتراف بالالتزامات الإضافية التي تنشأ فقط عند التصفية أو الإفلاس، وفي هذه الحالة يجب الإفصاح عن الأساس المستخدم، ولا يعني هذا المبدأ أن الشركة ستظل موجودة بصفة دائمة ولكن يعني أنها ستظل قائمة لمدة كافية لتنفيذ الخطط الحالية ولمقابلة التزاماتها التعاقدية، ويؤثر هذا المبدأ على تصنيف وتقييم عناصر الأصول والالتزامات في الميزانية، فطالما أن الشركة مستمرة في أعمالها فإن أصولها ستستخدم في عملياتها ويقيم الوفاء بالتزاماتها من خلال ممارسة نشاطها، وبناء على ذلك لا يتم تبويب الأصول على أساس أولويات التصفية النهائية أو الالتزام على أساس أولوياتها القانونية عند التصفية.

**1-5-2 فرضية الاستحقاق:** كي تحقق الكشوف المالية أهدافها فإنها تعدُّ طبقاً لأساس الاستحقاق وطبقاً لهذا الأساس فإنه يتم الاعتراف بآثار العمليات والأحداث الأخرى عند حدوثها (وليس عند استلام أو دفع النقدية أو ما يعادلها)، كما يتم إثباتها بالدفاتر المحاسبية والتقارير عنها بالكشوف المالية

<sup>1</sup> - نوي الحاج، مرجع سابق، ص 35-36.

<sup>2</sup> - زينب عباس حميدي، الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية وأثرها في تقييم أضرار الحرب (دراسة ميدانية في الشركة العامة لصناعة البطاريات)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الخامس والسبعون/2009، ص 43.

للفترات التي تخصها، ولا تقتصر الكشوف المالية المعدة طبقاً لأساس الاستحقاق على بيان العمليات التي تحدث في الماضي وما تضمنه من استلام ودفع نقدية ولكنها توضح أيضاً لمستخدميها الالتزامات بدفع نقدية في المستقبل والموارد التي سوف يتم الحصول عليها في صورة نقدية في المستقبل.<sup>1</sup>

## 2- الخصائص الثانوية

حددت مجلس معايير المحاسبة المالية<sup>2</sup> FASB الخصائص الثانوية التالية:

**1-2 الصدق والأمانة في عرض المعلومات المحاسبية:** يقصد به أن تكون المعلومات المحاسبية معبرة بصدق وأمانة عن الحقائق والأحداث المالية الممثلة لها وبحيث يتوفر التوافق بين القيم والأرقام المحاسبية وتفصيلها مع الأحداث الاقتصادية والمالية التي تم قياسها والتقرير حولها.

**2-2 الحياد وعدم التحيز:** ويقصد به موضوعية المعلومات المحاسبية بحيث تخلو من التحيز وتغليب مصلحة فئة على حساب فئة أخرى مما يزيد من ثقة المستخدم بالمعلومات المحاسبية ودقتها وسلامتها.

**2-3 القابلية للتحقق:** تكون المعلومات المحاسبية قابلة للتحقق إذا قام عدد من الأشخاص المؤهلين بفحص البيانات أو السجلات وابتاع طرق قياس متماثلة وتم التوصل إلى نتائج متطابقة إلى حد ما، أي عندما تتفق آراؤهم على القيم الواردة في الكشوف المالية<sup>3</sup>.

**المطلب الثاني: مفهوم الكشوف المالية ومستخدميها**

**الفرع الأول: مفهوم الكشوف المالية**

تعتبر التقارير المالية من أهم مصادر المعلومات التي يعتمد عليها أصحاب المصالح في الشركة من أجل اتخاذ قراراتهم المختلفة، حيث تعتبر هذه التقارير الوسيلة الرئيسية للإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية، وتمثل الكشوف المالية الجزء المحوري للتقارير المالية، وبالتالي فإن مفهوم التقارير المالية يتسع ليشمل إضافة إلى الكشوف المالية خطاب الإدارة للمساهمين، ومناقشات

<sup>1</sup> سعيدي عبد الحليم، محاولة تقييم إفصاح القوائم المالية في ظل تطبيق النظام المحاسبي المالي -دراسة عينة من المؤسسات-، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه LMD في العلوم المحاسبية 2011، 25، ص 54-55.

<sup>1</sup> مجلس معايير المحاسبة المالية FASB هو منظمة خاصة غير ربحية يتمثل هدفها الرئيسي في إنشاء وتطوير المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً ضمن الولايات المتحدة الأمريكية بما يخدم المصلحة العامة.

<sup>3</sup> أحمد نصير، عبد الحفيظ خزان، تأثير المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية

غير المباشرة، الملتقى الدولي الأول حول: الإفصاح المحاسبي عن القوائم المالية: أثره وأهميته في رفع فعالية أسواق رأس المال وجذب الاستثمار الأجنبي لتحقيق التنمية المستدامة، المنعقد يومي 14، 13 ديسمبر 2016، ص 5.

وتحليلات الإدارة، وتوقعات الإدارة وتنبؤاتها ووصف للتأثير البيئي والاجتماعي لأعمال المؤسسة ومثل هذه المعلومات يتم إدراجها في التقارير المالية استجابة لمتطلبات تفرضها قرارات رسمية أو قوانين منظمة أو بحكم العرق السائد أو لرغبة الإدارة في الإفصاح عن تلك المعلومات اختياريًا.<sup>1</sup>

والكشوف المالية هي وسيلة هامة من خلالها يتم توصيل المعلومات المحاسبية لصناع القرار، من مستخدمين، وهذه الكشوف غالباً ما تكون المصدر الوحيد للمعلومات مباشرة من الشركة.<sup>2</sup>

وتعرف الكشوف المالية أيضاً بأنها سجلات رسمية للأنشطة المالية لشركة معينة، تعطي هذه الكشوف ملخص عن الوضع المالي وربحية هذه الشركة على المدى القصير والمدى الطويل، فهي الناتج النهائي والأساسي للعمل المحاسبي في أي شركة، تنشأ نتيجة إجراء مجموعة من المعالجات المحاسبية التي ترتبط بالأحداث والأنشطة التي تقوم بها الوحدة الاقتصادية بغرض تقديمها بصورة إجمالية وملخصة إلى كافة الجهات التي يمكن أن تستفيد منها في اتخاذ القرارات المختلفة.<sup>3</sup>

وتشكل الكشوف المالية في مجملها مخرجات نظام المعلومات المحاسبي، وتنقسم هذه المخرجات إلى قسمين هما كشوف مالية أساسية وهي الكشوف التي يتعين على الوحدات أن تقوم بإعدادها والإفصاح عنها بشكل دوري حتى تخدم أصحاب الصلة والمستفيدين، وملاحق وهي التي تعد بشكل اختياري من قبل الشركة بناء على ظروف معينة.<sup>4</sup>

وعليه فالتقارير المالية هي مجموعة من البيانات المالية التي تنشرها الشركة حول نشاطاتها الاقتصادية المختلفة خلال فترة معينة من الزمن، فالتقارير المالية تساهم في توضيح الحالة المالية للشركة فهي تعمل على نقل المعلومات إلى المستفيدين من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية.

#### الفرع الثاني: مستخدمي الكشوف المالية.

يعتمد الكثيرون عند اتخاذ قراراتهم الاقتصادية على علاقاتهم بالشركات ومعرفتهم بها، ومن ثم فإنهم يركزون اهتماماتهم نحو المعلومات المقدمة من خلال التقارير المالية ويستخدم معلومات التقارير المالية أطراف عديدة تشمل كل من الملاك والمقرضين والموردين والمستثمرين المتحكمين والدائنين والموظفين والإدارة والعملاء، وكذا المحللين الماليين والاقتصاديين والسماسرة.

<sup>1</sup> معراج هواري، حديدي آدم، مدخل إلى محاسبة القيمة العادلة، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الأردن، 2017، ص 170.

<sup>2</sup> luca Mihaela, **Regarding the users of financial statements and their information needs studies and scientific researches**, edition: economics, no13, 2008, university of pacau, p50.

<sup>3</sup> نشرة توعية يصدرها معهد الدراسات المصرفية - دولة الكويت - أبريل 2013. السلسلة الخامسة - العدد9. [www.Kibs.edu.kw](http://www.Kibs.edu.kw)

<sup>4</sup> كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص30.

- 1- **المستثمرين:** يهتم المستثمرين العاديين والمحتملين بالمعلومات المالية التي تتعلق بشكل مباشر بالشركة من ناحية قدرتها على توليد تدفقات نقدية جيدة وذلك لأن قراراتهم تتعلق بالمبالغ والتوقيتات وعدم التأكد المتعلقة بالتدفقات النقدية المتوقعة.1
- 2- **المقرضون:** تمثل المعاملة غير المتساوية لنسبة المخاطرة التي يتحملها المقرض في حالة الظروف السيئة مقارنة بثبات المنفعة التي تعود عليه في حالة الازدهار، التأثير الرئيسي على وجهة نظره وعلى طريقة تحليله لاحتمالات وإمكانات تقديم الائتمان، ويهتم المقرضون في طريقة تحليل الإمكانات المستقبلية للشركة أساسا بحصولهم على ما يضمن تسديد قروضهم مع الفوائد مثل معرفة القيمة السوقية للأصول المرهونة، كما يهتمون بتحليل التدفقات النقدية المستقبلية ومدى استقرارها والاعتماد عليها، ويكونون أكثر تحفظا من غيرهم في درجة اعتمادهم على تحليل القوائم المالية.
- 3- **الإدارة:** تحتاج إدارة الشركة إلى معلومات لتقييم الوضع المالي لها، ربحيتها ومدى تقدمها وتطورها، وتستعمل الإدارة في سبيل تحقيق ذلك مجموعة من الطرق والأدوات والوسائل لمتابعة ومراقبة وضع الشركة، ومن بينها تحليل الكشوف المالية باستخدام التحليل المالي بأساليبه المختلفة.
- 4- **مدققو الحسابات:** يحتاج مدققو الحسابات إلى كافة المعلومات والإيضاحات لإبداء آرائهم بشكل محايد عن مصداقية المعلومات الواردة في الكشوف المالية ومدى موضوعيتها وأنه تم إعدادها بدقة.
- 5- **العاملون:** يحتاج العاملون في الشركة إلى معلومات تتعلق بمدى الأمان الوظيفي، ومدى التحسن الوظيفي المتوقع في المستقبل، بالإضافة إلى معلومات تساعد في تعزيز مطالب العمال لتحسين أوضاعهم المهنية.
- 6- **الموردون:** يحتاج الموردون إلى معلومات تساعد في تقدير ما إذا كانت الشركة ستكون عميلا جيدا قادرا على سداد ديونه.
- 7- **العملاء:** يحتاج العملاء إلى معلومات تساعد في التنبؤ بوضع الشركة المستقبلي وقدرتها على الاستمرار في عملية إنتاج وبيع السلع.2

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان نظرة حالية ومستقبلية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 37.

<sup>2</sup> مداحي عثمان، أهداف القوائم المالية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 7، سبتمبر 2012، ص ص 47-48.

### المطلب الثالث: أهداف التقارير المالية.

يتمثل الهدف الرئيسي من إصدار الكشوف المالية للشركة في عرض المعلومات المتعلقة بالموقف المالي، نتائج الأعمال والتغيرات في الميزانية العامة من أجل استخدام هذه المعلومات في اتخاذ بعض القرارات الاقتصادية لمستخدمي هذه الكشوف، بالإضافة إلى ذلك فإن الكشوف المالية تعكس قدرة الإدارة في الحفاظ على إدارة أصول الشركة وأساليب توظيفها، ومن هنا ظهرت أهمية الكشوف المالية في دعم القرارات الاقتصادية وذلك بتوفير المعلومات والبيانات التالية:<sup>1</sup>

8- قدرة الشركة على توفير السيولة النقدية (التدفق النقدي) وتوقيت هذا التدفق ومدى التأكد من حدوثه.  
9- القدرة على توفير النقد في التوقيت المناسب بما يؤكد قدرة الشركة على مجابهة المدفوعات النقدية المطلوبة مثل المرتبات و سداد الفواتير والفوائد على القروض في توقيتها ورد الديون في مواعيدها والوفاء بتوزيعات الأرباح للمساهمين.

10- ربحية المشروع بما يعكس قدرتها على استخدام المصادر الاقتصادية المتوفرة لها.  
11- تساعد الكشوف المالية على توفير معلومات حول الأداء المالي للكيان ومركزه المالي للمستخدمين لتقييم والإشراف على إدارة الشركة واتخاذ القرارات الاقتصادية.  
12- مساعدة المقرضين على تقييم المعلومات حول سداد قروضهم، ودفع الفوائد ذات الصلة عند استحقاقها، وكذا بالنسبة للمقرضين المحتملين تساعدهم على اتخاذ القرار بشأن إقراض الكيان وبأية شروط.<sup>2</sup>

يستخلص مما سبق أن أهداف التقارير المالية تتمثل في تقديم أحداث مالية في شكل معلومات محاسبية تساعد الإدارة في تحديد المركز المالي للشركة ونتيجة النشاط في فترة زمنية معينة، وكذا تحديد مصادر الدخل وتحديد استخدامات النقدية، كما تعطي للمستخدمين صورة واضحة عن الشركة حتى تمكنهم من اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

<sup>1</sup> محمد أحمد عبد الباقي، المحاسبة المالية المتقدمة التسويات الجردية -قراءة القوائم المالية- الحسابات اختصاص في المنشآت التجارية، مؤسسة لقياب الجامعة 2017، ص 79.

<sup>2</sup> David tweedie, Allan cook CBE, and others, **The statement of principles for financial Reporting**, was agreed on the by the accounting standarets board in October 1999, p20-21.

## المطلب الرابع: المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية.

يشمل المحتوى المعلوماتي للكشوف المالية كل من الميزانية وجدول حسابات النتائج وجدول سيولة الخزينة، وكذا جدول التغير في حقوق الملكية، كما يوجد ما يعرف بالملحقات، هذه الأخيرة جاءت لتشير إلى النقاط التي لم يتم التطرق إليها في الكشوف الرئيسية.

### 1- الميزانية: the balance sheet

وهي الكشف الذي يظهر أصول ومطلوبات وحقوق الملاك في الشركة في لحظة معينة، ويرى شرودر كلارك وكاثي، بأن الميزانية يجب أن تفصح عن ثروة المؤسسة في نقطة معينة من الزمن، حيث عرفوا الثروة بأنها القيمة الحالية لجميع الموارد مطروحا منها القيمة الحالية لجميع المطلوبات، إلا أنهم أقروا بأن استخدام أساليب القيمة الحالية في المحاسبة محدودا وأن هناك العديد من الطرق المستخدمة حاليا لقياس التغيرات في مكونات الميزانية.<sup>1</sup>

#### فوائد الميزانية:

للميزانية فوائد عديدة في إعطاء صورة واضحة عن المركز المالي للشركة لعل أهمها<sup>2</sup>:

- القدرة على سداد الديون طويلة الأجل: تعتبر عملية تحليل عناصر الميزانية أداة للوقوف على قدرة المؤسسة على سداد ديونها طويلة الأجل عند الاستحقاق، فكلما كان على الشركة التزامات طويلة الأجل أكثر كلما كانت قدرة الشركة على الوفاء بالديون منخفضة بسبب ارتفاع المخاطر لدى هذه الشركة كون المزيد من أصولها ستخضع لمواجهة الأعباء الثابتة لتلك الديون.

- إعطاء صورة عن حجم نشاط المؤسسة: من خلال مجموعة الموجودات وتعطي كذلك تصورا عن حجم ونوعية مواردها الاقتصادية -الأصول- وهيكل الالتزامات المترتبة عليها حقوق لأصحاب المؤسسة في تلك المصادر الاقتصادية.

2- جدول حسابات النتائج Income: يتضمن تعريف جدول حسابات النتائج كلا من الإجراءات والمكاسب، ويتحقق الإيراد في سياق النشاطات العادية للشركة ويشار إليه بأسماء مختلفة تشمل المبيعات والرسوم والفائدة وأرباح الأسهم وربح حق الامتياز أو الإيجار، كما تمثل المكاسب بنود أخرى تحقق تعريف الإيراد وقد تنشأ أولا في سياق النشاطات العادية للشركة، وتمثل المكاسب زيادات في

<sup>1</sup> معراج هواري، حديدي آدم، مرجع سابق، ص 171.

<sup>2</sup> حديدي آدم، أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة على الإبلاغ المالي للقوائم المالية في البنوك التجارية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2015/2014/03، ص ص 114-113.

المنافع الاقتصادية وعلى هذا فإنها ليست مختلفة عن الإيراد من حيث الطبيعة، من هنا فإنها لا تعتبر مشكلة لعنصر منفصل في هذا الإطار.

ويشمل تعريف جدول حسابات النتائج أيضا المكاسب غير المتحققة، على سبيل المثال تلك الناشئة من إعادة تقييم الأوراق المالية المتداولة، وتلك الناشئة عن الزيادات في القيمة المرحلة الأصول طويلة الأجل، وعند الاعتراف بالمكاسب في بيان حسابات النتائج فإنه عادة ما يتم عرضها بصورة منفصلة لأن العلم بها مفيد لغرض اتخاذ القرارات الاقتصادية، وغالبا ما يتم التقرير عن المكاسب بطرح المصاريف ذات العلاقة منها.<sup>1</sup>

ويوضح بيان حسابات النتائج أيضا نتائج عمليات العام الماضي، ويشمل كلا من السنة الحالية والسابقة، وهو يسرد جميع مصادر الإيرادات والنفقات وكذا صافي نتائج العمليات.<sup>2</sup>

**الحد الأدنى من العناصر التي يتطلب إظهارها في جدول حسابات النتائج:**

البنود التي يتوجب على الأقل إظهارها على متن قائمة الدخل تتمثل كما يلي:

-الإيرادات.

-المصاريف المالية.

-حصة الأرباح أو الخسائر في الشركات التابعة في حالة استخدام طريقة الملكية.

-مبلغ وحيد يتضمن إجمالي (1) الأرباح والخسائر قبل الضريبة للعمليات المتوقعة، و(2) مبلغ

المكاسب والخسائر الناتجة عن التنازل على الأصول أو الفرع (الفروع) المكونة للعمليات المتوقعة.

-الضرائب.

-الربح أو الخسارة.<sup>3</sup>

**3- جدول سيولة الخزينة:** يوضح جدول سيولة الخزينة قيمة ومصادر التدفقات النقدية الداخلة

للشركة وقيمة وأوجه تلك التدفقات خلال الفترة فضلا عن بيان أثر تلك التدفقات الداخلة والخارجة على

الأرصدة النقدية في نهاية الفترة.

<sup>1</sup> أحمد حلمي جمعة، معايير التقارير المالية الدولية (معايير المحاسبة الدولية)، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص ص 114-115.

<sup>2</sup> E. Eldon Eversull, Beverly I. Rotan, **Analysis of financial statements: local farm supply, marketing cooperatives**, RBS research report 154, march 1997, united states, department of agriculture, p9.

<sup>3</sup> عقاري مصطفى، المعيار المحاسبي الدولي 1: عرض القوائم المالية،، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية العدد الأول- جوان 2007، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص 19.

- يعتبر جدول سيولة الخزينة من أهم الكشوف المالية، حيث تظهر تلك الكشوف المحصلات والمدفوعات مقسمة تبعا لأنشطة الشركة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية خلال الفترة.<sup>1</sup>
- كما يعد جدول سيولة الخزينة من الكشوف المالية المهمة التي توفر المعلومات الممكنة ترشيد قرارات المستثمرين عن طريق مساهمتها في تحقيق الأهداف الآتية:<sup>2</sup>
- تحديد قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية في المستقبل.
  - إيجاد مقاييس لتقويم جودة أرباح الشركة وسيولتها، وذلك لتوفير الفهم الواضح لطبيعة مسببات التغيرات الحاصلة فيها.
  - إعطاء صورة واضحة وواقية عن السياسات المالية لإدارة الشركة مثل سياسة توزيع الأرباح وسياسة الائتمان والتمويل وغيرها.
- أهمية جدول سيولة الخزينة:** أصبح جدول سيولة الخزينة عنصرا مهما من مقومات الكشوف المالية، إذ أن الفائدة التي يقدمها ذلك الجدول لمستخدمي المعلومات أصبح من الصعب الاستغناء عنها، فبواعث الطلب على معلومات التدفقات النقدية تدور حول ثلاث نقاط رئيسية:
- ترتبط بتقسيم الاستثمارات في سوق رأس المال، إذ تؤثر قدرة الشركة في تحقيق تدفقات نقدية ملائمة في قدرتها على سداد التوزيعات والفوائد، ومن ثم في القيمة السوقية للاستثمارات.
  - وتتعلق بالتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، إذ جدول سيولة الخزينة معلومات ملائمة وجوهرية لكل من المستثمرين والدائنين والمقرضين تمكنهم من تقييم قدرة الشركة في تحقيق تدفق نقدي إيجابي في المستقبل.
  - تتعلق بالفشل المالي، تزايد الطلب على معلومات التدفقات النقدية في السنوات الأخيرة بسبب تزايد حالات الإعسار المالي والإفلاس، خصوصا بعد أن أوضحت عدة دراسات ميدانية أنه كان بالإمكان من خلال تحليل معلومات التدفقات النقدية الكشف المبكر عن حالات الإفلاس التي لحقت ببعض الشركات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص 612.

<sup>2</sup> سامح المؤيد العطوط، مفيد الظاهر، أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية العادلة للأسهم (دراسة ميدانية على الشركة المساهمة العامة الفلسطينية)، مجلة جامعة القدس، المقترحة للأبحاث والدراسات، العدد الحادي والعشرون - تشرين الأول 2010، ص 58.

<sup>3</sup> حسين أحمد دحود، دراسة تحليلية للمحتوى المعلوماتي لقائمة التدفقات النقدية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 24- العدد الثاني - 2008، ص ص 209-210.

4- **جدول التغيرات في حقوق الملكية:** هي حلقة الربط بين جدول حسابات النتائج وبين جدول سيولة الخزينة، ولكن مع تعدد مصادر التغيير في حقوق الملكية توجب تخصيص كشف منفرد لتوضيح مسببات هذا التغير ومصادره، ويهدف جدول التغير في حقوق الملكية إلى تقديم معلومات مفيدة عن مصادر التغير في عناصر المركز المالي.

وتتبع أهميتها من خلال رصد التيارات التي تؤثر على بنود حقوق الملكية من أول الدورة المالية و حقوق الملكية تعتبر نوع من كشوف التدفقات.<sup>1</sup>

5- **الملاحق:** تحتوي على معلومات بالإضافة إلى ما تم عرضه بالكشوف المالية (الميزانية- جدول حسابات النتائج، جدول سيولة الخزينة، التغير في حقوق الملكية)، وتقدم الإيضاحات شرحاً وتوضيحاً للبنود المعروضة في تلك الكشوف،<sup>2</sup> فهي تعتبر جزءاً لا يتجزأ منها لما لها من أهمية كبيرة في المساعدة على فهم الكشوف المالية، وتوضيح المعلومات التي يصعب إدراجها في تلك الكشوف منها:<sup>3</sup>

- الطرق والسياسات المحاسبية التي تم اعتمادها لإعداد الكشوف المالية والتغيرات التي تحدث فيها مع بيان الأسباب التي أوجبت تلك التغيرات؛

- حقوق الغير في أصول الشركة وترتيبها حسب أولوياتها؛

- توضيح القيود المتعلقة بتوزيعات الأرباح على المساهمين؛

- وصف علاقة الشركة مع الأطراف الأخرى وأية عقود أبرمتها مع كل الأطراف؛

- طبيعة الأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية وتأثيرها المالي؛

- توضيح العمليات التي تؤثر على حقوق المساهمين بالمؤسسة؛

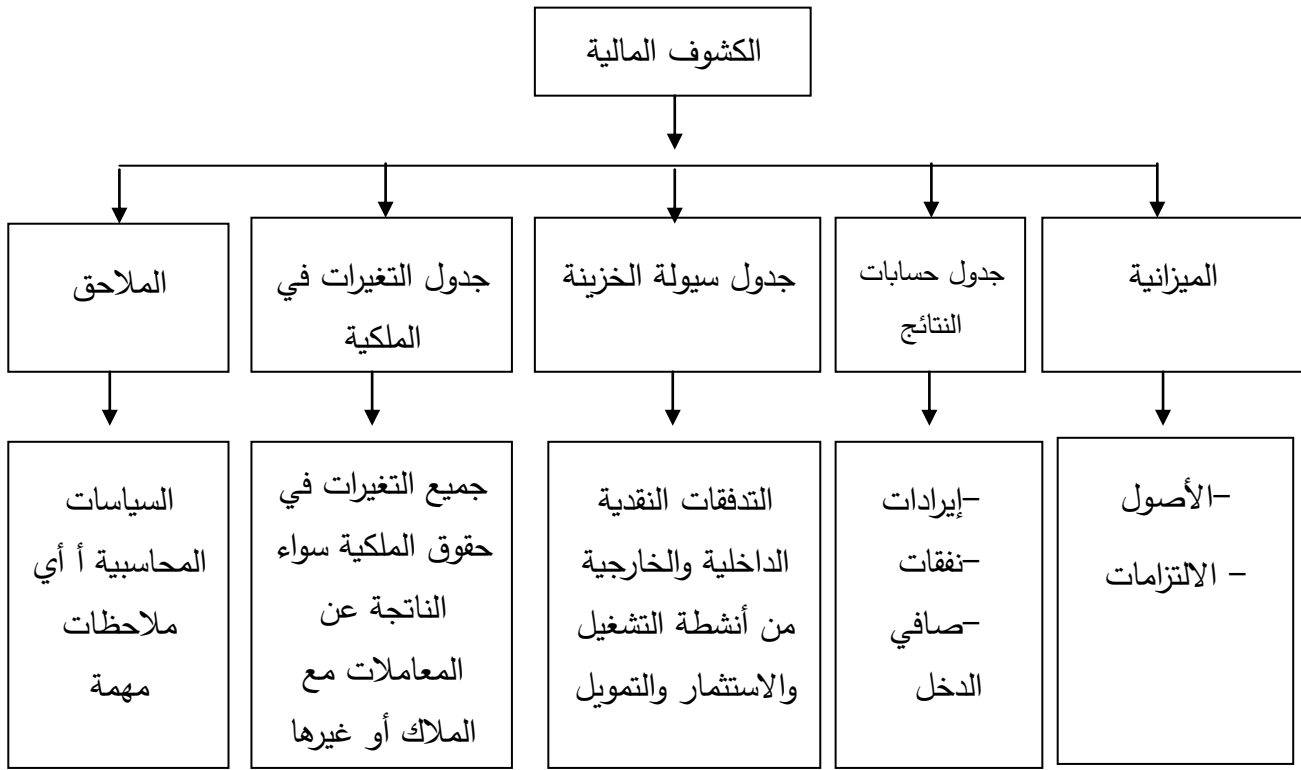
- أي معلومات أخرى من الصعب الإفصاح عنها في صلب الكشوف المالية.

<sup>1</sup> حنان رضوان، النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير دراسة معمقة في نظرية المحاسبة، دار وائل، الأردن، 2003، ص 292.

<sup>2</sup> سعيد محمد جلال، تطور الفكر المحاسبي المعاصر تحليل وعرض القوائم المالية، قائمة التدفقات النقدية. التأجير التمويلي. ائتماني بالنسب، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2017، ص 83.

<sup>3</sup> حديدي آدم، مرجع سابق، ص 119.

الشكل رقم (2-1): الكشوف المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على ما سبق.

مما سبق يمكن القول أن المعلومة المحاسبية المعالجة بشكل ملائم تلعب دور مهم في نقل الأحداث الاقتصادية لمختلف مستخدميها عن طريق ما يسمى بالتقارير المالية، هذه الأخيرة تعتبر المنتج النهائي للنظام المحاسبي والأداة التي يتم من خلالها نقل المعلومات للمستفيدين، فهي ليست غاية في حد ذاتها وإنما وسيلة اتصال مع المستفيدين، فقد تكون على شكل كشوف مالية والمتمثلة في الميزانية جدول حسابات النتائج، جدول سيولة الخزينة وجدول تغيرات الأموال وكذا الملحقات (هذا ما يوضحه الشكل رقم (2-1)) أو خطاب الإدارة ومناقشات وتنبؤات الإدارة.

ومن أجل عرض هذه الكشوف بأسلوب منظم وتوصيلها لكافة مستخدمي المعلومات المحاسبية، أصدرت لجنة معايير المحاسبة الدولية مجموعة من المعايير التي تساعد على طرح قواعد وأساليب ملائمة مما يكفل إعداد كشوف مالية سليمة.

## المبحث الثاني: الأسس التنظيمية لمعايير المحاسبة الدولية IAS:

تعمل المعايير المحاسبية الدولية على تقديم الكشوف المالية وفق أسس مختلفة (كشوف مالية سنوية، قطاعية، مرحلية) بما يتلاءم مع احتياجات المستعملين، من هذا المنطلق سيتم التطرق إلى مفهوم المعايير المحاسبية الدولية ونشأتها، خصائصها وأهميتها وكذا دوافع إصدارها.

### المطلب الأول: مفهوم ونشأة معايير المحاسبة الدولية IAS:

إن تطبيق معايير المحاسبة الدولية جاء نتيجة الحاجة إلى وضع إطار محاسبي بين دول العالم من أجل تحسين نوعية التقارير المالية مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات أفضل.

### الفرع الأول: مفهوم معايير المحاسبة الدولية:

يعرف المعيار المحاسبي بأنه البيان الكتابي الذي تصدره هيئة تنظيمية رسمية محاسبية أو مهنية، ويتعلق هذا البيان بعناصر كشوف المالية أو نوع من العمليات أو الأحداث الخاصة بالمركز المالي ونتائج الأعمال، ويحدد أسلوب القياس أو العرض أو التصرف أو التوصيل المناسب.<sup>1</sup>

تعتبر معايير المحاسبة الدولية (IAS) اللغة المشتركة لتحديد وتفسير ونشر البيانات المالية بين جميع دول العالم، حيث تقوم بتقديم صورة واضحة على الشركة المساهمة والمستثمرين.<sup>2</sup>

إن تطبيق معايير المحاسبة الدولية خطوة مهمة باتجاه التعاون والتنسيق والتوجيه المحاسبي بين مختلف الدول، مما يسهم في تطوير مهنة المحاسبة ويقدم حماية أكبر للمساهمين والجمهور بشكل عام، فضلا عن أنه أصبح مطلباً أساسياً لإدراج الشركات في البورصات، ومن ثم انفتاح الأسواق المحلية على الأسواق الدولية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> براق محمد، قمان عمر، مدى توافق النظام المحاسبي المالي مع المعايير المحاسبية الدولية بشأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني حول واقع وآفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، يومي 05-06-2013، جامعة الوادي، ص 05.

<sup>2</sup> Erdin Malaku, Arta hoti, and others, **Importance of the application on international accounting standards in the Kosovo Businesses**, scientific papers, Journal of knowledge management, economic, vol. iseur apiv2014, p1.

<sup>3</sup> حسين يوسف الموسوي، رانيا الزرير، مدى التزام المحاسبين في سورية ولبنان بمعايير المحاسبة عند الاعتراف بالموجودات الثابتة المادية وقياسها دراسة استطلاعية لآراء عينة الدراسة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 30، العدد الثاني-2014، ص 282.

كما تعد المقاييس المحاسبية إحدى أهم الأدوات الأساسية في عملية التنظيم المحاسبي، فما هذه المعايير إلا انعكاسات لمجموعة من القواعد التي توضع بمعرفة مجموعة من المحاسبين الأكفاء مهنيين أو أكاديميين يتفق عليها فيما بينهم لتشكيل الإطار العام الذي ينظم ويحكم عمل المحاسبين.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: نشأة معايير المحاسبة الدولية IAS

أدت العولمة الاقتصادية إلى الربط بين الأسواق الأمر الذي أدى إلى مضاعفة إمكانيات الاختيار التي تمنحها للمستثمرين، سواء كانت الشركات مسعرة أم لا، يكون من مصلحتها تقديم وتوريد معلومات صادقة لحملة الأسهم والمستثمرين المحتملين من أجل التحليل والمقارنة بين الشركات، والتي تسمح بإجراء الاختيارات العقلانية المناسبة فيما يخص مساعدتهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وهو الأمر الذي أدى إلى البحث وتطوير معايير عالمية تسمح بتحسين نوعية المعلومات من أجل إجراء المقارنة بين الشركات، وكذا تحسين مستوى الأداء الاقتصادي والمالي.

كما يمكن ملاحظة أن هناك تباين واضح فيما بين المرجعيات المحاسبية، وهذا على مستوى المبادئ التي تحكم تقديم الكشوف المالية، فأعدادها في شركة واحدة مع معايير محاسبية لعدد من البلدان سينشأ عنها وجود فروق جوهرية، وكذا الحصول على نواتج مختلفة.<sup>2</sup>

شهدت بدايات القرن العشرين أولى المحاولات لوضع معايير محاسبية موحدة، إذ انعقدت مؤتمرات دولية عدة، ساهمت إلى حد كبير في التأكيد على أهمية بناء معايير محاسبية وتطويرها على المستوى الدولي، وانعقدت أولى هذه المؤتمرات سنة 1904م في سانت لويس بولاية ميسوري في الولايات المتحدة الأمريكية، وتم في هذا المؤتمر بحث إمكانية توحيد القوانين والأنظمة المحاسبية على الصعيد الدولي.

وقد جاءت هذه المؤتمرات نتيجة الضغوطات المتزايدة من مستخدمي الكشوف المالية من مساهمين، ومستثمرين، ودائنين، ونقابات، وأجهزة حكومية ومنظمات دولية، حيث أسفرت من تشكيل منظمات عدة استهدفت وضع معايير دولية وتهيئة المناخ الملائم لتطبيق هذه المعايير، وكان أبرزها لجنة معايير المحاسبة الدولية IASC التي شكلت بتاريخ 23 يونيو 1973م إثر اتفاق الجمعيات

<sup>1</sup> عادل عبد الحميد المشاط، سناء ضوء أبو زيد، مدى ملائمة معايير المحاسبة الدولية للتطبيق في البيئة الليبية موقف المحاسبين الليبيين، المجلة الجامعية، العدد السادس، المجلد الرابع، نوفمبر، 2014، ص 185.

<sup>2</sup> سحنون بونعجة، نبيل بوفليح، محاسبة شركات التأمين من منظور معايير المحاسبة الدولية، الملتقى الدولي السابع، الصناعة التأمينية، الواقع العملي وآفاق التطوير، تجارب العمل- جامعة حسبية بن بوعلي الشلف، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير يومي 03-04 ديسمبر 2012، ص 04.

المهنية للدول العشر الرائدة (أستراليا، كندا... إلخ) لتقوم بوضع معايير دولية، تحكم مهنة المحاسبة وتعمل على تعزيزها وتنسيقها.<sup>1</sup>

الجدول رقم(2-2): تطور معايير المحاسبة الدولية حسب التسلسل الزمني إلى غاية نهاية 2008.

رقم المعيار	اسم المعيار	تاريخ أول إصدار
IAS1	عرض البيانات المالية.	1975/1/1
IAS2	المخزون	1976/1/1
IAS7	قائمة التدفقات النقدية	1979/1/1
IAS8	السياسات المحاسبية والتغيرات المحاسبية والأخطاء	1980/1/1
IAS10	الأحداث اللاحقة بتاريخ الميزانية العمومية	1980/1/1
IAS11	عقود الإنشاء	1980/1/1
IAS12	ضرائب الدخل	1981/1/1
IAS16	الممتلكات والمصانع والمعدات	1983/1/1
IAS17	عقود الإيجار	1984/1/1
IAS36	انخفاض قيم الأصول	1999/1/1
IAS37	المخصصات والالتزامات والأصول المحتملة	1999/1/1
IAS38	الأصول غير الملموسة	1999/1/1
IAS39	الأدوات المالية الاعتراف والقياس	2001/1/1
IAS40	الاستثمارات العقارية	2001/1/1
IAS41	الزراعة	2003/1/1
IFRS1	تبنى المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية لأول مرة	2004/1/1
IFRS2	الرفع على أساس الأسهم	2005/1/1
IFRS3	اندماج الأعمال	2004/4/1
IFRS4	عقود التأمين	2005/1/1
IFRS5	الأصول غير المتداولة الاحتفاظ بها برسم البيع والعمليات النقدية	2005/1/1
IFRS6	استكشاف تقييم الموارد الطبيعية	2006/1/1
IFRS7	الأدوات المالية الأفضل	2007/1/1
IFRS8	الإفصاح في القطاعات التشغيلية	2007/1/1

المصدر: مرزاقه صالح، الإبداع المحاسبي من خلال معايير المحاسبة الدولية، الملتقى الدولي حول الإبداع والتغير التنظيمي في المنظمات الحديثة،

يومي 12 و13 ماي 2010، جامعة دحلب البليلة، ص 8.

<sup>1</sup> هوام جمعة، لمزاودة عمار، أثر اعتماد معايير المحاسبة الدولية على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية. دراسة قياسية، مجلة جامعة القدس المقترنة للأبحاث والدراسات- العدد الرابع والثلاثون، تشرين الأول، 2014، ص ص413-414.

## المطلب الثاني: خصائص المعايير المحاسبية الدولية وأهميتها.

هناك مجموعة من الخصائص تنتم بها المعايير المحاسبية الدولية عن غيرها، سوف يتم التطرق إلى مجموعة من الخصائص وكذا الأهمية التي تكتسبها هذه المعايير.

### الفرع الأول: خصائص المعايير المحاسبية الدولية.

تتمثل الخصائص الأساسية الواجب توفرها في المعايير المحاسبية الدولية في الآتي:<sup>1</sup>

- 1- **الاتساق المنطقي والداخلي والخارجي:** فالمعايير يجب أن تكون متسقة منطقياً من الناحية الداخلية والخارجية مع عناصر البناء الفكري من أهداف ومفاهيم وفروض ومبادئ.
- 2- **الملائمة:** باعتبار أن المعايير من أهم أدوات التطبيق العملي، لذا يجب مراعاة كافة الظروف بما تتلاءم مع واقع التطبيق العملي، وهذا يتطلب الموازنة بين متطلبات الفكر ومتطلبات التطبيق.
- 3- **المرونة:** بسبب عدم ثبات الظروف البيئية وتغيرها من وقت إلى آخر ومن مكان إلى آخر، فالمعايير المحاسبية الدولية يجب أن تكون مرنة بحيث عملية إعدادها تعد عملية مستمرة وقابلة للتجديد والإضافة.
- 4- **الواقعية:** يجب أن تكون المعايير المحاسبية الدولية نابعة من الواقع وتتلاءم مع الظروف البيئية المحيطة بها، بما تكون متلائمة مع الأعراف المحاسبية السائدة.
- 5- **المفهومية:** يجب أن تكون المعايير المحاسبية مفهومة من قبل المستخدمين ويتم ذلك عن طريق أخذ رأي الجهات المستفيدة عند إعدادها.
- 6- **الحيادية:** يجب أن لا يتم التحيز تجاه بلوغ هدف محدد مقدماً لمصلحة طرف معين.
- 7- **الانسجام مع أهداف المحاسبة المالية:** بحيث يتم صياغتها في ضوء أهداف المحاسبة المالية مع توفير معلومات مفيدة لمتخذي القرارات.
- 8- **قدرتها على تحقيق الإجماع خاصة بعد الإصلاحات الأخيرة التي عرفتتها هيئة المعايير المحاسبية بعد توسيع الاستشارة وإعداد المعايير لتشمل كل الأطراف المهمة بها، دون إهمال رأي الهيئات الوطنية المؤهلة.**

<sup>1</sup> حسن عبد الكريم سلوم، تبول محمد نوري، دور المعايير المحاسبية الدولية في الحد من الأزمة المالية العالمية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي السابع بعنوان: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على عظماء الأعمال "التحديات- الفرص- الآفاق"، جامعة الزرقاء الخاصة، كلية العلوم الاقتصادية والإدارية يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص ص 15-16.

9- القوة التي اكتسبتها من خلال التوفيق بين القياسين الذي يميز الممارسات المحاسبية الوطنية حيال المواضيع التي تكون مجالاً للمعايير.

10- ليست إجبارية التطبيق لأنها لا تكتسب الصفة القانونية أو التنظيمية.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: أهمية معايير المحاسبة الدولية IAS

أدت التطورات المعاصرة في بيئة الأعمال وزيادة الاتجاه نحو إنشاء شركات المساهمة، وتنشيط أسواق المال، إلى زيادة الحاجة إلى معلومات مالية يستفاد منها في اتخاذ القرارات الاقتصادية، وجلب الأموال بصورة مستمرة سواء كانت هذه الأموال تتعلق بالاستثمار في شركة ما أو في إقراضها دون تقييم ما قد يترتب على هذه القرارات من احتمالات نجاح أو فشل هذه الشركة، ومقدار العائد المتوقع على استثماراتهم فيها أو قروضهم.

ولحماية حقوق المساهمين الذين اكتسبوا صفة الدولية في ظل العولمة فإن الأمر يتطلب وجود معايير محاسبية دولية تحدد الأسس والطرق التي يجب إتباعها لقياس العمليات والأحداث والظروف التي تؤثر في المركز المالي للشركة ونتائج أعمالها وتوصلها إلى المستثمرين، وعليه فالمعايير المحاسبية الدولية تكسب أهمية تتمثل فيما يلي:<sup>2</sup>

- إن تبني المعايير سوف يؤدي إلى توفير الاتساق في أساليب الإفصاح، مما يدل على تنشيط المنافسة بين الشركات المدرجة بالأسواق المالية، كما سيؤدي إلى تقليص تكاليف الصفقات المالية المتعلقة بأيديهم تلك الشركات.
- إن استنباط المعايير المحاسبية الدولية من المبادئ المحاسبية الأمريكية أكسبها أهمية خاصة وذلك ما توضحه عملية القبول العام لهذه المعايير من قبل جميع الدول بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية.
- إيصال نتائج القياس إلى مستخدمي القوائم المالية.
- اتخاذ القرار المناسب وفي الوقت المناسب.
- تحول اهتمام الهيئات المحاسبية إلى الاهتمام بتحديد أهداف المحاسبة ومفاهيمها وحدودها والخصائص النوعية لجودة المعلومات المحاسبية، بما يتلاءم مع الظروف البيئية لكل دولة فقد تحولت

<sup>1</sup> براق محمد، قمان عمر، مرجع سابق، ص 5.

<sup>2</sup> بكاش فتيحة، دوافع توحيد المعايير المحاسبية الدولية في ظل العولمة (حالة الجزائر)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2010/2011 ص 98-100.

المحاسبة من مجرد أداة تسجيل وتبرير وتلخيص إلى نظام معلومات متكامل، وسيلة قياس وإيصال معلومات متعددة عن نشاطات الشركة.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: دوافع إصدار المعايير المحاسبية الدولية.

تعتبر معايير المحاسبة الدولية مرجعا يسترشد به كل المهنيين من مختلف الدول سواء كانت متقدمة أو نامية، ومنه فإن إصدار المعايير المحاسبية الدولية وتبنيها من قبل الدول ارتبط بالعديد من الدوافع أهمها:<sup>2</sup>

- 1- التباين القائم في الممارسات المحاسبية بين مختلف الدول، هو في حد ذاته دافعا كافيا للبحث عن معايير محاسبة دولية جديدة وتوحيدها على مختلف الاقتصاديات، لذلك فعملية التطبيق بين تلك الممارسات سوف تتم من خلال توحيد أسس القياس وقواعد العرض والإفصاح للكشوف المالية.
- 2- ظهور مشاكل محاسبية دولية بسبب تضخم حجم التجارة الدولية والاستثمار الدولي، وبسبب انتشار الشركات متعددة الجنسيات قد ساهمت هي الأخرى في معايير محاسبية متعامل معها عبر مختلف الدول.
- 3- الاهتمام المتزايد من قبل العديد من المنظمات المحاسبية بعملية تحقيق أكبر قدر ممكن من التجانس والتوافق في الطرق والأساليب والإجراءات المحاسبية بين مختلف الدول.
- 4- تطور أسواق رؤوس الأموال واستمرار اندماج الشركات خاصة الأوروبية منها، هي عوامل أثرت بشكل كبير على تنظيم الشركات، حيث تطلب كبر حجم الشركات واحتياجات تمويل صفقته الأمر الذي يتطلب منها نشر معلومات محاسبية وكشوف المالية للكشف عن وضعيتها المالية، ولهذا فهي بحاجة إلى تبني معايير محاسبة تلقى القبول العام من قبل جميع الأطراف في الأسواق المالية.

<sup>1</sup> حواس صلاح، التوجه الجديد نحو معايير الإبلاغ المالي الدولية، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، الجزائر 03/2007/2008 ص 60.

<sup>2</sup> آيت محمد مراد، ضرورة تكييف بيئة المحاسبية بالجزائر مع متطلبات النظام المحاسبي المالي "خلال الفترة 2016-2017"، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، في العلوم الاقتصادية بفرع: النقود والمالية، الجزائر 03، 2013/2014، ص 126.

## المطلب الرابع: مداخل إصدار المعايير المحاسبية الدولية

تختلف طريقة البلدان في إصدار المعايير المحاسبية وفيمن يقوم بإصدارها، وتعتمد طريقة إصدارها أساساً على شكل الطلب على المعلومات وعملية تنظيم المحاسبة، وعموماً توجد ثلاث مداخل لإصدار معايير المحاسبة الدولية في دول العالم<sup>1</sup>:

**1- المدخل السياسي البحث:** يعتمد هذا المدخل على التشريع في إصدار المعايير المحاسبية، وهذا المدخل منتشر في القارة الأوروبية وعلى وجه التحديد في فرنسا وفي أمريكا اللاتينية، وينتقد استخدام هذا المدخل لأنه:

- ✓ تعتبر أقل استجابة للاحتياجات المتغيرة، وعليه فإن المدخل يتسم بالبطء؛
- ✓ جعل المعايير مواكبة للعصر يتطلب تغيير القوانين بشكل مستمر، وهذا للأسف مستحيل لعدم المرونة العملية في إجراء ذلك؛
- ✓ عادة ما يركز القانون على العموميات وليس المفردات أو المكونات؛
- ✓ يتأثر التشريع بالاعتبارات السياسية.

**2- المدخل المهني الخاص:** بمقتضى هذا المدخل يتم إصدار المعايير عن طريق المحاسبين المهنيين أنفسهم، ويشترط ذلك في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يتميز هذا المدخل بإصدار المعايير بدرجة عالية من المرونة والسرعة المناسبة في التعديل لمواكبة الاحتياجات المتغيرة.

**3- المدخل المختلط بين القطاع العام والخاص:** يقوم هذا المدخل بإصدار المعايير المحاسبية خليطاً من القطاع الخاص والقطاع العام بجانب مجموعة حكومية وغيرها، وهذا النوع منتشر في اليابان حيث تقوم الحكومة بتشكيل مجلس استشاري لمحاسبة الأعمال تتكون من أعضاء جامعات ومحاسبين قانونيين.

وبناءً على ما ورد في هذا المبحث يتبين أن المعايير المحاسبية الدولية تعتبر قواعد وآليات تعتمد عليها الشركات عند إعداد الكشوف المالية، حيث تشمل على القواعد والتوجهات اللازمة المتعلقة بموضوعات تهم الشركة بشكل عام، فهي المرشد الأساسي لتحقيق التوافق بين الأحداث والعمليات التي تؤثر على الكشوف المالية والتدفقات النقدية، وإيصال تلك المعلومات إلى الأطراف المستفيدة بكل وضوح.

<sup>1</sup> - محمد فيصل مايدة، تأثير تطبيق النظام المحاسبي المالي (scf) على إعداد وعرض عناصر القوائم المالية في المؤسسة دراسة حالة عينة من المؤسسات، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير تخصص محاسبة ونظم المعلومات، 2016/2017، ص 94-95.

### المبحث الثالث: ماهية الإفصاح المحاسبي

يعتبر الإفصاح المحاسبي الوسيلة الأساسية والفعالة لإيصال نتائج الأعمال للمستخدمين من أجل دعمهم في اتخاذ قراراتهم خصوصاً المتعلقة بمجالات الاستثمار والتمويل، وبهذا فقد أصبح الإفصاح المحاسبي من الموضوعات المثيرة للجدل بين مستخدمي الكشوف والمحاسبين والإداريين، فهو يعمل على توفير المعلومات المحاسبية التي تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المختلفة.

#### المطلب الأول: مفهوم الإفصاح ونشأته

سوف يتم التطرق أولاً إلى مفهوم الإفصاح المحاسبي ثم تاريخ نشأته.

#### الفرع الأول: مفهوم الإفصاح المحاسبي

عرف الإفصاح في اللغة بأنه قوة النفع الكامنة في المعلومات التي تعظم نوعيتها مما يقتضي أحياناً تعدد الإفصاح عن نفس الخصائص ذات التأثير المعنوي في اتخاذ القرارات اللصيقة بظاهرة معينة، بما يتطلب إخضاع تلك الخصائص للقياس والإفصاح عن نتائج هذا القياس مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق الهدف من الإفصاح النظامي بقدر من الكفاءة، كما عرف بأنه الكشف والتبيان.<sup>1</sup> أما في المحاسبة فيعرف الإفصاح المحاسبي بأنه عملية إظهار وتقديم المعلومات المحاسبية سواءً كانت كمية أو وصفية في الكشوف المالية والملاحق في الوقت المناسب، الأمر الذي يجعلها ملائمة وغير مضللة لمستخدمي الكشوف المالية من الأطراف الخارجية التي ليس لها السلطة للاطلاع على الدفاتر والسجلات المحاسبية كما يعد الإفصاح المحاسبي مفهوماً نسبياً كونه ينطلق من فكرة عامة تتمثل في التعبير الصادق عن الحقيقة، ولا شك أن ترجمة هذه الفكرة واقعياً تختلف باختلاف الزمان والمكان، كون مستوى الإفصاح يتفاوت وفقاً لقاعدة التكلفة والمنفعة، الأمر الذي يترتب عليه وجود تفاوت في تحديد المعنى الدقيق لمفهوم الإفصاح من شخص إلى آخر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> إبراهيم يعقوب إسماعيل عثمان، أثر استخدام القيمة العادلة كأساس للقياس والإفصاح والمراجعة على تحقيق جودة المعلومات المحاسبية (دراسة تطبيقية وميدانية على عينة من الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية)، دراسة مقدمة لنيل درجة دكتوراه فلسفة في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2016، ص 50.

<sup>2</sup> عفراء زحلو، تأثير شركات التدقيق الدولية (الأربع الكبار) في مستوى الإفصاح المحاسبي - دراسة على الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (36)، العدد (2)، 2014، ص 258.

كما يعرف الإفصاح المحاسبي بأنه شمول الكشوف المالية على جميع المعلومات اللازمة والضرورية لإعطاء مستخدمي هذه الكشوف صورة واضحة وصحيحة عن الشركة، ويعرف بأنه عرض المعلومات الهامة للمستثمرين والدائنين وغيرهم بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة الشركة على تحقيق الأرباح في المستقبل وسداد التزاماتها.<sup>1</sup>

ويعرف أيضاً الإفصاح المحاسبي على أنه تقديم للمعلومات والبيانات إلى المستخدمين بشكل مضمون وصحيح وملائم لمساعدتهم على اتخاذ القرارات، لذلك فهو يشمل المستخدمين الداخليين والخارجيين في آن واحد.<sup>2</sup>

وعليه يعرف الإفصاح المحاسبي على أنه أحد أهم المبادئ الأساسية التي تدل على نزاهة التقارير المالية ودقتها التي تؤثر إيجاباً على قرارات المستثمرين، إذ يتم الإفصاح وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية، كما أنه يساهم في تنشيط الاستثمار ويزيد من أرباح الشركات، كما أنه يحسن من الوضع التنافسي لهذه الشركات في السوق.<sup>3</sup>

من خلال التعريفات السابقة يعرف الإفصاح المحاسبي على أنه عملية إظهار المعلومات في الكشوف المالية أو الملاحق بطريقة تظهر المعلومات بشكل واضح وملائم لمستخدمي هذه المعلومات. الإفصاح المحاسبي حسب محتوى معايير المحاسبة الدولية

لقد قامت لجنة معايير المحاسبة الدولية IASC التي سميت فيما بعد مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB بإصدار ثلاث معايير خاصة بالإفصاح، وقد تم وضع قواعد خاصة بالإفصاح في جميع المعايير المحاسبية الدولية الأخرى تتعلق بكيفية ومتطلبات العرض والإفصاح عن المعلومات التي تتعلق بالموضوع الذي يعالجه كل معيار من هذه المعايير.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> العرابي حمزة، مولاي نسبية، الإفصاح المحاسبي ودوره في تعزيز الثقة لدى متخذي القرار، الملتقى الدولي حول: الإفصاح المحاسبي عن القوائم المالية أثره وأهميته في رفع فعالية أسواق رأس المال وجذب الاستثمار الأجنبي لتحقيق ودعم التنمية المستدامة، جامعة الجلفة، يومي 13 و14 ديسمبر 2016، ص ص 05-06.

