



الموضوع:

أثر الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية على الكفاءة
المعلوماتية للسوق المالي
- دراسة حالة السوق المالي المصري -

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية وإدارة و حساب المخاطر

إشراف الدكتور:

- أ.د. معزوز مختار

إعداد الطالبة:

- عفاف مسلم

لجنة المناقشة

أ.د. معزوز مختار..... مشرفا
د. كزار رمضان..... رئيسا
د. حسان بوبعاية..... مناقشا

السنة الجامعية

2015/2014

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وعرفان

الحمد لله على فضله، الحمد لله على نعمه

و الصلاة والسلام على رسول الله، نبي الرحمة

أتوجه بشكري لوالدي الكريمين، لأختي (يمينه)، الأستاذ "معزوز مختار"، وكل عائلتي خاصة

خالي (خيدر)

وأتوجه بخالص شكري للدكتور حمزة غربي، وكل من ساعدني للإنجاز هذا العمل المتواضع

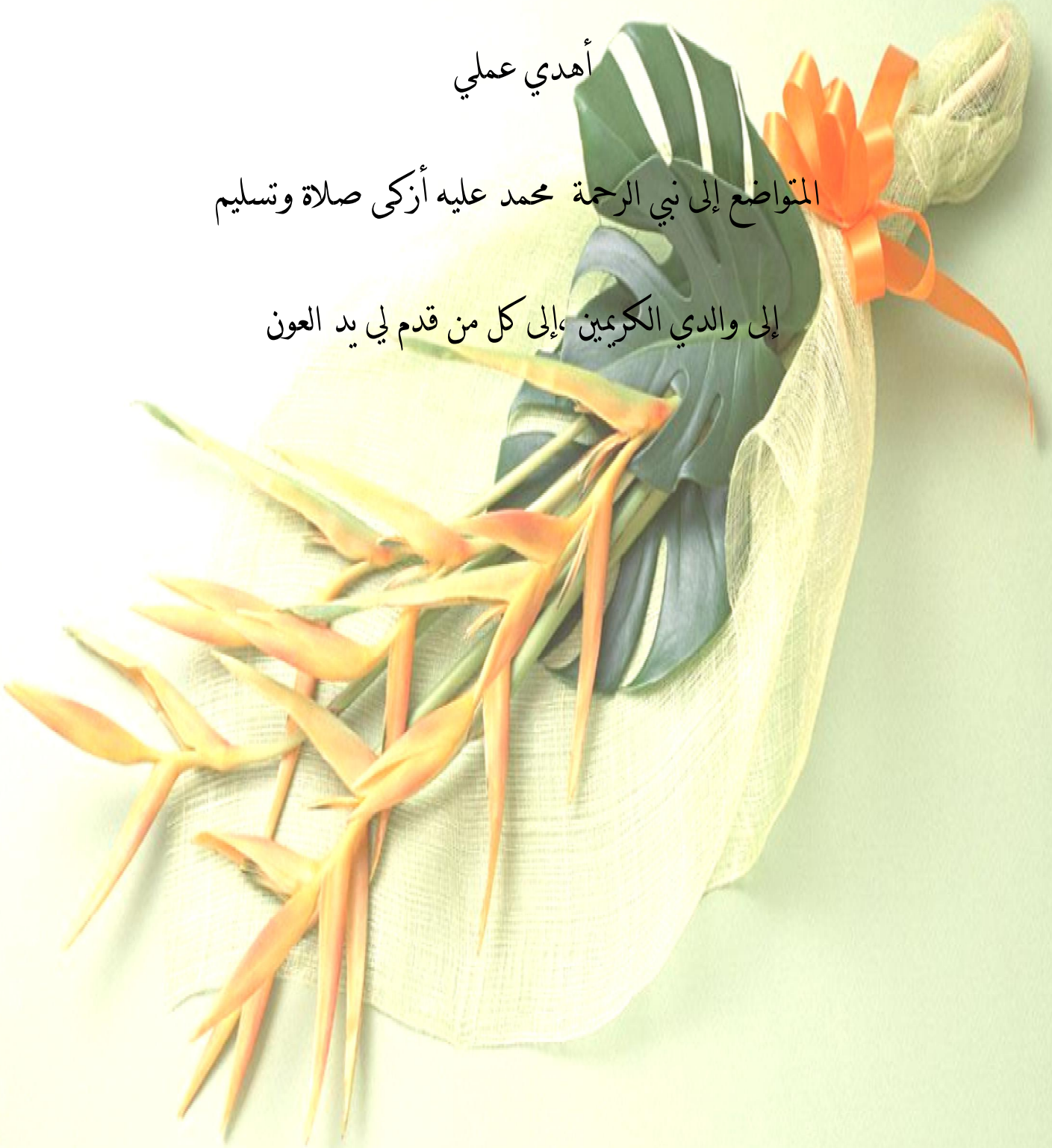
وأشكر كل صديقاتي اللواتي قدمن لي يد الصداقة والعون والمحبة

الإهداء

أهدي عملي

المتواضع إلى نبي الرحمة محمد عليه أزكى صلاة وتسليم

إلى والدي الكريمين، إلى كل من قدم لي يد العون



الفهرس.....	الصفحة
I. شكر.....	
II. إهداء.....	
III. قائمة المحتويات.....	
VI. قائمة الجداول والأشكال.....	
أ.....	مقدمة عامة
6ص.....	الفصل الأول: مخاطر الأوراق المالية والإفصاح عنها
6ص.....	تمهيد
7ص.....	<u>المبحث الأول: الإفصاح المالي</u>
7ص.....	المطلب الأول: مفهوم الإفصاح ونشأته
9ص.....	المطلب الثاني: أنواع الإفصاح
	المطلب الثالث: معايير المحاسبة المصرية والدولية عن الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية
10ص.....	
14ص.....	<u>المبحث الثاني: مخاطر الأوراق المالية وأنواعها ومصادرها</u>
14ص.....	المطلب الأول: مفهوم المخاطر
16ص.....	المطلب الثاني: أنواع مخاطر الأوراق المالية
19ص.....	المطلب الثالث: مصادر مخاطر الأوراق المالية
22ص.....	<u>المبحث الثالث: الأوراق المالية</u>
22ص.....	المطلب الأول: حقوق الملكية (الأسهم) وخصائصها
24ص.....	المطلب الثاني: أدوات المديونية (السندات)
27ص.....	المطلب الثالث: المشتقات المالية

30	 خلاصة
32	 الفصل الثاني: كفاءة الأسواق المالية والإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية
32	 تمهيد
33	 <u>المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية</u>
33	 المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأهميتها
35	 المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية
36	 المطلب الثالث: المشاركون في سوق الأوراق المالية
40	 <u>المبحث الثاني: فرضية كفاءة الأسواق المالية</u>
40	 المطلب الأول: مفهوم الكفاءة الأسواق المالية
42	 المطلب الثاني: شروط وخصائص السوق المالية الكفاء
44	 المطلب الثالث: متطلبات كفاءة السوق المالي والصيغ المختلفة له
47	 <u>المبحث الثالث: الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية والأسواق الكفاء</u>
47	 المطلب الأول: حدود الإفصاح في الأسواق المالية ودوره في تحسين الكفاءة
49	 المطلب الثاني: دور الإفصاح في تنشيط أداء السوق المالي
51	 المطلب الثالث: دور المعلومات في أسواق الأوراق المالية
53	 خلاصة
55	 الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأوراق المالية المصري
55	 تمهيد
56	 <u>المبحث الأول: سوق الأوراق المالية المصري</u>
56	 المطلب الأول: نشأة السوق المالي المصري
58	 المطلب الثاني: تطور سوق الأوراق المالية المصري
61	 المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية المصري
66	 <u>المبحث الثاني: الهيئة العامة والأوراق المالية والشركات العاملة</u>

المطلب الأول: الهيئة العامة للبورصة المصرية.....	ص66
المطلب الثاني: قيد الأوراق المالية في البورصة المصرية.....	ص69
المطلب الثالث: الشركات العاملة في البورصة المصرية.....	ص70
<u>المبحث الثالث: دراسة الحالة للشركات المدرجة في البورصة المصرية.....</u>	ص72
المطلب الأول: دراسة مجتمع البحث.....	ص72
المطلب الثاني: الفرضيات واختبار الفرضيات	ص74
أولاً/ دراسة الفرضيات بمعامل سبيرمان وتحليل التباين.....	ص75
ثانياً/ دراسة الفرضيات بمعامل سبيرمان.....	ص78
خلاصة.....	ص80
الخاتمة.....	ص81
قائمة المراجع.....	ص85

الملاحق

ملخص



قائمة الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
الجدول 1	حجم التداول وإجمالي رأس المال السوقي في سوق الأوراق المالية في مصر (2004-2014)	62
الجدول 2	طبيعة المتعاملين في سوق الأوراق المالية في مصر (2004-2014)	64
الجدول رقم 3	عدد الشركات المقيدة وعدد الشركات المتداولة في البورصة المصرية.	75
الجدول رقم 4	أسماء الشركات العينة المدرجة في السوق المالي المصري حسب القطاعات.	76-77-78
الجدول 5	معامل الارتباط بيرسون بين درجة الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية وأسعار الأوراق المالية جانفي	79
الجدول 6	معامل التحديد ومعامل الارتباط بين درجة الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية وأسعار الأوراق المالية في شهر جانفي	80
الجدول 7	تحليل التباين للانحدار في شهر يناير	80
الجدول 8	معامل التحديد ومعامل الارتباط بين درجة الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية وأسعار في شهر مايو.	81
الجدول 9	معامل التحديد ومعامل الارتباط بين درجة الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية وأسعار في شهر ماي	81
الجدول 10	تحليل التباين للانحدار في شهر مايو.	82
الجدول 11	معامل الارتباط لسبيرمان بين الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية وأسعار الأوراق المالية شهر يناير	83
الجدول 12	معامل الارتباط لسبيرمان بين الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية وأسعار الأوراق المالية لشهر مايو	83

قائمة الأشكال:

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
الشكل 1	الهيكل التنظيمي للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية	72

مقدمة

إن اتساع النشاط الاقتصادي أدى إلى الحاجة إلى مصدر لتمويل صغار وكبار المستثمرين، حيث تعتبر الأسواق المالية أحد أهم هذه المصادر لتحقيق الأرباح، الأمر الذي يتطلب توفر قدر من البيانات والمعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق المالية بالكفاءة، خاصة وأن الأوراق المالية تتأثر كثيرا بظروف المنشأة المصدرة لها لتنعكس على أسعارها.

إن الإفصاح عن المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المدرجة في السوق المالي وسياسات إدارتها، يساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم في الاستثمار على أسس واضحة، خاصة وأن هذه المخاطر لها تأثير على أسعار الأسهم والتنبؤ بالعائد وبالتالي فإن توفر مثل هذه المعلومات في السوق المالي من شأنه أن يرفع من كفاءتها ويعظم نشاطها.

أولاً/ الإشكالية: كيف يؤثر الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية في التقارير المالية السنوية للشركات المدرجة ضمن البورصة المصرية على الكفاءة المعلوماتية للأسواق المالية؟

وعليه يمكن طرح التساؤلات التالية:

- 1- ما مفهوم الإفصاح؟
- 2- ما هي حدود الإفصاح في الأسواق المالية؟
- 3- ما هو دور الإفصاح في تنشيط السوق المالي؟
- 4- ما هي المخاطر التي نصت عليها المعايير المصرية بالإفصاح عنها وسياسة إدارتها؟



- 5- ما مدى التزام الشركات المدرجة في السوق المالي المصري بالمعايير الخاصة بالإفصاح و العرض عن مخاطر الأدوات المالية؟
- 6- كيف يؤثر الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية على أسعار الأوراق المالية؟

ثانيا/فرضيات الدراسة:

- 1- الشركات المدرجة في بورصة المصرية تلتزم بمعايير الإفصاح المصرية والدولية.
 - 2- الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية في تقارير الشركات المدرجة في بورصة المصرية يؤثر على كفاءة سوق الأوراق المالية المصري.
- ولدراسة الفرضية الثانية سنقوم بدراسة تأثير الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية على أسعار الأوراق المالية في اليوم أخير من الشهرين (جانفي و ماي).

ثالثا/ أهداف الدراسة:

- 1- أنها دراسة للإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية في التقارير السنوية للشركات المصرية المدرجة في السوق المالي المصري.
- 2- التعرف على مدى التزام إدارة الشركات بمعايير المصرية والدولية للإفصاح عن المخاطر الأدوات المالية.
- 3- معرفة مدى تأثير الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية على أسعار الأوراق المالية للشركات المدرجة في السوق المصري .

رابعا/ أهمية الدراسة:

- 1- تبيان أهم المفاهيم المتعلقة بالإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية.
- 2- معرفة مدى تأثير الإفصاح عن المخاطر الأدوات المالية على كفاءة الأسواق المالية خاصة السوق المالي المصري.

خامسا/ حدود الدراسة:

اقتصرت هذه الدراسة في بعدها المكاني بدراسة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي المصري أما البعد الزمني فقد تناولنا تقارير المالية لسنة 2014 أسعار الأوراق المالية للشهرين جانفي وماي لسنة 2015.

سادسا/أسباب الدراسة:

- معظم الأسواق المالية العربية تتميز بمستوى كفاءة ضعيف .
- إن تعزيز الإفصاح والشفافية في الأسواق المالية يرفع من كفاءتها.
- الميل الشخصي.

سابعا/منهجية ومجتمع الدراسة:

دراسة إحصائية بأسلوب تحليلي لمحتوى التقارير عن الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية للشركات الوسطة المدرجة في السوق المصري ومدى تأثيره على كفاءة السوق المالي.

ثامنا/الدراسات السابقة:

1-دراسة رشيد بوكساني "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"2006:

هدفت الدراسة إلى تبيان مختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، حتى يمكن معرفة أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية، والبحث في خصوصية المراكز الدولية للأسواق المالية من أجل معرفة عوامل نجاحها التشريعات والتنظيمات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية، وتطوراتها وأدائها، والوقوف على اقتصادياتها وذلك بهدف الوقوف على معوقات تطور أسواق الأوراق المالية.

2-دراسة (طلبة أميرة) "أثر الإفصاح المالي والمحاسبي على القيمة السوقية للسهم" 2009:

قد هدفت الدراسة إلى تبيان العوامل التي تحدد القيمة السوقية للسهم، وشرح مفهوم الإفصاح المالي والمحاسبي كمبدأ هام في إعداد التقارير والقوائم المالية، وإبراز دور الإفصاح المالي والمحاسبي في توجيه قرارات المستثمر نحو بيع أو شراء أسهم وما

يخلفه غياب هذا العامل من فقدان الثقة من جهة ومن اتخاذ قرار مغاير للأول من جهة أخرى وبالتالي إبراز دور الإفصاح المالي والمحاسبي كأحد العوامل المحددة لأسعار الأسهم العادية.