<sup>2</sup> لطيف زيود، حسان قيطيم، نغم أحمد فؤاد مكية، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (29)، العدد (1)، 2007، ص 09.

<sup>3</sup> Bader M.Aliwan, Daas I.Katrib, Abeev I.Salara, **The efficiency of disclosure in financial reports in companies in the presence of international accounting standars and its effect on Achieving profits, success and baing unique**, international journal of humanities and social science vol 3 N°17, September 2013, center for promoting Ideas, USA, p 175.

<sup>4</sup> أمساعد رضوان، كريفار مراد، دور وأهمية الإفصاح المحاسبي في تحسين جودة المعلومات المحاسبية في ظل المعايير المحاسبية الدولية، الملتقى الدولي حول: الإفصاح المحاسبي عن القوائم المالية أثره وأهميته في رفع فعالية أسواق رأس المال وجذب الاستثمار الأجنبي لتحقيق ودعم التنمية المستدامة، جامعة الجلفة، يومي 13 و14 ديسمبر 2016، ص 10.

### 1- الإفصاح حسب المعيار المحاسبي ISA1

يتضمن معيار المحاسبة الدولية ISA1 "عرض الكشوف المالية" كل ما يتعلق بإعداد القوائم المالية من قواعد ومبادئ محاسبية وطرق عرضها، ولقد حل المعيار المحاسبي الدولي ISA1 محل كل من المعايير المحاسبية ISA5 المتعلقة بالمعلومات الواجب الإفصاح عنها في الكشوف المالية، المعيار المحاسبي الدولي ISA13 المتعلق بالأصول المتداولة والالتزامات المتداولة، وقد جاء هذا المعيار لتحسين نوعية البيانات المالية المعروضة، وهو ينطبق على جميع الشركات التي تقدم تقاريرها بموجب معايير المحاسبة الدولية، وقد أوضح مكونات البيانات المالية ذات الغرض العام التي تلتزم الشركة بنشرها، بحيث تكون مشتملة على مجموعة متكاملة من المعلومات المحاسبية التي يستفيد منها مستخدمو البيانات المالية، والمتمثلة في الميزانية، جدول حسابات النتائج، جدول التغير في حقوق الملكية و جدول سيولة الخزينة، أيضا السياسات المحاسبية والملاحق.

### 2- الإفصاح حسب محتوى المعيار ISA24

إن توسع نطاق العمليات التي تقوم بها الشركات، أدى إلى نشوء علاقات تربط الشركات بعضها البعض لتحقيق مصلحة معينة، هذه العلاقات لها قواعد محاسبية تحكمها وتحدد كيفية التعامل المحاسبي مع العمليات المتبادلة بين هذه الشركات، إضافة إلى وجوب الإفصاح عن حقيقة العلاقات بين هذه الشركات، لكي يتم اتخاذ القرارات من قبل أصحاب العلاقة على ضوء معلومات واضحة وشفافة وموثوقة، ولهذا جاء المعيار ISA24 الإفصاح من الأطراف ذات العلاقة للتأكيد على أن الكشوف المالية ذات العلاقة تحتوي على الإفصاحات اللازمة.

### 3- الإفصاح حسب معيار ISA7

إن تطور وسائل الاتصال وعولمة النشاط الاقتصادي وتعزيز حرية انتقال رؤوس الأموال عبر العالم، ساهم في نشوء أدوات مالية جديدة، وزيادة حجم العمليات المنفذة من خلالها، سواء كان ذلك للاستثمار أو للتحوط المالي أو لأغراض إدارة السيولة، مما جعل المؤسسات والهيئات المحاسبية الدولية تضع قواعد وأسس للإفصاح عنها، وذلك بهدف تعزيز خاصية الملائمة المعروضة في الكشوف المالية، ولهذا تم إصدار المعيار ISA7 لتخصيصه فقط للإفصاح المتعلق بالمخاطر الناتجة عن التعامل بالأدوات المالية، وهو بذلك ألغى كافة البنود المتعلقة بالإفصاح من المعيار ISA32، أما الأجزاء المتبقية منه تتعلق بقضايا عرض الأدوات المالية فقط، كما قام بإلغاء المعيار ISA30

المتعلق بالإفصاح في القوائم للبنوك والمؤسسات المالية المماثلة، فوضع بذلك كل الإفصاحات على الأدوات المالية مع بعضها في معيار جديد.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: نشأة الإفصاح المحاسبي

تعود الجذور التاريخية لمفهوم الإفصاح عن المعلومات إلى عام 1837م حيث نشرت « Railway Magazine p2 » مقالة عن الإفصاح وضرورة الإفصاح عن المعلومات كل ستة شهور، بحيث تشمل هذه المعلومات بيانات عن الأرباح ورأس المال و الاهتلاكات وتقييم الموجودات.

هذا وقد تزايدت أهمية مبدأ الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة بالتحول التاريخي الذي حدث لوظيفة المحاسبة منذ بداية الستينات من هذا القرن عندما تحولت عما يطلق عليه الباحثون مدخل الملكية إلى ما يعرف بمدخل المستخدمين، فبتحول هذه الحقبة تحولت الوظيفة المحاسبية في التركيز على دورها كنظام للمعلومات غايتها الأساسية توفير المعلومات المناسبة لصنع القرارات، ومن جانب آخر كان لتزايد الدور الاقتصادي لأسواق المال العالمية أثر مباشر على المحاسبة، إذ فرضت على المحاسبين أن يولوا اهتماما خاصا للنظريات والمفاهيم التي تحكم مقومات وآليات هذه الأسواق كنظرية المحفظة مثلا Theory Portfolio وفرضية السوق المالي الفعال، ذلك ما أكد مرة أخرى أهمية الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة بعد أن أصبحت البيانات مصدرا رئيسيا للمعلومات بالنسبة للمتعاملين في هذه الأسواق، لكن عام 1974 شهد حدثين بارزين تركا أثارا كبيرة على مشكلة الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة في الولايات المتحدة في ميزانيات المؤسسات الأمريكية تجلت في سمتين رئيسيتين هما اتساع نطاق الإفصاح ليشمل معلومات كانت إدارة المؤسسات حتى ذلك التاريخ تعتبرها من المحرمات، في حين تمثلت السمة الثانية بتحول التركيز على أهداف الإفصاح إلى حماية مصالح الفئات المختلفة مثل المساهمين، والمستثمرين والمقرضين.<sup>2</sup>

أما في الدول العربية فقد كانت لأزمة سوق المناخ في الكويت عام 1982م أثر في زيادة الاهتمام بالإفصاح، حيث يعتبر الكثير أن من أسبابها هو عدم موثوقية الكشوف المالية الصادرة عن الشركات المساهمة الكويتية نتيجة لعدم الالتزام بالمعايير والمبادئ المحاسبية السليمة في إعداد وعرض هذه التقارير مما جعلها مضللة.

<sup>1</sup> أمساعد رضوان، كريفار مراد، مرجع سابق، ص 11.

<sup>2</sup> مجدي أحمد عبد الباقي، مرجع سابق، ص 138 - 139.

## المطلب الثاني: أهمية الإفصاح المحاسبي

لقد أصبح الإفصاح المحاسبي محل اهتمام العديد من الجهات وذلك لما لهو من أهمية قصوى في توضيح حقيقة وضع الشركات وأدائها، من هذا المنطلق سوف يتم تناول أهمية الإفصاح وأهم أهدافه.

### أولاً: أهمية الإفصاح المحاسبي

تتمثل أهمية الإفصاح المحاسبي فيما يلي:

1- يحظى الإفصاح المحاسبي بأهمية كبيرة سواء من جانب أسواق رأس المال في معظم دول العالم أو من جانب العديد من الهيئات العلمية والمهنية والمحاسبية وعلى الرغم من قدم الاهتمام به مازال قائماً بل وأخذ في الزيادة وذلك للعديد من الأسباب منها اتساع نطاقه باستمرار نتيجة التطورات المتلاحقة في البيئة الاقتصادية والتي تولد العديد من المشكلات المحاسبية والتي تحتاج معايير محاسبية تساعد الشركة في قياس العناصر المرتبطة بها والإفصاح عنها فضلاً عن ارتباط الإفصاح بالكشوف والتقارير المالية وما تتضمنه من بيانات ومعلومات وأسس قياس تم إتباعها للوصول إلى معظم عناصر هذه القوائم.

2- تظهر أهمية الإفصاح للأطراف الخارجية التي غالباً لا تمتلك السلطة لإلزام الشركة بتقديم ما تحتاجه من البيانات الضرورية لاتخاذ نماذج قراراتهم، ومن هنا فإن الإفصاح المناسب يجعل التعامل في السوق المالي أكثر عدالة إذ أن الإفصاح يوفر فرص متكافئة للمستثمرين في الحصول على المعلومات وهذا بدوره يوفر مناخاً استثمارياً ملائماً ويزيد من فرص نمو السوق وازدهاره.

3- تأتي أهمية الإفصاح على مستوى نشاط الأعمال، كونه يساعد على توفير معلومات تفصيلية كما يوفر نموذج الإفصاح إطاراً علمياً لتقديم المزيد من المعلومات مما يجعل للإفصاح أكثر شفافية، ويؤدي إلى تحسين الفهم لأعمال وأنشطة المنشأة ولأهداف الإدارة والفرص والمخاطر المرتبطة بالاستثمار.

4- إن الإفصاح من المبادئ المحاسبية المتعارف عليها والذي يلعب دوراً هاماً في تزويد جميع مستخدمي الكشوف المالية سواء داخل المنشأة أو خارجها بالمعلومات المفيدة.

5- تظهر أهمية الإفصاح المحاسبي في شركة الأعمال، وذلك لتوفير المعلومات اللازمة لمستخدميها وللتعرف على أداء الشركة ومركزها المالي حتى يتسنى لهم (مستخدمي تلك المعلومات) اتخاذ قراراتهم الاقتصادية.<sup>1</sup>

6- يمثل الإفصاح المحاسبي للكشوف المالية جزء من بيئة المعلومات العامة بالشركة حيث تكمن أهميته في شرح دقيق للمعلومات والممارسات المحاسبية.<sup>2</sup>

7- أهمية وظيفة الاتصال المحاسبي من خلال إظهار المعلومات المحاسبية الموثوق بها؛

8- وضع الإفصاح ضمن أسلوب ممارسة الإدارة الرشيدة، والذي يتسم بالدقة والوقتية عن كافة النواحي ذات الأهمية؛

9- زيادة الحاجة إلى المعلومات المالية وغير المالية توفر لكافة المستخدمين المناخ الجيد لاتخاذ القرار وتحقيق التكافؤ بين المستثمرين.

10- يعد أحد الوظائف الرئيسية التي تركز عليها المحاسبة المالية والتي تتطلب الإفصاح عن جميع المعلومات المالية ذات العلاقة بنشاط الشركة لصالح الأطراف المستفيدة.<sup>3</sup>

### ثانياً: أساليب وطرق الإفصاح المحاسبي

يوجد العديد من وسائل وطرق الإفصاح المحاسبي والتي يمكن أن تساعد مستخدمي المعلومات على فهمها واتخاذ القرار الصحيح، وتتوقف المفاضلة بين طريقة وأخرى على طبيعة المعلومات المطلوبة وأهميتها النسبية وفيما يلي أكثر هذه الطرق شيوعاً في الاستخدام:<sup>4</sup>

1- الإفصاح من خلال الكشوف المالية: حيث يتم ظهور المعلومات الأساسية في صلب القوائم المالية بطريقة تساعد على الإفصاح من حيث شكل وترتيب هذه الكشوف وعلى سبيل المثال الميزانية تظهر بنود أصول وخصوم الشركة وكذلك حقوق الملكية، ويمكن الإفصاح عن العلاقات الملائمة بإعادة ترتيب تبويب بنود الأصول والخصوم إلى أصول ثابتة ومتداولة وخصوم ثابتة ومتداولة أو

<sup>1</sup> نجم الدين إبراهيم حسن محمد، الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية ومعلومات قائمة التدفقات وأثرها في الحد من التعثر المصرفي، بحث مقدم لنيل شهادة الدكتوراه في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا، 2014، ص ص 40 - 41.

<sup>2</sup> Ole-Kristian Hope, **Disclosure practices, Enforcement of accounting standards and analysts forecast accuracy: an international study**, journal of accounting research vol 41, N°2, May 2003, printed in U.S.A, p 237.

<sup>3</sup> إبراهيم يعقوب إسماعيل عثمان، مرجع سابق، ص ص 63 - 64.

<sup>4</sup> مجدي سلامة محمود، معايير المحاسبة الدولية السياسات المحاسبية والتغييرات في التقديرات والأخطاء المحاسبية الإفصاح المحاسبي - عرض البيانات المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2017، ص 315.

أصول نقدية وغير نقدية وخصوم نقدية وغير نقدية أو تطرح الخصوم المتداولة من الأصول المتداولة للوصول إلى رأس المال العام إلى غير ذلك من طرق التبويب.

2- استخدام المصطلحات الواضحة والمتعارف عليها: مما لا شك فيه أن استخدام المصطلحات الواضحة ومقدار التفصيل في المعلومات لا يقل أهمية عن الإفصاح في صلب الكشوف المالية السابق الإشارة إليها، ويجب أن تستخدم المصطلحات التي تعبر عن المعنى الدقيق والمعروف جيدا لدى مستخدمي المعلومات مع مراعاة توحيد المصطلحات لنفس المعاني في جميع الكشوف حتى يستفيد مستخدم المعلومات منها وإلا أصبح الإفصاح مضلل في حالة حدوث عكس ذلك.

3- المعلومات التي توضع بين الأقواس: قد يكون من الضروري ربط بند في أحد الكشوف المالية ببند آخر في نفس الكشف أو كشف آخر، أو إجراء شرح مختصر لقيود معين أو إحالة القارئ لشرح مطول من قيد في الملاحظات ويتم ذلك باستخدام المعلومات التي توضع بين الأقواس.

4- الملاحظات الهامشية: يعتبر استعمال الملاحظات الهامشية تطورا ملموسا في اتجاه الإفصاح الكافي لما توفره من معلومات تعجز عن توفيرها الكشوف المالية، حتى أن هندركسون أطلق على هذه الحقة بحقبة الهوامش، تعتبر هذه الملاحظات جزءا مكملًا للكشوف المالية، وتشمل توضيحات للبنود المعروضة في الكشوف المالية كشرح للسياسات المحاسبية المتبعة في تقييم الأصول الثابتة واستهلاكها وطرق تقييم المخزون والعناصر المحتملة وعدد الأسهم المصدرة، وشرح للأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية.

5- الجداول الملحقة: قد تظهر بعض بنود الكشوف المالية بصورة مجملية في معظم الأحيان، وبالتالي يكون من الضروري تفصيل هذه البنود، ويمكن أن يتم ذلك من خلال الكشوف والجداول المرفقة، حيث تتضمن هذه الكشوف جداول تحليلية لبعض إجماليات الأصول والخصوم، وكشوف تبين أثر تغيرات الأسعار وكذلك المعاملات من الجهات الحكومية.<sup>1</sup>

6- تقرير رئيس مجلس الإدارة: وهذا التقرير يعتبر متمما للكشوف المالية والذي بدونه يصعب تفسير الكثير من معلومات الكشوف المالية.

<sup>1</sup> نور الدين أحمد قايد، بن زاف لبنى، الإفصاح المحاسبي، مفهومه ومعاييره في ظل معايير التقارير المالية الدولية، الملتقى الدولي بعنوان: الإفصاح المحاسبي عن القوائم المالية أثره وأهميته في رفع فعالية أسواق رأس المال وجذب الاستثمار الأجنبي لتحقيق ودعم التنمية المستدامة، جامعة الجلفة، يومي 13 و14 ديسمبر 2016، ص 14.

5-تقرير المراجع الخارجي: ويعتبر تقرير المراجع الخارجي وسيلة إفصاح ثانوية وليست وسيلة رئيسية حيث أنه يمكن أن يؤكد إفصاح أو عدم إفصاح معلومات معينة عن طريق الملاحظات أو التحفظات التي يذكرها المراجع في تقريره.<sup>1</sup>

جدول رقم (2-3): طرق الإفصاح العامة

طرق الإفصاح	متطلبات الإفصاح	الأهمية النسبية
1- الكشوف المالية	وتشمل كشوف أساسية هي: - جدول حسابات النتائج - الميزانية - جدول التغير في الأموال الخاصة - جدول سيولة الخزينة	تعتبر الكشوف المالية الأساسية العمود الفقري للإفصاح ويراعي في إعدادها المبادئ المحاسبية المقبولة وأيضاً ما يتعلق بالتبويب التوحيد والأرقام المقارنة عن سنتين ماليتين.
2- مذكرات	وتكون أسفل الكشوف المالية وتشتمل على: - طرق تقويم المخزون - طريقة الاهلاك المطبقة - التزامات محتملة - أحداث وقعت بعد إعداد الميزانية. - أثر التحويلات للعملة الأجنبية - التغير في السياسات المحاسبية	وهذه المذكرات تعتبر جزءاً مكملًا للكشوف المالية، وتشتمل على بيانات مالية غير واردة فيها.
3- تقرير مراجع الحسابات الخارجي	أهم ما تتضمنه: - مدى تطبيق المبادئ المحاسبية - مدى كفاية نظام الرقابة الداخلية - أحداث مهمة وقعت بعد إعداد الكشوف المالية - نتيجة الفحص المستندي والفني للعمليات المالية	- يزيد من ثقة المستفيدين في المعلومات الواردة بالكشوف المالية - على ضوء التقرير تتحدد مسؤولية المراجع تجاه الغير.
4- الإيضاحات	توضح ما يلي: - أي ضمانات على أحد الأصول - سعر السوق وسعر الشراء للأوراق المالية والتكلفة للأوراق المالية - سعر السوق وسعر التكلفة للبضاعة الباقية	تحتوي على معلومات غير واردة بالكشوف المالية أو المذكرات المكملة لها والأوراق المالية بقصد المتاجرة أو بغرض الاحتفاظ أو الجاهزة للبيع.

<sup>1</sup> مجدي سلامة محمود، مرجع سابق، ص 316.

<p>توضح للقارئ نتيجة نشاط المشروع بصورة مختصرة</p>	<p>أهم هذه الجداول:                  - تحليل الأصول، الاهلاك                  - تحليل المصروفات إلى ثابت ومتغير                  - بيان المبيعات، تكلفة المبيعات</p>	<p>5- جداول إحصائية</p>
<p>يتضمن كل معلومات غير مالية قد تؤثر على المشروع مستقبلا وتفيد في التنبؤ</p>	<p>- معلومات عن أهداف المشروع                  - النشاط الحالي والمستقبلي له                  - أحداث غير مالية تؤثر على المشروع في المستقبل                  - الطاقة الإنتاجية                  - مشاكل خاصة بالإنتاج أو التوزيع.</p>	<p>6- تقرير الإدارة</p>
<p>يتضمن كل معلومات مالية تؤثر على الشركة وعلى مستخدمي الكشوف المالية غالبا وفي المستقبل قرارات اقتصادية وتفيد في التنبؤ لاتخاذ قرارات اقتصادية رشيدة.</p>	<p>- الإفصاح عن الأمور الجوهرية والأحداث الهامة                  - الإفصاح من إدراج اسم المؤسسات المساهمة العامة                  - الإفصاح المتعلق بشركات الوساطة المالية                  - تعامل الأشخاص المطلعين بالأوراق المالية.                  - المعايير المحاسبية.                  - معايير التدقيق والشروط الواجب توافرها في مدققي حسابات الجهات الخاضعة لرقابة اللجنة.</p>	<p>7- هيئة الأوراق المالية</p>

المصدر: مجدي سلامة محمود، معايير المحاسبة الدولية السياسات المحاسبية والتغيرات في التقديرات والأخطاء المحاسبية

الإفصاح المحاسبي - عرض البيانات المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2017، ص 316.

### المطلب الثالث: أنواع الإفصاح المحاسبي وركائزه

#### أولا: أنواع الإفصاح المحاسبي

هناك العديد من أنواع الإفصاح المحاسبي نذكر منها:

#### 1- الإفصاح المحاسبي من الناحية الكمية: ويتمثل فيما يلي:

- الإفصاح الكامل: يشير إلى مدى شمولية الكشوف المالية وأهمية تغطيتها لأي معلومات ذات أثر محسوس على القارئ، ويأتي التركيز على ضرورة الإفصاح الكامل من أهمية الكشوف المالية كمصدر أساسي يعتمد عليه في اتخاذ القرارات، ولا يقتصر على الحقائق حتى نهاية الفترة المحاسبية، بل يمتد

إلى بعض الوقائع اللاحقة لتواريخ الكشوف المالية التي تؤثر بشكل جوهري على مستخدمي تلك الكشوف.<sup>1</sup>

كما يعرف بأنه تصميم الكشوف المالية وعرضها لتصف بدقة الأحداث الاقتصادية التي أثرت على الشركة باحتوائها على معلومات كافية تجعلها مفيدة وغير مضللة للمستثمر، يعرف أيضا بأنه الإفصاح عن كافة المعلومات المحاسبية المتوفرة مما يؤدي إلى إغراق مستخدمي الكشوف المالية بمعلومات قد لا تكون هنالك حاجة لها.<sup>2</sup>

- الإفصاح العادل: يعني توفير معلومات تضمن تلبية احتياجات كل فئة من مستخدمي الكشوف المالية مما يتلاءم مع مستوياتهم وإمكانياتهم، أي الدعاية العادلة المتوازنة لاحتياجات جميع الفئات المستخدمة للكشوف المالية، بعدم ترجيح مصلحة فئة معينة على مصلحة الفئات الأخرى من خلال مراعاة مصالح جميع هذه الفئات بشكل متوازن.

- الإفصاح الكافي: أو المناسب وهو المفهوم الأكثر استخداما ويتضمن الإفصاح عن الحد الأدنى من المعلومات في الكشوف المالية التي يحتاجها ذو العلاقة حتى لا تكون هذه الكشوف مضللة.<sup>3</sup> وهو أدنى مرتبة من الإفصاح الكامل كونه يشير إلى الحد الأدنى من المعلومات التي يتعين الإفصاح عنها وفق مقتضيات المعايير المحاسبية والقوانين المحلية بما يساعد على اتخاذ القرارات ومفهوم الحد الأدنى غير محدد بشكل دقيق، إذ يختلف حسب الاحتياجات والمصالح بالدرجة الأولى كونه يؤثر تأثيرا مباشرا في اتخاذ القرار، بالإضافة على أنه يتبع للخبرة التي يتمتع بها الشخص المستفيد.<sup>4</sup>

## 2- الإفصاح المحاسبي من الناحية النوعية

- الإفصاح الوقائي: يهدف إلى حماية المجتمع المالي وبصفة خاصة المستثمر العادي الذي له قدرة محدودة على استخدام المعلومات المالية، وبالتالي يجب أن تكون المعلومات المالية تم الإفصاح عنها

<sup>1</sup> زرزار العياشي، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية للشركات، الملتقى الدولي الثامن حول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة: واقع، رهانات وأفاق، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، يومي 07 و08 ديسمبر 2010، ص 12.

<sup>2</sup> إبراهيم يعقوب إسماعيل عثمان، مرجع سابق، ص 55.

<sup>3</sup> توفيق حسن عبد الجليل، محمد أبو نصار، العوامل المؤثرة على مستوى الإفصاح الاختباري في التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة الأردنية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 41، العدد 2، 2014، ص 328.

<sup>4</sup> صافو فتيحة، مرجع سابق، ص 135.

بأعلى درجة ممكنة من الموضوعية والحياد والعدالة ويتطلب الإفصاح الوقائي الكشف عن الأمور التالية:

- تصحيح الأخطاء في الكشوف المالية؛
- التغيير في طبيعة الوحدة الاقتصادية؛
- المكاسب والخسائر المحتملة.
- الارتباطات المالية.
- الأحداث اللاحقة.

- **الإفصاح التثقيفي (الإعلامي):** ظهر هذا المفهوم نتيجة ازدياد أهمية الملائمة بوصفها أحد الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية، ولذلك فإنه يعكس الاتجاه المعاصر للإفصاح المحاسبي، ومن الأمثلة عن الإفصاح التثقيفي هي الإفصاح عن التنبؤات المالية، الفصل بين العناصر العادية وغير العادية في الكشوف المالية، الإفصاح عن مكونات الأصول الثابتة والمخزون السلعي، الإفصاح عن الإنفاق الرأسمالي الحالي والمخطط ومصادر تمويله وربحية السهم الواحد، التطور التاريخي للأنشطة، خطط الإدارة وأهدافها في المستقبل.<sup>1</sup>

### ثانيا: الركائز الأساسية للإفصاح المحاسبي

يرتكز الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في الكشوف المالية المنشورة على الركائز التالية:

1- **تحديد المستخدم المستهدف للمعلومات المحاسبية:** تتفرد الفئات المستخدمة للمعلومات المحاسبية، كما تختلف طرق استخدامها لهذه المعلومات، وقد كرس بعضهم أهمية تحديد الجهة المستخدمة للمعلومات المحاسبية باعتبارها ركنا أساسيا من أركان تحديد إطار الإفصاح المناسب بالقول أن: "أهمية تحديد الجهة التي تستخدم المعلومات المحاسبية تنبع من حقيقة أساسية أن الأغراض التي تستخدم فيها هذه المعلومات من جهة مختلفة تكون أيضا مختلفة".

2- **تحديد الأغراض التي تستخدم فيها المعلومات المحاسبية:** يجب ربط الغرض الذي تستخدم فيه المعلومات المحاسبية بغرض أساسي هو ما يعرف بمعيار ملائمة المعلومات، إذ لا بد قبل تحديد ما إذا كانت المعلومات ملائمة أو غير ملائمة، من أن يحدد أولا الغرض الذي تستخدم فيه، إذ أن

<sup>1</sup> نيل عبد الرؤوف إبراهيم، أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدث على كفاءة لسوق الأوراق المالية المصرية، مجلة الشروق للعلوم التجارية، العدد السادس/يناير 2012، ص05.

معلومة ملائمة لمستخدم معين في غرض معين قد لا تكون بالضرورة ملائمة لغرض بديل أو لمستخدم بديل.

**3- تحديد طبيعة وضع المعلومات المحاسبية الواجب الإفصاح عنها:** تشمل المعلومات المحاسبية التي يتم الإفصاح عنها حالياً، في البيانات المالية المحتوى في الكشوف المالية التقليدية، هذا بالإضافة إلى معلومات أساسية أخرى ضرورية، لكنها نظراً لتعزز الإفصاح عنها في صلب الكشوف المالية، تعرض في الملاحظات المرفقة بالكشوف المالية التي تعد جزءاً لا يتجزأ من تلك الكشوف.

**4- تحديد أساليب الإفصاح عن المعلومات المحاسبية وطرقه:** يتطلب الإفصاح المناسب أن يتم عرض المعلومات بطرق يسهل فهمها، كما يتطلب أيضاً ترتيب المعلومات فيها وتنظيمها منطقياً يتركز على الأمور الجوهرية بحيث يمكن للمستخدم المستهدف قراءتها ببسر وسهولة.<sup>1</sup>

**5- الجهات المسؤولة عن وضع معايير الإفصاح:** تتمثل في الجهات المنظمة والمسؤولة عن تطوير وتنظيم وإصدار معايير الإفصاح، حيث تختلف باختلاف مداخل التنظيم المحاسبي المعتمد بكل دولة، إذ نجد في العديد من الدول وخاصة النامية منها أن الأطراف المؤثرة على عملية الإفصاح غالباً ما تكون من المنظمات المهنية والحكومية.

**6- المنظمات والمؤسسات الدولية:** بالإضافة إلى المنظمات والقوانين المحلية فإن المنظمات والمؤسسات الدولية من الأطراف المؤثرة على عمليات الإفصاح، ومن أهم هذه المنظمات لجنة معايير الحاسبة الدولية (IASB)، حيث تحاول تحسين جودة المعلومات المفصح عنها على المستوى العالمي، من خلال إصدارها لمجموعة من المعايير المحاسبية.<sup>2</sup>

### المطلب الرابع: متطلبات الإفصاح المحاسبي

وتتمثل فيما يلي:

#### 1- السياسات المحاسبية Accounting Policies

تعرف السياسة المحاسبية بأنها مبادئ محددة وأسس واتفاقيات وقواعد وممارسات يطبقها المشروع عند إعداد وعرض بياناته المالية.

<sup>1</sup> إبراهيم عبد الرحمن عبد الله عوض الله، القياس والإفصاح المحاسبي من تكاليف الأصول الزراعية وأثرهما في قرارات مستخدمي القوائم المالية (دراسة ميدانية تطبيقية على شركة السكر السودانية)، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه، فلسفة في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا، 2015، ص 52.

<sup>2</sup> زغدار أحمد، سفير محمد، خيار الجزائر بالتكيف مع متطلبات الإفصاح وفق معايير المحاسبة الدولية (IAS/IFRS)، مجلة الباحث، العدد 2009-2010، ص 84.

يشير مجلس معايير المحاسبة الدولية إلى أنه عندما يطبق أحد المعايير الدولية لإعداد الكشوف المالية على وجه التحديد على المعاملات أو الأحداث أو الظروف الأخرى، فإنه يتم تحديد السياسة المحاسبية أو السياسات المطبقة على تلك البنود عن طريق تطبيق المعايير الدولية لإعداد الكشوف المالية والنظر في أي من إرشادات التنفيذ ذات الصلة والصادرة من مجلس معايير المحاسبة الدولية إلى المعايير الدولية لإعداد الكشوف المالية.

مع مراعاة أن المعايير الدولية لإعداد الكشوف المالية التي توصل إليها مجلس معايير المحاسبة الدولية ينتج عنها بيانات مالية تشمل معلومات ملائمة وموثوقة عن المعاملات وعن الأحداث والظروف الأخرى التي تنطبق عليها، وتلك السياسات ليست بحاجة إلى التطبيق عندما يكون أثر تطبيقها ليس ذا أهمية، إلا أنه ليس من المناسب أن يتم جعل أو ترك الحياد غير ذو أهمية دون تصحيح عن المعايير الدولية لإعداد الكشوف المالية لتحقيق عرض خاص للمركز المالي أو الأداء المالي أو التدفقات النقدية للمشروع.<sup>1</sup>

ويكون الإفصاح عن السياسات المحاسبية وثيقة هامة للمعلومات تمكن من تفسير الأرقام الواردة في الكشوف المالية على وفق السياسات المحاسبية التي أدت إليها.

2- **الأطراف والصفقات الهامة:** يجب أن تشمل ملاحظات الكشوف المالية على وصف للصفقات الهامة التي أبرمت بين الشركة وأطراف أخرى، كذلك العلاقات الهامة بين الشركة وأطراف خارجية أخرى مثل العلاقة بين الشركة القابضة والشركة التابعة.

3- **الأحداث اللاحقة:** أثناء الفترة اللاحقة (التي تقع بين نهاية الفترة المالية وإصدار ونشر تلك الكشوف) قد تحدث بعض الأحداث الهامة، أو تتاح معلومات جديدة متصلة بالكشوف التي تم إعدادها فإذا لم تكن منعكسة في الكشوف المالية فإن الأمر يتطلب تعديل تلك الكشوف أو عرضها في صورة الملاحظات المرافقة بالكشوف المالية.

4- **الشكوك حول استمرار الشركة:** في الحالات التي يتوافر فيها لدى معدي الكشوف المالية معلومات على استمرار الشركة غير قائم، وأن هناك شكوك حول استمرار الشركة، عندئذ يجب الإفصاح عن تلك المعلومات في صورة ملاحظات مرافقة بالكشوف المالية.

<sup>1</sup> أحمد حلمي جمعة، مرجع سابق، ص ص 126-127.

5- **الالتزامات المحتملة:** الإفصاح في هذه الحالة يخبر القارئ بالنتائج السلبية المحققة للأحداث التي وقعت ولكنها لم تصل إلى الدرجة الموضوعية اللازمة لإدخالها ضمن الكشوف المالية.<sup>1</sup>

**المطلب الخامس: نماذج قياس الإفصاح المحاسبي والعوامل المؤثرة عليه**

**أولاً: نماذج قياس الإفصاح المحاسبي**

تمثلت أهم النماذج المستخدمة لقياس الإفصاح المحاسبي فيما يلي:<sup>2</sup>

1- **نموذج سيرف 1961:** قام سيرف بتكوين مؤشر لقياس الإفصاح بالكشوف المالية بحيث يتكون هذا النموذج من 31 بند من المعلومات التي يجب أن يفصح عنها وذلك اعتماداً على بنود يتم تثبيتها من طرف أبحاث سابقة من جهة ومن جهة أخرى تم الاعتماد على مقابلات شخصية مع عينة من المحللين الماليين لتحديد الاحتياجات من المعلومات وتم إعطاء أوزان مختلفة لكل بند تبعاً لأهميته.

2- **نموذج سنجفي ودساي 1971:** من جهة أخرى قام سنجفي بتطوير المؤشر الذي اقترحه سيرف بإسقاط بعض البنود وإضافة أخرى، حيث أصبح المؤشر الجديد يتكون من 34 بنداً كما قام بتخصيص أوزان لكل بند من البنود التي يتكون منها المؤشرات بناءً على مقابلات شخصية مع محللين ماليين وتراوحت نسبة الأهمية ما بين 1 و4 حيث يعد الوزن 1 عديم الأهمية و4 بالغ الأهمية، وأشار سنجفي ودساي إلى أن المؤشر ما هو إلا مجرد تقريب لمفهوم الإفصاح الكافي وليس مقياس كامل الثقة.

3- **نموذج دليول 1980:** انتقد داليول النماذج السابقة التي اعتمدت مؤشرات القياس الإفصاح المبني على أوزان يتم تحديدها بناءً على آراء المحللين الماليين وسبب ذلك أن هؤلاء المحللين لا يدركون تماماً الأوزان التي يعطوها لكل بند نظراً لتعدد واختلافها.

4- **نموذج بتربي 1984:** طرح بتربي نموذج لقياس مدى كفاية الإفصاح في الكشوف المالية لـ 88 شركة مساهمة أمريكية، ويختلف نموذج بتربي عن غيره من النماذج السابقة في مكونات المؤشرات الذي يحتوي على 38 بند تم اعتمادها من 500 محلل مالي مع طلب تحديد الأوزان التي حددها المحللون الماليون.

<sup>1</sup> مرفق عبد الحسين محمد، مدى التزام الشركات العامة بمتطلبات الإفصاح في التقارير المالية (دراسة تحليلية في الشركة العامة للصناعات المحلية)، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد (7)، العدد (18)، الفصل الأول لسنة 2012، ص 18.

<sup>2</sup> العرابي حمزة، مولاي نسبية، الإفصاح المحاسبي ودوره في تعزيز الثقة لدى متخذي القرار، الملتقى الدولي حول: الإفصاح المحاسبي عن القوائم المالية أثره وأهميته في رفع فعالية أسواق رأس المال وجذب الاستثمار الأجنبي لتحقيق ودعم التنمية المستدامة، يومي 13 و14 ديسمبر 2016، ص 10.

## ثانياً: العوامل المؤثرة على الإفصاح المحاسبي

تتمثل أهم العوامل المؤثرة في الإفصاح فيما يلي:<sup>1</sup>

1- **نوعية المستخدمين وطبيعة احتياجاتهم:** لا بد أن تعطي الشركات اهتماماً خاصاً بكشفها المالية، لتلبية احتياجات المستخدمين الرئيسيين، والذين لهم مصالح مباشرة أو غير مباشرة باختلاف نوعية المستخدمين الرئيسيين في كل دولة.

2- **الجهات المسؤولة عن وضع معايير الإفصاح:** تختلف الجهات المنظمة والمسؤولة عن تطوير وتنظيم وإصدار معايير الإفصاح باختلاف مداخل التنظيم المحاسبي المعتمدة بكل دولة، إذ نجد في العديد من الدول وخاصة النامية منها أن الأطراف المؤثرة عن عملية الإفصاح غالباً ما تكون مزيجاً من الشركات المهنية والحكومية من خلال القوانين واللوائح.

3- **المنظمات والمؤسسات الدولية:** بالإضافة إلى الشركات والقوانين المحلية، تعتبر الشركات الدولية من الأطراف المؤثرة على عملية الإفصاح، حيث تؤثر هذه الشركات بدرجات متفاوتة على الإفصاح، ومن أهم هذه الشركات لجنة معايير المحاسبة الدولية التي قامت بإصدار العديد من المعايير المحاسبية التي تتعلق بالإفصاح، وذلك بغرض تحسين جودة المعلومات المفصح عنها.

من مجمل ما سبق يستخلص أن الإفصاح يعتبر وسيلة مهمة لإيصال نتائج أعمال الشركة للمستخدمين بكل وضوح وموثوقية، فهو يعمل على توفير المعلومات اللازمة والسياسات المحاسبية الملائمة من أجل زيادة موثوقية المستخدمين من أجل اتخاذ قراراتهم ودعم توجهاتهم الاقتصادية.

<sup>1</sup> محمد المبروك أوزيد، المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2011، ص 487-490.

## المبحث الرابع: الإطار النظري للشفافية

كشفت الانهيارات الكبرى للشركات العملاقة إفلاسات واهتزاز في الثقة الناتج عن التضليل في التقارير المالية لتلك الشركات، هذا ما أدى إلى الحاجة الملحة لتعديل مفهوم الشفافية والمساءلة والنزاهة باعتبارهم وسيلة لإظهار الأخطاء والاقتصاص من مرتكبيها، ويشير مفهوم الشفافية إلى حرية الوصول إلى المعلومات بصدق وما يقابلها من الالتزام والإفصاح عن هذه المعلومات وأي اختلال بمبدأ الشفافية يعتبر اعتداء على مبدأ المساواة في الحصول على المعلومات بين المتعاملين وكذا توقيف الحصول عليها.

### المطلب الأول: مفهوم الشفافية ونشأتها.

سيتناول هذا المطلب مفهوم الشفافية، ثم يتطرق إلى نشأتها والمطالبة بها تاريخياً.

### الفرع الأول: مفهوم الشفافية.

يقصد بالشفافية حرية تدفق المعلومات معرفة بأوسع مفاهيمها، أي توفير المعلومات والعمل بطريقة منفتحة تسمح لأصحاب الشأن بالحصول على المعلومات الضرورية للحفاظ على مصالحهم، واتخاذ القرارات المناسبة، واكتشاف الأخطاء والهيئات الشفافة التي لها إجراءات واضحة لصناعة القرار، وقنوات مفتوحة للاتصال بين المسؤولين وأصحاب الشأن التي توفر قدراً واسعاً من المعلومات.<sup>1</sup>

ويقصد بها أيضاً منح جميع المعنيين الفرصة الكافية للإطلاع والتعرف على المعلومات والقرارات ذات العلاقة، متضمنة مبررات اتخاذها، الجهات المسؤولة عنها، والنتائج المترتبة عنها، كما يقصد بها إيصال معلومات حقيقية وكافية إلى الأطراف كافة ذات المصلحة لإتاحة الفرصة لها لتحليل عمليات الشركة.

وتعني الشفافية أيضاً توفر المناخ الذي يتيح كافة المعلومات أو البيانات أو أساليب اتخاذ القرار المتعلقة بالأفراد أو الشركات ذوي الصفة العامة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> بوزيد سايح، سبل تعزيز المساءلة والشفافية لمكافحة الفساد وتمكين الحكم الراشد في الدول العربية، مجلة الباحث - عدد 10-2014- ورقة، ص 58..

<sup>2</sup> محمد خلف بني سلامة، سامي صعيد محمود، راعمة، معايير الشفافية في الفقه الإسلامي وأثرها في الوقاية من الأزمات الاقتصادية، مجلة الجامعة الإسلامية، المجلد الثاني والعشرون، العدد الثاني، يونيو 2014، ص 479.

ويقصد بالشفافية توفير الشركة للبيانات المالية وغير المالية بصورة حقيقية عن المركز المالي للشركة وكذلك العمليات الأخرى بالشركة حتى يمكن توقع النشاط الحالي والمستقبلي للشركة، مع مراعاة حق الشركة في حجب البيانات التي من شأنها الإضرار بعمليات الشركة فالشفافية في الشركات وسوق المال تعني:<sup>1</sup>

- عدم حجب المعلومات؛

- توصيل المعلومات للكافة، وبدقة، في الوقت المناسب وبالقدر الكافي.

وعليه تعرف الشفافية بأنها عملية توفر بيئة تكون فيها المعلومات واضحة ومتاحة ومفهومة بشكل واضح لمستخدميها من أجل مساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية.

**الفرع الثاني: نشأة الشفافية وتاريخ المطالبة بها.**

بعد الحرب العالمية الثانية وبعد التوسع في البيروقراطية الحكومية في كثير من الأقطار، ومع بزوغ الشركات والمنظمات الحكومية الدولية الكبيرة جاءت تجمعات جديدة من القوة التي كانت قادرة على حجب المعلومات عن المجتمع والمؤسسات مما أثر ذلك في حياتهم ومصالحهم، وكانت هناك مطالبات عديدة من المجتمع والهيئات للحد من هذه السرية ومن ثم جاء نص بارز للشفافية على شكل قانون حرية المعلومات الأمريكي في عام 1966 م لكن الانفجار الحقيقي للمطالبة العالمية للشفافية جاء في التسعينات من القرن الماضي، وفي الوقت نفسه كانت نهاية الحرب الباردة بسبب جوهرى وهام في نهاية السرية، إن انتشار الديمقراطية ووجود القوة المتزايدة لمنظمات المجتمع المدني، وظهور أجهزة الإعلام المستقلة، كل ذلك عمل كقوة ضغط على الحكومات لنشر المعلومات إلى مواطنيها.

لكن بعد أحداث الحادي عشر من أيلول سنة 2001 ظهر توجه جديد في سياسة الولايات المتحدة الأمريكية حيث أصبح هناك خوف من استعمال المعلومات بشكل خاطئ مما أدى إلى الحد من التدفق المفتوح للمعلومات، وبدأت الولايات المتحدة بنشر العقيدة الجديدة لعدم الشفافية بشكل واسع حول العالم والحد من تدفق المعلومات المجاني، لقد تباينت وجهات النظر بين العديد من السياسيين ورجال الإدارة حول درجة الشفافية والمقدار الذي يجب أن تكون عليه، فمنهم من طالب بتدفق مفتوح للمعلومات وشفافية عالية في الإجراءات، ومنهم من طالب بمعايرة الشفافية وتحجيمها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أحمد علي خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص53.

<sup>2</sup> أحمد فتحي أبو كريم، الشفافية والقيادة في الإدارة، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص51-52.

## المطلب الثاني: مبادئ الشفافية - محدداتها - عناصرها.

إن للشفافية كغيرها من المفاهيم مبادئ وأسس تعتمد عليها في ممارسة نشاطها كوسيلة للوصول إلى الهدف.

### أولاً: مبادئ الشفافية

بصورة عامة فإن للشفافية مبادئ تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

1-مبدأ وضوح الأدوار والمسؤوليات، وذلك بتحديد هيكل القطاع الحكومي ووظائفه والمستويات داخل الحكومة والعلاقة بين القطاع الحكومي وباقي قطاعات الاقتصاد؛

2-مبدأ إتاحة المعلومات للجمهور: ويؤكد على نشر معلومات شاملة من المالية العامة في أوقات يتم تحديدها بوضوح؛

3-مبدأ علانية إعداد الميزانية وتنفيذها وإبلاغ نتائجها، ويشمل توعية المعلومات التي تتاح للجمهور فيما يخص عملية الميزانية؛

4-مبدأ ضمان صحة المعلومات: يعني جودة بيانات المالية العامة والحاجة إلى التدفق المستقل للمعلومات المحاسبية؛

### ثانياً: محددات الشفافية

للشفافية محددات وعوامل تؤثر على مفهوم الشفافية تتمثل فيما يلي:

1-أهداف النظم المحاسبية والمالية.

2-أهداف المستثمرين.

3-طبيعة الإطار القانوني أو المهني المتعلق بالمحاسبية.

4-مدى تدخل سوق المال.

5-عوامل تتعلق بالمعلومات نفسها.

6-عوامل تتعلق بالمفاهيم ذات العلاقة كالديمقراطية أو الفساد أو النزاهة أو العولمة.

### ثالثاً: عناصر الشفافية:

تتكون الشفافية من خمس عناصر أساسية تتمثل فيما يلي:

<sup>1</sup> سالم محمد عبود، الأزمة المالية العالمية بين مبدأ الإفصاح والشفافية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الثالث للفترة 28-29/04/2009، الأردن، ص ص15-16.

1- **المساءلة:** إن المقصود بالمساءلة هو مدى تحمل الفرد مسؤولية ما يسند إليه من أعمال وما يتبعها من مهام تتطلبها تلك المسؤولية، وذلك طبعاً للشروط والمواصفات التي يكون قد سبق الموافقة عليها، بحيث يؤدي ذلك إلى اطمئنان من يتعامل معهم بأن الأمور تجري للصالح العام ووفق الأهداف المرسومة وأن التعامل مع المشكلات يتم بعدالة ومساواة.

والشفافية والمساءلة مفهومان مرتبطان ببعضهما ارتباطاً وثيقاً وخاصة في مجال عملية صنع القرار، ولا يمكن أن تكون الشفافية هدفاً بحد ذاتها، وإنما هي وسيلة من الوسائل التي تساعد في عملية المساءلة.<sup>1</sup>

2- **الديمقراطية:** إن النظام الديمقراطي هو النظام الأمثل الذي تحتمه طبيعة الإنسان لكي تنمو وتزدهر فالشركة الحرة هي التي تؤدي عملها على خير وجه، حيث جاءت الديمقراطية نتيجة التجربة الإنسانية بعد كفاح طويل بهدف الوصول إلى راحة الإنسان والنهوض به للاستفادة من معطيات هذه الحياة في سبيل تحقيق أهدافه وحاجاته؛ ففي ظل توفر نظام ديمقراطي تتوفر الفرصة المناسبة كممارسة الشفافية، وفي الأنظمة غير الديمقراطية لا يوجد إمكانية لتوفر الشفافية الصحيحة، فتضعف المساءلة وينتشر الفساد، فالنظام الديمقراطي يقوم على الحرية والتعددية واحترام حقوق المواطنين، والديمقراطية في أبسط صورها هي حرية التعبير والمشاركة، ووجود الشفافية يدعم ويعزز النظام الديمقراطي.<sup>2</sup>

3- **الثقة والتمكين:** يعتبر موضوع الثقة من المواضيع المهمة كونه يتعلق بشكل مباشر بمجموعة كبيرة من المتغيرات التنظيمية التي تؤثر بدورها على نجاح وتطور الشركة وقدرتها على تحقيق أهدافها بكفاءة وفعالية؛ وهناك مصدران رئيسيان لبناء الثقة في الشركة، الأول متعلق بنقل المعلومات إلى جميع موظفيها، مما يعزز مستوى الثقة بينهم، أما المصدر الثاني فيتعلق بدرجة مهارة الشركة في التعامل مع التغيرات المتعلقة في الاندماج والتعامل مع المؤسسات الأخرى. وتتطلب علاقات الثقة درجة عالية من الشفافية والانفتاح، ليس فقط فيما يخص المعلومات التي تنتشر، ولكن أيضاً فيما يتعلق بمواجهة المشكلات الأخرى.

<sup>1</sup> محمد بن محمد أحمد حركي، درجة الالتزام بممارسة الشفافية الإدارية لدى الأقسام الأكاديمية، في كلية التربية بجامعة الملك سعود، المجلة الدولية التربوية المتخصصة. المجلة (1)، العدد (6) تموز. 2015، ص 313-314.

<sup>2</sup> أحمد فتحي أبو كريم، مرجع سابق، ص 81.

وترتبط الثقة في مفاهيمها وممارساتها بالتمكين ارتباطاً وثيقاً، ويمكن تعريفه في أنه منح لعاملين قوة التصرف واتخاذ القرارات والمشاركة الفعلية في إدارة المنظمات، وتحمل المسؤولية والرقابة على النتائج.<sup>1</sup>

4- **النزاهة:** وفق هذا المفهوم يجب أن يتحلى المسؤولين في القطاع العام بقيم عالية يلتزمون بها عند اتخاذ القرارات، وتحكم تصرفاتهم وسلوكياتهم المختلفة داخل الشركة، كما أن النزاهة تعتمد على فعالية أطر الرقابة وتتأثر بالتشريعات ذات العلاقة كمدونات قيم قواعد السلوك الوظيفي.<sup>2</sup>

5- **الفساد:** تعرف منظمة الشفافية الدولية الفساد على أنه سوء استخدام السلطة من أجل تحقيق مكسب خاص، أو أنه سلوك بيروقراطي منحرف يستهدف تحقيق منافع ذاتية بطريقة غير شرعية وبدون وجه حق،<sup>3</sup> وكان هدف منظمة الشفافية الدولية (1993م) محاربة الفساد بهدف تحقيق النزاهة والشفافية.

#### المطلب الثالث: شروطها - أبعادها

##### أولاً: شروط الشفافية

هناك عدة شروط يجب توافرها في أي معلومة أو إجراء يتصف بالشفافية.<sup>4</sup>

- 1- أن تكون الشفافية في الوقت المناسب، حيث أن الشفافية المتأخرة تكون عادة لا قيمة لها ويعلم عنها أحياناً فقط لاستيفاء شكل و ميكنزمات الشركات التي تنشر بعد شهر أو سنوات بعد صدورها.
- 2- أن تتاح الشفافية لكافة الجهات في ذات الوقت.
- 3- أن تكون شارحة لنفسها فما قيمة شفافية غامضة أو غير شفافة، فقد تقوم بعض الشركات بنشر كشوفها المالية بالصحف استبقاء للشكل القانوني بدون مرفقاتها أو بدون تقرير مراقب الحسابات أو تفصيل البنود، على أنه يجب ملاحظة ألا تخل الشفافية بالمبادئ العامة للحفاظ على بعض المعلومات ذات الصلة بسرية العمل.

<sup>1</sup> محمد بن محمد أحمد الحزمي، مرجع سابق، ص: 315.

<sup>2</sup> عبد الله بن سعد الغامدي، دور النزاهة والثقافة في محاربة الفساد، الملتقى الدولي بعنوان: الجرائم المستحدثة في ظل التغيرات والتحوليات الإقليمية والدولية، خلال الفترة 2-4/09/2014م الأردن، ص: 11.

<sup>3</sup> بوزيد سايج، سبل تعزيز المساءلة والشفافية لمكافحة الفساد وتمكين الحكم الرشيد في الدول العربية، مجلة الباحث، عدد 2012/10، ص 56.

<sup>4</sup> بلعادي عمار، جاو حدو رضا، دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد الشفافية والإفصاح، الملتقى الدولي الأول حول: حوكمة المحاسبية- واقع، رهانات وآفاق، يومي 7 و 8 ديسمبر 2010، جامعة أم البواقي كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ص 7-8.

4- أن يعقب الشفافية مساءلة، فالشفافية في حد ذاتها ليست غاية بل وسيلة لإظهار الأخطاء والاقتصاص من مرتكبيها وذلك بالطبع في إطار الوسائل القانونية المنظمة لذلك.

ثانيا: الأبعاد الأساسية وراء ضرورة الالتزام بالشفافية والنزاهة الدولية في الإفصاح المحاسبي<sup>1</sup>:

البعد الأول: إن انتشار ما يسمى بالهندسة المالية **Financial engineering**، وهي مزيج من الرياضيات والإحصاء وعلم الحاسبات التي تأخذ صورة صياغات رياضية معقدة أحيانا، من أجل تقييم مستويات المخاطرة والعائد ومن ثم الحكم على قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ للأصول المالية، و أصبح المتعاملون في البورصات يعملون وفق صيغ رياضية جامدة لتوقيتات البيع والشراء، وشاع بينهم مصطلحات مثل بيتا وجاما وسيجما وما شابه ذلك من دون إدراك طبيعة الفروض التي بنيت عليها مثل هذه النماذج التي تدعو إلى الإعجاب، عندما أصبح من السهل تعميم نتائج هذه الصيغ إذا لم تكن المعلومات المتاحة صحيحة أو لا تتسم بالشفافية والمصادقية.