3- د. نبيل عبد الرعوف إبراهيم"آثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدثة على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية"2012: وقد هدف من خلال دراسته إلى تبيان قصور القوائم المالية المنشورة بدون الالتزام بنشر نماذج الإفصاح المحاسبي، توضيح مدى أهمية البيانات والمعلومات المنشورة بنماذج الإفصاح في صناعة القرارات المالية، تعزيز الثقة ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية حيال التزام الشركات بنماذج الإفصاح والإطار الاستراتيجي للشفافية والنزاهة الدولية.

تاسعا/ هيكل البحث:

قسمنا الدراسة إلى ثلاث فصول، الأول يتعلق بالإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية حيث تطرقنا فيه إلى ثلاث مباحث رئيسية فالمبحث الأول تناولنا فيه مفهوم الإفصاح المالي والمبحث الثاني تناولنا فيه مخاطر الأوراق المالية والمبحث الثالث تناولنا فيه الأوراق المالية، أما الفصل الثاني فقد تناولنا فيه كفاءة السوق المالي وقسم إلى ثلاثة مباحث، الأول ماهية الأسواق المالية أما في المبحث الثالث تطرقنا إلى فرضية كفاءة السوق المالي والمبحث الثالث تناولنا فيه الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية وكفاءة الأسواق، والفصل الثالث فقد قسمناه إلى ثلاث مباحث و تطرقنا في المبحث الأول إلى سوق الأوراق المالية المصري والمبحث الثاني الهيئة العامة والأوراق المالية والشركات المدرجة في البورصة المصرية والمبحث الثالث دراسة حالة السوق المالي المصري.



الفصل الأول: مخاطر الأوراق المالية والإفصاح عنها



الفصل الثاني: كفاءة الأسواق المالية والإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية

تمهيد

أن الأسواق المالية من أحد مصادر التمويل والمكان الذي يجمع بين البائعين والمشتريين، إن الأسواق المالية من أحد مصادر التمويل والمكان الذي يجمع بين البائعين والمشتريين، وكلما ذكر الإفصاح مقترنا بالأسواق المالية إلا وذكر الموضوع الشائك المتمثل في كفاءة الأسواق المالية وتتمثل كفاءته في سرعة استجابة السوق للمعلومات الواردة وتختلف الأسواق الكفاءة من ذات الصيغة الضعيفة إلى المتوسطة الكفاءة، وأخرى قوية. فالأسواق ذات الكفاءة سرعان ما تستجيب للمعلومات الواردة إليها ارتفاعا وانخفاضا حسب طبيعة تلك المعلومات، ويلعب الإفصاح عنها دورا هاما في تنشيط السوق المالية.

وسنتطرق في ما يلي إلى ثلاث مباحث توضح لنا كل ما سبق ذكره:

المبحث الأول: الأسواق المالية.

المبحث الثاني: فرضية كفاءة الأسواق المالية.

المبحث الثالث: الإفصاح وكفاءة السوق المالية.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

في هذا المبحث سنقوم بعرض مفهوم الأسواق المالية وأهم أنواعها والمشاركون فيها.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأهميتها

الفرع 1: مفهوم الأسواق المالية

عرفت الأسواق المالية على أنها "المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون، لتداول السلع وتبادلها، غير أن وحدة المكان ليست شرطاً لقيام السوق، فمتى تحقق وجود صلة بين البائعين والمشتريين، بحيث يكون الثمن الذي يدفعه الآخرون أو يقتضونه، فإن السوق تعد قائمة".¹

وعرفت كذلك "الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عملية التبادل الأصول المالية"² ويمكن تعريفه أيضاً على أنه "عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال".³

وأيضاً يمكن تعريف "السوق المالية هو ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه"⁴

¹ محمد فتح الله النشار ، المرجع سبق ذكره ، ص32.

² محمد صالح الحناوي ، المرجع سبق ذكره ، ص8.

³ عصام حسين ، المرجع سبق ذكره ، ص17.

⁴ محمد مطر ، المرجع سبق ذكره ، ص164 165.

الفرع 2: أهمية سوق الأوراق المالية

تعتبر أسواق الأوراق المالية بحكم وظيفتها الاقتصادية صلة الوصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد، كما أنها تعد سوقاً منظمة لتداول الأسهم والسندات حيث يتم بيع وشراء الأوراق المالية فيها من خلال السماسرة المرخص لهم، وحيث يلعب فيها العرض والطلب دوره الرئيسي في تحديد الأسعار بما يوفر الحماية للمستثمرين من الغش والتدليس من خلال القواعد التي تلزم بها أعضائها من السماسرة في معاملاتهم مع المستثمرين، بالإضافة إلى ما توفره السوق من العلانية للمستثمر عن وضعية الشركات المالية... وتلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في توزيع مدخرات الأفراد على مختلف المشاريع الاقتصادية، وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي بما ينعكس أثره في النهاية على معدل التنمية الاقتصادية للبلاد، وهي بذلك تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للبلاد في أوقات الراج والكساد¹.

ومن بين أهم المزايا التي تحققها أسواق الأوراق المالية²:

- تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار المختلفة للاقتصاد القومي؛
- إيجاد منافذ شرعية للمدخرين لنقل ممتلكاتهم للغير؛
- تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية؛
- تكوين تراكم رأسمالي لآجال قصيرة أو طويلة؛
- تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات في سهولة ويسر؛
- تجنب آثار التضخمية لحد بعيد.

¹ صلاح الدين حسن السبسي ، بورصة الأوراق المالية ، الطبعة الأولى ، عالم الكتب ، القاهرة ، 2003 ، ص 20 21.

² نفس المرجع ، ص 21.

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية

وعادة يجري التمييز بين نوعين من أسواق المالية هما¹:

أ- **السوق الأولية (سوق الإصدار)**: وهو الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، ويختص بتأسيس الشركات الجديدة، أو التوسع في رأس المال، وطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية.

ب- **سوق الثانوي (السوق التداول)**: وهو الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية بعد إصدارها، وفيه يتم تداول الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار (السوق الأول)، وفيها يلتقي العرض بالطلب، ويكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصلون المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية.

ويشمل السوق الثانوي نوعين من الأسواق²:

- **الأسواق المنظمة**: يقصد بذلك بورصة الأوراق المالية، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء، وتوجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق وفقا لقواعد معينة.
- **الأسواق غير المنظمة**: أسواق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) أم غير المسجلة فيها يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد للإجراء التعامل في هذه الأسواق.

¹ صلاح الدين حسن السيبي ، المرجع سبق ذكره ، ص15.

² عصام حسين ، المرجع سبق ذكره ، ص22.

ولكن مع تعدد المعايير التي تحكم الأسواق المالية فإن الاقتصاديون يميلون إلى تقسيم تلك الأسواق إلى عدة أنواع¹:

1- من حيث أجل الأوراق المالية/ وتنقسم إلى:

- أسواق رأس المال طويلة الأجل ومتوسطة الأجل: وهي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة ومتوسط الأجل، التي تزيد مدة أجلها عن سنة، سواء من خلال الإقراض طويل الأجل أو تداول الأوراق المالية، مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات وغيرها من الأوراق المالية.

- أسواق رأس المال قصير الأجل (أسواق النقد): هي الأسواق التي تتداول فيها الأدوات المالية قصيرة الأجل حيث يتم التداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجلها سنة واحدة في إطار هذه الأسواق، سواء على شكل قروض قصيرة الأجل أو على شكل أوراق مالية أو تجارية، من خلال البنوك المركزية والبنوك التجارية.

2- طريقة التداول/ حيث تقسم الأسواق المالية إلى:

- أسواق الحاضرة: هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين.

- أسواق آجلة: هي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع أو الشراء للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل.

المطلب الثالث: المشاركون في سوق الأوراق المالية

سنذكر فيما يلي أهم المشاركين فيها²:

✓ العائلات الخواص والأفراد: ويعرفون باسم المدخرين التقليديين ويعدون من أكبر المتعاملون في سوق البورصة نظرا للحجم الهائل الذي يملكونه من السيولة.

¹ عصام حسين ، المرجع سبق ذكره ، ص 19 20.

² عبد الله سناجقي، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، تخصص مالية ومحاسبة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، (غير منشورة)، 2009، ص 53.

✓ المستثمرون التأسيسيون / ومن أهمهم¹:

- صناديق الضمان الاجتماعي: وهي هيئات تقدم خدمات الاجتماعية للمخترطين فيها مثل تغطية مصاريف العلاج، حيث تقوم هذه الهيئات بجمع الأموال من المخترطين وتوظيفها في البورصة قصد تحقيق عائد لتغطية مصاريفها.
- صناديق التقاعد: تقوم هذه الصناديق باقتطاع جزء من أجور العمال والمخترطين فيها بشكل منتظم لتسديدها لهم عن انتقالهم لمرحلة التقاعد، ونظرا للفارق الزمني بين مدة الاقتطاع وعملية تحقيق عائد فإن هذه الصناديق تقوم باستغلال هذه الأموال المعتبر وذلك بتوظيفها في البورصة قصد تحقيق عوائد.
- صناديق البطالة: تقوم هذه الصناديق باقتطاع جزء من أجور المخترطين فيها بشكل منتظم، مقابل ضمان تقديم علاوات البطالة في حال انقطاع المخترط عن العمل ونظرا للفارق الزمني بين مدة الاقتطاع وتسديد العلاوات فإنها تقوم بتوظيف هذه السيولة وأموالها في البورصة قصد تحقيق عوائد.
- صناديق التأمين: تقوم هذه الصناديق بالتأمين على الأخطار التي تصيب ممتلكات الأشخاص والشركات مما يسمح لها بالحصول على سيولة تقوم بتوظيفها في البورصة لتحقيق عوائد.
- صناديق الودائع والضمانات: تقوم هذه الصناديق بجمع الودائع من الذين يرغبون في الحصول على ضمانات خاصة مع المحافظة على مؤونات كافية لمواجهة طوارئ المستقبل وعليه، فإن هذه السيولة الكبيرة التي تم جمعها ينبغي توظيفها في البورصة قصد تحقيق عائد مقبول.
- هيئات التوظيف الجماعي: ومما يمكن ملاحظته أن السلطات الرسمية تفرض رقابة صارمة على جميع أموال هذه الهيئات حتى لا يكون هنالك تلاعب بأموال المدخرين،

¹ عبد الله سناجي ، المرجع سبق ذكره ، ص 54 55.

وتعد البنوك والدولة والهيئات التابعة لها والتقنيون ومؤسسات الإقراض أحد المشاركين حيث¹:

- ✓ المتعاملون الآخرون: وهم ثلاثة أنواع من المستثمرين
- الهيئات ذات الهدف التجاري: وتتكون من الجمعيات ذات الصبغة الاجتماعية والثقافية، العلمية، الرياضية.
- الشركات: وتتدخل في سوق التداول وذلك لأهداف أدناه:
 - إصدار الأسهم والسندات من أجل رفع رأس مالها؛
 - توظيف الأموال التي لا تحتاجها لمدة معينة فتؤدي إلى زيادة مواردها؛
 - استغلال الفرص المقدمة للحد من تكاليفها ك شراء سندات المعروضة في البورصة، وذلك عند انخفاضها أي انخفاض قيمتها.
- ✓ البنوك: حيث تلعب دورا كبيرا فيها إذ بإمكانها العمل لحسابها الخاص وذلك بشراء الأوراق المالية أو العمل للغير من خلال تسيير محافظهم المالية مقابل الحصول على عمولة.
- الدولة والهيئات التابعة لها: مثل الجماعات المحلية والمؤسسات العمومية، وذلك عن طريق بيع سندات مباشرة في سوق البورصة وتتميز هذه الطريقة بالسهولة بالإضافة إلى أنها تمكن الدولة من البيع في الوقت المناسب. وفي الغالب لا تلجأ الدولة إلى طرح كل السندات المصدرة مرة واحدة للبيع بل على دفعات وذلك حتى لا يزداد عرضها بشكل كبير فيحصل انخفاض في قيمته.
- ✓ مؤسسات القرض: وذلك عن طريق إصدار السندات، وتقوم ببيعها حتى تحصل على السيولة اللازمة لتمويل خزintها.

¹ عبد الله سناجي ، المرجع سبق ذكره ، ص 55 56.

وكذلك¹:

- ✓ الشركات الخاصة والمختلطة: تقوم الشركات الخاصة والمختلطة بطلب زيادة رأسمالها الدائم بإصدار سندات أو غير ذلك من أساليب التمويل المقترحة.
- ✓ التقنيون: وهم يلعبون دور الوساطة بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية ولا يمكن القيام بأي عملية إلا عن طريقهم فهم ينقلون أوامر زبائنهم إلى البورصة، ويجرون العملية المطلوبة منهم.

¹ عبد الله سناجقي ، المرجع سبق ذكره ، ص56.

المبحث الثاني: فرضية كفاءة الأسواق المالية

من أجل توضيح كفاءة السوق المالي سنعرض مفهوم الكفاءة وشروطها، وخصائصها ومتطلبات الكفاءة.

المطلب الأول: مفهوم الكفاءة

الفرع 1: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

يمكن تعريف كفاءة الأسواق المالية "بأنها تمثل مدى سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وبشكل غير متحيز للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه. وبذلك تصبح أسعار تلك الأوراق دالة للمعلومات المتاحة في السوق. وعلى هذا الأساس فإن توفر معلومات مختلفة للمتعاملين في السوق، وعلى هذا الأساس فإن توفر معلومات مختلفة في للمتعاملين في السوق تؤدي إلى تقلب هذه الأسعار"¹.

كذلك عرفت السوق المالية الكفاءة على أنه "السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية، لحركة الأسهم، من خلال وسائل الإعلام المختلفة"².

وقد عرفت أيضا أنها "السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة تؤدي إلى القيمة السوقية للسهم مع القيمة الحقيقية أو المحورية وبحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية ففي ظل السوق الكفاء سوف يحقق جميع المستثمرين نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر"³.

¹ محمد مطر ، المرجع سبق ذكره ، ص173.

² صلاح الدين حسن السبسي ، المرجع سبق ذكره ، ص24.

³ محمد صالح الحناوي وآخرون ، تحليل وتقييم الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2001-2002 ، ص127.

الفرع 2: شروط كفاءة السوق المالية

إن مفهوم كفاءة السوق يطلق عليها بالكفاءة الكاملة التي تفترض توفر شروط الكمال في السوق وهي¹:

1- أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف، وفي هذه الشروط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.

2- أنه لا توجد أي قيود على التعامل، فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب، كما يمكن للمستثمر أن يشتري ويبيع أي كمية من أسهم المنشأة مهما صغر حجمها وذلك بيسر وسهولة، هذا إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق سواء بالنسبة للمستثمرين أو المنشآت الراغبة في الحصول على الأموال، كما لا توجد قيود أخرى من أي نوع.