البعد الثاني: إن الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق الأوراق المالية هم من صغار المستثمرين، وهؤلاء هم أقل المتعاملين استعدادا لتحمل ما يترتب على تغيرات أسعار الأوراق المالية من خسائر، كما أن آثار تقلب أسعار الأسهم على صغار المستثمرين تكون مدمرة نظرا لأنهم غالبا ما يضاربون بكل ثرواتهم. ونظرا لضعف القدرات الفنية لهم، فإنهم لا يهتمون بالعوامل الأساسية في التحليل والتقييم وقياس التدفقات النقدية المستقبلية وغيرها من مبادئ التمويل التي يجب أن يتم استخدامها في تحليل الأسهم، في ظل سوق مال تغيب فيها الشفافية والإفصاح، و بالتالي فإن توفير الشفافية و ضمان الإفصاح يؤديان إلى تعزيز ثقة المتعاملين بالسوق، ويرفع من مستوى كفاءة السوق بمعناها الفني.

البعد الثالث: إن التلاعب بأسعار الأوراق المالية، أو المضاربة سواء مشروطة أو غير مشروطة، أو إشاعة الأخبار الكاذبة، إلى غير ذلك من الممارسات غير القانونية يمثل جريمة لا بد من أن يعاقب عليها القانون بصرامة منعا للتحيز، لكي يمنع من تسول له نفسه من القيام بذلك، و يحمي السوق من الممارسات غير القانونية مثل تسريب الأسرار أو استخدام معلومات داخلية غير متاحة لجمهور المستثمرين لتحقيق أرباح غير طبيعية. ومن ثم فإن الالتزام بقواعد شفافية الإفصاح في البورصة ينبغي أن تكون شاملة وتسد كل الثغرات التي يمكن أن تسمح باختراق البورصة على نحو يضر باستقرارها.

<sup>1</sup> - د. محمد إبراهيم السقا: مقالة بجريدة الاقتصادية الإلكترونية الصادرة عن جامعة الكويت (بعنوان: لماذا الإفصاح والشفافية بالبورصة)، المنشورة في 8 يونيو 2011.

**البعد الرابع:** إن قواعد الشفافية سوف تساهم في التعرف على اتجاهات أداء البورصة بشكل أدق، ومن ثم يسهل تحليل مسببات ما يدور في البورصة، ويسهل بالتالي تحديد استراتيجيات التعامل مع تداعيات عدم استقرارها، أما عندما تتغير الأسعار لأسباب غير مفهومة وتجرى تعاملات لا ندري من أين مولت أو إلى أين ستذهب، فإن أبواب التلاعب بالسوق تنفتح على مصراعيها وتكون النتيجة ضياع ثروات الناس لمصلحة المتلاعبين بالبورصة. إن أفضل وسيلة لمنع تسرب المعلومات الداخلية هو فرض ضرورة إتاحتها على نحو متساو لجموع المتعاملين في البورصة، بحيث تكون هذه المعلومات متوازنة ومحايدة وخالية من أي تحيز مثلما يحدث في البورصة الألمانية، بحيث يؤدي استخدامها إلى تحقيق أرباح عادلة للجميع.

**البعد الخامس:** إن ضخامة الآثار المالية الناتجة عن العواقب الاقتصادية التي تترتب على أي تغيير ولو بسيط في مؤشر البورصة، مؤداه أن تنعكس من البورصة على القطاع الحقيقي في المجتمع فكل أزمة مالية غالباً ما تتحول إلى أزمة اقتصادية وذلك من خلال انتقال آثار الأزمة من البورصة إلى الجهاز الإنتاجي، نظراً لانتشار التوقعات التشاؤمية، الأمر الذي يرفع من معدلات البطالة وازدياد حالات الانهيار الاقتصادي فمن الضروري الالتزام بقواعد الشفافية والإفصاح المحاسبي.

#### **المطلب الرابع: علاقة الإفصاح المحاسبي بالشفافية**

يعتبر كل من الإفصاح والشفافية نقيض الغموض أو السرية، ولأن الشفافية تركز بالدرجة الأولى على شفافية المعلومات وأن الإفصاح عن أي معلومات يعتمد على مدى توفرها بخصائصها المطلوبة، لذا يعتبر الإفصاح الركن الأول من أركان الشفافية بل لا يمكن لها أن تقوم إلا به.

فالشفافية والإفصاح لا ينحصران بمجال دون آخر، ففي المجال الاقتصادي تمتد الشفافية إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة وأسواق المال والرقابة على الشركات وتقارير تقييم الأصول ومواجهة الميزانيات ونشرها والبورصات وإسناد الأعمال وتقديم المعطيات، وكل ذلك في صالح كل الأطراف، ولا يسمح لأحد أن ينتفع بمعلومات أتاحت له دون غيره بدون مبرر.

والشفافية على مستوى الأسواق تعني إعلان المعلومات التي تتعلق بتداول الأوراق المالية وخاصة أوامر البيع والشراء بغرض إيجاد تفاعل بين قوى العرض والطلب، وإعلان المعلومات المتعلقة بالصفقات التي تبرم فعلاً من حيث أحجامها والأسعار التي تبرم بها حتى يعرف المتعاملون اتجاهات السوق هذا فضلاً عن أنها تعمل على إنعاش الأسواق المالية من خلال تحقيق المصداقية في توفير المعلومات المالية.

وكذلك بالنسبة للإفصاح فهو يعتبر روح الأسواق المالية وركنا أساسيا من قيامها وأساسا لاستمرار نجاحها وتطورها وركيزة لتدعيم الثقة بها، إنما يؤدي إلى جذب فئات المستثمرين نحو أدواتها، وهو وفق هذا المستوى يعني إعلان كل المعلومات الهامة عن الشركات التي تساعد المستثمر على اتخاذ قرارات البيع والشراء للأوراق المالية وتقديم السعر المناسب لها وتمكين المستثمر في شركة معينة من الحكم على مدى الجدارة والنزاهة التي تدار بها الشركة التي يستثمر فيها.

ونظرا للأهمية البالغة للشفافية والإفصاح، ولأن تدني مستواها يؤدي إلى خلق مجال خصب للإشاعات التي قد يروجها المضاربون بهدف تعزيز حجم الطلب على أسهم بعض الشركات ورفع سعرها أقرت المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال عددا من المبادئ بخصوص موضوع الإفصاح تنص على الإفصاح الكامل والدقيق، وفي المواقف المناسبة) من المعلومات المالية ونتائج الأعمال والمعلومات الأخرى اللازمة للمستثمر لاتخاذ قراره الاستثماري، إضافة إلى حصول مالكي الأدوات المالية أو مساهمي الشركات على معاملة عادلة ومتساوية، خصوصا فيما يتعلق بالحقوق في الحصول على البيانات والمعلومات وحتى لا تستغل المعلومات الداخلية لمصلحة فئة على حساب الأخرى، إضافة إلى إعداد البيانات المالية وتدقيقها طبقا للمعايير المحاسبية الدولية.<sup>1</sup>

وعلى النقيض فإن ضعف الإفصاح والممارسات غير الشفافة يمكن أن يسهم في السلوك غير الأخلاقي وفي ضياع نزاهة السوق وبتكلفة ضخمة ليست بالنسبة للشركة ومساهميها فحسب بل للاقتصاد ككل.

إن من أهم أسباب انهيار الشركات هو عدم إظهار المعلومات المحاسبية لحقيقة الأوضاع المالية لتلك الشركات، ويرجع ذلك إلى قصور في مجال الإفصاح والشفافية بصفة عامة وعدم تطبيق المعايير المحاسبية بصفة خاصة.<sup>2</sup>

يتبين من استعراض هذا المبحث أن الشفافية موضوع يحظى باهتمام بالغ من جهة المحاسبين والمدعين وكذا الأطراف المتعاملة مع الشركة، حيث تم التحدث على مفهوم الشفافية وتاريخ نشأتها وتم التطرق إلى مبادئ الشفافية وحدودها، وكذا تم تناول العناصر المكونة لمفهوم الشفافية وكذا الشروط التي يتوجب توفرها في المعلومات لتتحقق الشفافية وأخيرا أهمية الإفصاح والشفافية في الأسواق المالية باعتبارهما أساسا لتدعيم ثقة المستثمرين بالمعلومات المفصحة عنها والشفافية من أجل اتخاذ قرار شراء أو بيع الأوراق المالية.

<sup>1</sup> صدام محمد محمود الحياي، دور الشفافية في تعزيز البعد الثقافي للمعلومات المحاسبية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية المجلد 4/ العدد 2008/10، جامعة تكريت، كلية الإدارة والاقتصاد، ص 124.

<sup>2</sup> علا محمد شوقي، إبراهيم عيسى، تأثير تطبيق حوكمة الشركات على مخاطر نظم المعلومات المحاسبية، الدار الجزائرية للمنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، 2015، الجزائر، ص 34.

## خلاصة الفصل الثاني

يتبين من خلال هذا الفصل أن المعلومة المحاسبية المعالجة بشكل ملائم لها دور مهم في نقل الأحداث الاقتصادية لمختلف مستخدميها من خلال الكشوف المالية، باعتبار الكشوف المالية المنتج النهائي للنظام المحاسبي والأداة التي يتم من خلالها نقل المعلومات للمستفيدين، فهي ليست غاية في حد ذاتها وإنما وسيلة اتصال مع المستفيدين، وتتكون هذه الكشوف من الميزانية، جدول حسابات النتائج، جدول سيولة الخزينة وجدول تغيرات الأموال بالإضافة إلى الملحقات.

وانطلاقاً من أهمية الكشوف المالية في الشركة يتوجب إعدادها على أسس ومعايير محاسبية تعتمد كمرشد أساسي لتحقيق التوافق بين الأحداث والعمليات التي تؤثر في الكشوف المالية، فقد ساهمت معايير المحاسبة الدولية في تطوير المحتوى المعلوماتي الذي تتضمنه الكشوف المالية، حيث ركزت على زيادة الإفصاح المحاسبي سواء بإضافة كشوف إضافية أو ضمن الكشوف المالية الأساسية.

وتجدر الإشارة إلى أن الإفصاح المحاسبي يعمل على توصيل المعلومات إلى المستفيدين بهدف توضيح حقيقة الوضع المالي للشركة حتى يمكن الاعتماد على تلك المعلومات في اتخاذ القرار، ومن هنا يتضح أن الإفصاح المحاسبي وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية يؤدي إلى تحسين المحتوى الإعلامي للكشوف المالية وإضفاء الشفافية على المعلومة المحاسبية، فالشفافية تهدف إلى إعطاء صورة واضحة وحقيقية عن المركز المالي للشركة.

ويعتبر كل من الإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية من الاتجاهات المعاصرة لما لهما من دور كبير في تخفيض حالة عدم التأكد لدى مستخدمي المعلومات المحاسبية والحد من مشكلة عدم تماثل المعلومة في سوق الأوراق المالية، وهذا ما سيتم التطرق إليه في الفصل الموالي.

الفصل الثالث:

الإفصاح المحاسبي في

سوق الأوراق المالية

## تمهيد:

تحظى المعلومات المحاسبية بأهمية بالغة للجهات المعنية بالاستثمار عبر الأسواق المالية، حيث تصبح مثل هذه المعلومات المحاسبية أمراً ضرورياً يحتمل من خلاله الوصول إلى قرار استثماري سليم، فالعديد من المستثمرين في سوق الأوراق المالية، خاصة في الدول النامية يواجهون مشكلة عدم المقدرة على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، إما نتيجة لعدم استيعاب المستثمر للمعلومات المحاسبية التي تتضمنها الكشوف المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، وإما لعدم نشرها في الوقت الملائم مما يقلل من فائدة ما تتضمنه من معلومات للمتعاملين وهذا يتسبب في ظاهرة عدم تماثل المعلومات، تنشأ هذه الأخيرة في حالة قصور معلومات المقرض عن الوضعية الحقيقية للمقترض وهذا ما يؤدي إلى تراجع كفاءة سوق الأوراق المالية وعدم الاستغلال الأمثل للموارد التمويلية.

ومن هنا جاء موضوع الإفصاح المحاسبي من أجل التخفيض من هذه الظاهرة، فهناك علاقة سلبية بين مستوى الإفصاح وعدم تماثل المعلومة المحاسبية، حيث تؤدي عملية الإفصاح وعرض المعلومات بوضوح وبدون تلاعب إلى تخفيض هذه الظاهرة بشأن أداء الشركة وتقلبات أسعار الأسهم، كل هذا ينصب في صناعة القرار الاستثماري في السوق المالي بما ينعكس على زيادة كفاءته وزيادة درجة الثقة في هذا السوق.

من هذا المنطلق سيتم تناول النقاط التالية:

- المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية.
- متطلبات الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية
- الإفصاح المحاسبي في مواجهة عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية.

## المبحث الأول: المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية

### المطلب الأول: أهمية المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية.

تعد المعلومات المحاسبية من أهم المعلومات التي يجب أن تقوم بتوفيرها بورصة الأوراق المالية، فالأسواق المالية العالمية تعطي أهمية كبرى لإعداد المعلومات والبيانات المالية ونشرها بصورة دورية للمستثمرين، حتى أنها أصدرت قوانين تلزم الشركات بإصدار هذه البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة من السنة (كشوف ربع سنوية على سبيل المثال)، فإن المعلومات المحاسبية تعد المصدر الأساسي في وضع أو إنشاء أو تركيب هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية.

ومن الأمور المهمة في الأسواق المالية أن المعلومات المحاسبية وبوجه خاص الأرباح السنوية، ذات قيمة بالنسبة للمستثمرين في سوق الأسهم، ومن ثم فإن هذه المعلومات سواء أكانت جيدة "أرباح" أم سيئة "خسائر" ستستجيب لها السوق بطريقة تتناسب مع نوعية هذه المعلومات وطبيعتها.

إن نجاح سوق الأعمال والاستثمار في إدارة وظائفه يتوقف على مدى تحقيق المستثمرين لرغباتهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، لذلك فإن المعلومات المحاسبية باعتبارها المحتوى الإعلامي للرسالة الإعلامية المحاسبية والممثلة في مجموعة التقارير والكشوف المالية والمحاسبية تؤدي دورا مهما في تنشيط السوق وتحقيق كفاءته من خلال توفير المعلومات المتعلقة بحقيقة ما تعرضه الكشوف والتقارير المالية للشركات من مراكز مالية والأرباح المحققة والمتوقعة مستقبلا، حيث تسهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

لذلك ازداد اهتمام المحاسبين في السنوات الأخيرة بتوفير المعلومات المحاسبية التي يستفيد منها المستخدمون لها من الفئات المتعددة.<sup>1</sup>

وترجع أهمية المعلومات المحاسبية من وجهة نظر المستثمر في هذا المجال إلى ما يلي:

**1-** يؤدي توافر المعلومات المحاسبية إلى تخفيف درجة عدم التأكد المحيطة باتخاذ القرارات مما يساعد على اتخاذ القرار السليم ؛

**2-** تستخدم المعلومات المحاسبية كمدخلات لنماذج تحليل العوامل الأساسية وذلك للتنبؤ بقيمة الأسهم وتكون المعلومات المحاسبية في أشكال مختلفة منها النسب المالية والسلاسل الزمنية؛

<sup>1</sup> محي الدين حمزة، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 23- العدد الأول، 2007، ص147.

3- يساعد توافر المعلومات المحاسبية عن الشركة المصدرة للأوراق المالية المستثمر على اتخاذ قراره بالاستثمار في الأوراق المالية من عدمه وبما يحقق له أهدافه من هذا الاستثمار؛

4- يساعد توافر المعلومات المحاسبية المستثمر في الاختيار الأمثل لمحفظة الأوراق المالية وتوضيح نظرية محفظة الأوراق المالية كيفية استخدام هذه المعلومات في تكوين المحفظة المثلى والفعالة.

#### المطلب الثاني: علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية.

تعتبر دراسة العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية أحد الاتجاهات الحديثة في المحاسبة، وعلى الرغم من أن الكشوف المالية المنشورة تمثل المصدر الوحيد للإفصاح عن البيانات ومعلومات الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، إلا أن الواقع العملي توصل إلى عكس ذلك، حيث ساد الاعتقاد حتى أواخر الستينات من القرن الماضي بوجود علاقة عضوية بين آلية الأرباح الموزعة في الشركات وأسعار الأسهم، وطبقا لهذا الاعتقاد فإن أسواق الأوراق المالية تقوم بتحديد سعر السهم طبقا للأرباح الظاهرة في الكشوف المالية المنشورة.<sup>1</sup>

وترتبط المعلومات المحاسبية بكفاءة السوق من خلال:

#### 1- المعلومات المحاسبية المستخدمة في تحديد أسعار الأسهم

إن المعلومات المحاسبية لها محتوى إعلامي وتأثير فعال وسريع على أسعار وأحجام معاملات الأوراق المالية في سوق رأس المال، نظرا لإمكانية الاعتماد على هذه المعلومات كمدخلات في بناء نماذج تنبؤ جيدة نهائية سواء بصافي الربح السنوي أو بالعائد على السهم السنوي. ويمكن تقسيم المعلومات المحاسبية المتعلقة بتحليل الاستثمار في الأسهم إلى<sup>2</sup>:

#### 1-1 مؤشرات التكوين:

- نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول
- نسبة حقوق الغير إلى حقوق الملكية
- نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول
- نسبة القروض طويلة الأجل إلى حقوق الملكية
- نسبة القروض قصيرة الأجل إلى حقوق الغير

<sup>1</sup> عبد المطلب عثمان محمود، مرجع سابق، ص 136.

<sup>2</sup> عادل عبد الفتاح الميهي، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي: دراسة اختبارية وحدثية، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة جامعة طنطا، الملحق الأول- العدد الأول، 2005، ص 27-28.

وتشير مؤشرات التكوين المالي والرأسمالي إلى تحليل النواحي الاستثمارية الخاصة بالشركة والتنبؤ بحجم المخاطر المالية المرتبطة بها، كما أشارت الكثير من الدراسات إلى أهمية هذه المؤشرات عند استخدام المعلومات المحاسبية في تحليل الاستثمار في الأوراق المالية.

### 2-1 مؤشرات الربحية:

- نسبة صافي الربح إلى إيرادات المبيعات
- نسبة صافي الربح إلى حقوق الملكية
- نسبة الأرباح الموزعة إلى رأس المال المدفوع
- قيمة مضاعف نمو سعر السهم
- قيمة الربحية الرأسمالية للسهم

تشير مؤشرات الربحية إلى قياس الربح والتنبؤ به على أساس أن مستوى الربحية من أهم العوامل التي يتم الاعتماد عليها عند تحديد قيمة الاستثمارات المختلفة، ويعكس مدى استخدام إدارة الشركة للموارد المتاحة لديهم.

### 3-1 مؤشرات التدفقات النقدية

- عائد السهم من التدفقات النقدية التشغيلية
- عائد السهم من التدفقات النقدية الاستثمارية
- عائد السهم من التدفقات النقدية التمويلية.

تعكس مؤشرات التدفقات النقدية قدرة الشركة على تحقيق صافي تدفقات نقدية كأحد المتغيرات الهامة في التنبؤ بالعائد السوقي المتوقع للسهم، والنظرية الحديثة للتمويل توضح العلاقة بين صافي التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة و أسعار الأسهم

### 2- الإفصاح في الكشوف المالية وأثره على أسعار الأسهم:

تعد الكشوف المالية المنشورة من قبل الشركات مصدرا أساسيا يستخدمه المستثمرون الحاليون والمرقبون في اتخاذ القرارات التي تتفق مع أهدافهم سواء أكانت متعلقة ببيع أو شراء أو الاحتفاظ بأسهم تلك الشركات بما يتفق مع مصالحهم الخاصة، كما أنه في مجال كفاءة السوق يجب عرض البيانات والمعلومات المحاسبية بالكشوف المالية للشركات التي تتداول أسهمها في البورصات في ضوء متطلبات هذه الأسواق، وفي ضوء متطلبات فروض كفاءة السوق، إن تطبيق ذلك سيؤدي حتما إلى تقريب وجهات النظر بين معدي الكشوف وخاصة فيما يتعلق ببعض النواحي الشكلية، كما أن عرض البيانات

والمعلومات المحاسبية في ضوء متطلبات كفاءة السوق يؤدي إلى ضرورة عدم الإفصاح عن المعلومات التي تكون قد وصلت إلى السوق ويمكن تلخيص أثر المعلومات المحاسبية في رفع كفاءة السوق من خلال ما يلي:<sup>1</sup>

- يوجد ارتباط موجب بين اتجاه وحجم التغيير في الأرباح المحاسبية المعلن عنها وبين اتجاه وحجم التغيير في أسعار الأسهم في الفترة حول توقيت الإعلان عن هذه المعلومات.
  - إن الإعلان عن أرقام الربحية يمد السوق بالمعلومات المناسبة التي تساعد في اتخاذ القرارات بصدد إعادة تكوين محافظ الاستثمارات، كما أن حجم التعامل في أسهم الشركة في فترة نشر الكشوف المالية وبعدها يزداد مما يدل على أن الأرقام المحاسبية قد استخدمت في التعامل.
  - هناك ارتباط موجب بين حجم واتجاه التغيير في التوزيعات المعلن عنها وبين اتجاه وحجم التغيير في العائد المتوقع من السهم، أي أن السوق يعتبر قيمة الأرباح الموزعة المعلن عنها معلومات ملائمة لتقييم السهم.
- 3- الاختيار بين الطرق والسياسات المحاسبية وأثرها على سوق الأوراق المالية:**

تؤثر السياسات المحاسبية التي تختارها الشركات على نوعية المعلومات المحاسبية المنشورة في سوق الأوراق المالية، والمبادئ المحاسبية تعطي الحرية للشركات للمفاضلة والاختيار من بين الطرق والسياسات البديلة المتعلقة بالقياس وتحديد قيم العديد من البنود المالية، فاختيار سياسة ما تؤثر على الأرقام المحاسبية التي تظهر بالتقارير المالية وبالتالي تنعكس على المؤشرات المالية المعتمدة على الكشوف المالية.<sup>2</sup>

وقد تمت دراسات عديدة لبيان أثر التغييرات في السياسات والطرق المحاسبية على أسعار الاستثمارات وكفاءة السوق وكانت نتائجها كما يلي:<sup>3</sup>

- توجد تغييرات في السياسات والطرق المحاسبية ليس لها أثر اقتصادي حقيقي بحيث أنها لا تؤثر على توقعات التدفقات النقدية المستقبلية للشركة أو المستثمر، ومن أمثلة هذه البدائل المحاسبية طرائق قياس استهلاك الأصول الثابتة أو رسملة تكاليف البحوث والتطوير.

<sup>1</sup> عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا، الاستثمار والعلوم المصرفية، سوريا، دمشق، 2002، ص ص 63-64.

<sup>2</sup> عبد المطلب عثمان محمود، مرجع سابق، ص 132.

<sup>3</sup> عصام فهد العريبي، مرجع سابق، ص 67.

- إن تأثر السوق المالية بالأرقام المعدة بأسس مختلفة ليس آلية بمعنى أن المستثمر الواعي عادة ما يتفق في كيفية تحديد أرقام الربحية وخاصة بالنسبة لتلك التغيرات المؤثرة على النفقات النقدية المستقبلية، في حين أنه قد لا يستطيع اكتشاف التغيير في السياسات والتي ليس لها أثر اقتصادي.

- يجب استخدام الطرق والسياسات المحاسبية التي ترتبط أكثر بأسعار الاستثمارات وذلك طبقا لاعتبارات كفاءة سوق الأوراق المالية، ففي ضوء الطرق والسياسات المتعددة وعدم القدرة على تفضيل طريقة على أخرى، فإنه يتم الرجوع في ذلك إلى قياس العلاقة بين الأرقام الناتجة عن طريقة معينة وبين أسعار الأوراق المالية ويتم اختيار تلك الطريقة التي تعطي أعلى معامل ارتباط موجب.

**المطلب الثالث: طبيعة التداخل بين المعلومات المحاسبية و الصيغ الثلاثة لكفاءة سوق الأوراق المالية.**

تعتبر المعلومات عنصرا حاسما من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى، وفي مجال الأوراق المالية تأخذ المعلومات دورا بارزا، إذ أنه في ظل غياب هذه المعلومات أو عدم توافرها بالشكل المطلوب، يتحول سوق الأوراق المالية من مباراة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة، وتتميز الأسواق المتطورة بتعدد مصادر المعلومات بكثرة في نفس الوقت الذي تكون فيه هذه المعلومات متاحة للجميع إما بالاتجاه أو بتكلفة قليلة، وحتى في الحالات التي يعتبر فيها مصدر المعلومات مكلفا نسبيا. بحيث تتسم الأسواق ذات الكفاءة الاقتصادية العالية بتوفر عدد هائل من هذه المصادر وهي كالتالي: الصحف والمجلات المتخصصة، سماسة الأوراق المالية، الصحف ومجلات عامة، بورصة الأوراق المالية، الإنترنت... إلخ.<sup>1</sup>

ويشير الواقع العملي إلى توافر كفاءة السوق في صورتها الضعيفة والمتوسطة وندرة وجود كفاءة السوق في الصورة القوية، وفي ضوء الصورة المتوسطة لكفاءة السوق نجد أن المعلومات العامة المتاحة تنعكس بوضوح وبدون تحيز في أسعار الاستثمارات، بمعنى أن هناك علاقة إيجابية بين أسعار الاستثمارات وعائدها من ناحية وبين استخدام المعلومات المتاحة منها من ناحية أخرى.

وكتعدد مصادر توفير هذه المعلومات ومن أهم هذه المصادر المعلومات المحاسبية التي تتضمنها الكشوف والتقارير المالية الصادرة عن الشركة المصدرة للأوراق المالية، أي أن في ضوء السوق المتوسطة

<sup>1</sup> بن أمير بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02/2013، ص ص 254-255.

الكفاءة تنعكس المعلومات المحاسبية بسرعة وبوضوح في أسعار الاستثمارات كما أن توافر هذه المعلومات بشكل سليم يؤدي إلى زيادة كفاءة السوق.

إذن هناك علاقة واضحة بين المعلومات المحاسبية وبين كفاءة السوق، حيث ترتبط كفاءة السوق بعلاقة مباشرة بالتقارير المحاسبية الخارجية (المنشورة) وبالعلاقة غير مباشرة بالتقارير الداخلية المعدة للإدارة حيث أن هناك ارتباطاً بين التقارير الداخلية والخارجية، فالبيانات المجمعة عادة لأغراض الاستخدام الداخلي تستخدم في إعداد التقارير لأغراض الاستخدام الخارجي.<sup>1</sup>

#### المطلب الرابع: نماذج قياس المحتوى الاعلامي للمعلومات المحاسبية

لقد تناولت نظرية التمويل في قياس المحتوى الاعلامي للمعلومات المحاسبية مجموعة من النماذج والتمثلة فيما يلي:

1- **نموذج السلوك العشوائي:** يعد نموذج السير العشوائي من النماذج الأولى التي استخدمها الباحثون في تفسير سلوك الورقة المالية، ويفترض بأن المعلومات الجديدة تكون عشوائية وبالتالي فإن دخوله إلى السوق يكون بشكل عشوائي، ويتسبب في إحداث تغيرات عشوائية في أسعار الأوراق المالية، وهذا يقود إلى توليد توزيعات احتمالية عشوائية لأسعار الأوراق المالية، و إذا كانت هذه التوزيعات للأسعار متماثلة عبر الزمن فإن هذا يعبر عن نموذج السير العشوائي.<sup>2</sup>

2- **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:** يفترض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أن الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمر  $R_m$  يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر زائد علاوة المخاطر أي أن<sup>3</sup>:

$$R_m = R_f + R_p \dots \dots \dots (1-3)$$

$$R_m = R_f + \beta(L - R_f) \dots \dots \dots (2-3)$$

$R_m$ : معدل العائد المطلوب وسعر الفائدة السوقية.

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطر.

$\beta$ : معامل احصائي يقيس المخاطر النظامية.

$L$ : معدل العائد لمحفظه الأوراق المالية في السوق.

<sup>1</sup> عصام فهد العريبي، مرجع سابق، ص 62.

<sup>2</sup> م.د. رشدي عبد الحسين الزبيدي، تحليل سلوك أسعار الاسهم باستعمال نموذج السير العشوائي دراسة تطبيقية فيسوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 14، العدد 2 لسنة 2012، ص 176.

<sup>3</sup> - لطرش سميرة، مرجع سابق، ص 189.

3- نموذج السوق: تعبر مدخلات نموذج السوق من المعلومات المحاسبية عن فترات قصيرة الأجل لحركة أسعار الأسهم في سوق رأس المال، ولذلك عادة ما يستخدم نموذج السوق عند قياس المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية، ويعتمد نموذج السوق على اعتبار أن معدل العائد المتوقع للسهم خلال فترة زمنية معينة دالة خطية للعائد عن جميع الاستثمارات المتاحة، يتم التعبير عنها بما يلي<sup>1</sup>:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \dots \dots \dots (3-3)$$

$R_{it}$ : العائد العادي المتوقع للسهم  $i$  خلال الفترة  $t$

$R_{mt}$ : عائد السوق  $m$  خلال الفترة  $t$ .

$e_{it}$ : الخطأ العشوائي والذي تعبر قيمته عن تأثير المعلومات الخاصة بالشركة.

$(\alpha - \beta)$ : معاملات نموذج السوق للسهم  $t$ .

وتتلخص خطوات قياس المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية في ظل نموذج السوق في تحديد العائد على محفظة الأوراق المالية في السوق في ضوء فروض سوق رأس المال الكفاء، وتحديد مقدار العائد الثابت من الاستثمارات وقياس درجة المخاطر المنتظمة عن طريق تقدير معامل  $\beta$ ، ثم تحديد العائد الإضافي والمتمثل في الفرق بين العائد المتوقع وبين العائد الفعلي.

وعند قياس المحتوى الاعلامي للمعلومات المحاسبية يمكن تصنيف أسلوبين مختلفين، الأول ويطلق عليه المحتوى الاعلامي الارتجاعي ويهدف الى معرفة رد فعل السوق لنشر المعلومات المحاسبية الفعلية، وذلك عن طريق قياس التغير في العائد على السهم خلال الفترات التاريخية، أما الثاني ويطلق عليه المحتوى الاعلامي المتوقع والذي يهدف إلى التحقق من رد فعل السوق والتغير في أسعار الاسهم عند نشر مؤشرات الارباح المتوقع تحقيقها مستقبلا.

يتبين بعد استعراض طبيعة التداخل بين المعلومات المحاسبية والصيغ الثلاثة لكفاءة سوق الأوراق المالية أنه تم تقييم كفاءة سوق الأوراق المالية استنادا إلى نوعية المعلومات المتاحة بالسوق والتي تنعكس بسرعة وبشكل عادل في أسعار الأسهم المتداولة في هذه الأسواق والمرتبطة بالمعلومات المتاحة، وحسب الدراسات التي قام بها عدد الباحثين تم التوصل إلى عدم توافر كفاءة سوق الأوراق المالية بصيغتها القوية، وفي المقابل أيدوا الصيغة شبه قوية لكفاءة سوق الأوراق المالية، ومن مصادر المعلومات التي تؤثر في أسعار الاستثمارات وأسعار الأسهم هناك المصادر الداخلية وتتضمن المعلومات التي تتاح بواسطة الشركة موضحة في الكشوف السنوية (النصف سنوي) عن الشركة، والمصادر الخارجية وتتمثل في المعلومات المتاحة من مصادر خارج الشركة (اقتصادية، سياسية،.....).

<sup>1</sup> - عادل عبد الفتاح الميهي، مرجع سابق، ص ص 25-26.

## المبحث الثاني: متطلبات الإفصاح المحاسبي في أسواق الأوراق المالية

من أجل تعزيز ثقة الأسواق المالية اتجهت العديد من الدول النامية والمتقدمة إلى إنتاج معلومات محاسبية تتمتع بقدر عالٍ من الإفصاح المحاسبي، هذا الأخير يعتبر وسيلة مهمة في يد الشركات المدرجة أسهمها في الأسواق المالية من أجل إقناع مستخدمي الكشوف المالية من مستثمرين ومقرضين بمصداقية وملائمة المعلومة المحاسبية، وعلى هذا الأساس سوف يتم التطرق في هذا المبحث إلى أهمية الإفصاح وأنواعه في سوق الأوراق المالية وكذا وسائل الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.

### المطلب الأول: أهمية الإفصاح في سوق الأوراق المالية.

لقد تناول عدد كبير من الباحثين تأثير مختلف العوامل البيئية على الإفصاح المحاسبي، من بينها عوامل سوق رأس المال، وبينوا كيف يزداد طلب المساهمين على المعلومات المالية في سوق رأس المال حرصاً منهم على اتخاذ قرارات اقتصادية عقلانية، وهذا ما يزيد بدوره أهمية الإفصاح المحاسبي في السوق المالي.

لقد افترض كل من Adhirari and Tandkar (1992) في هذا المجال أن الدول ذات النمو الاقتصادي العالي ونمو في سوق الأسهم الأعلى من المحتمل أن تزيد متطلبات الإفصاح أكثر من الدول ذات النمو الاقتصادي المنخفض وذات النمو الأقل في سوق الأسهم، ويرى (Jaffar et al. 2007) أن سوق رأس المال الكفاء والفعال يحتاج إلى نظام إفصاح محاسبي جيد ونظام تقرير مالي شفاف لزيادة ثقة المساهمين في قرارات الشركة، وكذلك زيادة ثقة المستثمرين في اتخاذ قرارات الاستثمار في السوق المالي، ووجد (Algifri. 2008) في هذا المجال أن الإفصاح المتعلق بالشركة هو ذو أهمية مركزية للوظيفة الفعالة لأسواق رأس المال.

لقد بدأ الإفصاح المحاسبي للشركات في سوق الأوراق المالية يحتل حيزاً هاماً في البحوث المحاسبية على مستوى الدول النامية، وقد اهتم عدد من الباحثين بدراسة هذا الموضوع في هذه الدول مستندين إلى حقيقة أن المستثمرين في هذه الدول يحتاجون إلى معلومات مستندة على نظام إفصاح محاسبي فعال يؤدي إلى قرارات اقتصادية واستثمارية ملائمة، لقد دعم هذه الفكرة كل من (Larson and King 1995) حيث وجد أن معظم الخبراء والمحليلين الماليين يوافقون على أن المعلومات المحاسبية الدقيقة والتقارير المالية المؤقتة من شروط تطور أسواق الأسهم في الدول النامية، وذلك لأن المستثمرين

يطلبون معلومات محاسبية موثوقة وملائمة، وبالتالي ستكون البنية التحتية المحاسبية عنصراً هاماً وحاسماً في تطور أسواق أهم الدول النامية.

وفيما يلي مناقشة كل من المتغيرات المستقلة المدروسة:

**1- حجم الشركة في السوق المالي:** يعد حجم الشركات في السوق المالي عموماً أحد المؤشرات الهامة التي تستخدم لقياس أهمية وتطور السوق المالي، حيث يقترح Adhirari and Tandkar أن أحد المؤشرات الهامة لتطور سوق الأسهم هو حجم سوق الأسهم، ومن المتوقع عموماً أنه كلما ازداد حجم سوق الأسهم ازداد احتمال أن يكون هناك متطلبات إفصاح إلزامية ومتطورة أكثر، بالإضافة لذلك يرى Hassab Elnaby et.al. (2003) أنه كلما زاد حجم التداول في السوق، فإن كلا من المستثمرين والدائنين سيمارسون ضغطاً متزايداً على الشركات للإفصاح عن مزيد من المعلومات.

كما تجدر الإشارة إلى صعوبة تحديد مستويات التصنيف للشركة كونها كبيرة أم متوسطة أم صغيرة الحجم وتعميم ذلك على عدد كبير من دول العالم، وذلك بسبب اختلاف الظروف الاقتصادية والاجتماعية التي تعمل عنها هذه الشركات في هذه الدول أم تلك، وهذا ما يجد تعبيره في العديد من الشركات في مواقع عدة أهمها إعداد الكشوف المالية والإفصاح عن أنشطتها المختلفة.

إن حجم الشركة وأثره في البيانات التي تضمها الكشوف المالية يؤثر في عملية اتخاذ القرارات سواء على المستوى الداخلي لإدارات الشركة المختلفة، أو على المستوى الخارجي للجهات التي لها علاقة بالشركة من مستثمرين ومقرضين وهيئات ضرائب... إلخ.<sup>1</sup>

إذا من الطبيعي كلما كان حجم الشركة كبيراً فإن هذا يعني التوسع في الأنشطة وتنوعها مما يلزم بالضرورة إلى التوسع في الهيكل التنظيمي واستحداث إدارات جديدة ومتنوعة، وكثيراً ما تكون الكشوف المالية والكشوف التفصيلية الملحق بها المعين الرائد لتوفير هذه البيانات، في حين كلما كان مستوى الشركة يميل إلى الصغر فإن الحاجة إلى مثل هذه البيانات تكون بنسبة أقل ويمكن لصاحب الشركة اتخاذ القرارات الملائمة وبالاعتماد بدرجة أقل على الكشوف المالية.

أما على المستوى التاريخي فإن حجم الشركة يرتبط ارتباطاً طردياً مع طبيعة البيانات التي تضمها الكشوف المالية ومدى تطبيق مبدأ الإفصاح بصورة كلية، لأن الأطراف الخارجية التي لها علاقة بالكشوف المالية كثيرة ومتنوعة الاحتياج.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> ليلي طويل، غفراء زحلو، تأثير حجم الشركة ونشاطها في سوق الأوراق المالية على الإفصاح المحاسبية، دراسة تجريبية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 35، العدد 3، 2013، ص ص 207-208.

<sup>2</sup> زهير خضر ياسين، أثر حجم الشركات في مبدأ الإفصاح المحاسبي، مجلة دنانير/العدد السابع، 2015، ص 50.

**2- نشاط الشركة في السوق المالي:** يعد نشاط الشركات في السوق المالي كذلك من المؤشرات التي تقيس أهمية وتطور السوق المالية، حيث يرى كل من Adhirari and Tandkar (1992) أن نشاط السوق المالي مؤشر هام على تطور سوق الأسهم، فقد يكون سوق المال كبيراً في الحجم بمقياس رسملة السوق لكن غير نشيط نسبياً.

كما يرى Hassab Elnaby أيضاً أنه كلما ازداد مستوى النشاط في السوق يزيد طلب المستثمرين على المعلومات المالية وغير المالية الشاملة أكثر حول نشاطات الشركة للمساعدة في اتخاذ قرارات الاستثمار، واقترح في هذا المجال Adhirari and Tandkar (1992) أن نشاط سوق الأسهم يؤثر على حجم الإفصاح وهذا ينشأ من وجود مستويات إفصاح أكبر في الدول مع أسواق أسهم نشيطة ومتطورة أكثر من الدول مع أسواق أسهم غير نشيطة نسبياً.<sup>1</sup>

استناداً على ما سبق فإن حجم الشركة ونشاطها لهما تأثير على مستوى إفصاح الشركة على بياناتها، حيث أنه كلما ازداد حجم تداول الأسهم في السوق ازداد مستوى الإفصاح في الشركة، ولكن هناك صعوبة في تصنيف الشركة صغيرة أو متوسطة أو كبيرة الحجم، فكلما زاد حجم الشركة زادت إلزاميتها بالإفصاح دون مراعاة معدلات الربحية المحققة، فقد تكون شركة صغيرة الحجم وحصلتها السوقية منخفضة لكن معدلات ربحيتها مرتفعة.

### 3- الإفصاح المطلوب من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية

نلاحظ من خلال الشكل رقم (3-1) أن جميع الدول العربية تفصح الشركة عن كشفها المالية المتدفقة وتقرير مدقق الحسابات عليها وكافة المعلومات المالية التي تهتم المساهمين وأصحاب المصالح، وتختلف الإفصاحات المطلوبة من الشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى، حيث تفرض الإمارات أن يتم إعداد الكشوف المالية وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة الدولية، وأن تتضمن تقريراً من مجلس الإدارة ومدقق الحسابات وكشف المركز المالي وجدول حسابات النتائج وجدول سيولة الخزينة، وكذا قائمة التغيرات في حقوق المساهمين والإيضاحات حول البيانات المالية.

وتفرض مصر الإفصاح عن تغيير مدقق الحسابات/مراجع الحسابات خلال الفترة المالية وقرارات الجمعية العامة العادية وغير العادية فور انتهائها وبعد أقصى قبل بدأ أول جلسة تداول تالية لانتهاؤ

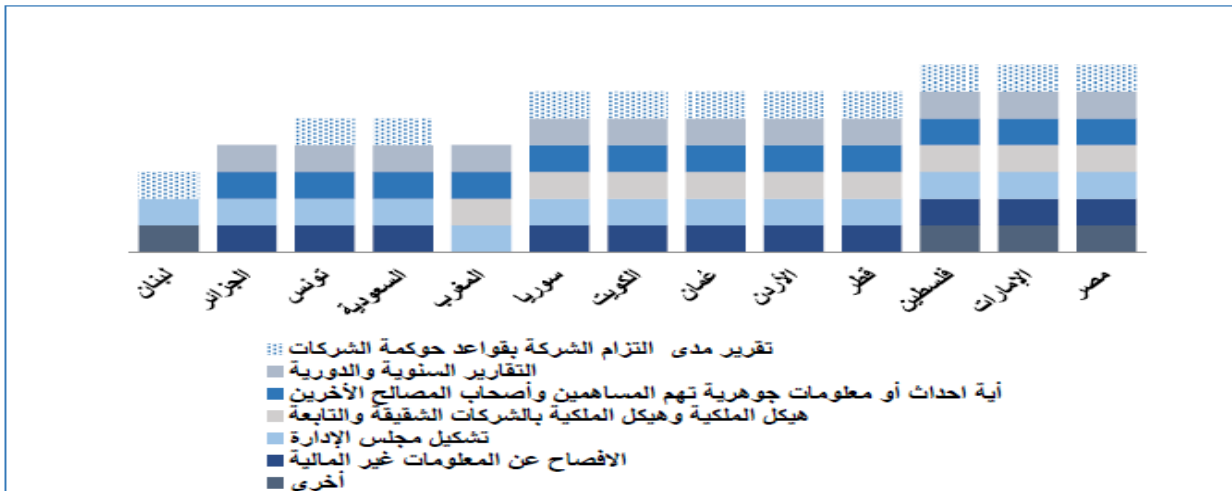
<sup>1</sup> ليلي طويل، غفراء زحلوط، مرجع سابق، ص 208.

الاجتماع، وبالنسبة لبورصة الجزائر على الشركة المدرجة الإفصاح عن المعلومات غير المالية وتشكيل مجلس الإدارة وأية أحداث أو معلومات جوهرية تهم المساهمين وأصحاب المصالح وكذا الإفصاح على التقارير المالية السنوية والدورية.

وفي السعودية يجب الإفصاح عن المعلومات غير المالية وتشكيل مجلس الإدارة وأية أحداث أو معلومات جوهرية تهم المساهمين وأصحاب المصالح وكذا التقارير المالية السنوية والدورية وتقرير مدى التزام الشركة بقواعد الحوكمة.

وفي المقابل تفرض بورصة المغرب على الشركات المدرجة الإفصاح في تشكيل مجلس الإدارة وهيكل الملكية للشركة وكذا بالشركات الشقيقة والتابعة وأية أحداث تهم المساهمين وأصحاب المصالح إضافي إلى التقارير السنوية والدورية.

الشكل رقم 3-1 الإفصاح المطلوب من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية



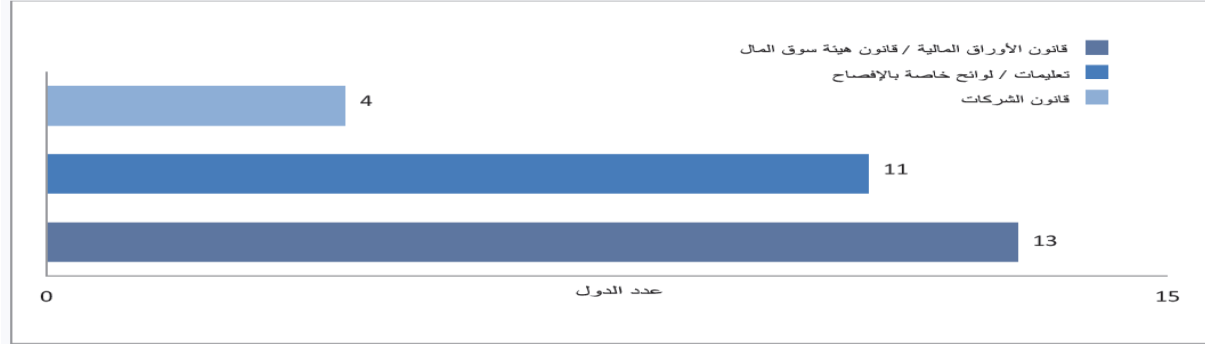
المصدر: تقرير اتحاد هيئات الأوراق المالية، مستوى الشفافية لدى أسواق المال العربية 2014، ص38.

#### 4- الإطار التشريعي المنظم لعمليات الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية

يبين الشكل البياني رقم (3-2) أن كل من هيئة السوق المالية التونسية ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الجزائرية، والهيئة العامة للرقابة المالية المصرية تنظم عمليات الإفصاح من خلال قانون الأوراق المالية أو قانون هيئة سوق المال والتشريعات الصادرة بمقتضاه، إضافة إلى ذلك يتم الاستناد إلى قانون الشركات لتنظيم عمليات الإفصاح في المغرب من قبل مجلس القيم المنقولة، وبالإضافة إلى قانون الأوراق المالية يلجأ عدد من هيئات الأوراق المالية العربية إلى تطبيق تعليمات أو لوائح خاصة بالإفصاح وذلك كما هو الحال بالنسبة إلى هيئة الأوراق المالية الأردنية وهيئة الأوراق

والسلع الإماراتية وهيئة السوق المالية السعودية، وهيئة العامة لسلطنة عمان وهيئة سوق رأس المال الفلسطينية وهيئة أسواق المال الكويتية.

**الشكل رقم 3-2: الإطار التشريعي المنظم لعمليات الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية**

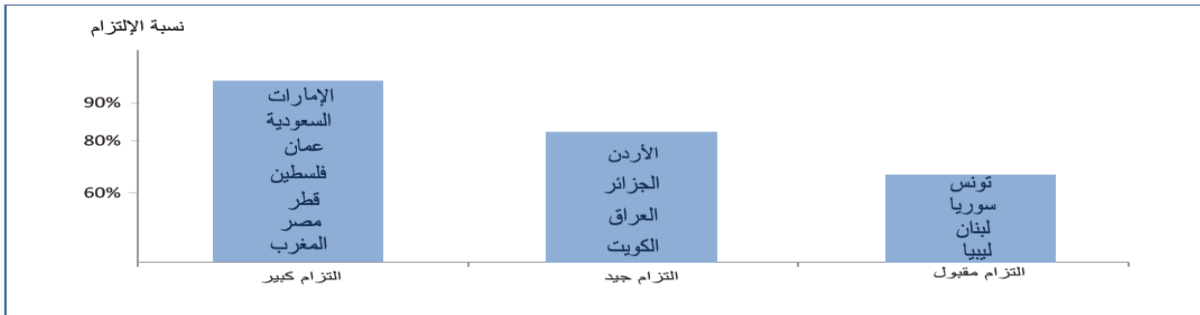


المصدر: تقرير اتحاد هيئات الأوراق المالية، مستوى الشفافية لدى أسواق المال العربية 2014، ص38.

**5-الالتزام بالإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية**

ضمن إطار التزام الجهات الخاضعة للرقابة، يشير الرسم البياني (3-3) أن الالتزام بالإفصاح المحاسبي في 7 دول عربية والمتمثلة في الإمارات والسعودية وعمان وفلسطين وقطر ومصر والمغرب، قد فاق 90% من الجهات الخاضعة للرقابة، فيما أظهرت النتائج أن الالتزام بالإفصاح قد فاق 80% من الجهات الخاضعة في كل من الأردن والجزائر والعراق والكويت، وفي المقابل كان الالتزام بالإفصاح في كل من تونس وسوريا وليبيا في حدود 60% من الجهات الخاضعة للرقابة.

**الشكل رقم 3-3: الالتزام بالإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية**



المصدر: تقرير اتحاد هيئات الأوراق المالية، مستوى الشفافية لدى أسواق المال العربية 2014، ص42.

## المطلب الثاني: أنواع الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية.

يعتبر كل من الإفصاح الاختياري والإفصاح الإلزامي من أهم أنواع الإفصاح المطبق في سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى أنواع أخرى سوف يتم الطرح إليها في هذا المطلب.

### الفرع الأول: الإفصاح الاختياري.

يعرف الإفصاح الاختياري على أنه تقديم معلومات إضافية أكثر من المتطلبات القانونية، ويتم بمبادرة المنشأة المالية لتقديم معلومات إضافية لمقابلة احتياجات بعض الأطراف المستخدمة للكشف المالية، ويدل تقديم هذه المعلومات على حرص الإدارة على الاهتمام بمصلحة أصحاب القرار.

ويعرف أيضا بأنه الإفصاح عن المعلومات بالتقارير المالية من جانب مديري المنشآت المالية والتي تكون متاحة لديهم وغير ملزمين بالإفصاح عنها قانونا.

ويمثل الإفصاح الاختياري بأنه خيارات حرة من قبل إدارة المنشآت المالية لتوفير معلومات محاسبية ومعلومات أخرى في التقارير المالية السنوية للمنشأة ملائمة لاحتياجات القرار للأطراف التي لها مصلحة مع المنشأة.<sup>1</sup>

### ثانيا: أهمية الإفصاح الاختياري:

تكمن أهمية الإفصاح الاختياري من خلال الفوائد الذي يقدمها سواء للشركة وللمستثمرين أو على مستوى الاقتصاد الوطني، يمكن تلخيص أهميته في النقاط الآتية:<sup>2</sup>

- يشكل الإفصاح الاختياري أهمية كبيرة للسوق المالي، لأن من خلاله يمكن تقديم عمل الشركة ومساعدة القائمين عليها من خلال الإفصاح عن العمليات والنشاطات كلها مما يخلق أفكار الأفراد والجهات المتعاملة معها عن وصفها، كما يؤدي إلى تقليل الغموض لدى الأطراف الخارجية عن مستقبل الشركة وأدائها.

- يعد الإفصاح الاختياري الحل العملي والمنطقي لمشكلة عدم القدرة على تحديد احتياجات مستخدمي الكشف المالية من المعلومات.

<sup>1</sup> أحمد جاسم، أشرف هاشم، فارس، تحديد أثر الإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال، دراسة تطبيقية على سوق العراق للأوراق المالية جامعة تكريت، كلية الإدارة والاقتصاد/مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 12/العدد 34، 2016، ص 311.

<sup>2</sup> حسين أحمد دحذوح، رشا أنور حمادة، دور الإفصاح الاختياري في تعزيز الثقة بالتقارير المالية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 30. العدد الثاني، 2014، ص ص 196-197.

-يساعد على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين كافة في سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تنشيط السوق وتأديته لدوره بفعالية، لما لذلك من دور مهم في الوصول إلى أسعار التوازن لأوجه الاستثمار المختلفة.

-يساعد الشركات المصدرة للأوراق المالية على زيادة درجة السيولة لأسهمهم، ومن ثم يزداد الطلب عليها فيرتفع سعرها ويؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية.

-يساعد المتعاملون في الأوراق المالية للوصول إلى تنبؤات عالية الدقة للمحللين الماليين، وهذا يؤدي إلى خلق منافع لكل من المستثمرين وأصحاب المصالح.

### ثالثاً: مكونات الإفصاح الاختياري:

ويتمثل فيما يلي:

- 1- المعلومات العامة للشركة، معلومات تاريخية عن الشركة، الهيكل التنظيمي للشركة، تأثير الوضع السياسي على نتائج أعمال الشركة، تأثير الوضع الاقتصادي على نتائج أعمال الشركة...إلخ.
- 2- نشاط الشركة ووضعها المستقبلي: بيان بالإستراتيجية والأهداف العامة، بيان بالإستراتيجية والأهداف الاجتماعية.
- 3- معلومات الأسهم وحملة الأسهم: القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، اتجاهات القيمة السوقية للسهم، القيمة السوقية للشركة في نهاية السنة، عدد المساهمين الكلي...إلخ.
- 4- المعلومات عن الإدارة: أعمار المدراء، الشهادات العلمية للمدراء، الخبرات العلمية للمدراء، تقييم المدراء إلى تنفيذيين وغير تنفيذيين، الوظائف التي يشغلها المدراء التنفيذيين.
- 5- نتائج ونسب التحليلات المالية وغير المالية (سياسة توزيع الأرباح- ذكر نسبة الربح الموزع للعام الحالي، تصنيفات المبيعات جغرافياً- معلومات مالية وتاريخية.
- 6- تكاليف البحث والتطور في الشركة: سياسة الأبحاث والتطوير، مواقع أنشطة البحث والتطوير، عدد العاملين في البحث والتطوير، الميزانية المخصصة للبحث والتطوير.
- 7- المعلومات عن الحوكمة: وجود لجنة حوكمة في الشركة، تفاصيل أسماء ومؤهلات أعضاء لجنة الحوكمة، مهام لجنة الحوكمة، عدد اجتماعات لجنة الحوكمة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> رشا حمادة، قياس أثر الإفصاح الاختياري في جودة التقارير المالية (دراسة ميدانية في بورصة عمان)، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 4، 2014، ص ص 680-681.

### الفرع الثاني: الإفصاح الإلزامي (الإجباري):

يعرف الإفصاح الإلزامي بأنه الإفصاح عن المعلومات وفقا للقواعد والقوانين ذات الصلة مثل قانون الشركات، وقانون الأوراق المالية وقواعد المحاسبة وقواعد الجهات التنظيمية، أي أنه يشمل كل المعلومات التي يتطلب الإفصاح عنها وفقا للتنظيمات والقوانين.

تبرز أهمية الإفصاح الإلزامي من خلال ما يلي:

إن أهمية الإفصاح الإلزامي متأصل في أهداف التقرير المالي، حيث تكون الشركة ملزمة وفق بنود الإفصاح الإلزامي المصدرة من قبل الجهات التنظيمية، بالإفصاح عن بعض المعلومات المحاسبية التي قد ترغب الشركة بإخفائها من مستخدمي التقرير المالي؛

يعد الإفصاح الإلزامي مطلباً سوقياً أساسياً لمستخدمي الكشوف المالية ويجب أن يمتلك هؤلاء المستخدمون الحق في الوصول لهذه المعلومات كما هي مشرعة في قوانين الجهات التنظيمية، لكي يتم إجراء التقييمات اللازمة عن الشركة واتخاذ القرارات الاقتصادية الملائمة؛

يساعد الإفصاح الإلزامي في تعزيز حوكمة الشركات عن طريق المساهمة في تفعيل امتيازات حاملي الأسهم، ومساعدتهم على مراقبة تنفيذ الإدارة لواجباتها، ورفع الوعي حول كيفية العمل الإداري لديهم؛<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: الإفصاح الترابطي Association based disclosure:

ويربط هذا النوع من النماذج بين الطلب الخارجي على الإفصاح والتغير أو الاختلاف في أنشطة المستثمرين الذين يتنافسون في سوق رأس المال، ويتضمن هذا النموذج عرض المعلومات التي تساعد مستخدمي الكشوف والتقارير المالية- المستثمرون وغيرهم في اتخاذ قراراتهم بسوق الأوراق المالية.

### الفرع الرابع: الإفصاح الكفاء Efficiency-based disclosure:

ويربط هذا النوع من الإفصاح بين الإفصاح عن المعلومات بالكشوف المالية وبيئة سوق الأوراق المالية تحت افتراض أن حوافز أو كفاءة ترتيبات الإفصاح تكون ثابتة أو خارجية المنشأ، ويتضمن هذا

<sup>1</sup> عفرأ مهيب زحلو، تأثير عوامل بيئة الاستثمار على التباين في الإفصاح المحاسبي وفقا للمعايير الدولية، عينة من الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية، أطروحة أعدت لنيل درجة الدكتوراه- قسم المحاسبة- كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، 2014، ص ص36-

النموذج الإفصاح عن المعلومات بالكشوف المالية التي تضمن كفاءة سوق الأوراق المالية بغض النظر عن حوافز إدارة الشركة عند الإفصاح عن تلك المعلومات.<sup>1</sup>

على ضوء ماسبق يستخلص أن الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية يتنوع بين الإفصاح الاختياري والإلزامي والترابطي والكفاء، وتجدر الإشارة إلى أن الإفصاح الاختياري والإلزامي للمعلومات يكملان بعضهما بما يتناسب واحتياجات الأطراف المستخدمة للكشوف المالية التي يحتاجها المستثمر في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

### المطلب الثالث: وسائل الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.

هناك مجموعة من الوسائل التي يستعان بها في الإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية سواء كانت هذه الوسائل تقليدية أم حديثة فهي ضرورية من أجل إيصال المعلومات للمستفيدين، سوف يتم تناولها كما يلي:

#### 1-التقارير والنشرات: وتنقسم إلى:

**1-1-التقارير التي تنشرها الشركات:** وتتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات على المساهمين بصورة مفصلة على نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها،..... إلخ بشكل سنوي أو ربع سنوي أو في شكل نشرات إخبارية.

**1-2-التقارير التي تنشرها شركات السمسرة:** تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.<sup>2</sup>

**2-وسائل الإعلام (المعلومات مدفوعة الثمن):** دخلت وسائل الإعلام بما فيها المقروءة والمسموعة والمرئية المجال في أنشطة بورصة الأوراق المالية بما تبثه من تقارير وتحليلات ونشرات عن أسعار الأوراق المالية والبورصات في شتى بقاع الأرض، حيث تؤدي تلك الوسائل دورا بارزا في تعريف المستثمرين وغيرهم بهذا النشاط. وفي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا نجد صحفا كثيرة تعنى بنشر المعلومات والبيانات عن بورصة الأوراق المالية وأداء الشركات المدرجة والتحليلات المالية، مثل صحيفة نيويورك تايمز New York Times، وصحيفة وول ستريت Wall Street journal، وصحيفة يوميات المستر (An vestar's Daily)، وجميع تلك الصحف متخصصة في شؤون الاستثمار في الأوراق المالية.

<sup>1</sup> رضا إبراهيم، تقييم مستوى الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية للشركات المساهمة المصرية، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة جامعة طنطا، الملحق الأول- العدد الثاني، 2006، ص 11.

<sup>2</sup> قيصير علي عبيد القتلاوي، سلام عادل عباس النصراوي، دور الإفصاح المحاسبي في ترشيد قرار الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة مركز دراسات الكوفة، العدد 36، سنة 2015، ص 189.

وعلى نطاق البورصات العربية فبالرغم من أن الاهتمام الإعلامي بأنشطة تداول الأوراق المالية قد بدأ متأخرا إلا أن هناك تطورا متناميا وسريعا في الاهتمام من خلال القنوات الإعلامية العربية التي تتسارع في نقل الأخبار المتعلقة بأسواق الأوراق المالية العربية وكذلك العالمية.

وتمارس وسائل الإعلام دورا كبيرا في مجال الإفصاح عن المعلومات من عدة جهات، فبالإضافة إلى الدور الرقابي الذي تمارسه على أنشطة البورصة بشكل عام، وعلى الجهات المدرجة بشكل خاص، فهي تمارس دورا في توصيل المعلومات والبيانات المفصحة عنها من الجهات المخولة بهذا الإفصاح إلى الجمهور بمن فيهم المستثمرون في البورصة، ولوسائل الإعلام دور من جهة ثانية في نشر المعلومات الأخرى من القطاع الذي تعمل فيه الجهة المدرجة، بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالاقتصاد والظروف المحلية والعالمية.<sup>1</sup>

### 3-قواعد البيانات (وسائل حديثة):

تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر (On line) للتعرف على التغير في سعر الورقة المالية المتداولة، ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم دليل المستثمر الفرد للاستثمار عن طريقة شبكة الكمبيوتر التي تتيح لها المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة.<sup>2</sup>

ومن بين تلك الوسائل المواقع الإلكترونية المنشورة على شبكة الإنترنت لبورصات الأوراق المالية، وبالإمكان الدخول على تلك المواقع من خلال أجهزة الكمبيوتر الثابت والمحمول أو الهاتف النقال، بالإضافة إلى خدمة الوسائل القصيرة (SMS) على أجهزة الهاتف النقال التي توفرها شركات الاتصالات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالإدارات المالية المتداولة في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010، ص ص 190-191.

<sup>2</sup> قيصر علي عبيد الفتلاوي، سلام عادل عباس النصاروي، مرجع سابق، ص 189.

<sup>3</sup> جمال عبد العزيز العثمان، مرجع سابق، ص 193.

## الإفصاح الإلكتروني:

يقصد به قيام المؤسسة بإنشاء موقع أو أكثر لها على الشبكات الدولية للمعلومات كوسيط نقل سريع بهدف توزيع ونشر فوري للمعلومات المالية أو غير المالية موجّهة لعدد كبير من المستخدمين المتصلين بالشبكة سواء كان متخصصين أو غير متخصصين.<sup>1</sup>

كما يعرف على أنه نشر محتويات النظام المحاسبي على شبكة الإنترنت، أي عرض المعلومات فقط وليس معالجتها، وعليه فهو أسلوب لعرض كافة المعلومات الجوهرية الخاصة بنتائج أعمال الوحدة الاقتصادية في صلب الكشوف المالية أو في خارجها (هوامش أو ملاحظات)، وإتاحة هذه المعلومات بشكل فوري أمام كافة الفئات ذات المصلحة في الشركات وذلك من خلال إمكانية الاستفادة من وسائل تقنيات الاتصالات الحديثة كالمبيوتر وشبكة الإنترنت.

ويتم الإفصاح المحاسبي للكشوف المالية على شبكة الإنترنت من خلال مجموعة من الأساليب: استخدام الجداول الإلكترونية باستخدام برنامج Excel وبرنامج العرض الحركي Power Point Program، العرض عن طريق الفيديو Vidéo clips لكي توضح بعض إنجازاتها ونجاحاتها في نشاطها الاقتصادي والمالي، وهو ما يساهم في تحقيق كافة الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية، وبالتالي كسب المزيد من ثقة المستخدمين في الوحدة الاقتصادية.<sup>2</sup>

وعليه بالإضافة إلى التقارير والنشرات التي تعطي شرح مفصل على نشاط الشركة بشكل دوري هناك وسائل أخرى يعتمد عليها في الإفصاح عن المعلومات وتشمل وسائل الإعلام كالصحف، أيضا هناك الوسائل الحديثة أبرزها الإفصاح الإلكتروني بمعنى نشر المعلومات عن طريق الإنترنت كل هذه الوسائل تساهم في إيصال المعلومات للمستخدمين بشكل واضح وغير مضلل وفي الوقت المناسب.

<sup>1</sup> يونس زين، عيسى زين، المتطلبات الأساسية للتقليل من مخاطر الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية (الملتقى الدولي الأول حول الإفصاح المحاسبي عن القوائم المالية، أثره وأهميته في رفع فعالية أسواق رأس المال وجلب الاستثمار المجني لتحقيق ودعم التنمية الاقتصادية المستدامة، 13-14 سبتمبر 2017، ص 05.

<sup>2</sup> ريباز محمد حسين محمد، الإفصاح الإلكتروني في القوائم المالية ودوره في الحد من عدم تماثل المعلومات المحاسبية، دراسة استطلاعية لآراء عينة من المستثمرين والمحليلين الماليين في سوق العراق لأوراق المالية جامعة تكريت - كلية الإدارة والاقتصاد، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 1/ العدد-37/2017، ص 307.

## المبحث الثالث: الإفصاح المحاسبي في مواجهة عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية:

تعتبر ظاهرة عدم تماثل المعلومات أحد أكبر التحديات التي تعاني منها أسواق الأوراق المالية والتي تحد من كفاءتها، لكونها ظاهرة يكون لدى أحد أطراف الصفقة معلومات أكثر من المعلومات المتاحة للأطراف الأخرى، وهذا ما يؤدي إلى تخفيض درجة سيولة السوق وزيادة تكاليفه وبالتالي ينعكس بالسلب على كفاءته، وعليه فإن توفير المعلومات من خلال الإفصاح المحاسبي يعد وسيلة للتخفيف والحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات.

### المطلب الأول: عموميات حول ظاهرة عدم تماثل المعلومات

**1-تعريف ظاهرة عدم تماثل المعلومات:** يقصد بها الحالة التي تكون فيها المعلومات متاحة ومعروفة لطرف واحد، لكن الطرف الثاني لا تتوفر لديه مثل هذه المعلومات وتؤدي هذه الحالة إلى عدم كفاءة الأسواق المالية، إن معظم المستثمرين يكونون غير قادرين على الوصول إلى المعلومات التي يحتاجون إليها في عملية اتخاذ القرارات، وعرفها (Gong) "مقدار الاختلاف في حجم المعلومات المتاحة للأطراف المختلفة بشأن المعاملات ولا تضرهم على قدم المساواة في إتمام الصفقات".<sup>1</sup>

ويرى (Myers and maKluf (1984) أن حالة عدم تماثل المعلومات تؤدي إلى سوء تسعير الأسهم في الشركة مما يتسبب بفقدان ثروة المساهمين، وبالتالي من الأفضل للشركات أن تلجأ إلى إصدار الأسهم فقط في حالة تضخم القيمة السوقية وإصدار السندات في حال كانت الشركة مقدرّة بأقل من قيمتها، وذلك حفاظاً على قدرة الاقتراض لديها، مما يزيد من مرونتها المالية للحصول على كافة الفرص الاستثمارية المتاحة.

وعليه فإن مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين والتي تنتج عنها ما يعرف بنظرية الإشارة لها تأثير مهم على قيمة الشركة، فعند إصدار الشركة سندات تبعث بإشارة إيجابية من الشركة وأدائها، أما عندما تصدر الشركة أسهم ترسل بإشارة سلبية مما يؤدي إلى مشكلة الاختيار المعاكس وهو ما يؤثر سلباً على قيمة الشركة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> ريباز محمد حسين محمد، مرجع سابق، ص ص 311-312.

<sup>2</sup> محمد حكمت حبوتي، أحمد محمد العمري، تأثير الحاكمية المؤسسية والواقعة المالية على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، المجلة الأردنية، المجلد 12، العدد 4، 2016، ص 902.

يستخلص مما سبق أنه لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة للمستثمرين في نفس الوقت بسرعة وبدون تكاليف، لكن عندما تعتمد الشركات حجب معلومات معينة عن المستثمرين سوف تواجه السوق ما يسمى بمشكلة عدم تماثل المعلومات، وينشأ عن هذه المشكلة ما يسمى بمشكلة الاختيار المعاكس والخطر الأخلاقي.

## 2-أنواع مشاكل عدم تماثل المعلومات:

إن مشكلة عدم تماثل المعلومات هي المشكلة التي تنشأ نتيجة لعدم إلمام أحد الأطراف التي تتعامل مع الوحدة الاقتصادية بالمعلومات الكافية التي تمكنه من اتخاذ القرارات السلبية، ويترتب على وجود عدم تماثل المعلومات ظهور نوعين من المشاكل:

أ-مشكلة الاختيار السيئ (المعاكس): تظهر مشكلة الاختيار المعاكس عندما يمتلك الوكيل المعلومات التي تثبت أنها مفيدة له لاتخاذ القرارات، وأن الأصل لا يعرفها، لذلك فإن الأصل لا يستطيع معرفة إذا كان الوكيل قد اتخذ قرارات ملائمة في ضوء المعلومات التي تمت معالجتها من خلال الوكيل لأن الأصل لا يمتلك هذه المعلومات.

ولمعالجة هذه المشكلة حدد (Spence 1973) آليتين للمعالجة: الأولى هو أن يتم اختيار المدراء ذوي الخبرات القابلة للتطوير وتطوير قدراتهم من خلال التعلم مع مراعاة محدد (التكلفة/المنفعة). أما الثانية لمعالجة مشكلة الاختيار المعاكس وهي عملية الانتقاء، ففي ظل هذه الحالة يستعمل الأصل مجموعة من الخصائص التي يمكن ملاحظتها والتي ترتبط بمقاييس المنفعة، لينتقي من هم أكثر ملائمة لأداء العمل المتوقع على أساس المهارات المتوفرة، ويمكن للأصل أن يلاحظ الخصائص لعدد من المدراء وينتقي الأفضل.<sup>1</sup>

ب-الخطر الأخلاقي: يتعلق الخطر الأخلاقي بسلوك الفرد ونيته في إتمام العقد إذ هناك من يطلق عليه بالخطر المعنوي، وهو المشكل الذي غالبا ما يظهر بعد إبرام العقد إذ يتعلق ببعض التصرفات السلبية للأفراد والتي قد يكون لها عدة تأثيرات كما أن هذه التصرفات قد لا تكون مراقبة من طرف الوكيل وهو ما يفتح المجال أمام الانتهازية، ومنه يمكن أن نحدد وضعيتين:<sup>2</sup>

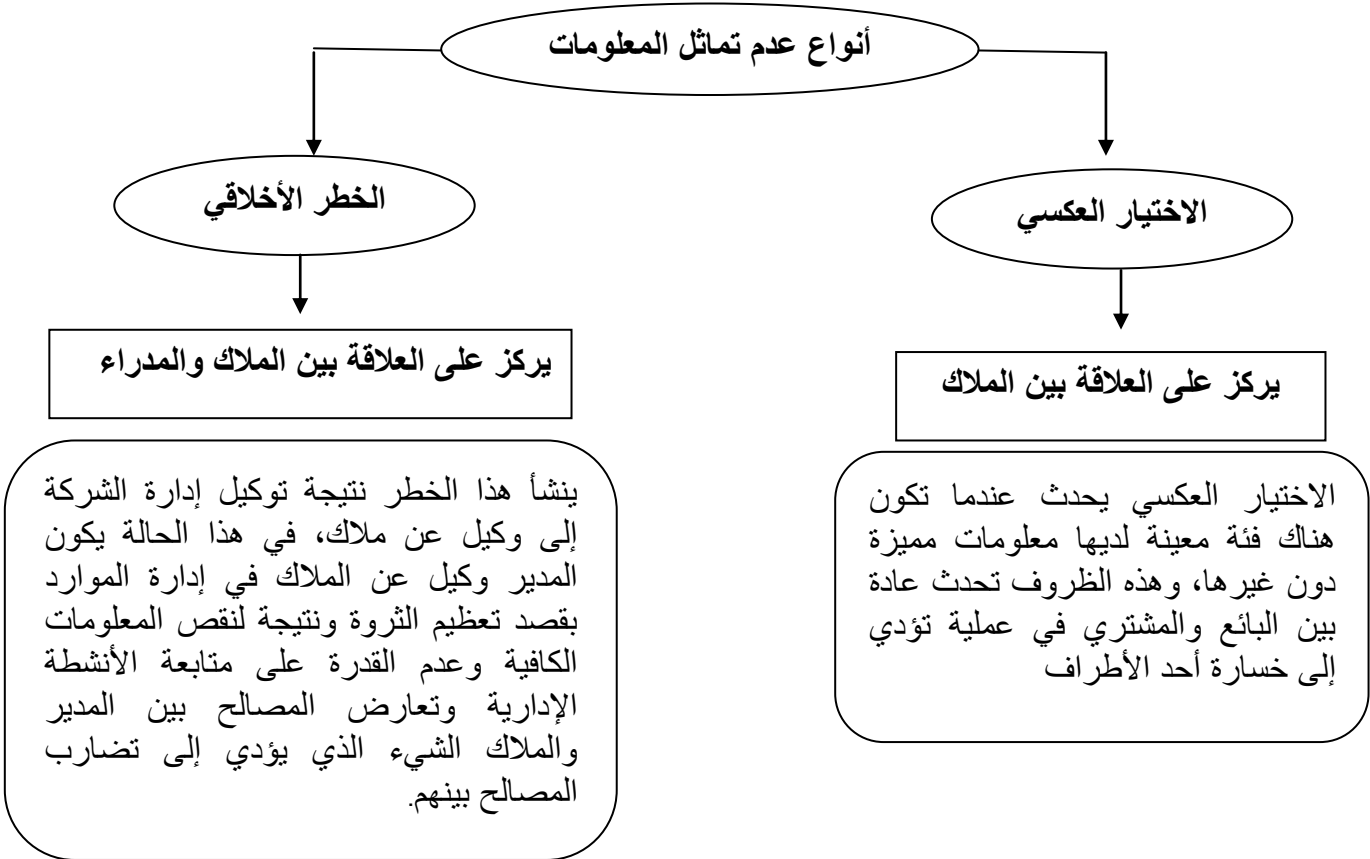
<sup>1</sup> صبيحة برزان فهود، عدم تماثل المعلومات المحاسبية- الأسباب والمعالجات المقترحة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 87، ص 490.

<sup>2</sup> إلياس بن ساسي، خيرة الصغيرة كمامي، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات، ص 638.

- حالة الانتهازية أين يستغل الموكل جهل الوكيل لبعض المعلومات فيعمل على تحقيق مصلحته الشخصية؛
- الحالة التي لا يمكن للوكيل متابعة تصرفات الموكل رغم علمه بها وذلك لعدم معرفة الظروف التي يعمل فيها؛

والشكل الموالي يوضح أنواع عدم تماثل المعلومة:

الشكل رقم 3-4: أنواع عدم تماثل المعلومات



Source: Vahab Rostami and Mahdi Salhi, **Necessity for reengineering the qualitative characteristics of financial reporting arrangement in the reduction of information asymmetry: An evidence of Iran**, African Journal of business management vol 5 181,18 April 2011,p327

## المطلب الثاني: أثر مشكلة عدم تماثل المعلومات على سوق الأوراق المالية

تقوم المعلومات بدور هام في سوق الأوراق المالية بحيث تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات الشراء والبيع المختلفة لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وتتوقف كفاءة السوق المالي على مدى توافر هذه المعلومات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها وتكاليف الحصول عليها، وعدالة فرص الاستفادة منها، فالمعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عنه اتساع حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين وزيادة حجم التعامل، ويؤدي ذلك كله في النهاية إلى جمع المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، لكن في المقابل فإن أي عدم تكافؤ في الحصول على المعلومات سيؤثر سلبا على قرارات المستثمرين وعلى كفاءة السوق المالي نفسه.<sup>1</sup>

كأن يتسنى لبعض المستثمرين كالمدرء والعاملين بالمنشأة المصدرة للأوراق المالية التي يكتبون فيها الإطلاع على بعض المعلومات التي تعتبر أسرار المنشأة بالشكل الذي يمكنهم من تحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيرهم من المستثمرين، وهو ما يعكس عدم تماثل المعلومة والذي من شأنه أن يأخذ سعر الورقة المالية بعيدا عن سعر التوازن، وهو ما يسمح للبعض بتحقيق عوائد تفوق ما يحققه البعض الآخر. فعدم توفر المعلومة أو توفرها بطريقة غير عادلة سيجعل الكثير من الأفراد يمتنعون عن التعامل في سوق الأوراق المالية، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض عدد المعاملات، ضيق السوق، انخفاض سيولة الأوراق المالية، تراجع عدد المتدخلين في السوق، بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة المعاملات، وهي كلها أمور تقلل من كفاءة السوق.<sup>2</sup>

هناك العديد من الآثار الناجمة عن ظاهرة عدم تماثل المعلومة نذكر منها كالاتي<sup>3</sup>:

### 1- زيادة أعباء التمويل (تكلفة رأس المال):

يرى Jinho Chang et Al أنه عندما يكون مستوى عدم تماثل المعلومات بين الشركة والسوق المالي من الصعب بالنسبة للسوق تقييم أو التنبؤ بأداء الشركة، وهذا يزيد من عدم التأكد بالنسبة للشركة،

<sup>1</sup> مازري عبد الحفيظ، مرجع سابق، ص 91.

<sup>2</sup> لطرش سميرة، مرجع سابق، ص 159-160.

<sup>3</sup> عرفات حمدي عبد النعيم، دور تقرير تعليقات الإدارة في تخفيض عدم تماثل المعلومات في سوق المال المصري، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الدولي الأول المنعقد في جامعة بني سويف بعنوان " تفعيل آليات المحاسبة والمراجعة لمكافحة الفساد المالي والإداري "، يومي 7-8 ابريل 2013، جامعة بني سويف، ص ص 10-12.

وأيضاً تخفيض درجة مصداقية السوق، ومن هنا عندما يعرف السوق القليل عن الشركة ويفقد المستثمرون الثقة خاصة عند الاستثمار في المشروعات الجديدة للشركة فإن تكلفة تمويل المشروعات تزداد وذلك نتيجة اعتماد الشركة على مبيعات الأسهم بشكل أكبر من القروض البنكية أو احتجاز النقدية عند تمويل المشروعات، مما يؤدي إلى زيادة أعباء التمويل من هذا النوع.

## 2- انخفاض كفاءة سوق الأوراق المالية:

يترتب على وجود عدم تماثل المعلومات ظهور عدد من المشكلات والتي تعتبر من أهم أسباب انخفاض كفاءة الأسواق المالية ومنها:

-التوجه الخاطئ للاستثمارات من جانب المستثمر، فقد يحدث قبل الاستثمار ونتيجة لعدم تماثل المعلومات بين المستثمرين قد يحدث إما الإحجام عن الاستثمار من قبل المستثمر أو عرض أسعار خاطئة للأوراق المالية؛

-عدم التخصيص السليم للأموال المستثمرة من جانب الشركة لعدم توافر المعلومات لدى حملة الأسهم عن كيفية استخدام أموالهم بواسطة مديري الشركات يجعلهم أكثر عرضة لعدم التخصيص السليم.

## 3- خلق فجوة قيمة بين قيمة السهم وسعر السهم

تشير فجوة القيمة إلى الاختلاف أو الفرق بين قيمة المنشأة السوقية وتوقعات الإدارة للقيمة الأساسية لأسهم الشركة، وهذا ما يؤدي إلى حدوث مسافة كبيرة بين أسعار التعامل على أسهم الشركة وأسعارها الأساسية.

وعليه ومن أجل القضاء على ظاهرة عدم تماثل المعلومات المحاسبية وتنشيط كفاءة سوق الأوراق المالية، على الشركة الإدلاء بأي بيانات أو معلومات تؤثر على أوضاعها أو مركزها المالي للمحللين والشركات المالية والمستثمرين وأصحاب المصالح، مما يضمن إفصاح سليم وصحيح وفي الوقت المناسب.

## المطلب الثالث: دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات.

يعمل الإفصاح على تخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية، وبالتالي زيادة كفاءة السوق المالي وصولاً إلى الأسعار الحقيقية للأسهم، إلى جانب زيادة حجم العمليات وتوفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق.

هذا من شأنه أن يخفض تكلفة العمليات وزيادة العائد منها وتحقيق المنفعة للاقتصاد القومي ككل، ففي ظل الكفاءة التي يتمتع بها السوق يسعى كل طرف جاهداً لتحقيق أغراضه الذاتية دون الإخلال

بالتوازن القائم في السوق، وقد ناقشت عدة بحوث الحوافز الخاصة بإدارة الشركات لتحقيق كفاءة السوق عن طريق الإفصاح عن المعلومات المحاسبية للجمهور كافة، محاولة من خلال جعل البيانات المفصح عنها ذات مصداقية وغير مضللة، وهناك أربع نظريات تفسر سلوك الإدارة بالنسبة للإفصاح تتمثل فيما يلي:

1- **نظرية السلوك الانتهازي:** تفترض هذه النظرية أن اختيار الطرق المحاسبية وشكل الإفصاح يتأثر بالسلوك الانتهازي للمدراء، أي أنهم يحاولون تعظيم ثروتهم المتمثلة في ملكيتهم للأسهم والمكافآت التي يحصلون عليها، وبالتالي يختارون من الطرق المحاسبية التي من شأنها أن تزيد من الأرباح المالية على حساب القرارات المستقبلية.

2- **نظرية توفير المعلومات:** تقوم هذه النظرية على اختيار المدراء للطرق المحاسبية وشكل الإفصاح بطريقة تعكس القيمة الاقتصادية للشركة، بحيث تساعد المستثمرين على تقدير التدفقات النقدية من استثماراتهم.

3- **نماذج بإشارات مالية:** تتمثل في النماذج المستعملة عندما تكون المؤسسة مدركة جيدا لنوعية مشاريعها، وبالتالي تعمل على بعث إشارات لمختلف الأعوان لتعريف بالميزات الجيدة للشركة، فمن خلال متغير مالي (الإشارة) المؤسسات الجيدة لها مصلحة في الإفصاح للعامة من معلومات تسمح للأعوان (مساهمين ومستثمرين) بالتعريف بين مشاريعها والمشاريع الأقل نوعية.<sup>1</sup>

4- **نماذج بميكانيزمات محرّضة:** ضمن شروط العقد الذي يربط المؤسسة بمختلف الأعوان، يشترط معرفة نوعية الشركة على حقيقتها، ويتعلق الأمر بالضمانات ومعدل الفائدة والعلاقة مع العملاء، ولعل أهم النماذج التي طورت في هذا المجال كانت من قبل "Wett" في 1983، Thakor و Bensanko في 1987 "Chan" و Kamatas في 1985، Stiglitz و Weiss في 1981، Bester في 1987، حيث أبرزت حقيقة الدور الذي تلعبه الضمانات بصفقتها سلطة مقنعة تحد من الخطر المحتوي من جهة، ومن جهة أخرى الضمان ومعدل الفائدة باعتبارهما سلطة تقديرية ذاتية بالنسبة للمؤسسة وعلاقتها مع العملاء.

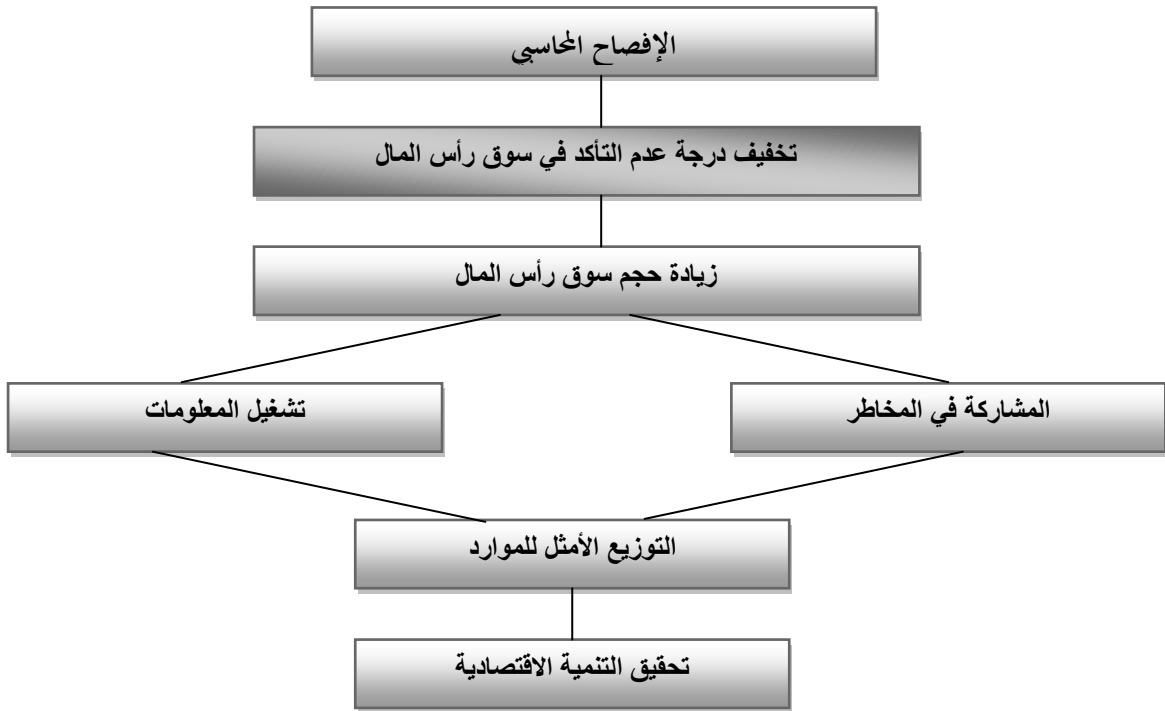
كما يشجع المحيط القانوني في الرفع من كفاءة الأسواق المالية بإجبار المؤسسات على الإفصاح عن المعلومات المتميزة، وبصفة عامة لا يمكن تطوير السوق المالي والرفع من كفاءته إلا بتوفير

<sup>1</sup> كمال الدين الزهراوي، محمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبية والمراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 33.

معلومات كافية وملائمة وفي الوقت المناسب التي تسمح باتخاذ القرارات، لهذا يعتبر تشجيع وإجبار المؤسسات على الإفصاح عن المعلومات وتحليلها من المؤشرات المهمة المساعدة على رفع كفاءة الأسواق المالية.<sup>1</sup>

وفي الأخير يستخلص أن الإفصاح عن المعلومات المحاسبية يؤدي إلى تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات، الأمر الذي يؤدي إلى كبر حجم الشركة من حيث زيادة عدد الأسهم وحجم التعامل، من خلال خلق الحافز لدى إدارة الشركة في اختيار الطرق المحاسبية البديلة بطريقة تؤدي إلى الإفصاح عن الحقائق الاقتصادية التي تساعد المستثمر الخارجي على اتخاذ القرارات.

الشكل رقم 3-5: دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية



المصدر: جمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض استثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 20.

<sup>1</sup> شوقي بورقية، مرجع سابق، ص ص 147-148.

### خلاصة الفصل الثالث:

تناول هذا الفصل أهمية المعلومات المحاسبية الواردة في الكشوف المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، حيث تستند الأسواق المالية في تحديد أسعار الأوراق المالية على الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنشاطات الشركة التي يتم التعامل بأوراقها المالية.

وبعد دراسة مشكلة عدم تماثل المعلومات ودور الإفصاح المحاسبي في تخفيضها، تم التوصل إلى أن هذه الظاهرة تعبر عن حالة عدم التأكد وعن النقص في المعلومات المحاسبية لدى أحد أطراف الصفقة بائع/مشتري في سوق الأوراق المالية مما ينعكس سلباً على كفاءته، فهي حالة ناتجة عن إخفاء وحجب المعلومات المتعلقة بالصفقة وينجم على هذه الظاهرة مشكلتي الاختيار العكسي وسوء النية، ومن هذا المنطلق جاء الإفصاح المحاسبي لضبط وتقليص الفجوة المعلوماتية بين طرفي الصفقة عن طريق الإعلان عن المحتوى المعلوماتي للكشوف المالية بكل شفافية وفي الوقت المناسب، وهذا بدوره يساهم في تصحيح سعر السهم وزيادة السيولة وعدم تحقيق عائد غير عادي وبالتالي تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية، وهذا ما سيتم معالجته في الفصل الموالي.

## الفصل الرابع:

دراسة تطبيقية لأثر الإفصاح المحاسبي

على كفاءة سوق الأوراق المالية

لمجموعة من الدول النامية

## تمهيد:

تتولى هيئة الأوراق المالية الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية وإصدار اللوائح والقواعد لتوفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق وزيادة الثقة والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين في الأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق المالي، غير أن الأسواق المالية في الدول النامية على اختلاف مستويات تطورها واتساعها، تعاني من أوجه قصور عديدة أهمها عدم وجود أجهزة وهيئات رقابية فعالة تضمن حد أدنى من الإفصاح وتوفير الحماية اللازمة لكسب ثقة المستثمرين، وعلى هذا الأساس اهتمت الدول النامية بالأسواق المالية لما لها من تأثير على تمويل مختلف القطاعات الاقتصادية.

وعلى هذا الأساس وتماشيا مع موضوع البحث، سيخصص هذا الفصل لدراسة مدى تأثير الإفصاح المحاسبي على كفاءة سوق الأوراق المالية، ومن أجل اختبار فرضيات البحث وتفسير النتائج سيتم استخدام أكثر من طريقة لقياس كفاءة الأسواق المالية عند المستوى شبه القوي في ظل تطبيق الإفصاح المحاسبي، وهذا على مستو كل من سوق الأسهم السعودي بورصة الأردن، وكذا بورصة مصر والجزائر.

حيث تتمثل الطريقة الأولى في اختبار العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للكشوف المالية والقيمة السوقية لأسهم البورصات محل الدراسة.

كما يتم الاعتماد في الطريقة الثانية على منهجية دراسة الحدث لاحتساب تغير أسعار الأسهم قبل وبعد الإفصاح عن الكشوف المالية، ومن ثم استخلاص النتائج ومناقشتها وتقديم بعض المقترحات.

ومن ذلك كان التقسيم كالتالي:

- لمحة حول الإفصاح المحاسبي في البورصات محل الدراسة.
- اختبار تأثير المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لبورصات الدراسة.
- قياس كفاءة البورصات محل الدراسة قبل وبعد الإفصاح المحاسبي.

## المبحث الأول: لمحة حول الإفصاح المحاسبي في البورصات محل الدراسة

تتفق جميع التشريعات المنظمة لأسواق المال محل الدراسة على أهمية إعداد المعلومات المحاسبية وإلزام الشركات المساهمة بالإفصاح عن كشوفها المالية الدورية بشكل فوري ووفقا لمتطلبات الجهات الرقابية، مما يساعد على تحسين كفاءة السوق التي تعتمد بشكل أساسي على المعلومات التي تنعكس في سعر الورقة المالية، وما توفره هذه المعلومات من ثقة للمستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

### المطلب الأول: واقع الإفصاح المحاسبي في سوق الأسهم السعودي

بدأت الشركة السعودية المساهمة نشاطاتها في أواسط الثلاثينات الميلادية عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات كأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وبحلول سنة 1975 كان هناك نحو 14 شركة مساهمة وقد أدى النمو الاقتصادي السريع جنبا إلى جنب مع عمليات سعودة جزء من رأس مال البنوك الأجنبية في السبعينات الميلادية إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة<sup>1</sup>.

وقد كانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تأسست هيئة السوق المالية بتاريخ 2003/7/31 بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي الرقم م/30، التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق.

وشهدت سنة 1990 نقلة نوعية في نشاط تداول الأسهم في السعودية بتشغيل النظام الآلي لمعلومات الأسهم، الذي أتاح إمكانية التداول الآلي لجميع الأسهم عبر المصارف المحلية، وساهم في تركيز الأسهم في سوق موحدة تلتقي فيها العروض والطلبات، كما ساعد على إحداث زيادة كبيرة في صفقات الأسهم المتداولة، ومن أجل إعادة هيكلة السوق المالية في السعودية على أسس جديدة ومتطورة لتعزيز ثقة المستثمرين، وتوفير مزيد من الإفصاح والشفافية والعدالة في التعامل، صدر نظام السوق المالية بالمرسوم الملكي م 30 الذي ارتكز على تحديد دور المؤسسات الإشرافية والرقابية والتشغيلية

<sup>1</sup> - صايم مصطفى، العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصات مجلس التعاون الخليجي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص: تدقيق ومراقبة التسيير، جامعة تلمسان 2016-2017، ص230.

الجديدة للسوق المالية، وفصل الدور الإشرافي والرقابي عن الدور التنفيذي من خلال إنشاء مؤسسات جديدة للسوق أهمها: هيئة السوق المالية، السوق المالية السعودية ومركز إيداع الأوراق المالية<sup>1</sup>.

### أولاً: مؤسسات سوق الأسهم السعودي

وتتمثل فيما يلي:

#### 1- السوق المالية السعودية

تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى "السوق المالية السعودية" وتكون صفتها النظامية شركة مساهمة وفقاً لأحكام هذا النظام، وتكون هذه السوق هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة، لا تخضع الأوراق المالية المدرجة أو المتداولة في سوق مالية منظمة خارج المملكة لأحكام هذا النظام حتى لو نشأ هذا التداول بموجب أوامر مرسله هاتفيًا أو آلياً (إلكترونياً) من داخل المملكة، ويستثنى من ذلك ما تتفق عليه الهيئة مع جهات أخرى خارجية. تتمثل أهداف السوق فيما يأتي:

- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفائتها وشفافيتها، وقواعد التداول، وآلياته الفنية، ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق.
- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مركز إيداع الأوراق المالية
- التحقق من قوة ومتانة الأوضاع المالية للوسطاء من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامهم بمعايير كفاية رأس المال، ووضع الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة.

#### 2- مركز إيداع الأوراق المالية:

ينشئ مجلس إدارة السوق إدارة تسمى "مركز إيداع الأوراق المالية" تكون هي الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق ونقلها وتسويتها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها، ويمكن لمجلس إدارة السوق أن يحول مركز إيداع الأوراق المالية إلى شركة، بعد أخذ موافقة مجلس الهيئة على التحويل، وللمجلس أن يعطي موافقته موضعاً بها متطلبات هيكل الشركة وعملياتها، وفقاً لما يراه مناسباً وضرورياً لسلامة السوق وحماية المستثمرين.

<sup>1</sup> - صايفي عمار، محددات الاستثمار أمحفظي في السوق المالية السعودية، بحوث اقتصاديات عربية، العدد 2015/71، ص131.

وتحدد قواعد العمل في المركز الإجراءات السليمة والفعالة التي تضمن كفاية عمليات تسجيل وتسوية ومقاصة الأوراق المالية المتداولة في السوق بصورة نظامية، بما في ذلك الإجراءات التي تشمل طرق معالجة مقاصة أثمان المبيعات الخاصة بالمستثمرين بعد تسويتها، ويمكن للمركز أن يحتفظ بحسابات نقدية لأغراض عمليات تسوية ومقاصة الصفقات وذلك ضمن عملياته. وللهيئة صلاحية اعتماد أي من لوائح عمليات المركز وقواعده، أو تعديلها أو إلغائها أو تعليقها إذا رأت ذلك مناسباً.

### 3- هيئة السوق المالية:

تتولى هيئة السوق المالية الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية وزيادة الثقة به والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق<sup>1</sup>.

تتمتع الهيئة بالصلاحيات التالية<sup>2</sup>:

- 1- تنظيم وتطوير السوق المالية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية؛
- 2- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السلمية التي تنطوي على احتيال أو خداع أو غش أو التداول بناء على معلومات داخلية؛
- 3- العمل على تحقيق العدالة؛
- 4- تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية؛
- 5- تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية؛
- 6- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

### ثانياً: متطلبات الإفصاح والشفافية:

تتطلب التشريعات إصدار تقرير سنوي يضم الكشوف المالية بالإضافة إلى كافة المعلومات الأخرى، وهناك أنظمة إلكترونية يتم من خلالها الإفصاح عن معلومات الشركة المالية و غير المالية، يجب على الشركة أن تفصح عن قائمتها المالية المدققة تقرير مراجع الحسابات عليها وكافة المعلومات المالية التي تهم المساهمين أصحاب المصالح، كما يشترط أن تقوم الشركة بنشر تقرير مجلس الإدارة

<sup>1</sup> - [www.cma.irg.sa](http://www.cma.irg.sa) هيئة السوق المالية.

<sup>2</sup> -GoudeBushra, Ali Gouda, **The Saudi securities law : regulation of the Tadawul stock market**, Iseners and securities professionals under the Saudia capital market law of 2003, published by GGV law digital Commons, 2012 annual survey international comparative , vol 18 (2012), p9.

والكشوف المالية السنوية، وتقرير مراجع الحسابات على أن يتم النشر في الصحف ما لم يتم تزويد المساهمين بها، وأن يكون النشر قبل انعقاد موعد الجمعية العامة بفترة معينة، وكذلك يتم النشر في موقع الشركة الإلكتروني، ما تلتزم الشركة عن أيه أحداث تواجهها يترتب عليها معلومات جوهرية مثل أي تغيير مقترح في هيكل التمويل أو هيكل رأس المال يتجاوز نسبة معينة من حقوق المساهمين من واقع آخر قوائم مالية دورية<sup>1</sup>.

**المادة 42:** يجب أن تتضمن نشرة الإصدار المعلومات والبيانات الآتية:

أ- المعلومات التي تتطلبها قواعد الهيئة التي تبين وصفا كافيا للمصدر، وطبيعة عمله والأشخاص القائمين على إدارته، كأعضاء مجلس الإدارة، والمديرين التنفيذيين، وكبار الموظفين، والمساهمين الرئيسيين فيه.

ب- المعلومات التي تتطلبها قواعد الهيئة، والتي تبين وصفا كافيا للأوراق المالية المزمع إصدارها، من حيث العدد والسعر والحقوق المتعلقة بها، وأي أولويات أو امتيازات تتمتع بها أوراق مالية أخرى للمصدر إن وجدت ويجب أن يحدد الوصف كيفية صرف حصيلة الإصدار، والعمولات التي سيتقاضاها الأشخاص المعنيون بالإصدار.

ج- بيانا واضحا عن المركز المالي للمصدر، وأي معلومات مالية ذات أهمية بما في ذلك الميزانية، وحساب الأرباح والخسائر، وبيانات التدفق النقدي المدققة من قبل مراجع حسابات حسب ما تتطلبه قواعد الهيئة.

د- أي معلومات أخرى تطلبها الهيئة، أو تسمح بها بموجب القواعد التي تصدرها حسب ما تراه ضروريا لمساعدة المستثمرين ومستشاريهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في الأوراق المالية المزمع إصدارها.

**المادة 43:**

أ- يجب على الهيئة بعد قيامها بمراجعة نشرة الإصدار، إعلان قبولها أو رفضها للنشرة. وللهيئة في حالة قبول النشرة أن تحدد فترة زمنية تكون نشرة الإصدار نافذة خلالها.

ب- يجب على كل مصدر يطرح أوراقا مالية للجمهور عن طريق نشرة إصدار أن يخطر الهيئة خطيا بأي تغيير يطرأ على البيانات الواردة في نشرة الإصدار مما قد يؤثر على قيمة تلك الأوراق المالية أو سعرها فور علمه بحدوث هذا التغيير، كما يتعين عليه إعداد ونشر بيان صحفي للإفصاح عن هذا

<sup>1</sup> - اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، دليل استرشادي لقواعد حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، دبي الإمارات العربية المتحدة، يوليو 2017، ص33.

التغيير. وتحدد لوائح وقواعد الهيئة المعلومات التي يجب الإفصاح عنها، والشروط التي تنطبق على البيان الصحفي.

#### المادة 48:

أ- تحدد الهيئة نماذج وتعليمات الإفصاح، بما في ذلك المعلومات التي يجب أن تتضمنها نشرات الإصدار والتقارير الدورية، التي يتعين على الجهات التي تخضع لرقابة الهيئة وإشرافها أن تقوم بتزويد الهيئة بها، أو الإعلان عنها للجمهور حسب الحالة.

ب- لا تتحمل الهيئة أي مسؤولية عن عدم تضمين نشرات الإصدار والكشوف الدورية والإعلانات أو الوثائق المودعة لدى الهيئة من قبل أي طرف لأي معلومات أو بيانات مهمة، أو عن احتوائها على معلومات أو بيانات مضللة.

ج- يتحمل ناشر الإعلان المسؤولية عن الأخطاء التي يرتكبها في نشر فحوى الإعلان وفقاً للأنظمة السارية بالمملكة.

#### المطلب الثاني: واقع الإفصاح المحاسبي في بورصة الأردن.

تم تأسيس السوق المالي المعروف باسم بورصة عمان في سنة 1976، وبدأت عمليات التداول في بداية 1978 باعتبارها الهدف الأول للنظام المالي، تهدف بورصة عمان إلى ضمان تحفيز الاستثمار في السوق وبكفاءة.

تمت عملية إعادة الهيكلة والإصلاح الرئيسية الرامية إلى تحسين العمليات الشاملة للتبادل خلال العقدين الماضيين، استهدفت هذه الإصلاحات تعزيز مستوى الشفافية والممارسات في السوق في عام 1997 تم توسيع اللوائح التي تحكم التداول بالبورصة للسماح للمستثمرين الأجانب لامتلاك ما يصل إلى 100 من أسهم جميع الشركات المدرجة بالإضافة إلى ذلك تحولت بورصة عمان إلى تجارة إلكترونية في عام 2000، مما أدى إلى خلق وسط أفضل للتداول من خلال استخدام التكنولوجيا في عام 2007 قدمت بورصة عمان "خدمة مراقبة السوق المباشرة الحديثة" وهو نظام متكامل يعرض معلومات السوق مباشرة على الخط، وبالتالي فالشفافية ستعزز وتجري المحافظة على تكافؤ الفرص<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>- IdriesM.AI- jarrah, Basheer Khamees, Ibrahim Hashemqutishat, **The turn of the month anomaly in amman stock exchange: evidence and implication**, journal of money, investment and banking, ISSN1450-288XIssue21,2011,p7.

يهدف سوق عمان المالي إلى تحقيق من مجموعة من الأهداف:

- تنمية المدخرات المحلية ؛
  - تعبئة الموارد الاقتصادية المتاحة وتوجيهها نحو خدمة الاقتصاد الوطني؛
  - تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة التعامل وسهولته وسرعته.
- استطاع سوق عمان المالي أن ينمو بخطوات واسعة وذلك لمواجهة الطلب المتزايد على الأوراق المالية في الأردن، وفي ضوء تتلك التغييرات من حيث كمية الإصدارات الجديدة وعدد الشركات التي أدرجت في السوق وحجم الصفقات المنجزة، وقد تم في نهاية 1993 الموافقة على إدراج سوق عمان المالي في مركز قاعدة بيانات صندوق النقد العربي بوصفه سوق يتمتع بمعايير الكفاءة والشفافية، أصبح سوق عمان المالي فاعلا في المنظمات والاتحادات التالية<sup>1</sup>:
- اتحاد أسواق المال العربية؛
  - اتحاد البورصات الأوربية و الآسيوية؛
  - الاتحاد الدولي للبورصات؛
  - المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية.

ومن أهم التشريعات والخطوات التي تم اتخاذها في الأردن إصدار قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 وبموجب هذا القانون تم فصل الدور الرقابي عن التنفيذ في سوق رأس المال الوطني، كما تم بموجبه إنشاء ثلاث مؤسسات وهي:

1- هيئة الأوراق المالية الأردنية

2- بورصة عمان للأوراق المالية

3- مركز إيداع الأوراق المالية

1- بورصة الأردن

أسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

<sup>1</sup>-مناصيرية خولة، اثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن خلال الفترة 1990-2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه طور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكر، 2015/2016، ص279.

تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة، تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة. تلتزم بورصة عمان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعاقل، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال، وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية.

تقوم بورصة عمان بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة. ومراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات. كما قامت بورصة عمان بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.

تحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية وهي عضو الاتحاد الدولي للبورصات واتحاد أسواق المال العربية، واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية.

## 2- هيئة الأوراق المالية الأردنية:

أنشئت هيئة الأوراق المالية سنة 1997 كمؤسسة رسمية تتمتع بالشخصية الاعتبارية ذات الاستقلال المالي والإداري ترتبط مباشرة برئيس الوزراء، و بإنشائها تم فصل الدور الرقابي عن الدور الإداري التنفيذي، وشملت مهام الهيئة الرئيسية التشريع والتنظيم والرقابة على سوق الأوراق المالية حماية للمستثمرين فيها وتطوير سوق رأس المال الوطني وفق المعايير المحاسبية الدولية والمساهمة في حمايته من المخاطر ليستمر كحاضنة آمنة للاستثمار وجاذبا للمستثمرين من داخل وخارج المملكة.

ومن تأسيسها تقوم الهيئة بوضع وتطوير الأنظمة والتشريعات المعمول بها في سوق رأس المال لرفع درجة الأمان والشفافية في السوق حيث قامت بإصدار تعليمات لتنظيم إفصاح الشركات المدرجة في البورصة عن المعلومات التي تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وكذا إصدار تعليمات تنظم أعمال الخدمات المالية وتقوم الهيئة بمتابعة تقييد وانسجام الجهات الخاضعة لإشرافها بقانون الأوراق المالية لسيادة القانون وعدالة التعامل.

تهدف الهيئة إلى الارتقاء بسوق رأس المال الأردني ليكون بيئة جالبة للاستثمار تتمتع بالعدالة والشفافية والكفاءة وفق شواخص القانون وسيادته، كما تهدف إلى تنظيم ومراقبة وتطوير سوق رأس المال في مجال الإفصاح وأعمال الخدمات المالية والتعامل بالأوراق المالية بما يعزز الثقة بالاقتصاد الوطني وتشجيع الاستثمار وحمايته للمستثمرين والاستمرار بتطوير التشريعات والبيئة التقنية وفق أحدث المعايير والممارسات الدولية.