3- هناك عدد كبير من المستثمرين، ومن ثم تصرفات كل منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم المعلنة على أنها قضية مسل بها.

4- أن المستثمرين يتصرفون بالرشد، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

5- توفر عنصر الشفافية وبقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات².

¹ منير هندي إبراهيم ، المرجع سبق ذكره ، ص 400 401.

² محمد مطر ، المرجع سبق ذكره ، ص 167.

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم. هذا يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. غير أن من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار، لن يكون الفارق بين القيمتين كبيراً، إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة المدى الطويل¹.

المطلب الثاني : خصائص الأسواق الكفأة

الفرع 1 : يتميز السوق الكفء بمجموعة من الخصائص تتمثل في ما يلي²:

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

¹ منير هندي إبراهيم ، المرجع السابق ، ص 402 403.

² مفتاح صالح وفريدة معارفي ، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية" ، مجلة الباحث ، العدد السابع ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، 2009-2010 ، ص 182.

- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط¹.

الفرع 2 : الخصائص التنظيمية للسوق الكفاء

تتميز الأسواق المالية الكفوء بالخصائص التنظيمية وهي كالتالي²:

- 1-وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية، والتي تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول ويمثلون البنوك والمؤسسات والشركات التي يسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة.
- 2-وجود لجنة إدارية تضع أنظمة الأسواق المالية، وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها باستمرار وتراقب عمليات التداول.
- 3-وجود شروط لإدراج الأوراق المالية على لائحة السوق المالية ومراقبة لاستمرارية أو إيقاف هذا الإدراج.
- 4-وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ الأوامر، وتحديد أسعار الصفقات بسرعة وهناك طريقتان متبعتان في العادة هما المزايدة أو المفاوضة، ويتم تحديد سعر التبادل حسب الطريقة الأولى بمطابقة أعلى سعر طلب مع أدنى سعر عرض، أما الطريقة الثانية فإن سعر التبادل يتم تحديده بالتفاوض بين وكلاء الأسهم.
- 5-وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة في السوق.

¹ مفتاح صالح وفريدة معارفي ، المرجع سبق ذكره ، ص182.

² محمد يوسف عنتر الفالوجي ، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف ، قسم المحاسبة ، كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية ، غزة ، (مذكرة غير منشورة) ، 2007 ، ص34.

و تتميز كذلك ب¹:

- 6- وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين والمتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشيطة في الأسهم.
- 7- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول عند بروز أية فرصة للربح من خلال البيع والشراء مهما كانت صغيرة.
- 8- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم، وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق.
- 9- أن يخضع التداول الذي يقوم به الأشخاص للأنظمة والقوانين، أن يتم مراقبة الشركات للتأكد من عدم استغلال المعلومات المتاحة لهم وفق وظائفهم ولتحقيق الأرباح السريعة.

المطلب الثالث: متطلبات الكفاءة السوق المالية والصيغ المختلفة لها

الفرع 1: متطلبات الكفاءة السوق المالية

يجب أو تتوفر في السوق المالية الكفاءة سمتان أساسيتان لتحقيق الكفاءة هما²:

- كفاءة التسعير: هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق و أن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.
- كفاءة التشغيل: تعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه.

¹ محمد يوسف عنتر الفالوجي ، المرجع سبق ذكره ، ص 34 35.

² عصام حسين ، المرجع سبق ذكره ، ص 33 34.

الفرع 2: فرضيات كفاءة السوق المالي:

إن كفاءة الأسواق المالية، ترتبط أساسا بتوافر المعلومات المناسبة بسرعة وبدون تكلفة بالنسبة لجميع المتعاملين في السوق حيث تتعلق بفروض السوق الكفاء بمدى استجابة أسعار الأسهم للمعلومات، وبالتالي فإن السوق قد تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات ولكنها غير كفاء بالنسبة لنظام آخر¹:

1- **فرضية الصيغة الضعيفة:** تقضي هذه الفرضية لكفاءة السوق بأن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار السهم في الماضي بالكامل ومعنى ذلك إنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتمادا على معلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم.

2- **فرضية الصيغة متوسطة القوة:** يفترض الشكل المتوسط القوة بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم في الماضي بل تعكس أيضا المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور سواء كانت معلومات خاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالوحدة الاقتصادية نفسها وبصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية. وفي ظل هذا الفرض سوف تستجيب الأسعار لورود المعلومات الجديدة إلى السوق. وكلما زادت سرعة استجابة السوق كلما كان ذلك دليلا على الكفاءة وبالتالي فإن المستثمر لن يستطيع أن يحقق أي عوائد غير عادية.

3- **فرضية الصيغة القوية:** وفقا لهذا الشكل من فرضيات السوق الكفاء فإن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة العامة إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة مثل أعضاء إدارة الوحدة الاقتصادية. أي أن الأسعار الحالية للأوراق المالية

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون ، المرجع سبق ذكره ، ص 127 128 129.

تعكس كل ما يمكن معرفته عن المنشأة وبالتالي فلن يستطيع أي مستثمر أن يحصل على إيرادات غير عادية¹.

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون ، المرجع سبق ذكره ، ص129.

المبحث الثالث: الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية والأسواق الكفاء

سنعرض خلال المبحث الثالث حدود الإفصاح في الأسواق المالية ودوره في تحسين كفاءة الأسواق المالية وتنشيط السوق المالي ودور المعلومة المالية في السوق المالي.

المطلب الأول: حدود الإفصاح في الأسواق المالية ودوره في تحسين الكفاءة

الفرع 1: حدود الإفصاح في الأسواق المالية

ساد اتجاه كبير لدى العامة خلال السنوات القليلة الماضية يطالب بدرجة أكبر من الإفصاح. ومن أسباب النمو الكبير في الاقتصاد العالمي في السنوات السابقة قدرة الشركات والكيانات الأخرى على إتاحة المعلومات عبر الحدود في زمن قصير جدا من خلال التقنيات الحديثة المتعددة، وهذه القدرة المضافة على الاتصال لها أيضا سلبياتها حيث يجب على الشركات الحذر وتقليل المخاطر التي قد تنتج عن الإفصاح عن المعلومات بشكل غير متعمد أو غير مرغوب فيه، ففي هذا العصر الجديد، يجب أن تقوم الشركة وأصحاب المصالح فيها بفحص المعلومات وتحديد الدقيق والخاطئ منها. وبينما تتحرك اقتصاديات الأسواق الصاعدة بشكل عام نحو زيادة درجة الإفصاح المطلوبة من الشركات، يكون من الضروري وضع حدود لذلك من أجل حماية الشركة من الإفصاح غير اللازم والإفصاح الذي قد يسلب قدرتها التنافسية من خلال التكلفة الإضافية. ففي الاقتصاديات الحرة، يفرض على الشركات الإفصاح عن المعلومات المادية فقط واعتبرت المحاكم الأمريكية أن المعلومات تكون مادية إذا كان احتمال كبير من الإفصاح عن حقيقة تم إغفالها كان يمكن أن يغير من ناتج إجمالي المعلومات المتاحة من وجهة نظر المستثمر العاقل.¹

¹ يحي محمد القضاة ، دور الإفصاح المحاسبي في إظهار القيمة السوقية الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في بورصة عمان ، أطروحة لنيل شهادة الماجستير ، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا ، جامعة عمان العربية للدراسات العليا ، عمان ، 2004 ، ص55. بالاعتماد على الموقع التالي: <http://ssrn.com/abstract=2013475>

وعلى سبيل المثال تكون الحقيقة مادية إذا كان يمكن للمستثمر أن يأخذها في اعتباره عند اتخاذ قرار بالشراء أو البيع أو الاحتفاظ بتلك الأوراق المالية¹.