تتمثل القيم الجوهرية للهيئة في<sup>1</sup>:

- الإفصاح والشفافية وإعلاء سيادة القانون؛
- المبادرة والإبداع؛
- الحفاظ على سرية المعلومات بما لا يتعارض مع مبادئ الإفصاح؛
- تعزيز المعرفة ونشرها؛
- الأمانة والنزاهة.

### 3- مركز إيداع الأوراق المالية:

أنشئ مركز الأوراق المالية كمؤسسة ذات نفع عام بموجب قانون الأوراق المالية، الذي صدر ضمن توجه الأردن نحو هيكلة سوق الأوراق المالية بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي، حيث بدأ المركز بممارسة مهامه و أعماله في شهر أيار من عام 1999، وصرح للمركز بمزاولة الأعمال والمهام التالية<sup>2</sup>:

- تسجيل الأوراق المالية؛
- إيداع الأوراق المالية؛
- حفظ ونقل ملكية الأوراق المالية؛
- إجراء النقص والتسوية للأوراق المالية؛

### ثانياً: تبني المعايير الدولية للتقارير المالية في المملكة الأردنية

تأثرت القوانين بالمملكة الأردنية بعد الاستقلال بالطابع العثماني إضافة إلى التأثير البريطاني والفرنسي لاحقاً، اشتمل قانون الشركات التجارية الصادر سنة 1964 على أول محاولات تنظيم

<sup>1</sup>- [www.jsc.gov.jo](http://www.jsc.gov.jo)

نبذة عن هيئة الأوراق المالية/ الأهداف

<sup>2</sup> - مركز إيداع الأوراق المالية، التقرير السنوي 2015، ص8.

الإفصاحات المالية حيث تم إلزام بعض أنواع الشركات بإعداد بيانات مالية دون توضيح مكونات هذه البيانات أو طريقة إعدادها<sup>1</sup>.

### ثالثاً: تعليمات الإفصاح في بورصة الأردن

تتطلب التشريعات إصدار تقرير سنوي يضم الكشوف المالية بالإضافة إلى كافة المعلومات التي قد تهم المساهمين أصحاب المصالح الآخرين وتلتزم الشركات المدرجة بالإفصاح عن المعلومات للشركات المالية من خلال نشرها على المواقع الإلكترونية لمؤسسات سوق رأس المال، كما تقوم الشركة المدرجة بتعيين مسؤول لعلاقات المستثمرين يكون مسؤولاً عن إدارة وسائل الإفصاح بالشركة والرد على استفسارات المساهمين المهتمين بالشركة وأدائها، وتقوم الشركة كذلك بالإفصاح عن كشوفها المالية المدققة (تقرير المدقق الخارجي) أية أحداث أو معلومات أخرى تهم المساهمين أصحاب المصالح، من بين الإفصاحات المطلوبة من الشركة<sup>2</sup>:

- تشكيل مجلس الإدارة؛
  - هيكل الملكية بالشركات الشقيقة والتابعة؛
  - أية أحداث أو معلومات جوهرية تهم المساهمين أصحاب المصالح؛
  - التقارير السنوية الدورية؛
- ويشترط أن تقوم الشركة بنشر ملخص وافي لتقرير مجلس الإدارة على أن يتم نشر هذا التقرير في الصحف، وتلتزم الشركة بالإفصاح عن أية أحداث اتجاهاً.

### المادة 3:

أ- تقوم البورصة بالإفصاح عن المعلومات التالية:

- القرارات الصادرة عن البورصة والتي تنظم أعمال السوق.
- الجهات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في البورصة.
- الأوراق المالية الموقوفة عن التداول.
- أسماء وعناوين الأعضاء.
- الأعضاء الموقوفين عن العمل.

<sup>1</sup> - سلسلة دراسات محاسبية ومالية، 2018، ص 22 IFRS ولید بن تزدیت، تبني المعايير الدولية للتقارير المالية في الدول العربية، [www.amf.org.aue](http://www.amf.org.aue)

<sup>2</sup> - اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، دليل استرشادي لقواعد حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، دبي الإمارات العربية المتحدة، يوليو 2017، ص 5-6.

- الوسطاء المعتمدين المجازين للعمل في البورصة.
- الوسطاء المعتمدين الموقوفين عن العمل في البورصة.
- نشرات التداول اليومية والأسبوعية والشهرية والسنوية للأوراق المالية المتداولة في البورصة.
- البيانات المالية للأعضاء.
- ب- تقوم البورصة بالإفصاح فوراً عن المعلومات والبيانات التي ترد إليها و قد يكون لها تأثير على أسعار الأوراق المالية وحركة التداول .
- ج- للبورصة الإفصاح عن المخالفات التي يرتكبها الأعضاء والأشخاص المرتبطون بهم والعقوبات المفروضة عليهم.
- د- يتم الإفصاح من خلال الموقع الإلكتروني للبورصة و/أو أية برامج أو وسائل أخرى تراها البورصة مناسبة.

#### المادة 4:

- أ- تعتبر المعلومات والبيانات التالية سرية ولا يجوز الإطلاع عليها إلا من قبل المدير التنفيذي وموظفي البورصة المختصين:
- المعلومات والبيانات التي يطلع عليها موظفو البورصة من خلال دخولهم إلى نظام التداول.
  - المعلومات المتعلقة بأسماء المتعاملين بالأوراق المالية وحجم تعاملاتهم وأي معلومات تتعلق بتعاملاتهم.
  - مداولات مجلس الإدارة.
  - المعلومات التي تقدمها الجهات الحكومية والهيئة ومركز إيداع الأوراق المالية للبورصة والتي تعتبر سرية بطبيعتها.
  - المعلومات التي تحصل عليها البورصة من خلال التحقيق والتفتيش والتدقيق و تسوية النزاعات.
  - أي معلومات أو بيانات أخرى يقرر مجلس الإدارة أنها سرية بناءً على تنسيب المدير التنفيذي.
  - لمجلس الإدارة الإطلاع على المعلومات اللازمة لممارسة مهامه والواردة في الفقرة (أ) من هذه المادة.
- المطلب الثالث: واقع الإفصاح المحاسبي في بورصة مصر.

تعتبر البورصة المصرية واحدة من أقدم البورصات التي تم إنشائها في الشرق الأوسط، حيث تعود جذورها إلى القرن التاسع عشر عندما تم إنشاء بورصة الإسكندرية في عام 1883 وتلتها بورصة

القاهرة عام 1903<sup>1</sup>، ففي أواخر القرن التاسع عشر انتشرت زراعة القطن في مصر انتشارا واسعا ونتج عن ذلك حدوث عمليات بيع وشراء البضاعة الحاضرة في أول الأمر ثم أعقب ذلك قيام سوق البضاعة تحت التسليم، كما أن بعض البنوك والسماسرة كانوا يقومون بعقد صفقات على قيمة مالية وخاصة على بعض سندات الدول الأجنبية<sup>2</sup>.

وظلت حركة التطور في بورصة القاهرة حتى أصبحت من أفضل 5 بورصات في العالم في أربعينات القرن العشرين، وهبط نشاط البورصة المصرية بعد قوانين تأميم الشركات المساهمة في بداية الستينات، وعادت تنشط في ظل آليات السوق والخصخصة بعد تبني برنامج الإصلاح الاقتصادي سنة 1991 بدعم من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، وبدأت الحكومة المصرية إتباع برنامج الإصلاح الاقتصادي وإعادة الهيكلة والاتجاه نحو سياسة اقتصادية ليبرالية، وكان لتنشيط اللوائح والإجراءات والخصخصة وصدور التشريعات الضرورية تأثير ايجابي على زيادة نشاط سوق الأوراق المالية، فصدر قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992 ليضيف الكثير الى الإطار القانوني المنظم لعمل البورصة المصرية<sup>3</sup>.

وفي عام 1999 تم إنشاء إدارة للإفصاح لضمان الكفاءة والشفافية بين المتعاملين تلاها في عام 2000 صندوق ضمان التسويات لتوفير الضمان لتسوية العمليات المالية<sup>4</sup>.

#### أولا: الهيئة العامة للرقابة المالية

أنشئت الهيئة العامة للرقابة المالية بموجب القانون رقم 10 لسنة 2009 وتختص الهيئة بالرقابة والإشراف على الأسواق والأوراق المالية غير المصرفية، بما في ذلك أسواق رأس المال وأسواق العقود الآجلة وأنشطة التمويل والتوريق، وذلك بهدف تحقيق سلامة واستقرار الأسواق والأوراق وتنظيم الأنشطة وتمييزها وتعظيم قدرتها التنافسية على جذب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية، وتعمل على الحد من مخاطر عدم التنسيق ومعالجة المشاكل التي تنتج عن اختلاف الطرق والأساليب الرقابية. تهدف الهيئة العامة للرقابة المالية من خلال أعمالها ومهامها المتعددة إلى<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> - تاريخ الزيارة 2018/04/26 على الساعة 14:00 [www.egx.com.eg/Arabic/history.aspx](http://www.egx.com.eg/Arabic/history.aspx)

<sup>2</sup> - عاطف ياسين الشريف، البورصة.....صراع الثيران والدببة، مطابع العاصمة، مصر، 2015، ص97.

<sup>3</sup> - صلاح زين الدين، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية، المؤتمر العلمي الأول بعنوان حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، يومي 15،16 تشرين الأول، أكتوبر 2008، ص ص 6-7.

<sup>4</sup> - تاريخ الزيارة 2018/04/26 على الساعة 14:00 [www.egx.com.eg/Arabic/history.aspx](http://www.egx.com.eg/Arabic/history.aspx)

[www.efsa.gov.eg](http://www.efsa.gov.eg)

<sup>5</sup> - التقرير السنوي للهيئة العامة للرقابة 2015، ص 01.

1- سلامة واستقرار الأسواق المالية غير المصرفية؛

2- تنظيم وتنمية الأسواق المالية؛

3- توازن حقوق المتعاملين في الأسواق المالية؛

4- توفير الوسائل والنظم وإصدار القواعد التي تضم كفاءة هذه الأسواق وشفافية الأنشطة التي تمارس فيها.

تختص الهيئة بالترخيص بمزاولة الأنشطة المالية وبالتفتيش على الجهات التي يرخص لها بالعمل في الأنشطة والأسواق المالية والإشراف على توفير ونشر المعلومات المتعلقة بالأسواق المالية والرقابة على الأسواق لضمان المنافسة والشفافية في تقديم الخدمات المالية.

كما تختص بحماية حقوق المتعاملين في الأسواق المالية والتوازن بينها، واتخاذ ما يلزم من الإجراءات للحد من التلاعب والغش في الأسواق المالية وذلك مع مراعاة ما قد ينطوي عليه التعامل فيها من تحمل لمخاطر تجارية.

كما تقوم الهيئة بالإشراف على تدريب العاملين في الأسواق المالية وعلى رفع كفاءتهم والتعاون والتنسيق مع هيئات الرقابة المالية في الخارج بما يسهم في تطوير وسائل ونظم الرقابة ورفع كفاءتها وأحكامها<sup>1</sup>.

#### ثانيا: متطلبات الإفصاح المحاسبي:

المادة 4: لا يجوز لأي شخص اعتباري مصري أو غير مصري أيا كانت طبيعته أو النظام القانوني الخاضع له، طرح أوراق و أدوات مالية في اكتتاب عام للجمهور إلا بناء عن نشرة اكتتاب من الهيئة، وعلى النماذج التي تعدها الهيئة، ووفقا للشروط والإجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية لهذا القانون، كما يجب نشر ملخص نشرة الاكتتاب أو الطرح أو تقرر إفصاح بغرض الطرح فق وسائل النشر التي يحددها مجلس إدارة الهيئة.

- يجب على الشركة نشر ملخص للكشوف المالية والإيضاحات المتممة لها، وتقرير مراقب الحسابات بوسائل النشر طبقا للقواعد والضوابط التي يضعها مجلس إدارة الهيئة.

- كما يجب على كل شركة تواجه ظروف جوهرية تؤثر على نشاطها أو في مركزها المالي أن تفصح عن ذلك فوراً طبقاً للقواعد والضوابط التي يضعها مجلس إدارة الهيئة.

<sup>1</sup>- عاطف ياسين الشريف، مرجع سابق، ص163.

-مع عدم الإخلال بأحكام القانون 159 لسنة 1981 واللائحة التنفيذية، يلتزم رئيس مجلس الإدارة بدعوة الجمعية العادية للتصديق على تقرير مراقب الحسابات.

#### المطلب الرابع: واقع الإفصاح المحاسبي في بورصة الجزائر

مع انتقال الاقتصاد الجزائري نحو اقتصاد السوق من خلال إعادة الهيكلة والتطهير المالي للمؤسسات العاجزة وإعادة تصحيح مسار القطاع العام وإدخال القطاع الخاص، كل هذه الإصلاحات الاقتصادية كانت ترمي إلى تحضير وتهيئة المناخ المناسب لإرساء قواعد السوق المالية التي لها دور في تفعيل النظام المالي.

فانطلاقاً من قانون 1988 الذي منح الاستقلالية للمؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، صدرت عدة قوانين تدعم فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية حيث بدأ التحضير فعلياً لا نشأها منذ سنة 1990 في شهر 9 ديسمبر 1990 برأسمال إجمالي قدره 320000.00 دج تحت اسم شركة القيم المنقولة استناداً للمادة 1 من القانون 03/88 الصادر بتاريخ 2 جانفي 1988.

وكنتيجة لعدم وضوح دور شركة القيم المنقولة وضعف رأسمالها الإجمالي تم إعادة تعديل رأسمالها إلى 9320.000.00 دج تغير اسمها إلى بورصة الأوراق المالية، كما حدد المرسوم التشريعي الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 الهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة وهي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم<sup>1</sup>.

إن بورصة الجزائر سوق متمركزة تديرها الأوامر ليس الأسعار، حيث تتداول الأوراق في سوق رسمي وحيد وتجرى المفاوضات على تلك الأوراق المالية في قاعدة المفاوضات مكان التقاء الوسطاء في عملية البورصة وذلك من أجل تنفيذ أوامر البيع والشراء<sup>2</sup>.

#### 1- شركة تسيير بورصة القيم SGBV:

وتقوم أساساً بالإشراف على إدخال المؤسسات إلى البورصة، تسيير حصص البورصة، القيام بعمليات المقاصة ونشر المعلومات وهي شركة ذات أسهم برأسمال قيمته 475.2 مليون دج وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي السابق 10/93 وتحقق انجازها في 25 ماي 1997 أما المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة تتمثل في ستة بنوك تجارية وستة شركات تأمين.

<sup>1</sup>-ثقب عيسى اغاريجي، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة تونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعلمة والسياسات الاقتصادية، العدد 7-2016، ص ص 52-53.

<sup>2</sup> - شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 80.

## 2- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم بموجب القانون رقم 03-84 في 17 فيفري 2003 الذي أعطى للجنة شخصية معنوية والاستقلال المالي وتعزيز صلاحياتها التنظيمية للإشراف والرقابة.

تمثل اللجنة سلطة لسوق الأوراق المالية وقد تم تنصيبها في فيفري 1996 وتتألف من رئيس وستة أعضاء غير دائمين وقاضي يقترحه وزير العدل وعضو مقترح من محافظ بنك الجزائر واختيار عضوين من بين المسؤولين التنفيذيين للكيانات القانونية التي تصدر الأوراق المالية ورئيس من الأعضاء المختارين ذوي خبرة مكتسبة في الأوراق المالية والمصرفية لسوق الأسهم<sup>1</sup>.

### 1-2 مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

تتمثل مهمة اللجنة في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة وذلك من خلال الحرص على<sup>2</sup>:

- **حماية المستثمرين في القيم المنقولة:** تسهر اللجنة على حماية المدخرين بتسليم تأشيرة على المذكرة الإعلامية التي تعدها للمصدر الذي يلجأ للادخار علنا عند إصداره قيما منقولة عند إدخال سندات في البورصة أو عند عملية عرض عمومي، لا تخضع لرقابة اللجنة المنتجات المالية المتداولة في السوق التي هي تحت سلطة بنك الجزائر.

- **تنظيم السوق:** تحدد اللجنة قواعد سير البورصة وتكلف بين القواعد المتصلة بما يأتي:

✓ شروط قبول القيم المنقولة للتبادل في البورصة

✓ شروط التداول في المقاصة

- **مراقبة السوق:** وتتمثل المهمة الرئيسية في مراقبة السوق في ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة شفافيتها من خلال رقابة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي للسندات وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وبهذه الصفة تقدم لجنة عمليات البورصة.

<sup>1</sup> - Mlle RemidiDjournane, **Le marche boursier Algérien contraintes et perspectives**, mémoire en vue de l'obtention du diplôme de magister en science économiques option « monnaie-finance-banque », université Mouloud Mammeri Tiziouzou, p55.

<sup>2</sup> - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد العاشر الصادر بتاريخ 19 فيفري 2003، المتضمنة القانون رقم 03-04 المعدل والمتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم المادة 14 و15، ص ص 23-24.

### 3- الشركات المدرجة في بورصة الجزائر سنة 2018

3-1 شركة الأوراسي: تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى سنة 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى سنة 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983.

في تلك السنة، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقية (EGH) المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 ابريل 1983.(وعُدّل الفندق، في 12 فبراير سنة 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي".وفي سنة 1995، وُضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه.

لكن، وتمشياً مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فبراير 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20 ٪ من رأس مالها للاكتتاب العام. وفي يونيو 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20 ٪ من رأس المال الاجتماعي.

في 14 فبراير 2000: وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية. ( وقُدّر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري.

3-2 شركة صيدال: تأسست الصيدلانية المركزية الجزائرية في سنة 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري، وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلانية في سنة 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (في سنة 1971 ثم 1975 ) وحدتي "بيوتيك(BIOTIC) "و"فارمال(PHARMAL) ".

وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلانية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يُسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 الصادر في أبريل 1982. وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم. بعدها هذه الشركة غيرت اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال، وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لسنة 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم. وفي سنة 1993، تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة.

في فبراير 1999: قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع، وانصب مبلغ العرض على 20 % من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم. في سبتمبر 1999: وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية. (وقدر مبلغ الإدراج ب 800 دينار جزائري).

**3-3 شركة اليانس للتأمينات:** أليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين، وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال سنة 2009. وشهدت سنة 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للإدخال ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 2009/11/16 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 10/30/1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين.

**في نوفمبر 2010:** شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. وانصب مبلغ العرض على 31 % من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم.

**في مارس 2011:** بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011. وقدر سعر الإدراج ب 830 دينار جزائري.

**3-4 شركة سي -أ رويبة:** الشركة ذات الأسهم أن سي -أ رويبة هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأسمال قدره 849195000 دينار جزائري، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة. وقد تأسست في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة ( ذ م م) تحت اسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية". وكانت الشركة متخصصة في إنتاج معجون الطماطم، والهريسة والمربيات تحت العلامة التجارية "الرويبة".

**في سنة 2003:** غيرت الشركة شكلها القانوني وأصبحت شركة ذات أسهم.

**في سنة 2006:**

-ارتفع رأس مال الشركة من 109472000 إلى 152044000 دينار جزائري مخصص لمؤسسة مساهمة أجنبية، وهي شركة رأس المال الاستثماري غير المقيمة "افريسيفست المحدودة".  
-تمديد فترة حياة الشركة لمدة 99 سنة.

**في سنة 2008:**

-تم تغيير الاسم السابق للشركة من "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية" إلى " أن سي أ رويبة ش.ذ.أ."  
-رفع رأس المال الشركة من 792195000 دينار جزائري إلى 849195000 دينار جزائري.

**في سنة 2011:** صدر قرار مجلس الإدارة في 27 مايو 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين في 31 يناير 2012.

**في أبريل 2013:** شرعت مؤسسة أن سي -أ رويبة في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 25 ٪ من رأس المال، أي ما يعادل 849195200 دينار جزائري موزعة على 8491950 سهم.

**في يونيو 2013:** وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهم أن سي -أ رويبة في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 يونيو 2013. وقدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري.

#### 4- التحول إلى النظام المحاسبي المالي الجديد SCF

لقد جاء القانون رقم 07-11 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، المتضمن لنظام المحاسبي المالي SCF والصادر في الجريدة الرسمية العدد 47 يحدد مفهوم المحاسبة المالية وإطارها التصوري الذي ينص في المواد (9/8/7/6/3) على أن: المحاسبة المالية نظام لتنظيم المعلومات المالية يسمح بتخزين معطيات قاعدية عديدة وتصنيفها وتسجيلها، وعرض كشوف تعكس صورة صادقة عن الوضعية المالية وممتلكات الكيان ونجاعته ووضعية خزينته في نهاية السنة المالية<sup>1</sup>.

لقد واجه بورصة الجزائر العديد من العراقيل منذ نشأتها كعدم وجود قواعد وثقافة بورصية في الجزائر وغياب الشفافية و الإفصاح، وعدم توفير معلومات كافية تعزز ثقة المستثمرين بالبورصة وضعف الكفاءة المعلوماتية إضافة إلى العديد من الأسباب التي أدت لعرقلة السير الحسن لبورصة الجزائر عراقيل سياسية، اجتماعية، ثقافية واقتصادية حالت دون إعطاءها مكانتها في النظام المالي والقيام بالدور المنوط بها في الاقتصاد الوطني.

ورغم جهود الجزائر لتحقيق مزيد من الانفتاح وتقديم تسهيلات لجذب رؤوس الأموال الأجنبية وعملت على إيجاد توافق بين المعايير المعمول بها محليا والمعايير المحاسبية الدولية عن طريق التحول من PCN إلى SCF<sup>2</sup>.

ويمكن حصر أسباب توجه الجزائر إلى هذا النظام والتي تساعد في بناء سوق مالي كفاء فيما يلي<sup>3</sup>:

- التمكين من إعداد معلومات دقيقة تعكس صورة صادقة عن الوضعية المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية.
- محاولة تطوير بورصة الجزائر وتحقيق كفاءة عالية من خلال توفير معلومات ذات مصداقية وكشوف مالية تمتاز بالشفافية والوضوح؛
- إمكانية تطبيق نظام معلومات يتعلق بالشركات الصغيرة مبني على محاسبة مبسطة؛

<sup>1</sup> - قورين حاج قويدر، متطلبات تطبيق المعيار المحاسبي الدولي IAS16 ضمن النظام المحاسبي المالي الجزائري SCF، مركز الدراسات الإقليمية 8(26)، ص96-97.

<sup>2</sup> - الجودي صاطوري، اثر كفاءة سوق رأس المال الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص298.

<sup>3</sup> - كنوش عاشور، متطلبات تطبيق النظام المحاسبي الموحد IAS/IFRS في الجزائر مجلة اقتصاديا شمال افريقيا، جامعة الشلف، العدد 2009/6، ص ص 25-296.

- محاولة جلب المستثمر الأجنبي من خلال تدويل المعاملات والإجراءات المحاسبية لوقيته من مشاكل اختلاف النظم المحاسبية سواء من حيث الإجراءات أو من حيث إعداد القوائم المالية؛

#### 5- موقف المشرع الجزائري من الإفصاح المحاسبي في بورصة الجزائر

لقد زاد الوعي بقضايا الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر على إثر المرور نحو اقتصاد السوق حديث وفعال قائم على خلق الثروة وبديل لاقتصاد النفط مما يحتم الانتقال النوعي إلى عالم الأعمال والمؤسسة، خاصة بالنظر إلى ما يملكه الاقتصاد الجزائري من طاقة كامنة للنمو والتطور خارج نطاق المحروقات ولا سيما من القطاع الخاص حيث وصلت نسبة الناتج المحلي إلى أقصاها سنة 2006.

وبغير ما نص عليه القانون التجاري من وجوب نشر الحصيلة السنوية لنشاط المؤسسة طبقا لنص المادة 716 من القانون التجاري وما أقر له المشرع من حماية جزائية في المادة 811 التي تعاقب على نشر ميزانية غير مطابقة للواقع لإخفاء حالة الشركة الحقيقية أو توزيع أرباح صورية، وكذلك المادة 813 التي تعاقب على التخلف عن وضع التقرير المالي عن السنة المالية المنصرمة، فإن المشرع الجزائري لم يفرد نصا خاصا بالإفصاح المالي بالرغم من أهميته.

وحتى بعد صدور المرسوم التشريعي رقم: 93-10 المؤرخ في: 23/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم لم ينص المشرع بشكل صريح على واجب الإفصاح المحاسبي إلا ما يفهم من القسم الثالث تحت عنوان وظيفة المراقبة والرقابة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، فنصت المادة 35 على أن تتأكد اللجنة من تقييد الشركات المسعرة في البورصة بالأحكام التشريعية والتنظيمية ولا سيما في مجال النشر القانونية.

كما لم ينص المشرع على واجب الإفصاح في هذا القانون إلا على الشركات التي تصدر قيما منقولة بالتجائها على التوفير العلني؛ بأن تنشر قبل ذلك مذكرة لإعلام الجمهور تتضمن البيانات الإلزامية المنصوص عليها في القانون التجاري، إلا انه بعد التعديل الصادر سنة 2003 بموجب القانون 04-03 المؤرخ في: 17/02/2003 المعدل للمرسوم التشريعي 93-10 المذكور حيث نصت المادة 41 على أنه يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراقا مالية أو أي منتج مالي آخر باللجوء العلني للادخار أن تنشر مسبقا مذكرة موجهة إلى إعلام الجمهور تتضمن تنظيم الشركة ووضعيتها المالية وتطور نشاطها.

وبالرجوع إلى الأنظمة التي أصدرتها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، فإنها قد أصدرت النظام 02-96 المؤرخ في: 22 يونيو 1996 والمتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات التي

تلجأ للادخار علانية عند إصدارها قيما منقولة، وهو النظام المعدل بموجب نظام رقم: 01/04 المؤرخ في 08 يونيو 2004.

وما يلاحظ على قانون البورصة الجزائرية وأنظمتها أنها لم تفرد لموضوع الإفصاح المالي المكانة التي يستحقها، فإذا كان الإفصاح المالي هو من الشروط الأكيدة في عالم الأعمال والمؤسسة فإنه من أؤكد الشروط في عالم البورصة، وبالرغم من ذلك لم ينص عليه المشرع إلا في حالة الشركات التي تلجأ للادخار العلني عند إصدارها قيما منقولة.

### خلاصة:

يتضح مما سبق أن كل من سوق الأسهم السعودية وبورصة الأردن ومصر قد أعطت أهمية لإعداد المعلومات المحاسبية بما يتوافق ومتطلبات الإفصاح الواردة في لوائحها التنفيذية، حيث ألزمت الشركات المقيدة بالإفصاح عن المحتوى المعلوماتي الوارد في كشفها المالية، بحيث يكون ملائم ومتاح لجميع المساهمين والمستثمرين دون تمييز وبشكل واضح وغير مضلل لتمكين المستثمرين من الاطلاع على المعلومات بالشركة وأدائها ومن ثم اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وتتفاوت درجة الالتزام والاهتمام من بورصة إلى أخرى حسب درجة اتساع نطاق المعلومات والبيانات التي من الضروري على هذه الأسواق الإفصاح عنها.

غير أن المشرع الجزائري لم يعطي أهمية للجوانب المتعلقة بالإفصاح عن الكشوف المالية، إلا في حالة الشركات التي تلجأ للادخار.

## المبحث الثاني: اختبار تأثير المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لبورصات الدراسة

يعتبر نشر الكشوف المالية في الوقت الملائم عنصراً هاماً لزيادة فائدة البيانات والمعلومات المحاسبية المستخدمة، لذلك فإنه كلما قلت الفترة التي تعد فيها التقارير المالية كلما أدى إلى المنفعة من استخدام تلك المعلومات.

يتناول هذا المبحث شرح للنموذج المستخدم في اختبار العلاقة بين متغيرات الإفصاح المحاسبي و القيمة السوقية للأسهم محل الدراسة، و منهجية دراسة الحدث في قياس العائد الغير العادي، ثم اختبار الفرضيات المطروحة وأخيراً عرض ومناقشة النتائج.

### المطلب الأول: تقديم عام للدراسة الاختبارية.

لدراسة العلاقة بين المعلومات المحاسبية الواردة في الكشوف المالية والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، سيتم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، حيث يعد هذا النموذج من أهم الأدوات البحثية، ويهدف إلى دراسة العلاقة بين متغيرين مستقلين أو أكثر مع متغير تابع من خلال صيغة رياضية تسمى نموذج الانحدار الخطي المتعدد، والتي تصاغ كالاتي<sup>1</sup>:

$$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 \dots \dots \dots (1-4)$$

حيث:

$Y$ : المتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم.

$a$ : المعامل الثابت للانحدار

$b_1, b_2, b_3, \dots, b_6$ : معاملات المتغيرات المستقلة.

$x_1, x_2, \dots, x_6$ : المتغيرات المستقلة للإفصاح المحاسبي.

### أولاً: متغيرات الدراسة

تشمل متغيرات الدراسة المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المؤثرة في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة.

**1- المتغير التابع  $y$ :** يتمثل المتغير التابع في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة والتي تمثل سعر السهم المتداول في البورصة في نهاية السنة، فهي تعتبر أهم القيم من وجهة نظر المستثمر، فهي

<sup>1</sup> - فريد خليل الجاعوني، أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد في دراسة أهم المتغيرات الاقتصادية الديمغرافية المؤثرة في معدل الولادة الكلية دراسة على واقع بيانات تقرير التنمية البشرية لعام 2006، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد 24 - العدد الثاني 2008، ص 239.

تعكس بصفة عامة القيمة الاقتصادية لحقوق الملكية، هذا وتتأثر القيمة السوقية تأثراً كبيراً بمعدلات الأرباح التي تقوم الشركة بتوزيعها على أسهم رأس المال وبمدى دوريتها وانتظامها، وكلما كانت هذه المعلومات منتظمة ومرتفعة كلما زادت القيمة السوقية للسهم<sup>1</sup>، كما تعبر على مدى كفاءة السوق باستجابته للمعلومات الواردة إلى السوق وتعديل سعر السوق باتجاه القيمة الحقيقية، ويكون ذلك عن طريق توفير المعلومات عن أداء الشركة، والإفصاح عن المعلومات بشكل دقيق مما ينعكس على ردة فعل السوق.

2- المتغيرات المستقلة: وتتمثل فيما يلي:

2-1 مؤشرات التكوين:

2-1-1 نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول ( $LX_1$ ): وتوضح هذه النسبة كيفية قيام الشركة باستثمار أموالها وكيفية توزيع هذه الأموال من الأصول، وكلما زادت هذه النسبة كلما زادت قدرة الشركة على الإنتاج والاستثمار وبالتالي زيادة قدرتها على تحقيق أرباح في المستقبل مما ينعكس على ارتفاع سعر السهم، ومنه توجد علاقة طردية بين نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول وبين القيمة السوقية لسعر السهم.

2-1-2 نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول ( $LX_2$ ): تعكس هذه النسبة الجزء الذي يتم تمويله من الأصول داخلياً ومن ملاك الشركة، وكلما زادت هذه النسبة كلما زادت قدرة الشركة في الحصول على أموال في المستقبل وزاد اطمئنان المستثمر للاستثمار في هذه الشركة، وبالتالي إقبال المستثمر على شراء أسهم هذه الشركة وارتفاع أسهمها وعلى ذلك فمن المتوقع أن يكون هناك علاقة طردية بين نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول والقيمة السوقية لسعر السهم من ناحية أخرى<sup>2</sup>.

2-1-3 نسبة المديونية ( $LX_3$ ): هي النسبة التي تعطي مؤشرات حول الوضع المالي للشركة ومن ثم تبين هذه النسبة قدرة الشركة على تسديد ديونها والتزاماتها، ويمكن حساب نسبة المديونية بالاعتماد على البيانات الواردة في الميزانية وتسمى بنسبة الرفع المالي، وتقاس بمجموع الالتزامات على مجموع الأصول<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - مرعي، عبد الحي، المحاسبة المالية المتقدمة، مؤسسة شباب الجامعة للنشر الإسكندرية، 1993، ص 345.

<sup>2</sup> - عادل عبد الفتاح الميحي، مرج سابق، ص 35-36.

<sup>3</sup> - قراءة القوائم المالية، برنامج التوجه الاستثماري، تشرين الأول 2010 ص 7 [www.pex.ps](http://www.pex.ps) - 3

## 2-2 مؤشرات الربحية:

**2-2-1 العائد على السهم (LX<sub>4</sub>):** وهو عبارة عن نسبة الربح الذي يتحقق عن كل سهم خلال الفترة المالية، وتعتبر هذه النسبة من أهم النسب التي يلجأ إليها المستثمرون الحاليون والمحتملون، ونظراً لأهميتها طالبت الهيئات المحاسبية العالمية بالإفصاح عنها في نهاية قائمة الدخل وهو ما جاء في المعيار المحاسبي الأول ولقياس ربحية السهم نستخدم العلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\text{العائد على السهم} = \frac{\text{صافي الربح - توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط المرجح للأسهم العادية}}$$

يتكون البسط من صافي نتائج العمليات خلال الفترة المالية مطروحاً منه توزيعات الأسهم الممتازة حتى يتبقى صافي الربح المتاح للسهم العادي، أما المقام يمثل عدد الأسهم العادية التي حققت الأرباح خلال الفترة المالية.

**2-2-2 نسبة توزيعات السهم (LX<sub>5</sub>):** توضح هذه النسبة ما يحصل عليه حامل السهم من الأرباح الموزعة في نهاية العام وليس من الضروري أن قيمة التوزيعات تساوي ما تحققه الشركة من أرباح خلال السنة، وتحسب هذه النسبة بقسمة الأرباح الموزعة على عدد الأسهم المكتتب فيها<sup>2</sup>.

## 2-3 مؤشر التدفقات النقدية:

**2-3-1 عائد السهم من التدفقات النقدية التشغيلية (LX<sub>6</sub>):** ويمثل نصيب السهم من صافي التدفقات الناتجة من النشاط التشغيلي، ويعبر عن قدرة الشركة على تحقيق تدفقات نقدية نتيجة نشاطها الجاري، ويتم حسابه بقسمة صافي التدفقات النقدية التشغيلية على عدد الأسهم.

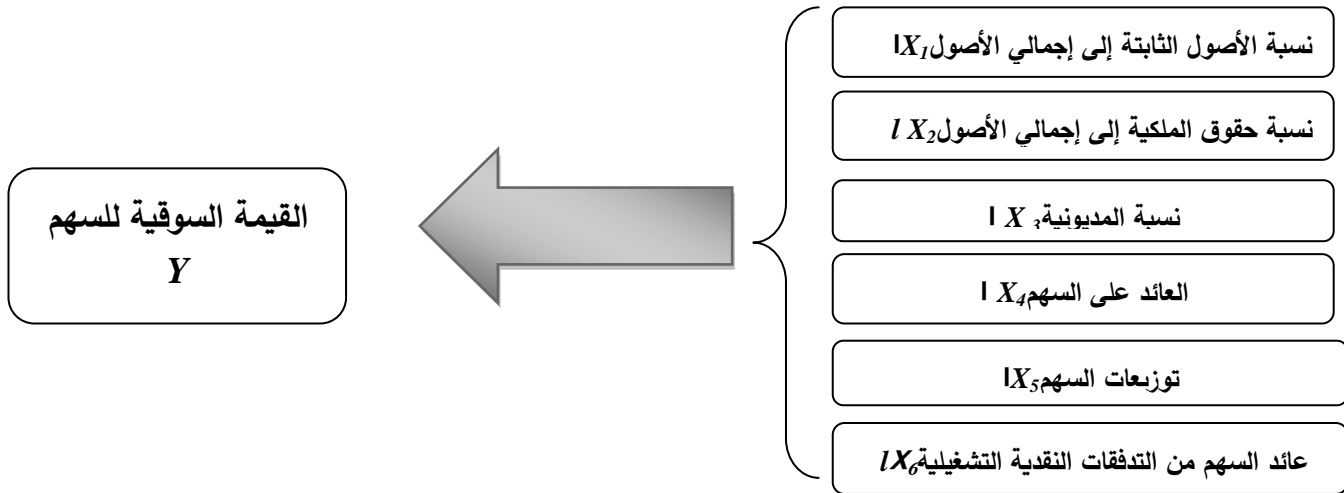
ويتوقع أن يكون تأثير التدفقات النقدية لشركة ما إيجابياً على سعر سهمها، إذ توفر إمكانية الاستثمار في الأصول المعمرة التي تحتاجها الشركة، وتطمئن المقرضين على استيفاء مستحقاتهم، وتسمح بتوزيع أرباح نقدية على المساهمين ويزيد حسن استثمار أصول الشركة لتحقيق تدفقات نقدية من ربحيتها ويقوي مركزها المالي<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية : مدخل نظري وتطبيقي، دار المسيرة عمان، 2006، ص146.

<sup>2</sup> - [www.pex.ps](http://www.pex.ps) قراءة القوائم المالية، برنامج التوجه الاستثماري، تشرين الأول 2010 ص7

<sup>3</sup> - توفيق حسن عبد الجليل، اثر صافي التدفقات النقدية التشغيلية في سعر السهم السوقي للشركات الصناعية المساهمة العامة الاردنية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 8، العدد 4 2012، ص698.

الشكل رقم (4-1): متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة.

ثانيا: مجتمع وعينة الدراسة

تحقيقاً لأهداف البحث، فقد تم تحديد مجتمع الدراسة وهو جميع الشركات المساهمة المدرجة في كل من بورصة السعودية وبورصة الأردن ومصر، وتتألف عينة الدراسة من 80 شركة من مختلف القطاعات المكونة لكل بورصة من البورصات محل الدراسة، وتم اختيارها لتوفر الشروط التالية:

- ✓ توفر الإفصاح عن المعلومات المحاسبية الواردة في الكشوف المالية للشركات خلال فترة الدراسة؛
- ✓ توفر القيمة السوقية الشهرية لأسهم الشركات خلال فترة الدراسة.

ويوضح الجدول التالي مجتمع وعينة الشركات التي سيتم دراستها.

الجدول رقم (4-1): مجتمع وعينة الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة

بورصة مصر		بورصة الأردن		بورصة السعودية		البورصات القطاعات
حجم العينة	حجم المجتمع	حجم العينة	حجم المجتمع	حجم العينة	حجم المجتمع	
8	18	10	15	10	11	البنوك
15	16	15	19	10	33	التأمين
41	45	3	47	39	53	الصناعة
3	10	2	04	03	06	الطاقة
2	46	6	30	03	04	الخدمات المالية
2	12	1	04	03	03	الاتصالات
5	85	30	40	08	53	الخدمات
4	31	4	35	03	27	العقارات
80	263	80	194	80	190	المجموع

المصدر: التقارير الإحصائية لسنة 2018 بالاعتماد على المواقع التالية: [www.ase.com.jo](http://www.ase.com.jo) , [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg) , [www.argaam.com](http://www.argaam.com) ,

### ثالثاً: مصادر جمع البيانات

لقد تم الاعتماد في جمع البيانات الخاصة بالدراسة الاختبارية على المعلومات الواردة في الكشوف المالية والنشرة الإحصائية الشهرية للقيمة السوقية للشركات المساهمة والمدرجة في كل من سوق الأسهم السعودية وبورصتي الأردن ومصر للسنة المنتهية 2018/12/31.

### المطلب الثاني: عرض وتحليل البيانات

تحقيقاً لأهداف البحث واختبار فرضياته، تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لقياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتمثلة في المعلومات المحاسبية المفصح عنها وبين القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في كل من سوق الأسهم السعودي وبورصة الأردن ومصر، ومن ثم معرفة ما إذا كان المستثمرون والمتعاملون في البورصات محل الدراسة يعتمدون على هاته المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

أولاً: الدراسة الاختبارية لعلاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية لبورصة السعودية.

بعد إدخال جميع المتغيرات المستقلة وتقدير النموذج تم الحصول على النتائج التالية:

الجدول رقم(4-2): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد " بورصة السعودية "

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX6	-0.201626	0.102903	-1.959388	0.0609
LX5	0.007797	0.543221	0.014353	0.9887
LX4	0.277336	0.331624	0.836296	0.4106
LX3	0.120918	0.184572	0.655124	0.5181
LX2	-0.251305	0.560321	-0.448502	0.6575
LX1	0.204377	0.222425	0.918856	0.3666
C	21.63795	2.139165	10.11514	0.0000
R-squared	0.210700	Meandependent var	22.18545	
Adjusted R-squared	0.028553	S.D. dependent var	1.548128	
S.E. of regression	1.525865	Akaike info criterion	3.868832	
Sumsquaredresid	60.53489	Schwarz criterion	4.186273	
Log likelihood	-56.83572	Hannan-Quinn criter.	3.975641	
F-statistic	1.156761	Durbin-Watson stat	0.594766	
Prob(F-statistic)	0.358982			

المصدر: مخرجات برنامج 09 eviews.

يلاحظ بأن جميع المعلمات المقدرة للمتغيرات المفسرة غير معنوية بناء على إحصائية t ستودنت، بالإضافة إلى عدم معنوية النموذج ككل بناء على إحصائية F فيشر، وعليه يتم إعادة التقدير بإزالة أكبر متغيرة غير معنوية وهي في هذه الحالة LX5، للحصول على النموذج التالي:

الجدول رقم(4-3): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير LX5

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX6	-0.172655	0.078490	-2.199705	0.0335
LX4	0.494131	0.264170	1.870508	0.0686
LX3	0.029397	0.157218	0.186981	0.8526
LX2	-0.004221	0.297149	-0.014205	0.9887
LX1	0.226241	0.170407	1.327651	0.1916
C	20.71993	1.163054	17.81510	0.0000
R-squared	0.168485	Meandependent var		21.98933
Adjusted R-squared	0.067081	S.D. dependent var		1.585871
S.E. of regression	1.531757	Akaike info criterion		3.809451
Sumsquaredresid	96.19743	Schwarz criterion		4.045640
Log likelihood	-83.52210	Hannan-Quinn criter.		3.898331
F-statistic	1.661521	Durbin-Watson stat		1.581447
Prob(F-statistic)	0.165656			

المصدر: مخرجات برنامج 09.eviews

$$y=20.71+0.22LX_1-0.0042LX_2+0.029LX_3+0.49LX_4-0.17LX_6$$

ويلاحظ نفس الملاحظة بالنسبة للنموذج السابق، وعليه يتم إعادة التقدير بإزالة أكبر متغيرة غير

معنوية وهي في هذه الحالة LX2، للحصول على النموذج التالي:

الجدول رقم(4-4): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير LX2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX6	-0.172891	0.075807	-2.280680	0.0277
LX4	0.492817	0.244476	2.015808	0.0502
LX3	0.029385	0.155333	0.189171	0.8509
LX1	0.225401	0.157891	1.427574	0.1608
C	20.70694	0.710310	29.15198	0.0000
R-squared	0.168481	Meandependent var		21.98933
Adjusted R-squared	0.089289	S.D. dependent var		1.585871
S.E. of regression	1.513415	Akaike info criterion		3.766903
Sumsquaredresid	96.19790	Schwarz criterion		3.963727
Log likelihood	-83.52222	Hannan-Quinn criter.		3.840969
F-statistic	2.127496	Durbin-Watson stat		1.582491
Prob(F-statistic)	0.094230			

المصدر: مخرجات برنامج 09.eviews

$$y=20.70+0.22LX_1+0.029LX_3+0.49LX_4-0.17LX_6$$

ويلاحظ نفس الملاحظة بالنسبة للنموذج السابق، وعليه يتم إعادة التقدير بإزالة أكبر متغيرة غير

معنوية وهي في هذه الحالة LX3، للحصول على النموذج التالي:

الجدول رقم(4-5): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير LX3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX6	-0.173695	0.074834	-2.321075	0.0251
LX4	0.495658	0.241263	2.054429	0.0460
LX1	0.230358	0.153946	1.496360	0.1419
C	20.75906	0.647325	32.06898	0.0000
R-squared	0.167773	Meandependent var		21.98933
Adjusted R-squared	0.109710	S.D. dependent var		1.585871
S.E. of regression	1.496351	Akaike info criterion		3.725201
Sumsquaredresid	96.27987	Schwarz criterion		3.882661
Log likelihood	-83.54223	Hannan-Quinn criter.		3.784454
F-statistic	2.889526	Durbin-Watson stat		1.569114
Prob(F-statistic)	0.046292			

المصدر: مخرجات برنامج **09 eviews**.

$$y=20.71+0.22LX_1-0.0042LX_2+0.029LX_3+0.49LX_4-0.17LX_6$$

ويلاحظ نفس الملاحظة بالنسبة للنموذج السابق، وعليه القيام بإعادة التقدير بإزالة أكبر متغيرة

غير معنوية وهي في هذه الحالة LX1، تم الحصول على النموذج التالي:

الجدول رقم(4-6): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير LX1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX6	-0.140622	0.072495	-1.939743	0.0588
LX4	0.375528	0.230696	1.627806	0.1107
C	21.64768	0.261222	82.87089	0.0000
R-squared	0.124437	Meandependent var		21.98933
Adjusted R-squared	0.084639	S.D. dependent var		1.585871
S.E. of regression	1.517274	Akaike info criterion		3.733410
Sumsquaredresid	101.2933	Schwarz criterion		3.851504
Log likelihood	-84.73513	Hannan-Quinn criter.		3.777850
F-statistic	3.126691	Durbin-Watson stat		1.491004
Prob(F-statistic)	0.053743			

المصدر: مخرجات برنامج **09 eviews**.

$$y=21.64+0.49LX_4-0.14LX_6$$

بعد تقدير النموذج بمتغير مستقل وحيد (نموذج انحدار بسيط)، تم الحصول على نموذج ذو

جودة تقدير صغيرة جدا (حوالي 4%).

الجدول رقم(4-7): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير LX4

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX6	-0.105171	0.061679	-1.705130	0.0930
C	21.37976	0.223161	95.80437	0.0000
R-squared	0.043455	Meandependent var		21.57139
Adjusted R-squared	0.028509	S.D. dependent var		1.589093
S.E. of regression	1.566278	Akaike info criterion		3.765115
Sumsquaredresid	157.0064	Schwarz criterion		3.831468
Log likelihood	-122.2488	Hannan-Quinn criter.		3.791334
F-statistic	2.907468	Durbin-Watson stat		1.997041
Prob(F-statistic)	0.093020			

المصدر: مخرجات برنامج 09 eviews.

ومنه تم إعادة التقدير باستخدام توليفات مختلفة للحصول في الأخير على نموذج كالتالي:

الجدول رقم(4-8): نتائج اعادة تقدير نموذج الانحدار المتعدد

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX4	0.627404	0.240359	2.610277	0.0117
LX1	-0.416956	0.180939	-2.304397	0.0251
C	23.14668	0.635057	36.44819	0.0000
R-squared	0.455242	Meandependent var		21.93553
Adjusted R-squared	0.423364	S.D. dependent var		1.874199
S.E. of regression	1.754790	Akaike info criterion		4.014659
Sumsquaredresid	163.2023	Schwarz criterion		4.123160
Log likelihood	-109.4104	Hannan-Quinn criter.		4.056725
F-statistic	4.869930	Durbin-Watson stat		1.266375
Prob(F-statistic)	0.011439			

المصدر: مخرجات برنامج 09 eviews.

### 1- تحليل نتائج الانحدار المتعدد:

استنادا إلى الجدول ونتائج الاختبار يتبين أن قدرة النموذج على تفسير التغيرات في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة السعودية قوية، حيث بلغ معامل التحديد 0.42 وبالتالي استطاعت كل من نسبة الأصول الثابتة ونسبة الربحية تفسير ما نسبته 42% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية.

## 2- اختبار المعنوية الكلية:

من خلال نتائج الاختبار يلاحظ أن القيمة السوقية لاختبار F بلغت 4.86 والاحتمال المقابل لها يساوي  $\alpha < \text{prob } 0.011$  وبالتالي يوجد تأثير ايجابي معنوي لنسبة الأصول الثابتة ونسبة الربحية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة السعودية.

## 3- استقرارية النموذج

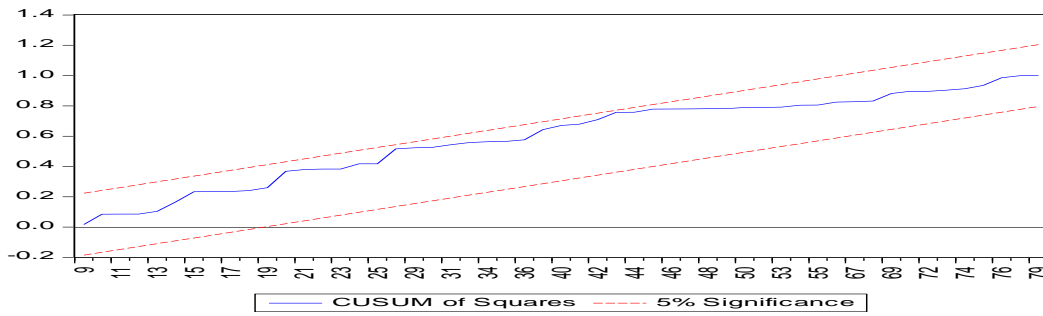
الجدول رقم(4-9): اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

Mean	median	Std.dev	skewness	kurtosis	Jarque.bera	probability
-4.76	-0.11	1.72	0.27	3.35	1.00	0.6

المصدر: مخرجات برنامج eviews 09.

من هذا الجدول يلاحظ أن المتوسط الحسابي قد بلغ -4.76 بانحراف معياري قدره 1.72، أما إحصائية  $Jarque-Bera \chi^2_{0.05}(2) = 5.99 > JB=1.005$ ، أي أن البواقي موزعة توزيعاً طبيعياً، وهو ما يستلزم التوزيع الطبيعي للمعاملات المقدرة، ومنه إمكانية تطبيق بقية الاختبارات.

الشكل رقم(4-2) اختبار استقرارية النموذج باستخدام اختبار *CUSUM of squares*:

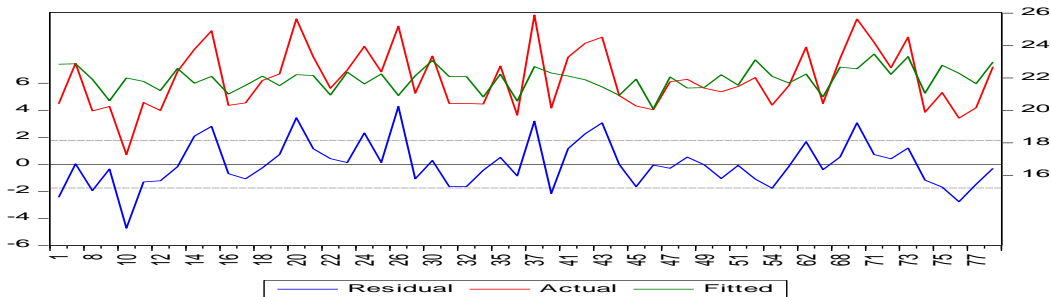


المصدر: مخرجات برنامج eviews 09.

من خلال الشكل أعلاه يلاحظ أن إحصائية الاختبار بقيت داخل مجال القطبين (الخطين المستقيمين المنقطعين)، ومنه يمكن القول بأن النموذج مستقر.

ت) مقارنة السلسلتين الأصلية و المقدرة  $L_y$ :

الشكل رقم (4-3): مقارنة السلسلتين الأصلية و المقدرة  $L_y$



المصدر: مخرجات برنامج eviews 09.

يلاحظ من الشكل أن السلسلتين (المقدرة بالأخضر، والأصلية بالأحمر) متقاربتين كثيرا عبر كامل المشاهدات، وهو ما يبين مدى تعبير النموذج المقدر على بيانات السلسلة الأصلية. بعد تشخيص للنموذج وإثبات صلاحيته يمكن كتابة النموذج في شكله النهائي كالتالي:

$$L_v = 23.14 - 0.41L_{x_1} + 0.62L_{x_1}$$

إن هذا النموذج في صيغته الخطية، ويجب إعادته إلى شكله الأصلي لإزالة اللوغاريتم، ليتم الحصول في الأخير على النموذج في شكله النهائي كالتالي:

$$y = 11209192079.23x_1^{0.66} x_4^{1.85}$$

ثانيا: الدراسة الاختبارية لعلاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية لبورصة الأردن

بعد إدخال جميع المتغيرات المستقلة وتقدير النموذج تم الحصول على النتائج التالية:

الجدول رقم(4-10): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد "بورصة الأردن"

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX6	-0.122151	0.210733	-0.579649	0.5673
LX5	1.215670	0.725358	1.675959	0.1062
LX4	-0.137132	0.683462	-0.200643	0.8426
LX3	-0.777064	0.474388	-1.638034	0.1139
LX2	-1.919365	0.633357	-3.030465	0.0056
LX1	0.005428	0.163611	0.033178	0.9738
C	30.29048	3.672777	8.247297	0.0000
R-squared	0.500756	Meandependent var	18.04391	
Adjusted R-squared	0.380938	S.D. dependent var	1.740934	
S.E. of regression	1.369776	Akaike info criterion	3.657811	
Sumsquaredresid	46.90715	Schwarz criterion	3.978441	
Log likelihood	-51.52498	Hannan-Quinn criter.	3.764091	
F-statistic	4.179292	Durbin-Watson stat	1.965774	
Prob(F-statistic)	0.004814			

المصدر: مخرجات برنامج eviews 09.

يلاحظ بأن جميع المعلمات المقدرة للمتغيرات المفسرة غير معنوية بناء على إحصائية t ستودنت، بالإضافة إلى عدم معنوية النموذج ككل بناء على إحصائية F فيشر، وعليه القيام بإعادة التقدير بإزالة أكبر متغيرة غير معنوية وهي في هذه الحالة LX4، ليتم الحصول على النموذج التالي:

الجدول رقم(4-11): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير  $LX_4$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX6	-0.131882	0.201255	-0.655296	0.5180
LX5	1.083915	0.302382	3.584592	0.0014
LX3	-0.802652	0.448412	-1.789986	0.0851
LX2	-1.906593	0.618410	-3.083058	0.0048
LX1	0.003851	0.160377	0.024014	0.9810
C	30.30174	3.603931	8.407969	0.0000
R-squared	0.499952	Meandependent var	18.04391	
Adjusted R-squared	0.403789	S.D. dependent var	1.740934	
S.E. of regression	1.344257	Akaike info criterion	3.596920	
Sumsquaredresid	46.98268	Schwarz criterion	3.871746	
Log likelihood	-51.55072	Hannan-Quinn criter.	3.688017	
F-statistic	5.199011	Durbin-Watson stat	1.945638	
Prob(F-statistic)	0.001941			

المصدر: مخرجات برنامج **eviews 09**.

$$y=30.30+0.0038LX_1-1.90LX_2-0.80LX_3+1.80LX_5-0.13LX_6$$

ويلاحظ نفس الملاحظة بالنسبة للنموذج السابق، وعليه القيام بإعادة التقدير بإزالة أكبر متغيرة

غير معنوية وهي في هذه الحالة  $LX_1$ ، للحصول على النموذج التالي:

الجدول رقم(4-12): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير  $LX_1$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX6	-0.142891	0.184855	-0.772987	0.4458
LX5	1.100011	0.272780	4.032590	0.0004
LX3	-0.778336	0.416207	-1.870070	0.0716
LX2	-1.857096	0.495524	-3.747744	0.0008
C	30.05214	3.210813	9.359669	0.0000
R-squared	0.501344	Meandependent var	18.07497	
Adjusted R-squared	0.432564	S.D. dependent var	1.692419	
S.E. of regression	1.274872	Akaike info criterion	3.458621	
Sumsquaredresid	47.13365	Schwarz criterion	3.683086	
Log likelihood	-53.79656	Hannan-Quinn criter.	3.535170	
F-statistic	7.289072	Durbin-Watson stat	1.962034	
Prob(F-statistic)	0.000343			

المصدر: مخرجات برنامج **eviews 09**.

$$y=30.05-1.85LX_2-0.77LX_3+1.1LX_5-0.14LX_6$$

ويلاحظ نفس الملاحظة بالنسبة للنموذج السابق، وعليه القيام بإعادة التقدير بإزالة أكبر متغيرة

غير معنوية وهي في هذه الحالة  $LX_6$ ، للحصول على النموذج التالي:

الجدول رقم(4-13): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير LX6

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX5	0.928369	0.233358	3.978299	0.0003
LX3	-0.751332	0.397878	-1.888348	0.0668
LX2	-1.565905	0.415921	-3.764910	0.0006
C	28.58464	2.855779	10.00940	0.0000
R-squared	0.473255	Meandependent var		18.19534
Adjusted R-squared	0.430546	S.D. dependent var		1.686068
S.E. of regression	1.272344	Akaike info criterion		3.412066
Sumsquaredresid	59.89776	Schwarz criterion		3.579244
Log likelihood	-65.94736	Hannan-Quinn criter.		3.472943
F-statistic	11.08091	Durbin-Watson stat		2.189539
Prob(F-statistic)	0.000025			

المصدر: مخرجات برنامج 09 eviews.

$$y=28.58-1.56LX_2-0.75LX_3+0.92LX_5$$

ويلاحظ نفس الملاحظة بالنسبة للنموذج السابق، وعليه القيام بإعادة التقدير بإزالة أكبر متغيرة

غير معنوية وهي في هذه الحالة LX3، للحصول على النموذج التالي:

الجدول رقم(4-14): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير LX3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX5	0.959057	0.240523	3.987389	0.0003
LX2	-0.939641	0.259335	-3.623265	0.0008
C	23.58515	1.106057	21.32363	0.0000
R-squared	0.422490	Meandependent var		18.19534
Adjusted R-squared	0.392095	S.D. dependent var		1.686068
S.E. of regression	1.314598	Akaike info criterion		3.455294
Sumsquaredresid	65.67038	Schwarz criterion		3.580678
Log likelihood	-67.83354	Hannan-Quinn criter.		3.500952
F-statistic	13.89987	Durbin-Watson stat		2.031265
Prob(F-statistic)	0.000029			

المصدر: مخرجات برنامج 09 eviews.

في هذا النموذج يلاحظ بعد التقييم الإحصائي والقياسي أنه نموذج صالح وتتوفر فيه جميع الشروط الإحصائية من معنوية المعلمات، المعنوية الكلية للنموذج، عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي.

#### 1- تحليل نتائج الانحدار المتعدد:

تشير نتائج الانحدار المتعدد إلى أن متغيرات الدراسة نسبة حقوق الملكية وتوزيعات الأسهم تفسر 42% من التغير في القيمة السوقية للأسهم وهذا ما نلاحظه من خلال معامل التحديد  $R^2$ ، حيث أن قدرة النموذج على تفسير التغيرات في القيمة السوقية للسهم من خلال نسبة حقوق الملكية وتوزيعات الأسهم

استطاعت أن تفسر ما قيمته 42% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم الشركات محل الدراسة، أما القيمة الباقية 58% تعود إلى عوامل أخرى.

### 2- اختبار المعنوية الكلية:

يمكن اختبار مدى قبول النموذج إحصائياً وذلك من خلال اختبار المعنوية الإحصائية الكلية له من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر والمقدرة ب 0.000029 أقل من نسبة المعنوية 5%. من الجدول يتبين أن قيمة F تساوي 13.89 وبمستوى معنوية 0.000029 أقل من 5% مما يدل على وجود أثر دال إحصائياً للمتغيرات المستقلة على القيمة السوقية.

### 3- استقرارية النموذج

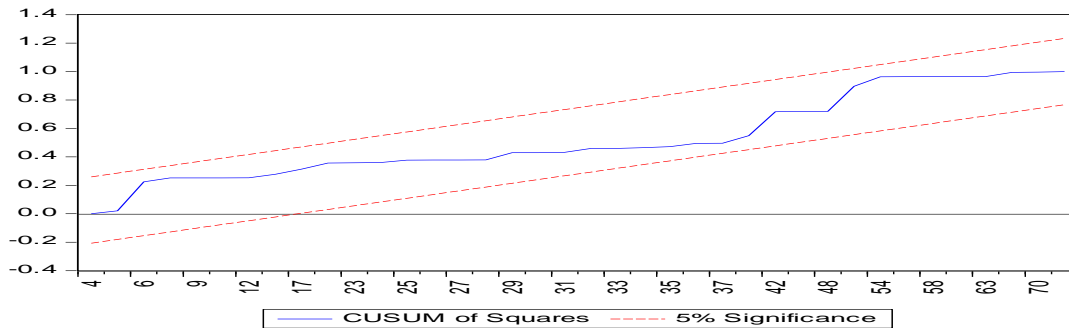
الجدول رقم(4-15): اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

mean	median	Std.dev	skewness	kurtosis	Jarque.bera	probability
-1.12	0.053	1.28	-0.08	4.09	2.08	0.35

المصدر: مخرجات برنامج 09 eviews.

بلغ المتوسط الحسابي للعوائد غير العادية يوم نشر الكشوف المالية (-1.12) بانحراف معياري قدره (1.28)، كما نلاحظ أن إحصائية  $JB=2.08$   $Jarque-Bera \chi^2_{0.05}(2) = 5.99 >$  أي أن البواقي موزعة توزيعاً طبيعياً، وهو ما يستلزم التوزيع الطبيعي للمعاملات المقدرة، ومنه إمكانية تطبيق بقية الاختبارات.

### (4-4) اختبار استقرارية النموذج باستخدام اختبار $CUSUM$ of squares:

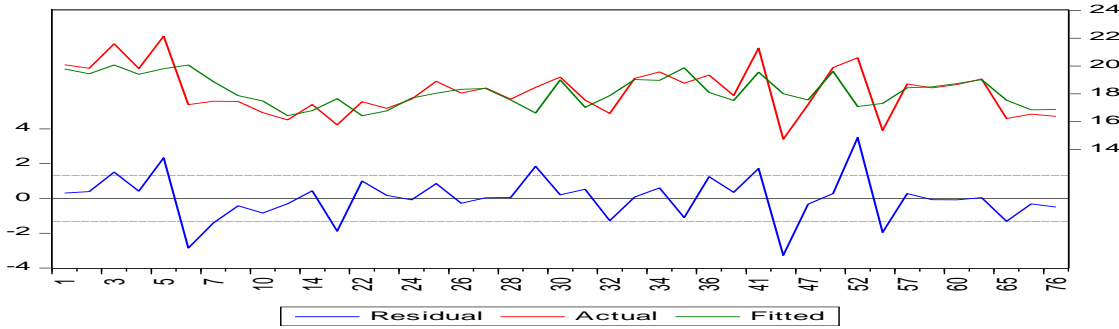


المصدر: مخرجات برنامج 09 eviews.

من خلال الشكل أعلاه يلاحظ أن إحصائية الاختبار بقيت داخل مجال القطبين (الخطين المستقيمين المتقطعين)، ومنه نقول بأن النموذج مستقر.

مقارنة السلسلتين الأصلية و المقدره  $L_y$ :

الشكل رقم (4-5):مقارنة السلسلتين الأصلية و المقدره  $L_y$



المصدر: مخرجات برنامج eviews 09.

يتبين من الشكل أن السلسلتين (المقدرة بالأخضر، والأصلية بالأحمر) متقاربتين كثيرا عبر كامل المشاهدات، وهو ما يبين مدى تعبير النموذج المقدر على بيانات السلسلة الأصلية.

بعد تشخيص النموذج واثبات صلاحيته يمكن كتابة النموذج في شكله النهائي كالتالي:

$$L_y = 23.58 - 0.93L_{x_2} + 0.95L_{x_5}$$

إن هذا النموذج في صيغته الخطية، ويجب أن نعيده إلى شكله الأسّي لإزالة اللوغاريتم، ليتم

الحصول في الأخير على النموذج في شكله النهائي كالتالي:

$$y = 17404593455.1x_2^{0.39}x_5^{2.58}$$

ثالثا: الدراسة الاختبارية لعلاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية لبورصة مصر.

بعد إدخال جميع المتغيرات المستقلة وتقدير النموذج تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (4-16): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد "بورصة مصر"

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX6	0.176409	0.165013	1.069063	0.3079
LX5	-0.131249	0.274600	-0.477966	0.6420
LX4	0.384160	0.303574	1.265460	0.2319
LX3	-0.088387	0.570341	-0.154971	0.8797
LX2	-0.183859	0.870911	-0.211111	0.8367
LX1	0.340965	0.393759	0.865923	0.4050
C	20.47232	3.365589	6.082836	0.0001
R-squared	0.327268	Meandependent var	20.28594	
Adjusted R-squared	-0.039677	S.D. dependent var	1.639204	
S.E. of regression	1.671407	Akaike info criterion	4.150510	
Sumsquaredresid	30.72963	Schwarz criterion	4.496766	
Log likelihood	-30.35459	Hannan-Quinn criter.	4.198254	
F-statistic	0.891873	Durbin-Watson stat	1.346711	
Prob(F-statistic)	0.532800			

المصدر: مخرجات برنامج eviews 09.

يلاحظ بأن جميع المعلمات المقدرة للمتغيرات المفسرة غير معنوية بناء على إحصائية  $t$  استودنت، بالإضافة إلى عدم معنوية النموذج ككل بناء على إحصائية  $F$  فيشر، وعليه يتم إعادة التقدير بإزالة أكبر متغيرة غير معنوية وهي في هذه الحالة  $LX3$ ، للحصول على النموذج التالي:

الجدول رقم(4-17): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير  $LX3$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX6	0.176628	0.158154	1.116813	0.2859
LX5	-0.147716	0.242694	-0.608652	0.5541
LX4	0.395173	0.282883	1.396947	0.1877
LX2	-0.154259	0.814422	-0.189410	0.8529
LX1	0.327326	0.367860	0.889813	0.3911
C	20.11795	2.366890	8.499742	0.0000
R-squared	0.325799	Meandependent var		20.28594
Adjusted R-squared	0.044882	S.D. dependent var		1.639204
S.E. of regression	1.601997	Akaike info criterion		4.041580
Sumsquaredresid	30.79672	Schwarz criterion		4.338371
Log likelihood	-30.37422	Hannan-Quinn criter.		4.082503
F-statistic	1.159771	Durbin-Watson stat		1.313694
Prob(F-statistic)	0.383009			

المصدر: مخرجات برنامج **eviews 09**.

$$y=20.17+0.32LX_1-0.15LX_2+0.39LX_4-0.17LX_6$$

ويلاحظ نفس الملاحظة بالنسبة للنموذج السابق، وعليه يتم إعادة التقدير بإزالة أكبر متغيرة غير

معنوية وهي في هذه الحالة  $LX2$ ، للحصول على النموذج التالي:

الجدول رقم(4-18): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير  $LX2$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX6	0.187364	0.142069	1.318823	0.2100
LX5	-0.166160	0.213900	-0.776814	0.4512
LX4	0.415352	0.252149	1.647249	0.1235
LX1	0.281034	0.264542	1.062344	0.3074
C	19.70104	0.837409	23.52619	0.0000
R-squared	0.323784	Meandependent var		20.28594
Adjusted R-squared	0.115717	S.D. dependent var		1.639204
S.E. of regression	1.541448	Akaike info criterion		3.933454
Sumsquaredresid	30.88879	Schwarz criterion		4.180780
Log likelihood	-30.40109	Hannan-Quinn criter.		3.967557
F-statistic	1.556154	Durbin-Watson stat		1.306551
Prob(F-statistic)	0.244097			

المصدر: مخرجات برنامج **eviews 09**.

$$y=19.7+0.28LX+0.41LX_4-0.16LX_5+0.18LX_6$$

ويلاحظ نفس الملاحظة بالنسبة للنموذج السابق، وعليه يتم إعادة التقدير بإزالة أكبر متغيرة غير معنوية وهي في هذه الحالة  $LX5$ ، للحصول على النموذج التالي:

الجدول رقم(4-19): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير  $LX5$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX6	0.090239	0.102347	0.881700	0.3835
LX4	0.267659	0.136852	1.955828	0.0579
LX1	0.110235	0.131467	0.838499	0.4070
C	19.80523	0.438961	45.11838	0.0000
R-squared	0.177934	Meandependent var		19.90322
Adjusted R-squared	0.113034	S.D. dependent var		1.547301
S.E. of regression	1.457231	Akaike info criterion		3.681346
Sumsquaredresid	80.69382	Schwarz criterion		3.846838
Log likelihood	-73.30826	Hannan-Quinn criter.		3.742005
F-statistic	2.741666	Durbin-Watson stat		1.180631
Prob(F-statistic)	0.056519			

المصدر: مخرجات برنامج **eviews 09**.

$$y=19.8+0.11LX1+0.26LX4+0.09LX6$$

ويلاحظ نفس الملاحظة بالنسبة للنموذج السابق، وعليه يتم إعادة التقدير بإزالة أكبر متغيرة غير معنوية وهي في هذه الحالة  $LX1$ ، للحصول على النموذج التالي:

الجدول رقم(4-20): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير  $LX1$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX6	0.061182	0.095934	0.637752	0.5274
LX4	0.260396	0.136057	1.913881	0.0630
C	20.11298	0.239861	83.85275	0.0000
R-squared	0.162724	Meandependent var		19.90322
Adjusted R-squared	0.119787	S.D. dependent var		1.547301
S.E. of regression	1.451673	Akaike info criterion		3.652060
Sumsquaredresid	82.18683	Schwarz criterion		3.776179
Log likelihood	-73.69325	Hannan-Quinn criter.		3.697554
F-statistic	3.789812	Durbin-Watson stat		1.208532
Prob(F-statistic)	0.031328			

المصدر: مخرجات برنامج **eviews 09**.

$$y=19.7+0.26LX4+0.06LX6$$

ويلاحظ نفس الملاحظة بالنسبة للنموذج السابق، وعليه يتم إعادة التقدير بإزالة أكبر متغيرة غير معنوية وهي في هذه الحالة  $LX6$ ، للحصول على النموذج التالي:

الجدول رقم(4-21): نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد بعد إزالة المتغير LX6

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX4	0.250574	0.110001	2.277927	0.0265
C	20.19026	0.225301	89.61447	0.0000
R-squared	0.083438	Meandependent var		19.97292
Adjusted R-squared	0.067358	S.D. dependent var		1.623363
S.E. of regression	1.567736	Akaike info criterion		3.770452
Sumsquaredresid	140.0944	Schwarz criterion		3.840877
Log likelihood	-109.2283	Hannan-Quinn criter.		3.797943
F-statistic	5.188952	Durbin-Watson stat		1.967526
Prob(F-statistic)	0.026499			

المصدر: مخرجات برنامج 09 .eviews

في هذا النموذج يلاحظ بعد التقييم الإحصائي والقياسي أنه نموذج صالح، إلا أنه يعتبر نموذج انحدار بسيط، ومنه تم القيام بعملية تقدير باستخدام توليفات مختلفة من المتغيرات المستقلة، للحصول في الأخير على نموذج قياسي آخر صالح وتتوفر فيه من جميع الشروط الإحصائية من معنوية المعلمات المعنوية الكلية للنموذج، عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي في هذا النموذج كما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم(4-22): نتائج إعادة تقدير نموذج الانحدار المتعدد

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX3	-0.359976	0.146450	-2.458014	0.0163
LX2	-0.658691	0.216750	-3.038947	0.0033
C	23.18698	0.908303	25.52780	0.0000
R-squared	0.185644	Meandependent var		19.59579
Adjusted R-squared	0.163928	S.D. dependent var		1.689109
S.E. of regression	1.544471	Akaike info criterion		3.744942
Sumsquaredresid	178.9042	Schwarz criterion		3.835585
Log likelihood	-143.0527	Hannan-Quinn criter.		3.781228
F-statistic	8.548648	Durbin-Watson stat		1.982704
Prob(F-statistic)	0.000452			

المصدر: مخرجات برنامج 09 .eviews

### 1- تحليل نتائج الانحدار المتعدد:

من الجدول يتضح أن هناك ارتباط ذو دلالة إحصائية بين كل من نسبة المديونية ونسبة حقوق الملكية والقيمة السوقية، حيث بلغ معامل التحديد *coefficient of détermination* 0.18 وهذا يعني أن LX2/LX3 تؤثران بنسبة 18% على القيمة السوقية لأسهم الشركات محل الدراسة.

أن قدرة النموذج على تفسير التغيرات في القيمة السوقية لأسهم الشركات من خلال التغير في LX2 /LX3 صغيرة ولكنها معنوية، بحيث استطاعت التغيرات في نسبة المديونية وحقوق الملكية أن ما

قيمه 18% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم الشركات محل الدراسة، أن القيمة لمتبقية 82% تعود إلى عوامل أخرى.

2- اختبار المعنوية الكلية:

من الجدول يتبين أن قيمة F تساوي 8.54 بمستوى معنوية 0.000452 أقل من 5% مما يدل على وجود أثر ذو دلالة إحصائية على تأثير المتغيرات المستقلة والمتمثلة في نسبة المديونية والربحية على المتغير التابع والمتمثل في القيمة السوقية.

تشخيص النموذج

1. استقرارية النموذج

الجدول رقم(4-23): اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

mean	median	Std.dev	skewness	kurtosis	Jarque.bera	prob
2.6	-1.18	1.52	1.58	2.76	4.76	0.092

المصدر: مخرجات برنامج 09.eviews.

من خلال الجدول يلاحظ أن المتوسط الحسابي للعوائد غير العادية يوم نشر القوائم المالية بلغ (2.6) بانحراف معياري قدره (1.52)، كما يلاحظ أن إحصائية  $Jarque-Bera \chi^2_{0.05}(2) = 5.99 >$  JB=4.76

ومنه نقبل الفرضية H0 أي أن البواقي موزعة توزيعاً طبيعياً، وهو ما يستلزم التوزيع الطبيعي للمعاملات المقدر، ومنه إمكانية تطبيق بقية الاختبارات.

ب) اختبار استقرارية النموذج باستخدام اختبار  $CUSUM of squares^{(*)}$ :

يرتكز هذا الاختبار على حساب السلسلة المتراكمة للبواقي التراجعية  $w_t$  المعطاة بالعلاقة:

$$w_t = \frac{e_r}{\sqrt{1 + x'_r(x'_{r-1}x_{r-1})^{-1}x_r}}$$

تحت فرضية الاستقرار البواقي التراجعية تتبع التوزيع الطبيعي.

$$W_r = \sum_{j=k+1}^r \frac{w_j}{\hat{\sigma}} \quad r = k + 1, \dots, N \quad \text{السلسلة المتراكمة للبواقي التراجعية تعطى بالعلاقة}$$

$$\bar{w} = \frac{\sum_{r=k+1}^N w_r}{N - K} \quad \text{و} \quad \hat{\sigma}^2 = \frac{\sum_{r=k+1}^N (w_r - \bar{w})^2}{N - K - 1} \quad \text{مع}$$

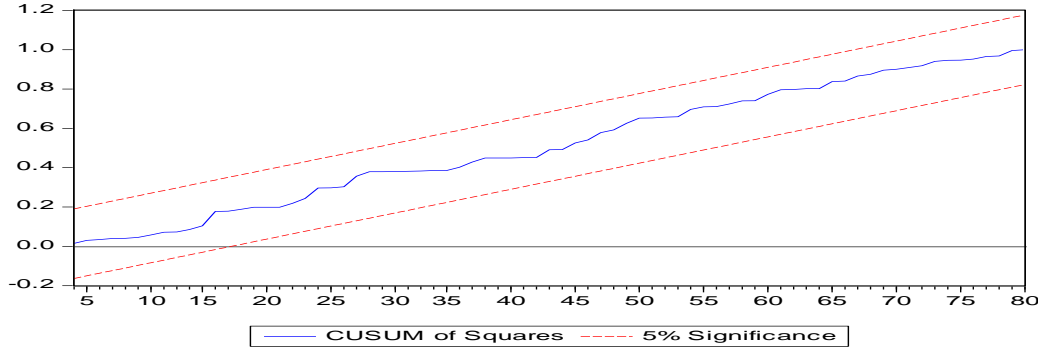
(\*)Isabelle Cadoret , , Econométrie appliquée, de Boeck, Paris 2004, P 60.

تحت فرضية الاستقرار،  $W_r$  لها متوسط معدوم و مجال الثقة للاختبار تعطى بالعلاقة:

$$\Pr = [-C_\alpha \leq W_r \leq C_\alpha] = 1 - \alpha$$

بعد إجراء الاختبار على النموذج المقدر لدينا وجدنا:

الشكل رقم(4-6): نتيجة اختبار استقرارية النموذج باستخدام اختبار *CUSUM*



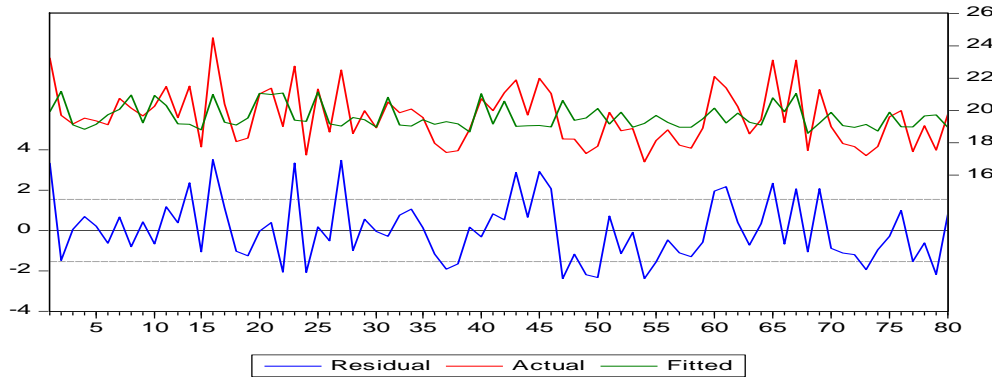
المصدر: مخرجات برنامج 09 views.

من خلال الشكل أعلاه يلاحظ أن إحصائية الاختبار بقيت داخل مجال القطبين (الخطين

المستقيمين المتقطعين)، ومنه يمكن القول بأن النموذج مستقر.

ث) مقارنة السلسلتين الأصلية و المقدر ل  $L_y$ :

الشكل رقم (4-7):مقارنة السلسلتين الأصلية و المقدر ل  $L_y$



المصدر: مخرجات برنامج 09 views.

يلاحظ من الشكل أن السلسلتين (المقدر بالأخضر، والأصلية بالأحمر) متقاربتين كثيرا عبر

كامل المشاهدات، وهو ما يبين مدى تعبير النموذج المقدر على بيانات السلسلة الأصلية.

بعد تشخيص النموذج وإثبات صلاحيته يمكننا أن نكتب النموذج في شكله النهائي وهو كالتالي:

$$L_y = 23.18 - 0.65Lx_2 - 0.35Lx_3$$

إن هذا النموذج في صيغته الخطية، ويجب أن أعادته إلى شكله الأسّي لإزالة اللوغاريتم، ليتم

الحصول في الأخير على النموذج في شكله النهائي وهو كالتالي:

$$y = 11666647886.05x_2^{0.52}x_3^{0.70}$$

أي أن القيمة السوقية تفسر بمتغيري نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول، ومتغير نسبة المديونية.

#### المطلب الثالث: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

استنادا على نتائج تحليل المعطيات السابقة، سيتم اختبار الفرضيات لكل بورصة من البورصات محل الدراسة وتفسير النتائج المتوصل إليها.

#### أولاً: نتائج اختبار الفرضيات لبورصة السعودية

بناء على النتائج السابقة يتم استخلاص ما يلي:

- رفض الفرضية الفرعية الأولى للفرضية الرئيسية الأولى والتي تنص على وجود علاقة بين نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول والقيمة السوقية للأسهم.
- قبول الفرضيتين الفرعيتين الثانية والرابعة للفرضية الرئيسية الأولى ، أي أن كل من متغير نسبة الأصول الثابتة ومتغير الربحية يفسران ما نسبته 42% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم الشركات السعودية، أي أن القيمة السوقية تفسر بمتغيري نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، ومتغير العائد على السهم.
- رفض الفرضية الفرعية الثالثة للفرضية الرئيسية الأولى والتي تنص على وجود علاقة بين نسبة المديونية والقيمة السوقية للأسهم.
- رفض الفرضية الفرعية الخامسة للفرضية الرئيسية الأولى والتي تنص على وجود علاقة بين نصيب السهم من توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم.
- رفض الفرضية الفرعية السادسة للفرضية الرئيسية الأولى والتي تنص على وجود علاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية.

#### ثانياً: نتائج اختبار الفرضيات لبورصة الأردن

باستعراض نتائج الاختبار الإحصائي لبورصة الأردن يتبين ما يلي:

- رفض الفرضية الفرعية الأولى للفرضية الرئيسية الأولى والتي تنص على وجود علاقة بين نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول والقيمة السوقية للأسهم.
- رفض الفرضية الفرعية الثالثة للفرضية الرئيسية الأولى والتي تنص على وجود علاقة بين نسبة المديونية والقيمة السوقية للأسهم.

- قبول الفرضيتين الفرعيتين الثانية والخامسة للفرضية الرئيسية الأولى والتي تفران بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتمثل في نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول وتوزيعات الأسهم والمتغير التابع والمتمثل في القيمة السوقية، أي قدرة كل من نسبة حقوق الملكية وتوزيعات الأسهم على تفسير التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركات محل الدراسة، حيث بلغ معامل التحديد 0.392 أي أن نسبة حقوق الملكية وتوزيعات الأسهم تفسر التغير الحاصل في القيمة السوقية بنسبة 39%.

- رفض الفرضية الفرعية الرابعة للفرضية الرئيسية الأولى والتي تقر بوجود علاقة بين معدل الربحية والقيمة السوقية للأسهم.

- رفض الفرضية الفرعية السادسة للفرضية الرئيسية الأولى والتي تنص على وجود علاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية.

#### ثالثاً: نتائج اختبار الفرضيات لبورصة مصر

بينت نتائج اختبار الفرضيات ما يلي:

- رفض الفرضية الفرعية الأولى للفرضية الرئيسية الأولى والتي تنص على وجود علاقة بين نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول والقيمة السوقية للأسهم.

- قبول الفرضية الثانية والثالثة الفرعيتين للفرضية الرئيسية الأولى، أي قدرة كل من نسبة المديونية على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم الشركات محل الدراسة، حيث بلغ معامل التحديد 0.16، ومنه نستنتج أن القوة التفسيرية ضعيفة جداً.

- رفض الفرضية الفرعية الرابعة للفرضية الرئيسية الأولى والتي تقر بوجود علاقة بين معدل الربحية والقيمة السوقية للأسهم.

- رفض الفرضية الفرعية الخامسة للفرضية الرئيسية الأولى والتي تنص على وجود علاقة بين نصيب السهم من توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم.

- رفض الفرضية الفرعية السادسة للفرضية الرئيسية الأولى والتي تنص على وجود علاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية.

بينت نتائج التحليل الإحصائي أن الاهتمام بالمعلومات المحاسبية الواردة في الكشوف المالية تختلف باختلاف مستوى تطبيق الإفصاح عن تلك المعلومات في الأسواق محل الدراسة، كما أظهرت نتائج الاختبار أن كل من نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول وربحية السهم كان لها تأثير على

القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي، مما يعني أن المستثمر السعودي يعتمد على حجم الموارد التي تمتلكها الشركة وكذا مقدار العائد النقدي الذي سيتحصل عليه في المستقبل، وهذه المعلومات قادرة على تفسير التغيرات في القيمة السوقية بنسبة %42 خلال فترة الدراسة.

أما في بورصة الأردن فإن المعلومات المحاسبية المتمثلة في نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول ونسبة نصيب السهم إلى توزيعات الأرباح كانت أكثر قدرة على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية بنسبة %39، فيما كانت النتائج معاكسة لكل من نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول والتدفقات النقدية وكذا نسبة المديونية.

وعليه تبين أن المستثمر الأردني يعتمد على المعلومات المحاسبية الواردة في كشف المركز المالي وكشف التغير في الأموال الخاصة، غير أن نتائج الاختبار الإحصائي لبورصة مصر أثبتت انعدام أثر المعلومات المحاسبية والمتمثلة في نسبة الربحية وكذا التدفقات النقدية على القيمة السوقية للأسهم، وتركيز المستثمر المصري على المعلومات المحاسبية المتعلقة بحقوق الملكية ونسبة المديونية، حيث بلغت القدرة التفسيرية لهذين المتغيرين المتمثلة في %16 وهي نسبة ضئيلة.

في ضوء النتائج الإحصائية لوحظ أن المعلومات المحاسبية الواردة في الكشوف المالية لا تعد كافية بالنسبة للمستثمرين والمتعاملين في البورصات محل الدراسة، كما أوضحت نتائج الدراسة اعتماد المستثمرين في البورصات محل الدراسة على المحتوى المعلوماتي الوارد في كشف المركز المالي وكشف الدخل وكشف التغير في الأموال الخاصة دون اعتمادهم على بقية الكشوف بالشكل المطلوب.

### المبحث الثالث: قياس كفاءة البورصات محل الدراسة قبل وبعد الإفصاح المحاسبي

لقياس مدى كفاءة سوق الأسهم السعودية وكل من بورصة الأردن مصر والجزائر تم استخدام أسلوب دراسة الحدث من خلال تحديد يوم الحدث والذي يتمثل في تاريخ نشر الكشوف المالية للشركات المدرجة، وفترة الحدث تتمثل في 5 أيام قبل وبعد تاريخ نشر الكشوف المالية، ومن ثم استخراج أسعار أسهم الشركات واحتساب العائد غير العادي لها قبل وبعد تاريخ نشر الكشوف المالية.

#### المطلب الأول: تقديم عام لأسلوب دراسة الحدث

دراسة الحدث لها تاريخ طويل ولعل أول دراسة منشورة كانت لـ (James Dolly, 1933) في هذه الدراسة تم دراسة الآثار السعرية لاشتقاق الأسهم والتغيرات التي تحدث للسهم في فترة الاشتقاق باستخدام عينة من 95 من الأسهم المشتقة خلال الفترة الممتدة من 1921 إلى 1931 وجد أن السعر يرتفع في 57 حالة وينخفض في 26 حالة فقط، وتم تطوير أسلوب دراسة الحدث، حيث تم إدخال عليها عدة تعديلات من بينها فصل الأحداث الجيدة عن الأحداث السيئة وهذا في أواخر الستينات من القرن الماضي<sup>1</sup>.

دراسة الحدث لها العديد من التطبيقات في مجال المحاسبة والبحوث المالية، حيث تم تطبيقها على مجموعة متنوعة من الأحداث الخاصة بالاقتصاد منها، عمليات الاندماج وإعلانات الأرباح وقضايا الديون الجديدة وتوزيع حقوق المساهمين، والإعلانات الصادرة عن متغيرات الاقتصاد الكلي.

إن اختبار دراسة الحدث ليست اختبار مباشر للكفاءة، فاتوقيت تأثير الأحداث المستمرة قد يعطي معلومات عن هيكل السوق تتعكس على سعر السهم، حيث ينص (Fama, 1970) على أن اختبار الكفاءة في شكلها شبه القوي يعتمد على تعديل الأسعار وفق المعلومات المتاحة بشكل واضح وسريع للعامة<sup>2</sup>.

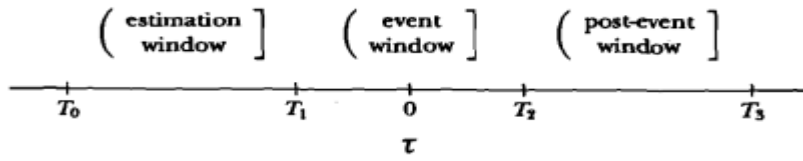
تتمثل خطوات دراسة الحدث فيما يلي:

- 1- تحديد يوم الحدث: وهو اليوم الذي تم فيه وقوع حدث ما ينتظر أن يؤثر على عوائد الأسهم، في الدراسة الحالية حدد يوم الحدث (t=0) يوم 2018-12-31.
- 2- تحديد نافذة الحدث: وفيها يتم تحديد الأيام التي تسبق يوم الحدث والأيام التي تليه وقد حددت بالمجال [-5, 0, +5].

<sup>1</sup>- A..craigMackinlay , *Event studies in economics and finance* , journal of economic literature vol XXXV , march1997 , pp13-14.

<sup>2</sup>- VlkemBasdas ,Adiloran, *Event studies in turkey Borsa Istanbul Review*- 14,3(2014), p168.

الشكل رقم(4-8):الخط الزمني لدراسة الحدث



source: Robin Jonsson, Jessica Radeshing, **From market efficiency to event study methology**, Bushelor thesis economics, school of business society and engineering economics, june 13, 2014, p18.

يمثل هذا الشكل سلم زمني مقسم لثلاث فترات، حيث تمثل الفترة الممتدة من  $T_0$  إلى  $T_1$  فترة التقدير، والفترة في اليوم 0 تمثل يوم الحدث، أما الفترة الممتدة من  $T_2$  إلى  $T_3$  فتسمى فترة مابعد الحدث.

3- تحديد فترة التقدير: وهي الفترة التي تسبق فترة الحدث تمتد من 60 يوماً إلى 200 يوماً.

4- عائد السوق: تم استخدام مؤشر الأرقام القياسية اليومي الذي تنشره سوق الأوراق

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \bar{R}_{mt} + e_{it} \dots \dots \dots (2-4)$$

$R_{it}$ : العائد العادي المتوقع للسهم  $i$  خلال الفترة  $t$

$R_{mt}$ : عائد السوق  $m$  خلال الفترة  $t$ .

$e_{it}$ : الخطأ العشوائي والذي تعبر قيمته عن تأثير المعلومات الخاصة بالشركة.

$(\alpha, \beta)$ : معاملات نموذج السوق للسهم  $t$ .

5- العائد غير العادي: العائد غير العادي على سهم كل شركة هو الفرق بين العائد الفعلي والعائد

المتوقع، وذلك على اساس النموذج التالي:

$$AR_{it} = R_{it} - \bar{R}_{it} \dots \dots \dots (3-4)$$

$AR_{it}$ : العائد غير العادي للشرك  $i$

$R_{it}$ : العائد الفعلي للشركة  $i$

$\bar{R}_{it}$ : العائد المتوقع للشركة  $i$

6- متوسط العائد غير العادي Return Ab normal: يمكن تحديد العائد اليومي المتوقع لسعر السهم

من خلال تطبيق المعادلة التالية<sup>1</sup>:

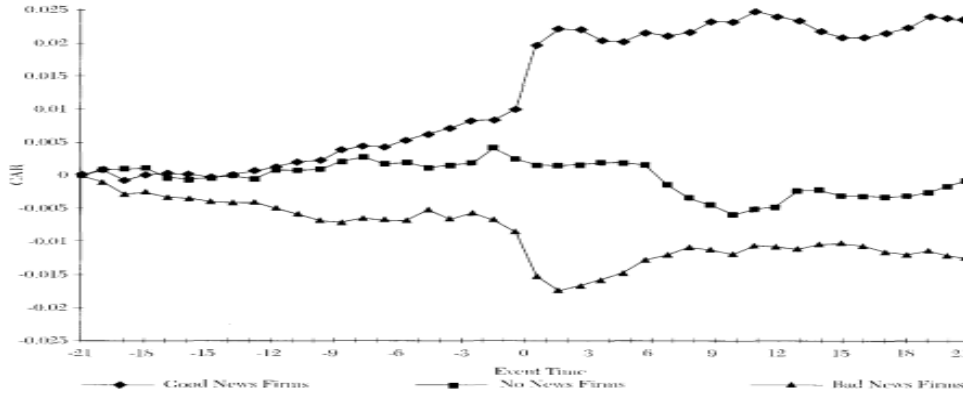
<sup>1</sup> محمد عبد الله ال عباس، أثر المعلومات عن جودة المراجعة وسمعة المراجع على سوق الاسهم السعودي دراسة اختبارية لكفاءة السوق، مجلة البحوث المحاسبية، المجلد التاسع - العدد الأول - 2008، ص: 23.

$$CAR_t = 1/N \sum AR_{it} \dots\dots\dots(4-4)$$

$CAR_t$ : متوسط العائد غير العادي

$AR_{it}$ : العائد غير العادي للشركة  $i$

الشكل رقم(4-9): متوسط العائد غير العادي في فترة الحدث



Source: A..craigMackinlay , **Event studies in economics and finance** , journal of economic literature vol XXXV , march1997 ,p28.

يوضح الشكل (4-9) متوسط العائد غير العادي في يوم الحدث، فإذا كان  $CAR_t=0$  يوم الحدث فهذا يعني عدم وجود تأثير، وإذا كان موجبا يعني وجود تأثير ايجابي بمعنى أن الكشوف المالية تحمل أخبار سارة (Good News) والعكس لو كان سالبا فهذا يعني أن الكشوف المالية تحمل أخبار سيئة (Bad News).

### المطلب الثاني: قياس العائد غير العادي قبل وبعد الإفصاح عن الكشوف المالية للبورصات محل الدراسة

لاختبار فرضيات البحث تم الاستعانة بأسلوب دراسة الحدث، باعتباره الأسلوب الذي يستخدم في قياس أثر حدث معين أو مجموعة من الأحداث على أسعار الأسهم.

#### أولا: عينة الدراسة ومصادر جمع البيانات

**عينة الدراسة:** تم اختيار عينة تتكون من 80 شركة مدرجة في كل من بورصة الأردن، السعودية ومصر، وتم استثناء الشركات الحديثة التي لم يتوفر عنها بيانات عن نشر الكشوف المالية، وتغطي فترة دراسة الحدث سنة 2018.

**مصادر جمع البيانات:** تم جمع الكشوف المالية السنوية للشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة لعام 2018، باعتبار أن هذه الأخيرة توفر للمستثمرين معلومات مفيدة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية

الحالية وتوقعاتهم المستقبلية على الوضع المالي للشركة وربحياتها، وكذا الحصول على بيانات التداول اليومي من خلال مواقع الانترنت لهذه البورصات وهي:

- موقع تداول [www.tadawul.com](http://www.tadawul.com)

- موقع أرقام [www.argaam.com](http://www.argaam.com)

- موقع مباشر [www.mubasher.info](http://www.mubasher.info)

- موقع بورصة الأردن [www.ase.com.jo](http://www.ase.com.jo)

- موقع بورصة مصر [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg)

- موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها [www.cosob.com](http://www.cosob.com)

#### ثانياً: خطوات تطبيق أسلوب دراسة الحدث على البورصات محل الدراسة

يتمثل الحدث موضوع الدراسة في الإعلان عن الكشوف المالية السنوية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية وفي كل من بورصة الأردن مصر والجزائر لسنة 2018، أما فترة الحدث المستخدمة في هذه الدراسة هي 5 أيام قبل وبعد الإعلان عن الكشوف المالية بالإضافة إلى يوم الحدث 2018/12/31 والمجموع هو إحدى عشر يوماً.

وتعتبر الفترة قبل الحدث عن مدى تسريب المعلومات للمستثمرين قبل الإفصاح عنها مما ينتج عنه عوائد غير عادية، والفترة بعد يوم الحدث تعبر عن مدى استجابة السوق للمعلومات الواردة إليها والتي تعبر عن كفاءة السوق في صيغتها الشبه قوية.

ومن أجل تقدير معلمات النموذج المستخدم في هذه الدراسة، تم اعتماد فترة تقدير 80 يوم قبل فترة الإعلان عن الكشوف المالية بالاعتماد على الأسعار اليومية لأسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة، ثم احتساب التغير اليومي للمؤشر العام لكل من البورصات محل الدراسة، حيث تم اخذ المتوسط الحسابي المرجح للرسملة السوقية للشركات المدرجة، ومنه يتم قياس متوسط العائد غير العادي لكل يوم من أيام فترة الحدث من أجل معرفة مدى كفاءة الأسواق المالية محل الدراسة، هذا ما توضحه الجداول التالية:

الجدول رقم(4-24): قياس العائد غير العادي " بورصة السعودية"

فترة الحدث	العائد غير العادي	متوسط العائد غير العادي	مستوى المعنوية	متوسط العائد غير العادي التراكمي	مستوى المعنوية
5-	0.03369	-0.00042	0.2568	-0.00042	غير دال
4-	0.60224	0.00752	0.6433	0.00770	//
3-	-0.19034	-0.00231	0.4922	0.01374	//
2-	-0.72115	0.00901	0.5600	0.01268	//
1-	-0.5644	-0.00105	0.3626	0.02705	//
0	1.14962	0.0143	0.6433	0.02551	//
1+	-0.12329	-0.00159	0.1745	0.02551	//
2+	-0.07724	-0.00095	0.1753	0.02455	//
3+	-0.20716	-0.00253	0.1814	0.02176	//
4+	-0.33410	-0.00410	0.0870	0.01778	//
5+	0.61776	0.00772	0.1511	0.02550	//

\*الاختبار عند مستوى معنوية 0.05.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Event Study V1.06

يتضح من النتائج المبينة في الجدول رقم (4-24) أن قيمة متوسط لعائد غير العادي في يوم الإعلان عن الكشوف المالية بلغ  $CAR_t=0.0143$  وهي من أكبر القيم، غير أن هذه القيمة غير معنوية حيث بلغ مستوى المعنوية 0.1745، مما يعني قبول الفرضية التي تنص على أن متوسط العائد غير العادي في يوم الحدث لا يساوي الصفر.

كما يلاحظ من الجدول أن قيم متوسط العائد غير العادي خلال فترة الحدث لم تكن معنوية، هذا ما يفسر عدم امتصاص البورصة للمعلومات الواردة إليها وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الرئيسية الثالثة.

الجدول رقم(4-25): قياس العائد غير العادي " بورصة الأردن"

فترة الحدث	العائد غير العادي	متوسط العائد غير العادي	مستوى المعنوية	متوسط العائد غير العادي التراكمي	مستوى المعنوية
5-	0.149963	0.00187	0.0184	0.00187	غير دال
4-	-0.57251	-0.00715	0.0163	-0.00528	//
3-	-0.18317	-0.00220	0.0454	-0.00757	//
2-	0.02298	0.00028	0.0531	-0.00728	//
1-	-0.29279	-0.00365	0.0598	-0.01090	//
0	-0.06244	-0.00078	0.7795	-0.01172	//
1+	-1.76448	-0.02202	0.0076	-0.03370	//
2+	-0.25367	-0.00317	0.0037	-0.03690	دال
3+	-0.04695	-0.00058	0.5681	-0.03750	//
4+	-0.17108	-0.00213	0.5681	-0.03965	//
5+	-0.52319	-0.00653	0.0852	-0.04619	//

\*الاختبار عند مستوى معنوية 0.05.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Event Study V1.06

من الجدول رقم (4-25) تظهر النتائج عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية يوم الحدث، حيث بلغ متوسط العائد غير العادي يوم الحدث  $CAR_t = -0.00078$  (  $t=0$  ) بمستوى معنوية 0.7795، مما يؤكد الفرضية " متوسط العائد غير العادي لا يساوي 0 يوم الحدث"، مما يفسر عدم وجود تأثير للإفصاح عن الكشوف المالية على أسعار الأسهم.

كما بلغت قيم  $CAR_t$  قبل يوم الحدث، في اليوم:  $t=5-$  و  $t=4-$  و  $t=3-$  على التوالي: 0.00187، -0.00715، -0.0022 بمستوى معنوية 0.0184، 0.0163، 0.0454 وهي قيم اقل من 0.05، وهذا يفسر وجود تسرب في المعلومات في هذه الأيام.

أما الفترة التي تلي يوم الحدث، فقد بلغ متوسط العائد غير العادي في اليوم  $t=1$ ،  $t=2$  على التوالي: -0.0022، -0.00317، بمستوى معنوية 0.0076، 0.0037 وهي اقل من 0.05، مما يدل على وجود استجابة وامتصاص للمعلومات الواردة للسوق، مما يثبت عدم صحة الفرضية الرئيسية الثالثة.

الجدول رقم(4-26): قياس العائد غير العادي " بورصة مصر "

فترة الحدث	العائد غير العادي	متوسط العائد غير العادي	مستوى المعنوية	متوسط العائد غير العادي التراكمي	الدلالة
5-	-0.8295	-0.0103	0.2109	-0.01036	غير دال
4-	-0.32473	-0.00405	0.3053	-0.0144	//
3-	-0.13512	-0.00116	0.3053	-0.0155	//
2-	-0.54698	-0.00683	0.4241	-0.0224	//
1-	-0.63011	-0.00787	0.4241	-0.03030	//
0	0.36214	0.00452	0.4348	-0.02570	//
1+	2.90988	0.03637	0.2189	0.01050	//
2+	-0.20984	-0.00260	0.7704	0.00796	//
3+	-0.07351	-0.000918	0.7704	0.00704	//
4+	-0.30157	-0.00379	0.7163	-0.00118	//
5+	-0.35518	-0.00443	0.9750	-0.0011	//

\*الاختبار عند مستوى معنوية 0.05.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Event Study V1.06

يتضح من النتائج المبينة في الجدول رقم(4-26) رقم أن قيمة متوسط لعائد غير العادي في يوم الإعلان عن الكشوف المالية بلغ  $CAR_t = 0.0452$ ، هذه القيمة غير معنوية حيث بلغت القيمة الاحتمالية  $0.05 < 0.4348$ ، وهذا يعني رفض الفرض الذي ينص على وجود تأثير للإفصاح عن الكشوف المالية على أسعار أسهم البورصات محل الدراسة.

كما تشير النتائج عدم وجود دلالة إحصائية ل  $CAR_t$  قبل و بعد الإفصاح عن الكشوف المالية أي خلال فترة الحدث.

الجدول رقم(4-27): قياس العائد غير العادي " بورصة الجزائر"

فترة الحدث	العائد غير العادي	متوسط العائد غير العادي	مستوى المعنوية	متوسط العائد غير العادي التراكمي	مستوى المعنوية
5-	0.04076	0.000509	0.8145	0.000509	غير دال
4-	0.04076	0.000509	0.8401	0.001019	//
3-	0.04076	0.000509	0.8193	0.001528	//
2-	0.04076	0.000509	0.8469	0.002547	//
1-	0.04076	0.000509	0.8811	0.003057	//
0	0.04076	0.000509	0.9312	0.003057	//
1+	0.04076	0.000509	0.9312	0.003566	//
2+	0.04076	0.000509	0.9312	0.00407	//
3+	0.04076	0.000509	0.9312	0.004580	//
4+	0.04033-	-0.000504	0.9312	0.004080	//
5+	0.04076	0.000509	0.9312	0.004590	//

\*الاختبار عند مستوى معنوية 0.05.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Event Study V1.06

لا تنعكس المعلومات المتعلقة بنشر الكشوف المالية على أسعار الأسهم طيلة فترة الحدث، من الجدول رقم(4-27) يتبين وجود عوائد غير عادية طيلة الفترة اللاحقة لنشر الكشوف المالية، وبالتالي لا يوجد استجابة لهذه المعلومات مع أسعار الأسهم نظرا لاستمرار تحقيق أرباح غير عادية.

#### المطلب الثالث: اختبار فرضيات الدراسة وتفسير النتائج

بعد تحليل البيانات في المطلب السابق يأتي هذا المطلب لاختبار الفرضيات ومن ثم استخلاص

النتائج،

على ضوء النتائج المتوصل إليها يتم قبول الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص على أنه:

- العوائد غير العادية في يوم الإعلان عن الكشوف المالية لا تساوي الصفر، انطلاقا من نظرية كفاءة السوق في شكلها شبه قوي التي تفترض أن المعلومات المفصح عنها في الكشوف المالية تنعكس على أسعار الأسهم بسرعة دون تحقيق عوائد غير عادية، مما يدل أن البورصات محل الدراسة لا تتصف بالكفاءة عند المستوى شبه القوي.
- كما يتم قبول الفرضية التي تقضي ب: عدم وجود اثر ذو دلالة إحصائية لاستجابة الأسعار بعد نشر الكشوف المالية، مما يعني أن أسعار الأسهم للشركات المدرجة في كل من بورصة السعودية

- مصر وبورصة الجزائر لا تستجيب للمعلومات المفصح عنها في الكشوف المالية نظرا لاستمرار تحقيق أرباح غير عادية ، وهناك استجابة بطيئة لأسعار الأسهم لبورصة الأردن.
- مما يدل على أن الإفصاح عن المحتوى المعلوماتي للكشوف المالية ليس له أي أثر على كفاءة السوق، وهذا ما يؤكد عدم كفاءة البورصات محل الدراسة عند المستوى شبه القوي.
- وترجع أسباب عدم امتصاص السوق للمعلومات المفصح عنها لما يلي:
- عدم اهتمام المستثمرين في البورصات محل الدراسة بالمعلومات المحاسبية المفصح عنها، واعتمادهم على عوامل أخرى لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية؛
  - وضع قيود على أسعار الأسهم إلا بنسبة محددة يتم تحديدها من طرف مجلس الإدارة، وهذا يتنافى مع الفروض التي تقوم عليها كفاءة السوق من بينها عدم وجود أي قيود على أسعار الأسهم وتدفق المعلومات.
  - تسريب المعلومات الواردة في الكشوف المالية قبل الإفصاح عنها مما يعني ضعف هيئات الأسواق محل الدراسة في القيام بدورها الرقابي.
  - ضعف الإفصاح المحاسبي وعدم تحسينه وهذا ما نجده بشكل واضح في بورصة الجزائر.