الفرع 2: دور الإفصاح في تحسين الكفاءة

يلعب الإفصاح دوراً أساسياً في تحسين كفاءة الأسواق المالية بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. فمن ناحية يؤدي الإفصاح ذو النوعية الجيدة إلى شفافية أكبر في التعامل، الأمر الذي يزيد من حركة رؤوس الأموال والاستقرار المالي على المستويين الوطني والدولي، لاسيما مع تواجد آليات رقابية فعالة. وعليه تتوقف كفاءة السوق المالية إلى حد كبير على نوعية الإفصاح وعلى كفاءة سوق المعلومات بصفة عامة وأنظمة المعلومات للشركات المقيدة بصفة خاصة... إن أسعار الأسهم في سوق ذات كفاءة تمتاز بالعشوائية بحيث يصعب (أو يستحيل) على أي مستثمر التنبؤ باتجاهها وتحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المستثمرين. عندئذ يتنافس عدد هائل من المتعاملين على تحليل المعلومات المحاسبية والمالية التي سرعان ما تنعكس في الأسعار، الشيء الذي يؤدي إلى تقييم الأصول المالية بقيمتها الحقيقية².

ويعمل الإفصاح المالي الجيد أيضاً على تخفيض تكاليف مصادر التمويل المختلفة، لاسيما رؤوس الأموال الخاصة ويجلب مستثمرين آخرين ويقلل من عدم تماثل المعلومات ويزيد من سيولة السوق، الأمر الذي يرفع حجم التداول ويقلل تكاليف الوكالة وبالتالي يحسن من كفاءة السوق باستمرار. من جهة أخرى لا يمكن للمتعاملين في البورصات والأسواق المالية أن يستغنوا عن المعلومات المحاسبية والمالية المعدة والمنشورة بكل شفافية

¹ يحي محمد القضاة ، المرجع سبق ذكره ، ص55.

² محفوظ جبار ، استجابة الأسواق المالية للمعلومات المحاسبية ، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة على ضوء التحولات المحاسبية الدولية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة باجي مختار ، غنابة ، 21 و 22 نوفمبر 2007 ، ص13.

لاستخدامها في تقييم أداء الشركات المقيدة وإداراتها والتنبؤ بالعوائد والمخاطر المستقبلية، وبالتالي تسعير الأدوات المالية بصورة أفضل وتزداد كفاءة السوق، كما تتوقف كفاءة التخصيص، أي توجه رؤوس الأموال إلى المشاريع الأكثر مردودية، على كفاءة الإفصاح ومدى وصول المعلومات بالكيفية والنوعية المطلوبة إلى المتعاملين، أي على كفاءة نظام المعلومات.¹

المطلب الثاني: دور الإفصاح في تنشيط السوق المالي

يعتبر موضوع الإفصاح من أهم مقومات السوق المالي الكفاء وأساس سلامته واستمرارية أداء مهامه بنجاح، بما يؤمن استقطاب مشاركة أوسع في الاكتتاب بإصداراته في سوقها الأولية، والتعامل بالأدوات الاستثمارية المدرجة في سوقها الثانوية، ويؤدي الإفصاح داخل السوق المالي دوراً هاماً في الحد من الشائعات المضللة والقضاء عليها وتحقيق قواعد العدالة في التعامل وبالتالي ترسيخ دعائم الثقة بالسوق.²

"وبدأ الاهتمام بمفهوم كفاءة السوق وعلاقته بالإفصاح المالي من قبل الشركات كنتيجة لقيام محلي الأوراق المالية بالتحليل الأساسي أو تحليل القوائم المالية والذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية المسعرة بأعلى أو أقل من قيمتها"³. ويتم تنظيم أداء السوق المالي من خلال تشريعات محددة ومرنة تصدرها الحكومات عبر وزارات المالية والبنوك المركزية بالإضافة إلى بعض الهيئات المحلية في تلك الدول".

¹ محفوظ جبار ، المرجع سبق ذكره ، ص 13 14.

² جميل حسن النجار ، التوسع في الإفصاح داخل القوائم المالية لدى الشركات المساهمة العامة و أثره على النشاط الاستثماري ، منشورات جامعة القدس المفتوحة. بالإعتماد على الموقع التالي <http://journal.up.edu.ps> ، 2015/03/30.

³ محمد صالح الحناوي ، تحليل وتقييم الأسهم والسندات ، الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية ، مصر ، 2006 ، ص123.

"وقد بدأ الحث على الإفصاح بشكل واضح من خلال قانون الأوراق المالية الصادر عام 1933م في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك بعد الانهيار الاقتصادي العالمي الذي شهدته الأسواق المالية عام 1929م، وتبعه في ذلك قانون البورصات عام 1934م ليكون أكثر تخصيصاً من قانون الأوراق المالية، حيث يغطي الأسواق الثانوية، وقد انتشرت بعد ذلك قوانين تنظيم الأسواق المالية، وهي إلى حد ما متشابهة، ومن أهم ما تنص عليه هو دورها في الحث على الإفصاح حيث اشتملت على إفصاحات وفق نماذج محددة... وتشير المعلومات التي يتم الإفصاح عنها من قبل الشركات في السوق المالي إلى هيكل متكامل من المعلومات تشمل التقارير المالية إلى جانب تقارير أخرى لها علاقة بتحليلات وتنبؤات مالية، ومعلومات عن طبيعة النشاط والاقتصاد ككل، كذلك فإن التقارير المالية التي يتم الإفصاح عنها من قبل الشركات ليست هي المصدر الوحيد للمعلومات.

كما يؤثر الإفصاح داخل السوق المالي على وجود علاقة إيجابية بين أسعار الاستثمارات المالية وعائدها من ناحية وبين استخدام المعلومات التي يتم الإفصاح عنها من ناحية أخرى، كما ويساهم الإفصاح في كشف الحقائق التي يستخدمها المحلل المالي والمستثمر في سبيل الوصول لأسعار التوازن، ومن ثم مساعدة المستثمر في تحديد الربحية والمخاطرة في أسعار الاستثمارات سواء على مستوى الشركة الواحدة أو على مستوى محفظة الاستثمار وبالتالي تحقيق الكفاءة التشغيلية للسوق المالي. وحتى يؤثر الإفصاح المالي إيجاباً على كفاءة السوق المالي يفترض الالتزام بمتطلبات الإفصاح وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية ومتطلبات الإفصاح التي تفرضها هيئة الأسواق المالي¹

¹http://www.alriyadh.com/2006/11/28/article204830_s.html consultée le page 30 /03/2015.

المطلب الثالث: دور المعلومات في سوق الأوراق المالية

"تتوقف كفاءة سوق رأس المال على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها. إن المعلومات المتاحة -بصفة خاصة المعلومات المالية- تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء المعلومات المالية المنشورة. أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عليه زيادة عدد المتعاملين وزيادة حجم التعامل.

يحتاج المستثمرون إلى المعلومات التي توفرها لهم إدارة الوحدة الاقتصادية في شكل تقارير مالية وذلك لتقدير التدفق النقدي الذي يتوقع الحصول عليه في المستقبل سواء في شكل توزيعات للأرباح أو في شكل أرباح رأسمالية. وأيضا لتقدير درجة الخطر المرتبطة بالسهم والتي قد ترجع إلى عوامل ترتبط بالسوق وتسمى في هذه الحالة بالمخاطر المنتظمة أو تلك التي ترجع إلى ظروف الشركة مصدرة الأسهم نفسها وهي المخاطر غير المنتظمة"¹.