## خلاصة الفصل الرابع

من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل لواقع الإفصاح المحاسبي في سوق الأسهم السعودي وكل من بورصة الأردن مصر والجزائر، وكذا تحليل البيانات وعرض النماذج المستخدمة في تحديد العلاقة بين المعلومات المفصح عنها والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة، وذلك من أجل معرفة المعلومات المحاسبية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وكذا قياس كفاءة البورصات محل الدراسة قبل وبعد الإفصاح عن الكشوف المالية لمعرفة تأثير الإفصاح عن الكشوف المالية للشركات المدرجة على أسعار أسهم هذه الشركات.

يمكن استخلاص أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة في جانبها التطبيقي كما يلي:

✓ لم يعطي المشرع الجزائري أهمية للجوانب المتعلقة بالإفصاح عن الكشوف المالية، إلا في حالة الشركات التي تلجأ للادخار.

✓ ضعف العلاقة بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة؛

✓ تركيز المستثمر السعودي على حجم الموارد التي تمتلكها الشركة وكذا العوائد التي سيتحصل عليها مستقبلاً وهذه المعلومات قادرة على تفسير التغيرات في القيمة السوقية بنسبة 42% خلال فترة الدراسة؛  
✓ اهتمام المستثمر الأردني بالمعلومات المتعلقة بحقوق الملكية وتوزيعات الأرباح، حيث يعتبر هذا المؤشر مقياساً لحسن أداء الشركة وقوة مركزها المالي؛

✓ اهتمام المستثمر المصري بالمعلومات المحاسبية المتعلقة بحقوق الملكية ونسبة المديونية، حيث بلغت القدرة التفسيرية لهذين المتغيرين 16% وهي نسبة ضئيلة؛

✓ أسعار الأسهم للشركات المدرجة في كل من بورصة السعودية مصر وبورصة الجزائر لا تستجيب للمعلومات المفصح عنها في الكشوف المالية نظراً لاستمرار تحقيق أرباح غير عادية ، وهناك استجابة بطيئة لأسعار الأسهم لبورصة الأردن؛

✓ تشير النتائج المتوصل إليها والمتعلقة بكل من بورصة الأردن مصر والسعودية والجزائر في مجملها إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنشر الكشوف المالية على أسعار الأسهم في يوم الحدث، مما يدل على عدم كفاءة الأسواق المالية محل الدراسة عند المستوى شبه القوي.

الخاتمة

إن الاستثمار في الأوراق المالية يعتمد أساساً على الإفصاح عن جميع أنشطة الشركات المدرجة في السوق المالية ويعد العنصر الأساس في تحديد أسعار الأوراق المالية، حيث تؤثر دقة المعلومات المحاسبية الواردة في الكشوف المالية السنوية على قرارات المستثمرين، وأي خلل أو تضليل في هذه المعلومات يؤدي إلى انخفاض كفاءة الأسواق المالية، وينعكس على سعر السهم مما يؤدي إلى ابتعاد قيمته السوقية على قيمته الحقيقية مما ينتج عنه عوائد غير عادية.

إن الهدف من هذا البحث هو دراسة أثر الإفصاح في تحقيق الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية، حيث تناول الإطار النظري للبحث عرض للأسواق المالية باعتبارها تلعب دور بارز في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القطاعات الأكثر إنتاجية، ويبرز دور الأسواق المالية في تخصيص الموارد الاقتصادية بين الوحدات الاقتصادية وتوجيهها إلى تلك الوحدات التي تستخدمها بكفاءة، فالسوق المالية التي تتصف بالكفاءة فيما يتعلق بالمعلومات هي تلك التي تستطيع أن تستخدم كافة المعلومات وإتاحتها بسرعة في عملية تحديد أسعار الأسهم، أي أن سعر السهم سوف يتحدد بناءً على كافة المعلومات المتاحة للعاملين جميعهم، ولكي تكون المعلومات المحاسبية ملائمة وذات منفعة يلزم أن يفصح عنها في الوقت المناسب.

يعد الإفصاح المحاسبي للشركات المدرجة في الأسواق المالية من المقومات الأساسية لوجود الأسواق المالية واستمرار نشاطها، ولذلك فإن الأسواق المالية ملزمة بإتاحة المعلومات المحاسبية لكافة المستثمرين لاستثمار أموالهم في الأسواق المالية.

ولتعزيز الجانب النظري تم اسقاط هذه الدراسة على مجموعة من الدول النامية لمعرفة مدى التزامها بقواعد الإفصاح في أسواقها المالية، فبالرغم من الإصلاحات التي عرفتها الأسواق النامية بما يتوافق والنظام المالي العالمي، مازالت تفتقر إلى أسواق ذات كفاءة، فأصبح من الضروري تطوير هذه البورصات من خلال تعزيز الشفافية و الإفصاح وذلك بنشر معلومات بصورة آنية وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية، حيث تم استعراض ملامح مجموعة من بورصات الدول النامية وإجراء اختبار على عينة من الشركات المدرجة في هذه البورصات السعودية، الأردن، مصر والجزائر.

### أولاً: نتائج الدراسة

لقد خلص البحث في الجانب النظري إلى ما يلي:

- يعتبر السوق كفاء إذا كان سعر السهم يعكس كافة المعلومات المتاحة وبالتالي تكون القيمة السوقية هي القيمة العادلة، وفي ظل السوق الكفاء يصعب على المستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين نظراً لتوفر المعلومات في نفس الوقت؛
- الكفاءة المعلوماتية تعني أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة ودون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، يعني الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات والسوق يصبح لعبة عادلة؛
- تتجسد خاصية التوقيت الملائم لنشر المعلومات المحاسبية في تقديم تلك المعلومات ونشرها قبل أن تتقادم وتفقد قدرتها على التأثير في عملية اتخاذ القرار وبالتالي تصبح غير ملائمة؛
- تعد المعلومات المحاسبية من أهم المعلومات التي يجب أن تقوم بتوفيرها بورصة الأوراق المالية
- يعبر الإفصاح المحاسبي عن الوضوح وعدم الإبهام في عرض المعلومات المحاسبية عند إعداد التقارير المالية، كما يعمل على تقليص حالة عدم تماثل المعلومات بين الشركة وحاملي الأسهم.

### ثانياً: اختبار الفرضيات

في ضوء تحليل البيانات واختبار الفرضيات في الجانب التطبيقي للبحث، فقد تم التوصل إلى مايلي:

- لم يعطي المشرع الجزائري أهمية للجوانب المتعلقة بالإفصاح عن الكشوف المالية، إلا في حالة الشركات التي تلجأ للدخار؛
- أظهرت نتائج الاختبار أن كل من نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول وربحية السهم كان لها تأثير على القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي، مما يعني أن المستثمر السعودي يعتمد على حجم الموارد التي تمتلكها الشركة وكذا مقدار العائد النقدي الذي سيحصل عليه في المستقبل، وهذه المعلومات قادرة على تفسير التغيرات في القيمة السوقية بنسبة 42% خلال فترة الدراسة، هذا ما يثبت عدم صحة كل من الفرضيتين الفرعيتين الثانية والرابعة للفرضية الرئيسية الأولى ؛
- في بورصة الأردن تتمثل المعلومات المحاسبية في نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول ونسبة نصيب السهم إلى توزيعات الأرباح كانت أكثر قدرة على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية

- بنسبة 39%، وهذا ما يؤكد عدم صحة كل من الفرضيتين الفرعيتين الثانية والخامسة للفرضية الرئيسية الأولى، فيما كانت النتائج معاكسة لكل من نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول والتدفقات النقدية وكذا نسبة المديونية، وعليه تبين أن المستثمر الأردني يعتمد على المعلومات المحاسبية الواردة في كشف المركز المالي وكشف التغير في الأموال الخاصة؛
- إن نتائج الاختبار الإحصائي لبورصة مصر أثبتت انعدام أثر المعلومات المحاسبية والمتمثلة في نسبة الربحية وكذا التدفقات النقدية على القيمة السوقية للأسهم، وتركيز المستثمر المصري على المعلومات المحاسبية المتعلقة بحقوق الملكية ونسبة المديونية، حيث بلغت القدرة التفسيرية لهذين المتغيرين المتمثلة في 16% وهي نسبة ضئيلة، وهذا ما يثبت عدم صحة الفرضيتين الفرعيتين الثانية والثالثة للفرضية الرئيسية الأولى؛
- يتضح من النتائج المبينة في الجدول رقم (4-24) أن قيمة متوسط لعائد غير العادي في يوم الإعلان عن الكشوف المالية بلغ  $CAR_t = 0.0143$  وهي من أكبر القيم، غير أن هذه القيمة غير معنوية حيث بلغ مستوى المعنوية 0.1745، مما يؤكد صحة الفرضية الرئيسية الثانية، كما يلاحظ من الجدول أن قيم متوسط العائد غير العادي خلال فترة الحدث لم تكن معنوية، هذا ما يفسر عدم امتصاص البورصة للمعلومات الواردة إليها، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الرئيسية الثالثة؛
- من الجدول رقم (4-25) تظهر النتائج عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية يوم الحدث، حيث بلغ متوسط العائد غير العادي يوم الحدث  $CAR_t = -0.00078$  (  $t=0$  ) بمستوى معنوية (0.7795)، مما يثبت صحة الفرضية " متوسط العائد غير العادي لا يساوي 0 يوم الحدث"، مما يفسر عدم وجود تأثير للإفصاح عن الكشوف المالية على أسعار الأسهم، كما بلغت قيم  $CAR_t$  قبل يوم الحدث، في اليوم: ( $t=5$ ) و ( $t=4$ ) و ( $t=3$ ) على التوالي: (0.00184)، (0.0163)، (0.0454) وهي قيم أقل من 0.05، وهذا يفسر وجود تسرب في المعلومات في هذه الأيام؛
- يتضح من النتائج المبينة في الجدول رقم (4-26) رقم أن قيمة متوسط لعائد غير العادي في يوم الإعلان عن الكشوف المالية بلغ  $CAR_t = 0.0452$ ، هذه القيمة غير معنوية حيث بلغت القيمة الاحتمالية  $0.05 < 0.4348$ ، وهذا يعني قبول الفرضية الرئيسية الثانية التي ينص على عدم وجود تأثير للإفصاح عن الكشوف المالية على أسعار أسهم البورصات محل الدراسة، كما تشير النتائج عدم

- وجود دلالة إحصائية ل  $CAR_t$  قبل و بعد الإفصاح عن الكشوف المالية أي خلال فترة الحدث ما يثبت صحة الفرضية الرئيسية الثالثة؛
- لا تنعكس المعلومات المتعلقة بنشر الكشوف المالية على أسعار الأسهم طيلة فترة الحدث، من الجدول رقم(4-27) يتبين وجود عوائد غير عادية طيلة الفترة اللاحقة لنشر الكشوف المالية، وبالتالي لا يوجد استجابة لهذه المعلومات مع أسعار الأسهم نظرا لاستمرار تحقيق أرباح غير عادية، وهذا ما يؤكد صحة الفرضيتين الرئيسيتين الثانية والثالثة؛
  - تشير النتائج في مجملها إلى عدم كفاءة كل من سوق الأردن وسوق مصر للأوراق المالية في شكلها شبه قوي، وهذا راجع لعدم استجابة أسعار الأسهم للمعلومات الواردة في الكشوف المالية، و يعود ذلك لضعف أنظمة الرقابة و الإفصاح في السوق لمالي؛
  - بالإضافة إلى العوائق التي تعاني منها بورصة الجزائر من حيث تقلص القاعدة الاستثمارية وانعدام حجم التداول وانخفاض سيولة السوق وانخفاض معدل دوران السهم، فإن بورصة الجزائر لا تتوفر على أدنى مقومات كفاءة الأسواق المالية المتمثلة في عمق السوق، وعدم وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على سعر السهم مما يسمح للمستثمرين بتحقيق عوائد غير عادية ؛
  - من خلال نتائج الدراسة الاختبارية نستنتج أن المستثمر في أسواق الدول النامية لا يستند في اتخاذ قراراته الاستثمارية على مؤشرات التحليل الأساسي والذي يهدف إلى التنبؤ بما سيكون عليه سعر الورقة المالية في المستقبل ذلك من أجل تحديد قيمتها الحقيقية بناءا على درجة العائد و المخاطرة، بل يعتمد في اتخاذ قراراته الاستثمارية على الإشاعات ومؤشرات التحليل الفني في التنبؤ بسعر الورقة المالية؛
  - اعتماد المتداولين في الأسواق المالية للدول النامية على الإشاعات في التداول أكثر من استخدام المعلومات المحاسبية؛

### ثالثا: التوصيات:

- ✓ يجب توعية المستثمرين في أسواق الدول النامية و اقناعهم بأهمية استخدام المعلومات المحاسبية عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وذلك من خلال الالتحاق بالدورات التدريبية التي تنظمها الهيئات العامة والمتعلقة بأمور الإفصاح وكيفية قراءة وتحليل البيانات والقوائم وأطر اعدادها؛

- ✓ عدم اكتفاء المشرع فقط ببيان المعلومات التي يجب الإفصاح عنها، بل يجب الاهتمام أيضا بوضع تعريف للإفصاح والشفافية في سوق رأس المال؛
- ✓ ضرورة تركيز المستثمرين والمتعاملين في الأسواق المالية على إفصاحات الهيئة العامة للشركات المدرجة في الأسواق المالية؛
- ✓ العمل على تنظيم وتطوير عمليات الإفصاح عن المعلومات الأساسية وفقا للمعايير الدولية للمحافظة على ثقة السوق المالي؛
- ✓ تعزيز دور الإفصاح الالكتروني في الأسواق النامية من أجل القضاء على عدم تماثل المعلومة؛
- ✓ تفعيل دور الجهات الرقابية في أسواق الدول النامية في نشر الإفصاحات المحاسبية بالشكل والوقت المناسب من أجل الاستفادة منها في اتخاذ القرارات الاستثمارية؛
- ✓ بالنسبة لبورصة السعودية الأردن ومصر من الضروري زيادة وسائل الإعلام من أجل توعية المستثمرين تعزيز الإفصاح في سوق الأوراق المالية؛
- ✓ ربط الأسواق المالية العربية وفتح أسماؤها من أجل الاستفادة من تجاربهم والنهوض ببورصة الجزائر؛
- ✓ بالنسبة لبورصة الجزائر ضرورة تخفيض الضريبة من أجل تشجيع الشركات لفتح أسماؤها وطرح أوراقها المالية للتداول هذا من أجل زيادة عمق السوق والذي يساهم بدوره في زيادة السيولة من أجل تحقيق الكفاءة في بورصة الجزائر؛
- ✓ تعيين قانون سوق الأوراق المالية لبورصة الجزائر بتعليمات الإفصاح عن المعلومات المحاسبية الأكثر وضوحا وإلزام الشركات بهذه التعليمات؛
- ✓ وضع قوانين صارمة من أجل محاربة ظاهرة التسرب المعلومات وظاهرة عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية.

### رابعاً: آفاق الدراسة:

- ✓ زيادة الدراسات المتعلقة بموضوع الإفصاح في الأسواق المالية وكيفية قياس العوائد غير العادية بصورة خاصة؛
- ✓ إجراء دراسة الحدث على كل قطاع منفرد في السوق المالي وذلك لمعرفة أي القطاعات تأثرت.

# قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

■ الكتب:

- 1- أحمد بن محمد الخليل ، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي ، دار ابن الجوزية ، المملكة العربية السعودية ، 2003 .
- 2- أحمد حلمي جمعة، معايير التقارير المالية الدولية (معايير المحاسبة الدولية)، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
- 3- أحمد علي خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012.
- 4- أحمد فتحي أبو كريم، الشفافية والقيادة في الإدارة، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 5- أحمد محمد لطفي أحمد ، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2006 .
- 6- ارشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة المخاطر ، دار المسيرة ، الأردن ، 2004 .
- 7- السيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، دار الفكر للنشر ، الأردن ، 2010 .
- 8- الطاهر لطرش ، تقنيات البنوك دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، ط2 ، الجزائر ، 2003 .
- 9- إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، التسيير المالي (الإدارة المالية) وتطبيقاتها ، دار وائل للنشر ، 2006 .
- 10- أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2008.
- 11- جبار محفوظ ، تنظيم وإدارة البورصة ، الجزء 3 ، سلسلة التعريف بالبورصة ، الجزائر ، 2004 .
- 12- جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالإدارات المالية المتداولة في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010.
- 13- حاكم الربيعي ، ميثاق الفللاوي ، حيدر جوان ، علي أحمد فارس ، المشتقات المالية عقود المستقبلات ، الخيارات- المبادلات ، دار اليازوري للنشر ، الأردن ، 2009 .
- 14- حسني علي خريوش ، عبد المعطي رضا أرشيد ، محفوظ احمد جودة ، الأسواق المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية) ، دار زهران للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2013 .

- 15- حمدي عبد العظيم ، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم ، المكتب الجامعي الحديث ، مصر ، 2012 .
- 16- حنان رضوان، النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير دراسة معمقة في نظرية المحاسبة، دار وائل، الأردن، 2003.
- 17- زكريا سلامة عيسى شنطاوي ، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2009 .
- 18- سعد بن علي بن وهف القحطاني ، زكاة عروض التجارة والأسهم والسندات ، مفهوم وشروط وفروق وأنواع ، سلسلة زكاة المحسن ، الرياض ، 2005.
- 19- سعيد محمد جلال، تطور الفكر المحاسبي المعاصر تحليل وعرض القوائم المالية، قائمة التدفقات النقدية. التاجير التمويلي. انتماني بالنسب، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2017.
- 20- سمير عبدا الحميد رضوان ، أسواق الأوراق المالية ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، القاهرة ، 1999 .
- 21- شعبان محد إسلام البرواوي ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، دراسة تحليلية نقدية ، دار الفكر المعاصر ، دمشق ، سورية ، 2001 .
- 22- شمعون شمعون ، البورصة & وبورصة الجزائر ، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع ، الجزائر ، 2005 .
- 23- صلاح الدين حسن السيسي ، البورصات والأسواق المالية (دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية)، دار الكتاب الحديث ، مصر ، 2014 .
- 24- طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية (المفاهيم ، إدارة المخاطر المحاسبية) ، الدار الجامعية، مصر ، 2004 .
- 25- طارق عبد العال حماد، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان نظرة حالية ومستقبلية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 26- طارق عبد العال حماد ، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2002 .
- 27- طاهر حردان ، أساسيات الاستثمار ، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2009 .
- 28- عبد الغفار حنفي ، البورصات أسهم -سندات- صناديق الاستثمار ، المكتب العربي الحديث ، مصر، بدون سنة النشر .
- 29- عبد الغفار حنفي ، بورصة الأوراق المالية أسهم ، سندات ، وثائق الاستثمار ، الخيارات ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، 2003 .

- 30- عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، أسواق المال وتمويل المشروعات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2005 .
- 31- عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا، الاستثمار والعلوم المصرفية، سوريا، دمشق، 2002.
- 32- علا محمد شوقي، إبراهيم عيسى، تأثير تطبيق حوكمة الشركات على مخاطر نظم المعلومات المحاسبية، الدار الجزائرية المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، 2015، الجزائر.
- 33- عاطف ياسين الشريف، البورصة.....صراع الثيران والدببة، مطابع العاصمة، مصر، 2015.
- 34- عباس كاظم الدعيمي ، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، 2010 .
- 35- عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، الأسواق والمؤسسات المالية ، بنوك تجارية ، أسواق الأوراق المالية ، شركات التأمين ، شركات الاستثمار ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2001 .
- 36- عبد المطلب عبد الحميد ، مبادئ وسياسات الاستثمار ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2010 .
- 37- عبد المطلب عثمان محمود ، نموذج مقترح لقياس اثر تطبيق حوكمة الشركات ، الدار الجزائرية ، المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، جامعة الدول العربية ، 2015 .
- 38- عصران جلال عصران ، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية ، دار التعليم الجامعي ، الإسكندرية ، 2010 .
- 39- علاء فرحان طالب ، حيدر يونس الموسوي ، محمد فايز حسن ، إدارة المؤسسات المالية مدخل فكري معاصر ، دار الأيام للنشر ، عمان ، 2013 .
- 40- غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر ، الأردن ، 2009 .
- 41- فهد الحويماني ، المال والاستثمار في الأسواق المالية ، ط2 ، مكتبة الملك فهد الوطنية ، الرياض ، 2006.
- 42- كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 43- مبارك بن سلمان آل فواز ، الأسواق المالية من منظور إسلامي ، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية ، جدة ، 2010 .
- 44- هشام فوزي دباس العبادي ، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2007 .
- 45- هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ، دار الصفاء ، الأردن ، 2003 .

- 46- مجدي سلامة محمود، معايير المحاسبة الدولية السياسات المحاسبية والتغيرات في التقديرات والأخطاء المحاسبية الإفصاح المحاسبي - عرض البيانات المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2017.
- 47- محمد أحمد عبد الباقي، المحاسبة المالية المتقدمة التسويات الجردية -قراءة القوائم المالية- الحسابات اختصاص في المنشآت التجارية، مؤسسة لقياب الجامعة 2017.
- 48- محمد الحناوي ، نهال فريد ، السيدة عبد الفتاح إسماعيل ، السيد الصيفي ، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2007 .
- 49- محمد المبروك أوزيد، المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2011.
- 50- محمد صالح الحناوي ، السيد عبد الفتاح عبد السلام ، المؤسسات المالية (البنوك والبنوك التجارية)، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 1998 .
- 51- محمد علي سويلم ، أدوات الاستثمار في البورصة "دراسة مقارنة" ماهية الاستثمار ، البورصة ، الصكوك المالية ماهيتها ، أنواعها ، حصص التأسيس ، الأسهم ، السندات ، صكوك التمويل ، وثائق الاستثمار قيد الصكوك المالية في البورصة في ضوء الفقه وأحكام النقض ، دار المطبوعات الجامعية ، الإسكندرية ، 2013 .
- 52- محمد مطر ، فايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر ، عمان ، 2005 .
- 53- محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية مؤسسات- أوراق- بورصات ، دار الشروق ، الأردن ، 2005 .
- 54- مرعي، عبد الحي، المحاسبة المالية المتقدمة، مؤسسة شباب الجامعة للنشر الإسكندرية، 1993.
- 55- معراج هوارى، حديدي آدم، مدخل إلى محاسبة القيمة العادلة، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الأردن، 2017.
- 56- منير إبراهيم ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ، منشأة المعارض ، الإسكندرية ، 2008 .
- 57- منير إبراهيم الهندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ، دار المعرفة الجامعية ، الإسكندرية ، 2014 .
- 58- منير إبراهيم الهندي ، أوراق مالية وأسواق المال ، منشأة المعارض للتوزيع الإسكندرية ، 2006 .
- 59- مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة ، تحليل القوائم المالية : مدخل نظري وتطبيقي ، دار المسيرة عمان، 2006.

- 60- مؤيد عبد الرحمان الدوري ، سعيد جمعة عقل ، إدارة المشتقات المالية ، دار إثراء للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2012 .
- 61- كمال الدين الزهراوي، محمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبية والمراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 62- ماهر كنج شكري ، مروان عوض ، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق ، معهد الدراسات المصرفية ، الأردن ، 2004 .
- 63- محمد الحناوي ، نهال فريد مصطفى ، السيد عبد الفتاح إسماعيل ، السيد الصيفي ، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر ، دار القلم الجامعي ، الإسكندرية ، 2007 .
- 64- محمد الصيرفي ، البورصات ، دار الفكر ، الإسكندرية ، 2007 .
- 65- محمد صبري هارون ، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2009 .
- 66- محمد عزت غزلان ، اقتصاديات النقود والمصارف ، دار النهضة العربية، 2009 .
- 67- مختار حميدة ، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية ، مكتب العصرية ، بيروت ، 2013 .
- 68- مصطفى يوسف كافي ، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية ، دار مؤسسة رسلان ، سوريا ، 2014 .
- 69- مروان عطون ، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث) ، ط2 ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2003 .
- 70- نهال فريد مصطفى ، السيد عبد الفتاح إسماعيل ، الأسواق والمؤسسات المالية ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ، 2007 .
- 71- ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياني ، أحمد زكريا صيام ، أساسيات الاستثمار العيني والمالي ، دار النفائس ، الأردن ، 1999 .
- 72- وسام ملاك ، البورصات والأسواق المالية العالمية ، دار المنهل ، لبنان ، الجزء الأول ، 2003 .

#### ■ الأطروحات:

- 1- إبراهيم عبد الرحمن عبد الله عوض الله، القياس والإفصاح المحاسبي من تكاليف الأصول الزراعية وأثرهما في قرارات مستخدمي القوائم المالية (دراسة ميدانية تطبيقية على شركة السكر السودانية)، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه، فلسفة في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا، 2015.
- 2- إبراهيم يعقوب إسماعيل عثمان، أثر استخدام القيمة العادلة كأساس للقياس والإفصاح والمراجعة على تحقيق جودة المعلومات المحاسبية (دراسة تطبيقية وميدانية على عينة من الشركات المدرجة في سوق

- الخرطوم للأوراق المالية)، دراسة مقدمة لنيل درجة دكتوراه فلسفة في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2016.
- 3- آيت محمد مراد، ضرورة تكييف بيئة المحاسبية بالجزائر مع متطلبات النظام المحاسبي المالي "خلال الفترة 2016-2017"، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، في العلوم الاقتصادية بفرع: النقود والمالية، الجزائر 03، 2014/2013.
- 4- الجودي صاطوري، اثر كفاءة سوق رأس المال الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006/2005.
- 5- بكاش فتيحة، دوافع توحيد المعايير المحاسبية الدولية في ظل العولمة (حالة الجزائر)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2010/2011 .
- 6- بن أمير بن حاسين ، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية ، دراسة قياسية ، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه ، علوم في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود ، بنوك ، ومالية جامعة أبي بكر ، تلمسان ، 2012 .
- 7- حديدي آدم، أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة على الإبلاغ المالي للقوائم المالية في البنوك التجارية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 03/2014/2015.
- 8- حواس صلاح، التوجه الجديد نحو معايير الإبلاغ المالي الدولية، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، الجزائر 03/2007/2008 .
- 9- دربال أمينة ، محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية دراسة حالة: مؤشر دبي المالي ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص : نقود ، بنوك ومالية ، تلمسان ، 2014 .
- 10- عائشة بخالد ، اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف دراسة حالة مؤشر داوجونز الصناعي خلال الفترة 1928 إلى 2014 ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية ، تخصص دراسات مالية واقتصادية ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 2014/2015.
- 11- عفراء مهيب زحلو، تأثير عوامل بيئة الاستثمار على التباين في الإفصاح المحاسبي وفقا للمعايير الدولية، عينة من الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية، أطروحة أعدت لنيل درجة الدكتوراه- قسم المحاسبة- كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، 2014.
- 12- زيطاري سامية ، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة : حالة سوق الأوراق المالية العربية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي ، جامعة الجزائر ، 2004 .

- 13- سعيدي عبد الحليم، محاولة تقييم إفصاح القوائم المالية في ظل تطبيق النظام المحاسبي المالي - دراسة عينة من المؤسسات-، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه LMD في العلوم المحاسبية 2011.
- 14- صالح بن إبراهيم ، عبد الله التويجري ، مسؤولية الوسيط في سوق الأوراق المالية في النظام السعودي (دراسة مقارنة) ، أطروحة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة دكتوراه فلسفة في العلوم الأمنية ، تخصص الشريعة والقانون ، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية ، السعودية ، 2014.
- 15- صايم مصطفى، العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصات مجلس التعاون الخليجي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص: تدقيق ومراقبة التسيير، جامعة تلمسان 2016-2017.
- 16- قط سليم ، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية ، دراسة مقارنة ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود وتمويل ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، 2015/2016 .
- 17- لطرش سميرة ، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية ،مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية ، جامعة منتوري قسنطينة ، 2009-2010 .
- 18- مازري عبد الحفيظ ، دور الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات- دراسة قياسية على مستوى بورصة NASDAQ ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص تحليل اقتصادي ، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان ، 2014/2015 .
- 19- محمد عبد الحميد ، عبد الحي ، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية ، كلية الاقتصاد ، قسم العلوم المالية والمصرفية ، الجمهورية العربية السورية ، 2014 .
- 20- محمد فيصل مايدة، تأثير تطبيق النظام المحاسبي المالي (scf) على إعداد وعرض عناصر القوائم المالية في المؤسسة دراسة حالة عينة من المؤسسات، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير تخصص محاسبة ونظم المعلومات، 2016/2017.
- 21- مناصرة خولة، اثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الاردن خلال الفترة 1990-2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه طور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكر، 2015/2016.
- 22- نادية العقون ، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية : الوقاية والعلاج " دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد التنمية ، جامعة الحاج لخضر ، باتنة ، 2011-2012 .

23- نجم الدين إبراهيم حسن محمد، الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية ومعلومات قائمة التدفقات وأثرها في الحد من التعثر المصرفي، بحث مقدم لنيل شهادة الدكتوراه في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا، 2014.

#### ■ المجلات الدورية:

1- أحمد جاسم، أشرف هاشم، فارس، تحديد أثر الإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال، دراسة تطبيقية على سوق العراق للأوراق المالية جامعة تكريت، كلية الإدارة والاقتصاد/مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 12/العدد 34، 2016.

2- أركان عبد اللطيف، إيمان عبد الله جاسم ، الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ، مجلة العلوم الإسلامية ، العدد 22 ، 2012 .

3- إلياس بن ساسي، خيرة الصغيرة كماسي، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات، مجلة الباحث، ورقة، العدد 2/2014.

4- إلياس خضير الحمدوني ، استخدام مؤشر الماكد (MACD) في توقيت القرار الاستثماري ، دراسة في عينة مختارة من الأسواق المالية الخليجية ، مجلة تنمية الرافدين 87 (29) 2007 .

5- بن أمير بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02/2013.

6- بن الضيف محمد عدنان ، ربيع المسعود، أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول بعنوان : الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل ،المركز الجامعي ، غرداية ، 23-24 فبراير 2011 .

7- بوزيد سايح، سبل تعزيز المساءلة والشفافية لمكافحة الفساد وتمكين الحكم الراشد في الدول العربية، مجلة الباحث- عدد 10-2014- ورقة.

8- بوزيد سايح، سبل تعزيز المساءلة والشفافية لمكافحة الفساد وتمكين الحكم الراشد في الدول العربية، مجلة الباحث، عدد 10/2012.

9- بشار ذنون محمد الشكري ، ميادة صلاح الدين تاج الدين ، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية "دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية" ، مجلة تنمية الرافدين ، 30/89 ، 2008 .

10- بلعوز بن علي ، إستراتيجية إدارة المخاطر في المعاملات المالية ، مجلة الباحث ، جامعة الشلف ، العدد 7/2009 .

11- توفيق حسن عبد الجليل، أثر صافي التدفقات النقدية التشغيلية في سعر السهم السوقي للشركات الصناعية المساهمة العامة الاردنية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال ، المجلد 8، العدد 4 2012.

- 12- جبار محفوظ ، مريم عديلة ، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة دراسة حالة السوق الكويتية ، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة فرحات عباس ، العدد 10 ، 2010.
- 13- حسين أحمد دحدوح، دراسة تحليلية للمحتوى المعلوماتي لقائمة التدفقات النقدية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 24- العدد الثاني - 2008.
- 14- حسين أحمد دحدوح، رشا أنور حمادة، دور الإفصاح الاختياري في تعزيز الثقة بالتقارير المالية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 30. العدد الثاني، 2014.
- 15- حسين يوسف الموسوي، رانيا الزرير، مدى التزام المحاسبين في سورية ولبنان بمعايير المحاسبة عند الاعتراف بالموجودات الثابتة المادية وقياسها دراسة استطلاعية لآراء عينة الدراسة)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 30، العدد الثاني-2014.
- 16- دينا أحمد عمر ، أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي ، مجلة تنمية الرافدين ، العدد 96 ، مجلد 31 لسنة 2009 ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة الموصل ، العراق .
- 17- دريد كامل آل شبيب ، مبادئ الإدارة المالية ، دار المناهج للنشر ، الأردن ، 2009 ، ص 187 .
- 18- رشا حمادة، قياس أثر الإفصاح الاختياري في جودة التقارير المالية (دراسة ميدانية في بورصة عمان)، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 4، 2014.
- 19- رشدي عبد الحسين الزبيدي، تحليل سلوك أسعار الأسهم باستعمال نموذج السير العشوائي دراسة تطبيقية فيسوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 14، العدد 2 لسنة 2012.
- 20- رضا إبراهيم، تقييم مستوى الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية للشركات المساهمة المصرية، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة جامعة طنطا، الملحق الأول- العدد الثاني، 2006.
- 21- ريباز محمد حسين محمد، الإفصاح الإلكتروني في القوائم المالية ودوره في الحد من عدم تماثل المعلومات المحاسبية، دراسة استطلاعية لآراء عينة من المستثمرين والمحللين الماليين في سوق العراق للأوراق المالية جامعة تكريت- كلية الإدارة والاقتصاد، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 1/العدد-2017/37.
- 22- زغدار أحمد، سفير محمد، خيار الجزائر بالتكيف مع متطلبات الإفصاح وفق معايير المحاسبة الدولية (IAS/IFRS)، مجلة الباحث، العدد 07، 2009-2010.
- 23- زهير خضر ياسين، أثر حجم الشركات في مبدأ الإفصاح المحاسبي، مجلة دنانير/العدد السابع.....
- 24- سليمان موصللي ، حازم السمان ، دراسة الكفاءة السعرية كسوق دمشق للأوراق المالية ، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية- المجلد 29- العدد الثاني ، 2013 .

- 25- زغنونف عبد الغني، عظيمي أحمد، المعلومات وأهميتها في المجتمع المعلوماتي، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، العدد 9، 2014، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة.
- 26- زينب عباس حميدي، الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية وأثرها في تقييم أضرار الحرب (دراسة ميدانية في الشركة العامة لصناعة البطاريات)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الخامس والسبعون/2009.
- 27- سام سعد محمد ، عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي : حالة سوق عمان للأوراق المالية ، دراسات العلوم الإدارية ، المجلد 41 ، العدد 2 ، 2014
- 28- سامح المؤيد العطوط، مفيد الظاهر، أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية العادلة للأسهم (دراسة ميدانية على الشركة المساهمة العامة الفلسطينية)، مجلة جامعة القدس، المقترحة للأبحاث والدراسات، العدد الحادي والعشرون- تشرين الأول 2010.
- 29- سليمان موصللي ، حازم السمان ، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية ، مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية ، المجلد 29-العدد الثاني-2013 .
- 30- شقبق عيسى اغاريجي، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة تونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية ، العدد 7-2016.
- 31- شقيري نوري موسى ، جيهان ونس عبد العزيز ، اختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى شبه القوي باستخدام المعلومة المتعلقة بنشر القوائم المالية للشركات ، مجلة كلية بغداد ، للعلوم الاقتصادية ، العدد الثالث والثلاثون ، 2012.
- 32- صايفي عمار، محددات الاستثمار المحفظي في السوق المالية السعودية، بحوث اقتصاديات عربية، العدد 71/2015.
- 33- صبيحة برزان فهود، عدم تماثل المعلومات المحاسبية- الأسباب والمعالجات المقترحة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 87.
- 34- صدام محمد محمود الحياي، دور الشفافية في تعزيز البعد الثقافي للمعلومات المحاسبية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية المجلد 4 / العدد 10/2008، جامعة تكريت، كلية الإدارة والاقتصاد.
- 35- عبد الحسين جليل الغالبي ، حسن شاكر الشمري ، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية ، مجلة العربي ، للعلوم الاقتصادية والإدارية ، السنة الحادية عشر ، المجلد التاسع ، العدد الثاني والثلاثون ، 2015 .
- 36- عادل عبد الحميد المشاط، سناء ضوء أبو زيد، مدى ملائمة معايير المحاسبة الدولية للتطبيق في البيئة الليبية موقف المحاسبين الليبيين، المجلة الجامعية، العدد السادس، المجلد الرابع، نوفمبر، 2014.
- 37- عادل عبد الفتاح الميهي، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي: دراسة اختبارية وحدثية، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة جامعة طنطا، الملحق الأول- العدد الأول، 2005.

- 38- عباس محمد موسى ، عمليات تداول الأوراق المالية ، مجلة رسالة الحقوق ، السنة الرابعة ، العدد الأول/2012 ، جامعة كربلاء .
- 39- عبد الجبار حمد السهيبياني ، الأسهم والتسهيم ، الأهداف و المآلات ، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية ، المجلد الخامس العدد 2/أ ، 2009 .
- 40- عفراء زحلو، تأثير شركات التدقيق الدولية (الأربع الكبار) في مستوى الإفصاح المحاسبي - دراسة على الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (36)، العدد (2)، 2014.
- 41- عقاري مصطفى، المعيار المحاسبي الدولي 1: عرض القوائم المالية،، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية العدد الأول- جوان 2007، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
- 42- عقيل شاكر الشرع ، فرضية السوق الكفؤة : دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية المدة (2007-2010) ، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية ، المجلة 15 العدد 4 ، لسنة 2013 .
- 43- عمر عبود ، دور الشموع اليابانية في معرفة اتجاه السوق المالي ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا - العدد التاسع- 2011 (مجلة علمية دورتي متخصصة محكمة) .
- 44- فريد خليل الجاعوني، أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد في دراسة أهم المتغيرات الاقتصادية الديمغرافيا المؤثرة في معدل الولادة الكلية دراسة على واقع بيانات تقرير التنمية البشرية لعام 2006، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية -المجلد 24 - العدد الثاني 2008.
- 45- قيصر علي عبيد القتلاوي، سلام عادل عباس النصاروي، دور الإفصاح المحاسبي في ترشيد قرار الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة مركز دراسات الكوفة، العدد 36، سنة 2015.
- 46- قورين حاج قويدر، متطلبات تطبيق المعيار المحاسبي الدولي IAS16 ضمن النظام المحاسبي المالي الجزائري SCF، مركز الدراسات الاقليمية 8(26).
- 47- كرار سليم عبد الزهرة ، حسين كاظم عوجة ، حسين راغب طلب ، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية (دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية) ، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية ، السنة التاسعة ، العدد 29 .
- 48- كروش نور الدين ، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة بورصة الجزائر - ، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية ، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية ، العدد 11، جانفي 2014 .
- 49- كنوش عاشور، متطلبات تطبيق النظام المحاسبي الموحد IAS/IFRS في الجزائر مجلة اقتصاديا شمال افريقيا، جامعة الشلف، العدد 6/2009.

- 50- ليلي طويل، غفراء زحلو، تأثير حجم الشركة ونشاطها في سوق الأوراق المالية على الإفصاح المحاسبية، دراسة تجريبية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 35، العدد 3، 2013.
- 51- لطيف زيود، حسان قيطيم، نغم أحمد فؤاد مكية، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (29)، العدد (1)، 2007.
- 52- محمد عبد الله ال عباس، أثر المعلومات عن جودة المراجعة وسمعة المراجع على سوق الاسهم السعودي دراسة اختبارية لكفاءة السوق، مجلة البحوث المحاسبية، المجلد التاسع - العدد الأول - 2008.
- 53- مداحي عثمان، أهداف القوائم المالية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 7، سبتمبر 2012.
- 54- مرفق عبد الحسين محمد، مدى التزام الشركات العامة بمتطلبات الإفصاح في التقارير المالية (دراسة تحليلية في الشركة العامة للصناعات المحلية)، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد (7)، العدد (18)، الفصل الأول لسنة 2012.
- 55- محمد بن محمد أحمد حركي، درجة الالتزام بممارسة الشفافية الإدارية لدى الأقسام الأكاديمية، في كلية التربية بجامعة الملك سعود، المجلة الدولية التربوية المتخصصة. المجلة (1)، العدد (6) تموز. 2015.
- 56- محمد حكمت حبوتي، أحمد محمد العمري، تأثير الحاكمية المؤسسية والواقعة المالية على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، المجلة الأردنية، المجلد 12، العدد 4، 2016.
- 57- محمد خلف بني سلامة، سامي صعيد محمود، معايير الشفافية في الفقه الإسلامي وأثرها في الوقاية من الأزمات الاقتصادية، مجلة الجامعة الإسلامية، المجلد الثاني والعشرون، العدد الثاني، يونيو 2014.
- 58- محي الدين حمزة، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 23- العدد الأول. 2007.
- 59- مفتاح صالح ، معارفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها ، مجلة الباحث- عدد 2009/07 - 2010 .
- 60- ميسون علي حسين ، الأسواق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة جامعة بابل ، العلوم الإنسانية ، المجلد 21 ، العدد 01 ، 2013 .
- 61- هشام طلعت عبد الحكيم ، أنوار مصطفى ، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم(نموذج سوق العراق للأوراق المالية) ، مجلة الإدارة والاقتصاد ، العدد 31 ، 2010 .
- 62- هوارى سويسي ، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي ، -مجلة الباحث- عدد 2007/5 .

63- هوام جمعة، لمزاودة عمار، أثر اعتماد معايير المحاسبة الدولية على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية. دراسة قياسية، مجلة جامعة القدس المقترنة للأبحاث والدراسات- العدد الرابع والثلاثون، تشرين الأول، 2014.

64- نوي الحاج، مقارنة جودة المعلومة المحاسبية في النظام المحاسبي المالي الجزائري، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية- العدد9، 2013.

#### ▪ الملتقيات العلمية:

1- أحمد نصير، عبد الحفيظ خزان، تأثير المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، الملتقى الدولي الأول حول: الإفصاح المحاسبي عن القوائم المالية : أثره وأهميته في رفع فعالية أسواق رأس المال وجذب الاستثمار الأجنبي لتحقيق التنمية المستدامة، المنعقد يومي 13،14 ديسمبر 2016.

2- العرابي حمزة، مولاي نسبية، الإفصاح المحاسبي ودوره في تعزيز الثقة لدى متخذي القرار، الملتقى الدولي حول: الإفصاح المحاسبي عن القوائم المالية أثره وأهميته في رفع فعالية أسواق رأس المال وجذب الاستثمار الأجنبي لتحقيق ودعم التنمية المستدامة، يومي 13 و14 ديسمبر 2016.

3- أمساعد رضوان، كريفار مراد، دور وأهمية الإفصاح المحاسبي في تحسين جودة المعلومات المحاسبية في ظل المعايير المحاسبية الدولية، الملتقى الدولي حول: الإفصاح المحاسبي عن القوائم المالية أثره وأهميته في رفع فعالية أسواق رأس المال وجذب الاستثمار الأجنبي لتحقيق ودعم التنمية المستدامة، جامعة الجلفة، يومي 13 و14 ديسمبر 2016.

4- براق محمد، قمان عمر، مدى توافق النظام المحاسبي المالي مع المعايير المحاسبية الدولية بشأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني حول واقع وآفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، يومي 05-06-2013، جامعة الوادي.

5- بن رجم محمد خميسي ، المنتجات المالية المشتقة ، أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟ ، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، أيام 20-21 أكتوبر 2009 ، جامعة فرحات عباس ، سطيف .

6- بلعادي عمار، جاو حدو رضا، دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد الشفافية والإفصاح، الملتقى الدولي الأول حول: حوكمة المحاسبية- واقع، رهانات وآفاق، يومي 7 و8 ديسمبر 2010، جامعة أم البواقي كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.

7- بياس منيرة ، الضابط الشرعي للتعامل في المشتقات المالية ، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، أيام 20-21 أكتوبر 2009 .

- 8- حسن عبد الكريم سلوم، تبول محمد نوري، دور المعايير المحاسبية الدولية في الحد من الأزمة المالية العالمية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي السابع بعنوان: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على عظماء الأعمال "التحديات- الفرص- الآفاق"، جامعة الزرقاء الخاصة، كلية العلوم الاقتصادية والإدارية يومي 10-11 نوفمبر 2009.
- 9- حشاشي سليمة ، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية ، الملتقى العلمي الدولي حول : الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحركة العالمية ، أيام 20-21 أكتوبر 2009 .
- 10- خليل الرفاعي، نضال الرمحي، محمود جلال، أثر استخدام الحاسوب على خصائص المعلومات المحاسبية من وجهة نظر المستثمرين، (دراسة حالة سوق عمان المالي)، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإداري، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 2009.
- 11- زرزار العياشي، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية للشركات، الملتقى الدولي الثامن حول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة: واقع، رهانات وآفاق، جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي، يومي 07 و 08 ديسمبر 2010.
- 12- سحنون محمود ، حسين سمير ، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات ، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية ، أيام 20-21 أكتوبر 2009 ، جامعة فرحات عباس.
- 13- سالم محمد عبود، الأزمة المالية العالمية بين مبدأ الإفصاح والشفافية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الثالث للفترة 28-29/04/2009، الأردن.
- 14- سحنون بونعجة، نبيل بوفليح، محاسبة شركات التأمين من منظور معايير المحاسبة الدولية، الملتقى الدولي السابع، الصناعة التأمينية، الواقع العملي وآفاق التطوير، تجارب العمل- جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير يومي 03-04 ديسمبر 2012.
- 15- صلاح زين الدين، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية، المؤتمر العلمي الأول بعنوان حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، يومي 16، 15 تشرين الأول، أكتوبر 2008.
- 16- عبد الرؤوف ربابعة ، سامي حطاب ، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية ، هيئة الأوراق المالية والسلع بالإمارات العربية ، أبو ظبي ، الشارقة ، مارس 2006.
- 17- عبد الله بن سعد الغامدي، دور النزاهة والثقافة في محاربة الفساد، الملتقى الدولي بعنوان: الجرائم المستحدثة في ظل التغيرات والتحويلات الإقليمية والدولية، خلال الفترة 2-4/09/2014 الأردن.
- 18- عرفات حمدي عبد النعيم، دور تقرير تعليقات الإدارة في تخفيض عدم تماثل المعلومات في سوق المال المصري، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الدولي الأول المنعقد في جامعة بني سويف بعنوان " تفعيل آليات المحاسبة والمراجعة لمكافحة الفساد المالي والإداري "، يومي 7-8 ابريل 2013، جامعة بني سويف.

- 19- عبد الكريم قندوز ، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية ، ملتقى دولي بعنوان الاقتصاد الإسلامي ، الواقع . . . والرهنات ، مستقبل المركز الجامعي بغرداية ، يومي 23-24 فيفري 2011 .
- 20- عبد الله بن محمد الرزين ، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة ، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية بها ، جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية ، عمان ، في الفترة من 16 - 18/3/2006 .
- 21- محمد سعدو الجرف ، عقود الخيارات المالية في الفقه الإسلامي ، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي ، الدورة الثانية ، الندوة العلمية ، التحوط في المعاملات المالية والضوابط والأحكام التي يعقدها مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي خلال الفترة 26-27 أبريل 2016 .
- 22- محمود فهد مهيدات ، المضاربات الوهمية "الوهمية" ودورها في الأزمة المالية "عقود الخيار" ، المؤتمر العالمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي" ، جامعة العلوم الإسلامية العالمية ، عمان-الأردن ، 01-02 ديسمبر 2010 .
- 23- نبيل حركاتي ، عثمان بودحوش ، الآثار المالية والاقتصادية لعقود الخيارات المالية ، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول : منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية ، يومي 05-06 ماي 2014 ، جامعة فرحات عباس ، سطيف .
- 24- نبيل عبد الرؤوف إبراهيم، أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدثة على كفاءة لسوق الأوراق المالية المصرية، 2012.
- 25- نور الدين أحمد قايد، بن زاف لبنى، الإفصاح المحاسبي، مفهومه ومعايير في ظل معايير التقارير المالية الدولية، الملتقى الدولي بعنوان: الإفصاح المحاسبي عن القوائم المالية أثره وأهميته في رفع فعالية أسواق رأس المال وجذب الاستثمار الأجنبي لتحقيق ودعم التنمية المستدامة، جامعة الجلفة، يومي 13 و14 ديسمبر 2016، ص 14.
- 26- يونس زين، عيسى زين، المتطلبات الأساسية للتقليل من مخاطر الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية (الملتقى الدولي الأول حول الإفصاح المحاسبي عن القوائم المالية، أثره وأهميته في رفع فعالية أسواق رأس المال وجلب الاستثمار المجني لتحقيق ودعم التنمية الاقتصادية المستدامة، 13-14 سبتمبر 2017.

▪ الجرائد، التقارير والدوريات:

1 - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد العاشر الصادر بتاريخ 19 فيفري 2003، المتضمنة القانون رقم 03-04 المعدل والمتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم المادة 14 و15.

2 - تقرير بورصة مصر السنوي: حصاد عام 2018.

3 - صندوق النقد العربي، التقرير السنوي عام 2018.

4 - مركز ايداع الاوراق المالية، التقرير السنوي 2015.

5- اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، دليل استرشادي لقواعد حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، دبي الإمارات العربية المتحدة، يوليو 2017.

6- اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، دليل استرشادي لقواعد حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، دبي الإمارات العربية المتحدة، يوليو 2017.

7- التقرير السنوي للهيئة العامة للرقابة 2018.

▪ المواقع الالكترونية:

1 www.amf.org.ae -، سلسلة دراسات محاسبية ومالية، 2018، ص22 IFRS وليد بن تزايدت،

تبنى المعايير الدولية للتقارير المالية في الدول العربية

2 - www.egx.com.eg/Arabic/history.aspx

3 - www.jsc.gov.jo نبذة عن هيئة الاوراق المالية/ الاهداف

4- www.pex.ps قراءة القوائم المالية، برنامج التوجه الاستثماري ، تشرين الال 2010 ص7

5- www.pex.ps قراءة القوائم المالية، برنامج التوجه الاستثماري ، تشرين الاول 2010 . بورصة

عمان: التقير السنوي 2015.

6- نشرة توعية يصدرها معهد الدراسات المصرفية -دولة الكويت- أبريل 2013. السلسلة الخامسة- العدد9.

www.Kibs.edu.kw

7-[www.efsa.gov.eg](http://www.efsa.gov.eg)

8-[www.cma.irg.sa](http://www.cma.irg.sa) هيئة السوق المالية

9-[www.egx.com.eg/Arabic/history.aspx](http://www.egx.com.eg/Arabic/history.aspx)

## المصادر باللغة الأجنبية:

- 1- Bertrand Jacquilat, Brono Solnik, *les marché financiers, gestion de portefeuille et des risques*, Sound, 3 édition, 1997.
- 2- Shiksha Kendra, *An introduction to financial market*, central board of secondary education, India, 2007.
- 3- Tony London, *Stop orders A practical guide to using stop orders for traders and investors*, first edition published in greet Britain in 2009 .
- 4- Goude Bushra, Ali Gouda, *The Saoudi securities law : regulation of the tadawul stock market*, Iseners and securities profesionas under the saoudi capital market law of 2003, published by GGV law digital commons, 2012 annual survey international comparative , vol 18 (2012).
- 5- Mlle Remidi Djoummane, *Le marche boursier Algérien contraintes et perspectives*, mémoire en vue de l'obtention du diplôme de magister en science économiques option « monnaie-finance-banque », université Mouloud Mammeri Tizi ouzou.
- 6- Vlkem Basdas ,Adil oran, *Event studies in turkey Borsa Istanbul Review- 14,3(2014)*.
- 7- Bader M.Aliwan, Daas I.Katrib, Abeev I.Salara, *The efficiency of disclosure in financial reports in companies in the presence of international accounting standars and its effect on Achieving profits*, success and baing unique, international journal of humanities and social science vol 3 N°17, September 2013, center for promoting Ideas, USA.
- 8- C .Boobalan, *Technical analysis in slect stocks of Indian companies*, international journal of business and administration research reviews, Vol-2, Issue,4, Jen- march, 2014 .
- 9- Chesire eucabeth Jeboisho, *Testing the weak form of efficient market at Nairobi stock exchange*, A research project submitted of the requirement of the post cradua Diploma in Act vial science of the university of Nairobi, July2014.
- 10- David tweedie, Allan cook CBE, and others, *The statement of principles for financial Reporting*, was agreed on the by the accounting standarets board in October 1999.
- 11- E. Eldon Eversull, Beverly l. Rotan, *Analysis of financial statements: local farm supply, marketing cooperatives*, RBS research report 154, march 1997, united states, department of agriculture.
- 12- Erdin Malaku, Arta hoti, and others, *Importance of the application on international accounting standards in the Kosovo Businesses*, scientific papers, Journal of knowledge management, economic, vol. iseur apiv2014.
- 13-Hashem pesarn *Market efficiency today*, IEPR working paper 05 .41, December 2005, institution of economic policy research, university of southern California.
- 14- Jactina Chan, *th financial times guide to technical analysis- How to reade*, Likea professional pearson education limited 2011, Britan.
- 15- Kadir canyalcin, *Market Rationality : Efficient Market Hypothesis versus market Anomalies*, ejeps-3,2010, European Journal of Economic and political Studies.
- 16- Kanaka Raju, *Equity Derivative – comparative and critical analysis from Bse to Nse, Iosr journal of business and management (IOSR- JBM) Dec 2014*.

- 17- Kennedy Imafidon, Amos ojoarowshegbe, **A test of fama's 1991, Efficient capital markets II positions in the Nigerian capital market**, international Journal of Humanities and social science, Vol .5 .N°4, April 2015.
- 18- Kunhibave Sherin , « **Derivative in Islamic finance** » research paper, N 7/2010 publication of international shariah research academy for Islamic finance (ISRA).
- 19- luca Mihaela, **Regarding the users of financial statements and their information needs studies and scientific researches**, edition: economics, no13, 2008, university of pacau.
- 20- Meredith Beechey, David Gruen and James Vickery, **the Efficient Market Hypothesis A survey**, Research discussion paper, 2000-01 January 2000, Economic research Department reserve Bank of Astralia.
- 21- Ole-Kristian Hope, **Disclosure practices, Enforcement of accounting standards and analysts forecast accuracy: an international study**, journal of accounting research vol 41, N°2, May 2003, printed in U.S.A.,
- 22- Rejimon A .V, Deepak Ashokkumar and Madhusood hanan CK, **Fundamental analysis of pharma sector : An Empirical Analysis**, Iasr Journal of business and management (Iasr-JBM) e- ISSN : 2278-487x, p-ISSN : 2319-7668, 201.
- 23- Victor Dragota, mihai caruntu, Andreea Stoiam, **market informational efficiency and investors rationality : some evidences on Romanian capital market**, university of Economic studies, Bucharest, Faculty of Finance, Finance Department, Piata Romang, N°6, Room 1104, Bucharest, Romanian, P02
- 24- Yuh-Dauhlyuu, **Financial engineering and computation principles, Mathematics, Algorithms**, press syndicate of the university of Cambridge the pith building trumpigtes, Cambridge, united kingdom, 2004.
- 25- A..craig Mackinlay , **Event studies in economics and finance** , journal of economic litirature vol XXXV , march 1997 .
- 26- Brton G .Malkiel, **the efficient market hypothesis and the critics**, CEPS working paper, N°91 April 2003, Princeton University.
- 27- Idries M.Al- jarrah, Basheer Khamees, Ibrahim Hashem qutishat, **The turn of the month anomaly in amman stock exchange: evidence and implication**, journal of money, investement and banking, ISSN1450-288X Issue 21, 2011.

الملاحق

الملحق رقم 01: متغيرات الدراسة لبورصة السعودية سنة 2018

اسم الشركة	y القيمة السوقية	x1 نسبة الاصول الثابتة الى اجمالي الاصول	x2 نسبة حقوق الملكية الى اجمالي الاصول	x3 نسبة المديونية	x4 العائد على السهم	x5 مضاعف الربحية	x6 عائد السهم من التدفقات النقدية التشغيلية
السعودية لانتاج الانابيب الفخارية	1,166,400,000.00	0.64	0.87	0.14	0.29	20.38	1.53
البحر الاحمر لخدمات الاسكان	954,000,000.00	0.56	0.6	0.66	1.43-	0	0.87
الوطنية للرعاية الطبية	3,012,000,000.00	0.42	0.71	0.39	1.39	25.64	0.7
شركة تكوين المتطورة للصناعات	915,800,000.00	0.5	0.33	2.08	0.42-	0	0.66
المواساة للخدمات الطبية	8,050,000,000.00	0.62	0.59	0.69	3.6	3.21.56	3.85
المتحدة للإلكترونيات	536,130,000.00	0.23	0.32	2.04	3.22	20.54	0.51
الاتصالات المتنقلة	183,600,000,000.00	0.57	0.35	1.78	0.16-	17.78	0.45
الاهلي للتكافل	475,000,009.50	0.003	0.21	0.27	0.63	16.85	0.21-
المصافي العربية	627,000,000.00	0.9	0.97	0.024	0.97	57.91	0.57
البنك العربي الوطني	31,900,000,000.00	0.0087	0.14	5.73	3.31	19.78	0.23
الجزيرة كينال	170,156,000.00	0.93	0	0	0.003	17.55	0.09
شركة التامين العربية	431,950,000.00	0.01	0.37	1.66	0.13	45.78	0.17
مجموعة الطيار للسفر	4,193,000,000.00	0.42	0.71	0.41	0.69-	0	35.75
ليان السعودية للتروكيماويات	19,800,000,000.00	0.75	0.38	1.6	0.07-	12.43	2.82
التعدين العربية	57,605,978,267.30	0.83	0.37	1.67	1.58	39.29	14.47
الصقر للتأمين التعاوني	494,400,000.00	0.004	0.45	1.19	0.02	23.42	0.46
اتحاد مصانع للاسلاك	622,147,500.00	0.23	0.89	0.11	0.17	24.25	1.05
هرفي للخدمات الغذائية	2,949,408,000.00	0.73	0.84	0.54	3.16	14.77	5.65
طبية القابضة	4,560,000,000.00	0.42	0.92	0.08	0.43	30.2	1.29
البنك الاهلي التجاري	143,550,000,000.00	0.011	0.14	5.9	3.44	13.57	0.15
الوطنية للبتروكيماويات	11,664,000,000.00	0.71	0.54	0.84	2.43	8.48	6.07
السعودية للنقل الجماعي	1,745,000,000.00	0.43	0.51	0.95	0.16	47.61	0.5
شركة فواز الحكير	950,400,000.00	0.74	0.33	2.01	1.38-	0	2.5
الاسمدة العربية السعودية	32,124,999,948.60	0.76	0.83	0.2	1.36	26.07	0.5
الشرق لاوسط للرعاية الصحية	2,986,698,000.00	0.56	0.54	0.82	1.87	13.32	0.17
السعودية للكهرباء	63,082,230,359.10	0.9	0.16	5.3	0.42	17.04	0.6
كيميائيات الميثانول	1,117,692,000.00	0.77	0.53	0.85	0.38	38.54	1.35
الانماء طوكيو مارين	490,800,000.00	0.014	0.42	1.36	1.06-	0	0
الدريس للخدمات البترولية	1,850,000,000.00	0.56	0.36	1.76	1.67	24.06	4.93
بنك البلاد	16,350,000,000.00	0.015	0.1	8.4	1.85	15.65	0.005

الخليج للتدريب والتعلي	585,900,000.00	0.6	0.42	1.38	0.72	18.87	0.56
بروج للتأمين التعاوني	640,000,000.00	0.03	0.46	1.14	0.54	7.77	0.26
العربية للانابيب	422,545,709.22	0.0045	0.47	1.92	2.9	108.59	3.46-
ساب تككافل	5,882,000,000.00	0.0001	0.41	1.41	0.03	0	0.45-
السعودية العالمية للبترميماويات	6,634,580,400.00	0.25	0.37	1.68	0.62	10.34	0.032
الباحة للاستثمار التنميه	419,136,000.00	0.71	0.6	0.64	0.64-	0	0.006-
الاتصالات السعودية	12,766,600,000.00	0.37	0.59	0.67	0.39	0	0.95
السعودية للتنمية الصناعية صدق	328,000,000.00	0.58	0.82	0.2	0.75-	0	0.24-
مدينة المعرفة الاقتصادية	3,087,630,000.00	0.75	0.96	0.03	0.112-	0	0.027-
سلامة للتأمين التعاني	393,000,000.00	0.016	0.29	2.36	0.65	10.54	1.27-
البنك السعودي للاستثمار	12,840,000,000.00	0.01	0.14	6.14	1.86	8.94	0.35
مصرف الانماء	34,470,000,000.00	0.15	0.17	4.69	1.69	14.27	0.014
بنك الرياض	59,460,000,000.00	0.007	0.16	5.25	1.57	13.71	2.98
السعودية للخدمات الصناعية	884,540,000.00	0.33	0.58	0.7	0.57	28.91	0.22
الصناعات الزجاجية الوطنية	378,733,337.32	0.86	0.81	0.23	0.05	20.07	0.26
تبوك للتنمية الزراعية	446,850,000.00	0.44	0.77	0.23	1.28-	0	1.23-
الاسمنت العربية	2,240,000,000.00	0.68	0.79	0.25	0.26-	41.18	0.12
اسمنت اليمامة	2,583,900,000.00	0.78	0.63	0.57	0.26-	0	0.08
دور للضيافة	1,830,000,000.00	0.89	0.62	0.61	0.56	27.32	14.02
حلواني اخوان	1,292,857,207.50	0.59	0.46	1.13	2.94	20.14	0.263
اسمنت المنطقة الشرقية	5,159,000,000.00	0.37	0.87	0.14	1.6	19.97	0.0015
الخزف السعودية	1,166,400,000.00	0.63	0.5	0.96	6.02-	0	5.52
السعودية للصناعات الدوائية	3,528,000,000.00	0.29	0.59	0.69	0.86	22.28	0.67-
السعودية للصناعات المتطورة	647,000,000.00	0.98	0.97	0.024	0.74	15.83	0.06
الغاز والتصنيع الاهلي	2,100,000,000.00	0.31	0.82	0.2	1.56	22.82	2.17
العقارية السعودية	2,928,000,000.00	0.93	0.43	1.3	0.72-	22.82	2.17
مجموعة انعام الدولية القابضة	283,024,000.00	0.93	0.7	0.42	0.77-	0	0.044
تهامة للاعلان والعلاقات العامة	125,000.00	0.33	0.31	2.22	0.3	115.2	0.16-
عسير للتجارة السياحة	1,164,041,667.69	0.72	0.6	0.64	0.82-	0	0.91
مكة للانشاء والتعمير	13,020,482,960.00	0.24	0.92	0.08	1.82	76.59	0.13
السعودية للصادرات الصناعية	573,480,000.00	0.04	0.87	0.13	2.8	0	0.012-
الرياض للتعمير	13,151,250,000.00	0.95	0.84	0.16	1.52	11.36	0.14
المشروعات السياحية	596,200,000.00	0.58	0.87	0.14	0.69-	0	18.91-
فتيحي القابضة	791,613,000.00	0.1	0.36	0.04	0.14	0	0.27
السعودية للاسماك	648,000,000.00	0.64	0.39	1.51	3.68-	0	7.93-

الجوف للتنمية الزراعية	740,000,000.00	0.66	0.81	0.22	1.19	28.22	2.64
شركة جازان للتنمية	11,709,600,000.00	0.86	0.88	0.12	0.07-	0	0.31
بنك الجزيرة	142,187,500,000.00	0.01	0.15	5.49	1.33	12.35	0.014
الراجحي المصرفية	7,537,500,000.00	0.02	0.13	6.51	6.34	14.25	88.43
التعاونية للتأمين	28,905,881,940.00	0.021	0.14	5.98	1.71-	0	0.0029-
المملكة القابضة	1,963,602,000.00	0.95	0.66	0.5	0.19	41.01	0.02-
الصناعات الكيماوية الأساسية	48,975,000,000.00	0.48	0.84	0.18	1.81	15.32	0.15
البنك السعودي الهولندي	393,000,000.00	0.007	0.18	4.37	3.29	11.07	0.12-
شركة الجبس الاهلية	3,787,500,000.00	0.61	0.96	0.03	0.54	0	0.04
الزامل للاستثمار الصناعي	1,044,000,000.00	0.17	0.24	3.38	1.43-	0	0.39-
الشركة الوطنية للتسويق الزراعي	270,000,000.00	0.21	0.63	0.58	0.449-	0.38	0.37-
شركة الاحساء للتنمية	647,520,000.00	0.24	0.87	0.13	0.06	0	0.23
المجموعة السعودية للأبحاث والتسويق	6,624,000,000.00	0.16	0.2	3.92	1.06	50.68	27.65
شركة بوبا العربية للتأمين	9,720,000,000.00	0.007	0.31	2.22	3.39	18.2	8.12
شركة ازين للاتصالات	252,787,500.00	0.57	0.35	1.78	0.16-	0	4.53

الملحق رقم 02: متغيرات الدراسة لبورصة الأردن سنة 2018

اسم الشركة	y القيمة السوقية	x1 نسبة الاصول الثابتة الى اجمالي الاصول	x2 نسبة حقوق الملكية الى اجمالي الاصول	x3 نسبة المديونية	x4 العائد على السهم	x5 مضاعف الربحية	x6 عائد السهم من التدفقات النقدية التشغيلية
البنك الاسلامي الاردني	518400000	0.2	0.94	9.57	0.27	9.58	-0.22
بنك الاردن	490000000	0.013	0.15	5.34	0.208	10.47	0.09
البنك العربي	3979368000	0	0.17	4.67	0.0012	20.4	0.0012
الشرق العربي للتأمين	24010842	0	0.23	3.24	0.014	0	0.027
شركة زارة للاستثمار	108000000	0.77	0.9	0.1	0.03	20.91	0.1
الاولى للتمويل	16800000	0	0.77	0.022	0.04	0	0.093
البطاقات العالمية	2250880	0	0.49	1.004	0.006-	0	-0.002
الاردن ديكابوس للاملاك	22544522	0.54	0.64	0.54	0.04-	0	0.003-
التجمعات للمشاريع السياحية	32000000	0	0.71	0.39	0	8.9	0.12
العربية الدولية للتعليم	102060000	0.37	0.83	0.19	0.149	13.39	0.1
الاسراء للتعليم والاستثمار	59700000	0.8	0.8	0.23	0.34	16.34	0.4
البتراء للتعليم	92640000	0	0.75	0.32	0.43	13.13	0.54
الفنادق والسياحة	39500000	0	9.07	0.1	0.02	15.86	0.34

البحر المتوسط للاستثمار	108900000	0	0.94	0.05	0.035	39.09	0.005
شركة القدس للتأمين	12720000	0.02	0.39	1.55	0.128	15.89	0
الكهرباء الاردنية	102435383	0	0.1	8.7	0.1	12.96	0.008
مصفاة البترول	227000000	0	0.16	5.26	0.36	6.95	0.98
الاسواق الحرة الاردنية	292500000	0.09	0.29	0.07	1.26	11.52	0.98
دار الدواء للتنمية	22250000	0.33	0.33	1.99	1.161-	0	0.15
الموارد الصناعية	2327500	0.61	0.9	0.1	0.02-	0	0.002-
الثقة للنقل	16814363	0	0.7	0.42	0	35.78	0
مناجم للفوسفات	234300000	0	0.6	0.64	0.57-	0	0.0006
الصناعات البيتروكيماوية الوسيطة	5670000	0.61	0.45	1.23	0.18-	0	0.14
سبائك	2960000	0.12	0.98	0.01	0.007-	92.24	0.12-
الاقبال للاستثمار	780000000	0.5	0.34	1.91	0.62	16.7	1.34
الفارس الوطنية للاستثمار والتصدير	25760000	0.14	0.45	1.2	0.014	0	0.54
شركة الاتحاد العربي للتأمين	7920000	0.11	0.39	1.52	0.0818	19.45	0.015
بنك سوسيته جنرال	100000000	0.017	0.075	0.83	0.075-	12.8	0.16
بنك المؤسسة العربية المصرفية	103400000	0.015	0.13	6.15	0.88-	7.98	0.31
التأمين العربية	4320000	0.08	0.34	1.88	0.019	9.58	0.088
المحفظة الوطنية للاوراق المالية	3300000	0	0.86	0.14	0.02-	0	0.0065-
بنك الاتحاد	256000000	0.0063	0.12	7.27	0.223	0	0.44
الوطنية لصناعة الكلورين	14000000	0	9.36	0.07	0.03	0	0.1
العالمية الحديثة لصناعة الزيوت النباتية	9840000	0.1	0.88	0.12	0.096	11.63	0.004
شركة المنارة للتأمين	2650000	0	0.02	34.1	0.24-	0	0.46-
سنيورة	71250000	0	0.54	0.08	0.17	15.55	0.24
شركة دار الغذاء	5807956	0	0.46	1.13	0.21	18.72	0.0025
الشركة الدولية للصناعات الطبية	8,235,000.00	0.25	0.74	0.33	0.073	0	0.19-
التجمعات الاستثمارية المتخصصة	6480000	0.26	0.58	0.71	0.0004-	0	1.34
الشركة الاستثمارية القابضة للمغتربين الاردنيين	8062500	0.14	0.97	0.03	0.043	0	0.08
بنك صفوة الإسلامي	112000000	0.3	0.41	1.42	0.01-	19.62	0.14-
الديرة للاستثمار العقاري	27,200,000.00	0.0014	0.66	0.49	0.006-	0	0.31
الانماء العربية للتجارة والاستثمارات العالمية	1400000	0.54	0.49	1.009	0.34-	0	0.06-
الإحداثيات العقارية	1211389	0.98	0.97	0.03	0.005-	0	0.004-
ميثاق للاستثمارات العقارية	25460000	0.35	0.91	0.08	0.22	0	0.02-
الأردن الدولية للاستثمار	7400000	0.79	0.98	0.01	0.015	0	0.01-
الشراخ للتطوير العقاري والاستثمارات	7441288	0.002	0.42	13.46	0.036-	0	0.014
أبعاد الأردن والإمارات للاستثمار التجاري	4200000	0.95	0.98	0.018	0.08-	0	0.003-
دارات الأردنية القابضة	3037500	0.64	0.99	0.001	0.041-	0	0.01-

## الملاحق

الأردنية لإدارة الصناديق الاستثمارية	21300000	0.9	0.88	0.13	0.142-	0	0.008-
مستشفى ابن الهيثم	20000000	0.58	0.69	0.43	0.031	0	0.12
الأردن لتطوير المشاريع السياحية	121390000	0.72	0.38	1.6	0.21-	0	0.1
البتروال الوطنية	0.00	0.04	0.97	0.02	0.023-	0.05-	0.02-
المقايضة للنقل والاستثمار	3061300	0.67	0.82	0.2	0.196	0	0.02-
المتكاملة للنقل المتعدد	20400000	0.013	0.35	1.8	0.14	0	0.53
المؤسسة الصحفية الاردنية /الرأي	2800000	0.58	0.55	0.79	0.561-	0	0.06
بندار للتجارة والاستثمار	14600000	0.18	1.74	0.26	0.16	8.67	0.2
الجنوب للإلكترونيات	1115845	0.8	0.42	1.38	0.04	0	0.04-
مدارس الاتحاد	23550000	0.79	0.71	0.4	0.072	13.33	0.089
مجموعة العصر للاستثمار	23900000	0.39	0.62	0.59	0.08	0	0.05-
الاردنية لصناعة الأنابيب	7757750	0.25	0.58	0.72	0.06-	0	0.006-
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	3900000	0.53	0.4	1.45	0.45-	0.71-	0.17-
الوطنية للدواجن	20700000	0.4	0.79	0.26	0.202-	0	0.1
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	16380000	0.003	0.99	0.008	0.119	11.71	0.12
حديد الأردن	14700000	0.66	0.6	0.66	0.046-	0	0.013
مصانع الكابلات المتحدة	11550000	0.22	0.58	0.71	0.008	10.58	0.18
الضامنون العرب	2,027,245.00	0.23	0.33	2.004	0.072	0.06	0.002
اللؤلؤة	1,625,000.00	0.6	0.82	0.22	0.239	0.26	0.31
جادة للاستثمارات	550,000.00	0.34	0.44	1.25	0.033-	0.03	0
توزيع الكهرباء المساهمة	0.00	0.21	0.1	18.8	1.25	12.96	6.59
شريك للاراق المالية	540,000.00	0.62	0.94	0.06	0.003-	0.01-	0.002-
الملكية الاردنية	98,859,769.00	0.52	0.82	3.44	0.025-	0.06-	0.099
عافية العالمية	20,640,000.00	0.003	0.95	0.05	0.008-	0	0.01
مسكن كبيتال	33,048,000.00	0.91	0.75	0.31	0.007	0	0.005-
المتكاملة للتاجير التمويلي	28,900,000.00	0.03	0.2	3.96	0.378	0.33	0.065-
الصفوة للتأمين	131,000,000.00	0.01	0.25	2.85	0.272	0.09	0.36-
مستشفى الاستقلال	2,700,000.00	0.51	0.69	0.43	0.006	0	0.03
أفاق للاستثمار والتطوير العقاري القابضة	80,000,000.00	0.48	0.48	1.05	0.009-	22.91	0.01
التحديث للاستثمارات العقارية	1,173,000.00	0.74	0.9	0.1	0.004-	0	0.03
البلاد الاسلامية	10,500,000.00	0.13	0.41	1.42	0.01	0.58	0.14-

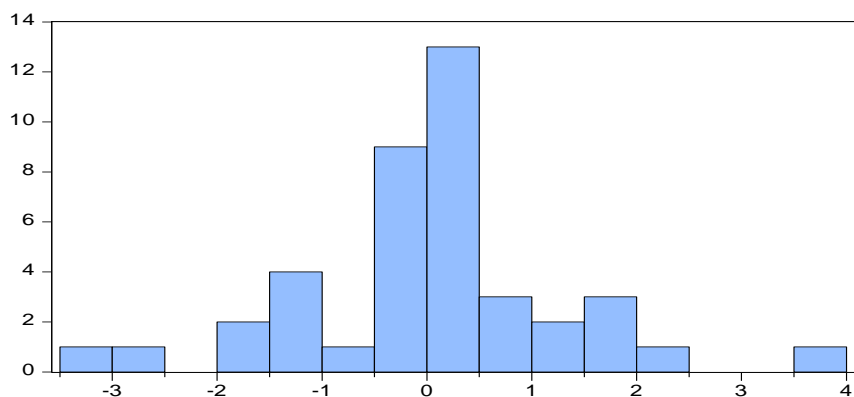
الملحق رقم 03: متغيرات الدراسة لبورصة مصر سنة 2018

اسم الشركة	y القيمة السوقية	x1 نسبة الاصول الثابتة الى اجمالي الاصول	x2 نسبة حقوق الملكية الى اجمالي الاصول	x3 نسبة المديونية	x4 العائد على السهم	x5 مضاعف الربحية	x6 عائد السهم من التدفقات النقدية التشغيلية
اعمار مصر للتنمية	14,810,935,260.00	0.06	0.4	1.56	0.72	6.44	0.6
البنك المصري الخليجي	242,017,921.00	0.03	0.05	15.92	1.49	11.35	5.55
الصناعات الهندسية المعمارية للانشاء	768,695,069.00	0.25	0.5	0.96	4.05	9.47	5.17
مصر للفنادق	666,600,000.00	0.62	0.31	2.15	7.2	4.54	0.005
الاسكندرية للادوية الصناعات الكيماوية	540,000,000.00	0.16	0.68	4.52	16.4	4.57	12.1
دايس للملابس الجاهزة	48,937,500.00	0.21	0.23	3.3	0.5	4.01	1.26-
القاهرة للاسكان والتعمير	1,170,364,026.00	0.32	0.46	1.15	4.54	0	1.1-
بنك فيصل الاسلامي المصري	1,996,923,546.00	0.01	0.12	6.98	6.42	0.69	0.026
النيل لحليج الاقطان	347,100,875.00	0.77	0.7	0.45	0.05-	0	0.06-
الشرق الاوسط لصناعة الزجاج	631,045,153.00	0.4	0.15	3.13	4.5	9.95	6.66
الدولية للتاجير التمويلي	2,139,800,000.00	0.014	0.16	5.3	4.41	21.93	26.42
الخدمات الملاحية البترولية	30,662,400.00	0.52	0.51	0.36	0.0053	5.56	0.19
مصر للاسواق الحرة	600,937,500.00	0.13	0.68	0.45	0.914	5.99	1.08
القاهرة للدواجن	2,907,539,712.00	0.38	0.46	1.08	0.0268	7.95	0.48
المصرية لتطوير صناعة البناء	37,482,379.00	0.05	0.46	1.15	0.08	19.33	3.23-
البنك التجاري الدولي	86,438,961,971.00	0.005	0.09	9.02	7.26	11.46	2.32
رود مصر للاستثمار السياحي	72,125,000.00	0.21	0.9	0.09	4.83	0	4.4
شركة العرفة للاستثمارات والاستشارات	72,888,750.00	0.12	0.38	1.62	0.014	10.36	0.33-
رويكس العالمية لتصنيع البلاستيك	142,757,004.00	0.3	0.47	1.14	0.79	0	0.73
بنك البركة مصر	2,448,043,880.00	0.06	0.05	17.21	4.82	3.38	3.83
بنك الكويت الوطني	5,283,000,000.00	0.004	0.086	10.72	12.01	3.51	0.016
بنك الشركة المصرفية العربية الدولية	160,800,000.00	0.01	0.07	0.93	0.5-	4.42	6.5
جھينة للصناعات الغذائية	10,590,807,173.00	0.04	0.93	0.07	0.273	53.56	0.12
اسيوط الاسلامية للتجارة	35,854,046.00	0.78	0.87	0.14	0.98	11.06	0.11
الاسكندرية للاسمنت	1,544,915,395.00	0.13	0.5	1.02	0.55-	0	0.44
الزيوت المستخلصة منتجاتها	263,000,000.00	0.06	0.25	2.92	0.132	12.67	0.02-
سيدي كيرير للتركيبات	8,988,000,000.00	0.17	0.66	0.4	2.21	6.3	0.21
النعيم القاضة للاستثمارات	104,082,397.00	0.001	0.93	0.07	0.001-	83.43	0.023
المصرية لمدينة الانتاج الاعلامي	1,162,431,559.00	0.2	0.9	0.1	0.45	21.25	0.76
الدولية للمحاصيل الزراعية	286,562,937.00	0.14	0.46	1.14	0.129	26.49	0.047-
بنك الاتحاد الوطني	1,612,764,563.00	0.14	0.07	12.41	0.93	4.24	1.57-

القاهرة الوطنية للاستثمار والاوراق المالية	30,185,000.00	0.016	0.09	0.002	1.32-	0	0.012
الكابلات الكهربائية المصرية	888,597,784.00	0.27	0.46	1.13	0.189	56.36	0.32
القابضة المصرية الكويتية	1,100,249,817.00	0.0025	0.88	0.12	1.97	7.061	0.025
الملتقى العربي للاستشارات	369,650,530.00	0.003	0.92	0.08	1.23	10.3	0.55-
العالمية للاستثمار والتنمية	72,630,000.00	0.54	0.73	0.35	0.31	42.82	0.0002
التعمير والاستشارات الهندسية	353,548,800.00	0.03	0.81	0.23	1.54	1.76	1.19
العبوات الطبية	52,032,000.00	0.8	0.5	1.02	0.066	0	0.07-
المصريين في الخارج للاستثمار والتنمية	117,605,475.00	0.001	0.95	0.05	0.045	5.47	0.31-
مصرف ابوظبي الاسلامي	2,290,000,000.00	0.0065	0.93	14.61	0.004	3.63	0.01
الوطنية لمنتجات الذرة	1,479,468,543.00	0.26	0.34	1.96	2.18	10.13	3.23-
مصر للالمنيوم	9,157,500,000.00	27.26	0.76	0.25	4.2	3.37	2.09
السادس من اكتوبر للتنمية	4,607,340,071.00	0.01	0.18	4.5	1.31	7.7	0.8
المصريين للاسكان والتنمية والتعمير	195,589,449.00	0.91	0.79	0.26	0.11	0	0.022-
الناسجون الشرفيون للسجاد	4,702,500,000.00	0.38	0.63	0.51	1.62	6.34	3.07
الدلتا للسكر	2,201,226,201.00	0.3	0.61	0.61	2.42	4.56	0.66
مينا للاستثمار السياحي والعقاري	126,300,000.00	0.29	0.63	0.56	0.16-	50.72	0.21-
شركة النصر للاعمال المدنية	146,263,590.00	0.21	4.03	1.52	1.25	39.09	0.78
جراند انفست القابضة	37,752,000.00	0.003	0.95	0.045	0.001-	20.09	0.75-
الشرقية الوطنية للامن الغذائي	56,882,711.00	0.3	0.94	0.038	0.1	10.08	0.016
بيراميزا للفنادق والقرى	563,986,000.00	0.42	0.64	0.05	2.53	7.63	5.84
الاسماعيلية الجديدة للتطوير والتنمية	196,716,255.00	0.65	0.82	0.2	0.077	0	1.13
الاستثمار العقاري العربي	130,592,000.00	0.018	0.38	1.13	0.028	12.1	0.0019-
العروبة للسمسرة في الوراق المالية	15,214,500.00	0.05	0.55	0.8	0.016-	0	0.05
الحديثة للمواد العازلة	126,735,000.00	0.17	0.61	0.63	0.33	20.37	0.42
الاسماعيلية مصر للدواجن	173,692,613.00	0.71	0.82	0.2	0.077	0	0.11
القاهرة الوطنية للاستثمار والاوراق المالية	31,185,000.00	0.016	0.99	0.02	1.42-	0	0.08-
العقارية للبنوك الوطنية	27,005,854.00	0.005	0.62	0.6	2.02-	90.79	0.19
العامة لمنتجات الخزف الصيني	164,696,493.00	0.5	0.77	0.28	0.06	56.61	0.001
السويس للاسمنت	2,238,653,601.00	0.33	0.48	0.86	0.67	0	1.25
المصرية للاتصالات	21,645,667,888.00	0.33	0.5	0.96	1.61	6.86	0.002
يلتون المالية القابضة	1,156,069,296.00	0.09	0.16	5.33	0.488-	0	1.39-
الاهلي للتنمية الاستثمار	127,440,000.00	0.01	0.26	2.64	0.45	12.6	1.39-
اسيك للتعددين	380,700,000.00	0.59	0.02	37.67-	1.97-	0	1.97
العز الدخيلة للصلب	13,291,576,949.00	0.28	0.26	2.83	169.66	17.17	72.44-
العز للسيراميك والبورسلين	789,162,920.00	0.27	0.21	3.66	0.11	16.52	0.11-
جلوبال نيلىكوم القابضة	17,562,572,196.00	0.34	0.097	11.27-	0.07-	0	0.26
الاهرام للطباعة والتغليف	78,124,800.00	0.22	5.41	0.72	0.77	8.94	0.93-

مصر بني سويف للاسمنت	15,000,000.00	0.18	0.72	0.37	2.67	13.56	2.95
اجواء للصناعات الغذائية	274,300,845.00	0.72	0.53	0.9	0.33-	0	0.35-
المصريين للاستثمار والتنمية	242,209,000.00	0.6	0.9	0.11	0.0005	20.46	0.04-
الالمنيوم العربية	106,258,352.00	0.27	0.56	0.71	2.04	21.08	2.31-
المؤشر	20,929,561.00	0.008	0.43	1.33	0.009	16.99	0.023-
النصر لتصنيع الحاصلات الزراعية	139,375,384.00	0.78	0.7	0.44	2.19	9.23	3.03
ليسكو مصر	274,400,000.00	0.14	0.4	1.51	0.39-	0	3.1
العربية للخزرف	315,625,000.00	0.3	0.36	1.74	0.13	10.86	0.38
الخليجية الكندية للاستثمار العقاري	35,650,000.00	0.004	0.6	1.51	0.01-	0	0.02-
شارم دريمز للاستثمار السياحي	198,165,620.00	0.2	0.42	1.36	0.49-	0	0
بنك قناة السويس	1,480,000,000.00	0.012	0.06	15.17	0.6	4.16	0.0021
غاز مصر	1,756,320,000.00	0.08	0.23	3.16	1.35	68.6	9.05

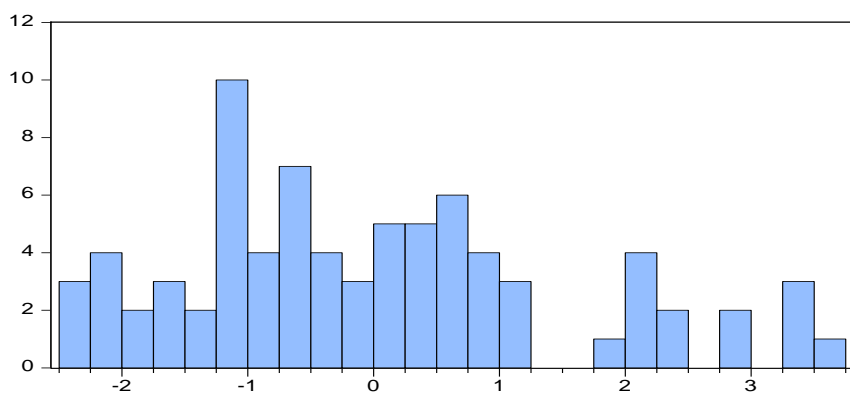
الملحق رقم 04: نتائج اختبار النموذج لبورصة الاردن



Series: RESID01	
Sample 1 80	
Observations 41	
Mean	-1.12e-15
Median	0.053767
Maximum	3.503024
Minimum	-3.270842
Std. Dev.	1.281312
Skewness	-0.080531
Kurtosis	4.092702
Jarque-Bera	2.084061
Probability	0.352738

المصدر : مخرجات برنامج 09.eviews

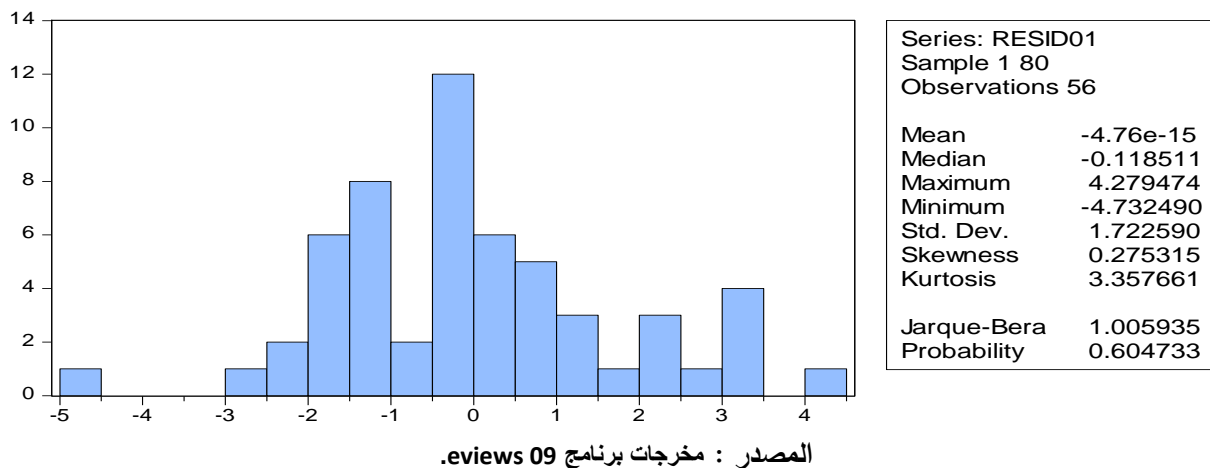
الملحق رقم 05: نتائج اختبار النموذج لبورصة مصر



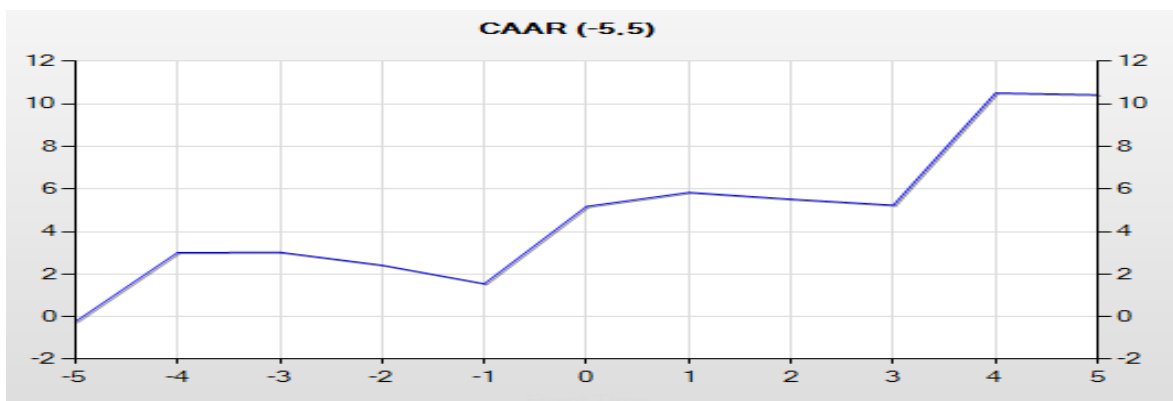
Series: RESID01	
Sample 1 80	
Observations 78	
Mean	2.60e-15
Median	-0.184893
Maximum	3.508536
Minimum	-2.381044
Std. Dev.	1.524281
Skewness	0.583284
Kurtosis	2.676616
Jarque-Bera	4.762743
Probability	0.092424

المصدر : مخرجات برنامج 09.eviews

الملحق رقم 06: نتائج اختبار النموذج لبورصة السعودية

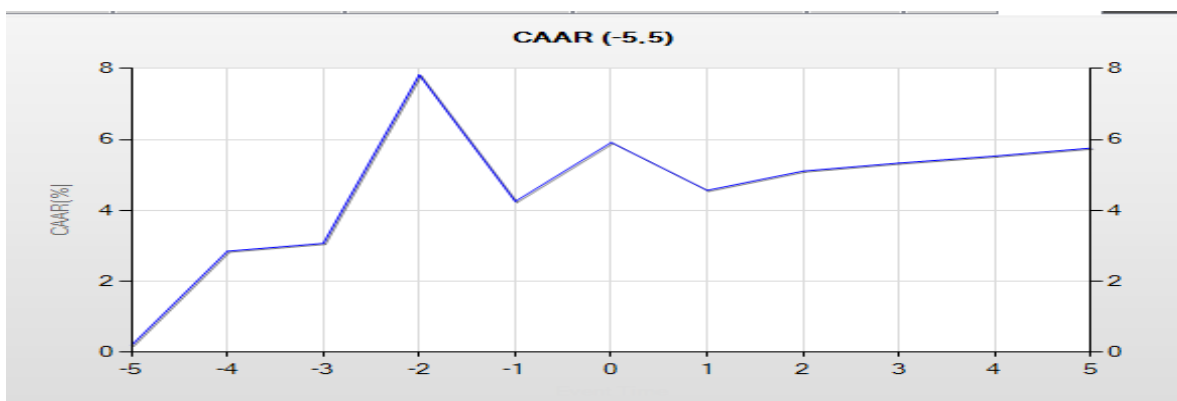


الملحق رقم 07: نتائج اسلوب دراسة الحدث لبورصة السعودية



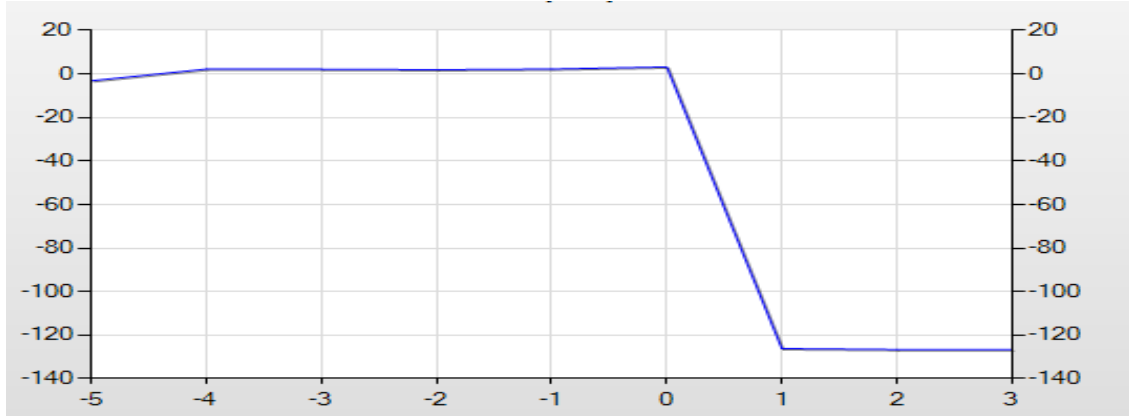
المصدر: مخرجات برنامج Event Study V1.06

الملحق رقم 08: نتائج اسلوب دراسة الحدث لبورصة الاردن



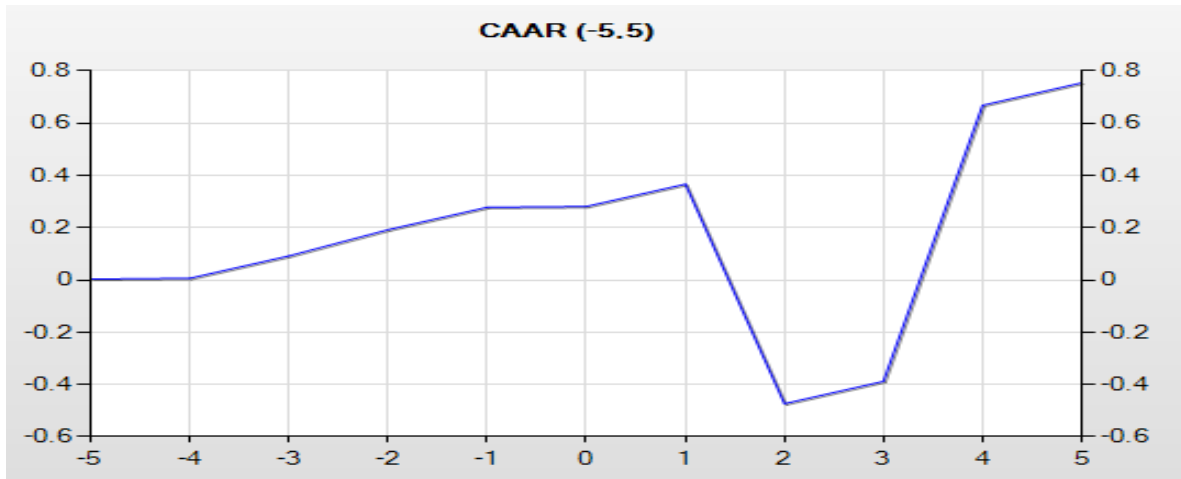
المصدر مخرجات برنامج Event Study V1.06

الملحق رقم 09: نتائج أسلوب دراسة الحدث لبورصة مصر



المصدر مخرجات برنامج Event Study V1.06

الملحق رقم 10: نتائج أسلوب دراسة الحدث لبورصة الجزائر



المصدر مخرجات برنامج Event Study V1.06

الملحق رقم 11: العائد غير العادي قبل وبعد الإفصاح عن الكشوف المالية لبورصة السعودية

Date	AAR	CAAR
-8	-0.0008448...	NA
-7	-0.0021209...	NA
-6	-0.0029973...	NA
-5	-0.0004212...	-0.0004212...
-4	0.00752802...	0.00710678...
-3	-0.0023793...	0.00472740...
-2	0.00901446...	0.01374187...
-1	-0.0010550...	0.01268679...
0	0.01437034...	0.02705714...
1	-0.0015412...	0.02551592...
2	-0.0009656...	0.02455023...
3	-0.0025895...	0.02196067...
4	-0.0041763...	0.01778436...
5	0.00772204...	0.02550641...

المصدر مخرجات برنامج Event Study V1.06

الملحق رقم 12: العائد غير العادي قبل وبعد الإفصاح عن الكشوف المالية لبورصة الأردن

-5	0.00187049...	0.00187049...
-4	-0.0071564...	-0.0052859...
-3	-0.0022897...	-0.0075756...
-2	0.00028731...	-0.0072883...
-1	-0.0036599...	-0.0109482...
0	-0.0007805...	-0.0117288...
1	-0.0220256...	-0.0337544...
2	-0.0031709...	-0.0369254...
3	-0.0005869...	-0.0375123...
4	-0.0021386...	-0.0396510...
5	-0.0065399...	-0.0461909...

المصدر مخرجات برنامج Event Study V1.06

الملحق رقم 13: العائد غير العادي قبل وبعد الإفصاح عن الكشوف المالية لبورصة مصر

Date	AAR	CAAR
-8	-0.0070755...	NA
-7	-0.0042761...	NA
-6	0.02279181...	NA
-5	-0.0103691...	-0.0103691...
-4	-0.0040592...	-0.0144283...
-3	-0.0011689...	-0.0155973...
-2	-0.0068373...	-0.0224347...
-1	-0.0078764...	-0.0303111...
0	0.00452685...	-0.0257842...
1	0.03637356...	0.01058927...
2	-0.0026231...	0.00796617...
3	-0.0009189...	0.00704717...
4	-0.0037964...	0.00325069...
5	-0.0044398...	-0.0011891...

المصدر مخرجات برنامج Event Study V1.06

الملحق رقم 14: العائد غير العادي قبل وبعد الإفصاح عن الكشوف المالية لبورصة الجزائر

Date	AAR	CAAR
-8	0.00090740...	NA
-7	-0.0056774...	NA
-6	0.00050950...	NA
-5	0.00050950...	0.00050950...
-4	0.00050950...	0.00101900...
-3	0.00050950...	0.00152850...
-2	0.00050950...	0.00203800...
-1	0.00050950...	0.00254750...
0	0.00050950...	0.00305700...
1	0.00050950...	0.00356650...
2	0.00050950...	0.00407600...
3	0.00050950...	0.00458550...
4	-0.0005042...	0.00408122...
5	0.00050950...	0.00459072...

المصدر مخرجات برنامج Event Study V1.06

## ملخص:

يحظى الإفصاح المحاسبي بأهمية كبيرة في سوق الأوراق المالية، لما له من دور بارز في تخفيض درجة عدم التأكد لدى المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية، وحتى تستطيع هذه الأسواق القيام بدورها على درجة عالية من الكفاءة لا بد من وجود نظام للمعلومات تتدفق من خلاله المعلومات المحاسبية في الوقت المناسب، وعلى قدر الثقة التي يضعها المستثمر بالمعلومة المفصح عنها والتي تتمتع بدرجة عالية من الشفافية.

وعلى هذا الأساس تسعى هذه الدراسة إلى إبراز أثر تطبيق الإفصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لبورصات مجموعة من الدول النامية . وتحقيقاً لهذا الهدف تم استخدام أسلوبين من أدوات البحث، حيث يتمثل الأول في دراسة اختبارية للتعرف عن أهمية المعلومات المحاسبية وذلك من خلال تفسير العلاقة بين المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية لسنة 2018 كمتغيرات مستقلة والقيمة السوقية لأسهم البورصات محل الدراسة كمتغير تابع ومدى تأثير تلك المعلومات على القيمة السوقية، فقد عمدت إلى استخدام نموذج الانحدار المتعدد، أما الأسلوب الثاني فقد تم استخدام منهجية دراسة الحدث للتعرف على كفاءة الأسواق المالية محل الدراسة، ومعرفة ما إذا كان هناك تأثير للإفصاح عن الكشوف المالية على أسعار الأسهم يوم الإعلان عن نشر هذه الكشوف، من خلال احتساب متوسط العائد غير العادي لأسهم عينة مكونة من 80 شركة مدرجة في كل من بورصة السعودية الأردن ومصر، بالإضافة إلى جميع الشركات المدرجة في بورصة الجزائر عام 2018، لمدة خمسة أيام قبل تاريخ الإفصاح وخمسة أيام بعد تاريخ الإفصاح عن الكشوف المالية.

وقد توصلت الدراسة بناء على نتائج الدراسة الاختبارية أن أهم المعلومات التي تهتم المستثمر السعودي متمثلة في الربحية و نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، في حين يولي المستثمر الأردني أهمية للمعلومات المتعلقة بتوزيعات الأسهم ونسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول، أما المستثمر المصري فيعطي أهمية للمعلومات المتعلقة بالمديونية ونسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول.

كما أظهرت نتائج دراسة الحدث عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية عن العوائد غير العادية لأسهم البورصات محل الدراسة يوم الإعلان عن الكشوف المالية، مما يؤكد عدم كفاءة البورصات محل الدراسة عند المستوى الشبه القوي.

**الكلمات المفتاحية:** الأسواق المالية - كفاءة سواق الأوراق المالية - الإفصاح المحاسبي - المعلومات المحاسبية - دراسة الحدث.

## Abstract :

Accounting disclosure has a great importance in the stock market, because of its prominent role in reducing the degree of uncertainty among investors and dealers. In order for these markets to function efficiently, an information system is needed through which accounting information flows in the right time and also the investor's confidence in the disclosed information that must be highly transparent.

On this basis, this study seeks to highlight the impact of the application of accounting disclosure on the information efficiency of stock exchanges experienced by a group of developing countries.

To achieve this goal, two methods of research tools were used. The first is the test study to identify the importance of accounting information by explaining the relationship between the accounting information contained in the financial reports for the year 2018 as independent variables and the market value of the stock exchanges under study as a dependent variable and also the extent of the impact of this information on the market value, to achieve all this I have used the multiple regression model.

The second method used is the study of the event to explore the efficiency of the financial markets under study and whether there is an impact of disclosure of financial statements on stock prices on the day of publication of these statements, by calculating the average unusual return on the shares of a sample of 80 companies listed on the Saudi Stock Exchange Jordan and Egypt, in addition to all companies listed on the Algiers Stock Exchange 2018, for five days before the disclosure date and five days after the disclosure date.

Based on the results of the test study, the most important information to the Saudi investor is the profitability and the ratio of fixed assets to total assets, While the Jordanian investor attaches importance to the information on the dividends and the ratio of equity to total assets, on the other side the Egyptian investor gives importance to the information on debt and the ratio of equity to total assets.

In addition, the results of the study showed that there is no statistically significant effect on the extraordinary returns of the stock exchanges under study on the announcement of the financial statements.

**Keywords:** Financial Markets - Securities Market Efficiency - Accounting Disclosure - Accounting Information - Event Study.

## Résumé :

La divulgation des informations comptables revêt une grande importance sur le marché boursier, en raison de son rôle primordial dans la réduction du degré d'incertitude chez les investisseurs et les opérateurs au niveau des bourses, et pour que ces marchés puissent jouer leur rôle avec un degré élevé d'efficacité, il est nécessaire que le flux d'informations comptables soit au bon moment et avec un certain niveau de confiance et de transparence pour l'investisseur. Partant de cela, la présente étude tente à mettre en évidence l'impact de l'application de l'information comptable sur l'efficacité de l'information des bourses de valeurs d'un groupe de pays en voie de développement.

Afin d'atteindre cet objectif, deux méthodes de recherche ont été utilisées: la première est une étude expérimentale visant à identifier l'importance des informations comptables en expliquant la relation entre les informations comptables dans les rapports financiers pour 2018 en tant que variables indépendantes et la valeur marchande des bourses en tant que variable dépendante, ainsi que l'ampleur de l'impact de ces informations sur la valeur de marché en utilisant la méthode de régression multiple.

Par ailleurs, la deuxième méthode, à savoir l'étude de l'événement, a été utilisée pour étudier l'efficacité des marchés financiers pour savoir si la divulgation des états financiers influence significativement les prix des actions le jour de leur publication à travers le calcul du rendement extraordinaire moyen des actions d'un échantillon de 80 sociétés cotées en bourse : la bourse saoudienne, jordanienne et Égyptienne, en plus de toutes les sociétés cotées en bourse d'Alger en 2018, cinq jours avant et après la date de divulgation des états financiers.

Concernant les résultats de cette étude, il s'est montré que l'information la plus importante qui intéressait l'investisseur saoudien était la rentabilité et le ratio (actifs immobilisés / actif total), tandis que l'investisseur jordanien accordait de l'importance à l'information concernant les dividendes ainsi que le ratio (capitaux propres / actif total). L'investisseur égyptien attache de l'importance aux informations sur l'endettement ainsi qu'un ratio des fonds propres par rapport au total des actifs.

Les résultats montrent également qu'il n'y avait pas d'impact significatif des états financiers, le jour de divulgation, sur les rendements exceptionnels des actions dans les bourses ayant fait l'objet de cette étude, ce qui reflète l'inefficacité de la bourse au niveau relativement élevé.

**Mots-clés :** Marchés financiers - Efficacité du marché des valeurs mobilières - divulgation de l'information comptable - Informations comptables - étude de l'événement.