إن نجاح السوق الأوراق المالية يتوقف على الآتي²:

- توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق رأس المال بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها.

¹ محمد صالح الحناوي ، المرجع سبق ذكره ، ص 130 131 132.

² لحسين حديد ، "كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية" ، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ، العدد 2 ، 2013 ، ص 258.

ويعتمد نجاح السوق المالي كذلك على عناصر عديدة¹:

- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصه و درجة الخطر المرتبطة به بما يلبي احتياجات المستثمرين.
- إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
- كما يحتاج المستثمر في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلاً، والمتمثلة في توزيعات الأرباح أو أرباح الأسهم وأيضاً تقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأسهم ويتكويّن محافظ الاستثمارية الملائمة.

¹ لحسين حديد ، المرجع سبق ذكره ، ص 258 259.

خلاصة الفصل الثاني:

في الفصل الثاني تطرقنا إلى مفهوم الأسواق المالية وكفاءتها وحدود الإفصاح فيها ودوره في تنشيط السوق المالي ودور المعلومات في الأسواق المالية. حيث تعتبر الأسواق المالية مكان لتحقيق السيولة للأموال في سهولة ومنفذ شرعي للمدخرين من أجل نقل ممتلكاتهم للغير، وهي تتمثل في عدة أنواع من حيث الأجل وطريقة التداول، وأما كفاءة الأسواق فتتمثل في مدى استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات الواردة ولها ثلاث صيغ، ضعيفة ومتوسطة وقوية، ونوعين من الكفاءة الكامل والاقتصادية ومن متطلبات الأسواق الكفاءة، كفاءة التسعير والتشغيل، ويلعب الإفصاح في الأسواق المالية دوراً في تحسين الكفاءة وذلك بتقليل تكاليف الحصول على المعلومات وتمائلها.

الفصل الثالث: دراسة حالة السوق المالي المصري

الفصل الثالث: دراسة حالة السوق المالي المصري

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأوراق المالية المصري

تمهيد

تعتبر البورصة المصرية من أهم الأسواق المالية الناشئة في العالم، حيث أنشئت أقدم بورصة في الشرق الأوسط في الإسكندرية، لتشهد بعد ذلك تطوراً خاصة في حجم التداول وإجمالي رأس المال السوقي، وتزايد عدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية، ومع تغير الأوضاع الاقتصادية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية في عام 2008 م التي أثرت على السوق المالي المصري، ولتعزيز الرقابة أكثر على السوق المالي أنشئت الهيئة العامة للرقابة المالية، ولدراسة مدى تأثير الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية على كفاءة السوق المالي المصري سنقوم باختبار الفرضيات، لذلك قسمنا الفصل الثالث إلى:

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية المصري

المبحث الثاني: الهيئة العامة والأوراق المالية والشركات العاملة في البورصة المصرية

المبحث الثالث: اختبار فرضيات الدراسة

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية المصري

خلال هذا المبحث سنعرض، نشأة سوق الأوراق المالية المصري وتطورها خلال الفترة (2004-2014)، وهيكلها التنظيمي.

المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية المصري

"مع الحاجة إلى نظام مصرفي متطور يواكب النشاط المالي والاقتصادي الذي ساد السوق المصرية وإنشاء البنك العقاري المصرفي 1880 وبنك الأراضي المصري 1905 إلا أن التطور الحقيقي قد حدث بإنشاء البنك الأهلي المصري 1898 كبنك تجاري يمارس عمليات البنوك المعتادة واختصاصه بإصدار أوراق النقد المصرية.

...مع ازدياد النشاط الاقتصادي في مصر في الربع الأخير من القرن الماضي أصبح الجو مهياً لنشأة بورصة الأوراق المالية. مع توافر الأوراق المالية بالسوق سواء فيها الأجنبي أو المحلي المتمثل في سندات الدين العمومي أو في أسهم وسندات الشركات المساهمة. كما وجد نظام مصرفي متطور. ووجد المتعاملون الذين يرغبون في تحويل ما لديهم من أوراق إلى النقود كما وجدت الفئة التي لديها نقود يمكن أن تستثمرها في الأوراق المالية مع توافر الخبرة المصرفية والفنية اللازمة لإجراء هذه المبادلات"¹.

وتعتبر سوق المال في مصر من أقدم الأسواق المالية في الشرق الأوسط، فقد أنشئت أول سوق للأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883، وأنشئت أول سوق للأوراق المالية في القاهرة عام 1890 لكي تتعامل كلاهما في الأوراق المالية. ثم أصدرت الحكومة أولى لوائح سوق الأوراق المالية عام 1909، وبسبب تغير الظروف الاقتصادية تم الاتفاق على وضع لائحة جديدة للسوق عام 1933 وعدلت عام 1940.²

¹ السيد عليوة ، المرجع سبق ذكره ، ص 12 13.

² صلاح الدين حسن السيسي ، المرجع سبق ذكره ، ص 43 44.

"ثم صدر القانون رقم 329 لسنة 1953 واشترط قصر التعامل في الأوراق المالية على السماسرة المقيدین بالسوق، أن يكون السماسر الذي تتم عن طريقه الصفقة ضمانا لسلامة البيع. ثم صدر القانون رقم 161 لسنة 1957 وبموجبه وضعت لائحة جديدة لسوق الأوراق المالية بدلا من تلك التي كان معمولاً بها منذ 1933 وذلك حتى تكون السوق أكثر مطابقة وتماشيا مع الأوضاع والتطورات في الاقتصاد القومي...ومنذ عام 1961 وصدور القوانين الاشتراكية بتأميم المصارف والشركات والمنشآت، وانتقال ملكيتها إلى الدولة، سادت حالة من القلق وفقدان الثقة في سوق الأوراق المالية، وانكماش حجم مشتريّة عن طريق المصارف بغرض دعم السوق وإعادة الثقة في نفوس المتعاملين ولكن دون جدوى...وظهرت بعد ذلك بوادر التحسن بصدور القانون رقم 65 لسنة 1971، والمعدل بالقانونين رقمي 43 لسنة 1974 و 32 لسنة 1977، في شأن استثمار المال العربي والمناطق الحرة.

مما أثر على حركة التعامل في السوق الأوراق المالية. كما بدأت الدولة في بحث الوسائل والأساليب لتنشيط سوق الأوراق المالية و إجراء الدراسات، وتشكيل اللجان بهدف تنمية هذه السوق، وذلك لخدمة الاقتصاد القومي وسياسة الانفتاح الاقتصادي. وفي عام 1992 صدر قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 في 92/6/22 ولائحته التنفيذية بالقرار الوزاري رقم 130 لسنة 1993 في 1993/4/8، وأعتبر ذلك خطوة جادة وبناءة وهامة للتطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية، حيث شجع على تأسيس شركات الاكتتاب العام، واستحدثت مؤسسات مالية جديدة مثل صناديق الاستثمار وغيرها مما يساهم في تنشيط رأس المال ليصبح سوقا متطورة ومؤهلة للوصول إلى سوق إقليمية ثم عالمية. ويقاس مدى تقدم سوق المال بما تقدمه من نظام البيانات ودقته، فالعلانية والإفصاح المالي عن البيانات توفر الثقة والأمان للمستثمر وتساعد في اتخاذ القرار المناسب وفي الوقت المناسب، وتحقيق تكافؤ الفرص"¹.

¹ صلاح الدين حسن السيسى ، المرجع سبق ذكره ، ص 43 44 45.

المطلب الثاني: تطور أداء البورصة المصرية.

شهدت البورصة المصرية تغيرات من حيث إجماليات التداول في السوق وإجمالي رأس المال السوقي للسوق خلال عشر السنوات الأخيرة، والجدول التالي يوضح تطور إجماليات السوق من 2004 إلى 2014.

الجدول 1: حجم التداول وإجمالي رأس المال السوقي في سوق الأوراق المالية في مصر (2004-2014)

السنة	قيمة التداول (مليار جنيه مصري)	كمية التداول (مليار ورقة)	إجمالي رأس المال السوقي للسوق (مليار جنيه مصري)	نسبة التغير %
2004	42	2.4	234	36
2005	409 (مليون جنيه)	9.8 (مليون ورقة)	456	95.1
2006	287	9	534	17
2007	363	15	768	43.8
2008	530	26	474	-38
2009	448	37	500	5
2010	321	33	488	-2
2011	148	18.5	294	-40
2012	185	34	376	28
2013	162	29	427	14
2014	291	57	500	17

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقارير السنوية التي تصدرها البورصة المصرية لسنوات 2004 إلى 2014.

من الجدول السابق يتضح أن حجم التداول في السوق المالي المصري لا يعكس قيمة إجمالي رأس المال السوقي، حيث أن قيمة التداول في عام 2004 قد بلغت 42 مليار جنيه مقابل 2.4 مليار ورقة، وفي عام 2005 انخفضت قيمة التداول لتصل إلى قيمة 409 مليون جنيه مقابل 9.8 مليون ورقة، بينما إجمالي رأس المال السوقي شهد ارتفاع في 2005 حيث بلغ 456 مليار جنيه مقارنة بعام 2004 حيث بلغ 234 مليار جنيه بنسبة تغير 95.1% ورغم ارتفاع كل من حجم التداول وقيمة إجمالي رأس المال السوقي خلال العامين 2006 و2007 إلا أن في عام 2008 انخفضت قيمة إجمالي رأس المال السوقي إلى 474 مليار جنيه مقارنة بعام 2007 فقد بلغ 768 مليار جنيه وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية وشائعة فرض الضرائب على تعاملات البورصة المصرية، إلا أن قيمة التداول ارتفعت إلى 530 مليار جنيه مقابل 26 مليار ورقة و تعتبر أكبر قيمة خلال الفترة المحددة.

أما سنة 2009 فقد انخفضت قيمة التداول إلى 448 مليار جنيه مقابل 37 مليار ورقة بينما قيمة إجمالي رأس المال السوقي ارتفعت إلى 500 مليار جنيه بنسبة تغير 5%، أما عن السنتين 2010 و2011 فكل من إجمالي رأس المال السوقي وحجم التداول قد شهدا انخفاضاً في القيمة و كمية التداول ونسبة التغير.

وفي الثلاث سنوات الأخيرة للفترة المحددة فقد ارتفع كل من حجم التداول وإجمالي رأس المال السوقي لتصل في 2014 قيمة رأس المال السوقي إلى 500 مليار جنيه بنسبة تغير 17% أما قيمة التداول فقد وصلت إلى 291 مليار جنيه مقابل 57 مليار ورقة وتعتبر هذه الأخيرة أكبر كمية تداول خلال الفترة.

الجدول 2: طبيعة المتعاملين في سوق الأوراق المالية في مصر (2004-2014)

السنة	تعاملات الأفراد و المؤسسات		تعاملات المصريين و الأجانب	
	الأفراد (%)	المؤسسات (%)	المصريين (%)	الأجانب (%)
2004	54	46	73	27
2005	53	47	70	30
2006	60	40	70	30
2007	61	39	69	31
2008	66	34	70	30
2009	63	37	81	19
2010	48	52	78	22
2011	41	59	71	29
2012	50	50	79	21
2013	50.8	49.2	79.5	20.5
2014	71	29	79.1	20.9

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقارير السنوية التي تصدرها البورصة المصرية لسنوات 2004 إلى 2014.

من خلال الجدول يتضح أن تعاملات الأفراد والمؤسسات في السوق المالي المصري قد استحوذ المستثمرون الأفراد على أكبر نسبة منها خلال 6 السنوات الأولى للفترة المحددة حيث تراوحت النسب بين 54% و 66% أما في عام 2010 استحوذت المؤسسات على نسبة 52% وكذلك في عام 2011 استحوذت على 59% بينما في 2012 فقد قسمت نسبة التعاملات إلى النصف بين الأفراد و المؤسسات، وفي السنتين الأخيرتين استحوذ الأفراد على نسبة التعاملات في السوق المالي المصري.

أما عن تعاملات المستثمرين المصريين و الأجانب فقد استحوذ المتعاملون المصريون على أكبر نسبة من التعاملات خلال الفترة المحددة حيث بلغت أكبر نسبة 81% في عام 2009 وأقل نسبة 69% في 2007 بينما نسبة تعامل المستثمرين الأجانب فقد بلغت أكبر نسبة 31% عام 2007، وأقل نسبة 19% سنة 2009.

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للبورصة المصرية

يتكون الهيكل التنظيمي للبورصة المصرية مما يلي:

1- إدارة البورصة: تعتبر البورصة شخصاً اعتبارياً أما تتولى إدارة أموالها وتكون لها

أهلية التقاضي.¹

2- لجنة القيد²:

وهي جهة الاختصاص بقيد الأوراق المالية طبقاً للمادة (5) من قواعد قيد وشطب

الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة

للمراقبة المالية رقم (11) بتاريخ 2014/01/22 والمعمول بها اعتباراً من تاريخ

2014/02/1 والإجراءات التنفيذية لها الصادرة من مجلس إدارة البورصة المصرية

بتاريخ 2014/02/11 والمعتمدة من الهيئة العامة للمراقبة المالية بتاريخ

2014/02/12، حيث يتم قيد الأوراق المالية بجداول البورصة بناء على طلب الجهة

المصدرة بقرار من لجنة قيد الأوراق المالية التي تتشكل بقرار من مجلس إدارة

البورصة.

التشكيل الحالي للجنة قيد الأوراق المالية:

برئاسة رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية وعضوية كل من: عضو مجلس إدارة جمعية

المحاسبين والمراجعين المصرية، عضوين من مجلس إدارة البورصة المصرية، مساعد رئيس

البورصة لشئون القيد والإفصاح، نائب رئيس قطاع الشركات المقيدة.

¹ محمد صالح الحناوي ، المرجع سبق ذكره ، ص 145.

² <http://www.egx.com.eg> consultée le page:12:53,23 /03/2015.

اختصاصات لجنة القيد¹:

تختص بتنفيذ قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية من خلال اتخاذ قرار بشأن ما يلي:

- قبول قيد الأوراق المالية الجديدة (أسهم/سندات شركات/سندات حكومية/صكوك تمويل/ ووثائق استثمار شهادات إيداع مصرية).
- قبول قيد تعديلات الأوراق المالية (زيادات رؤوس أموال الشركات - تخفيض رؤوس أموال الشركات-تجزئة القيمة الاسمية للسهم- تعديل الغرض- الاستهلاكات الدورية للسندات).
- قبول شطب قيد الأوراق المالية غير المستوفاة لشروط استمرار القيد.
- شطب قيد الأوراق المالية طبقاً لشروط وأحكام الشطب الاختياري.
- شطب قيد السندات وصكوك التمويل ووثائق الاستثمار في تاريخ الاستحقاق النهائي لإصداراتها.
- الموافقة على نشر إعلان تقرير الإفصاح بغرض الطرح طبقاً لأحكام المادة رقم (7) و المادة رقم (9) من قواعد القيد وكذلك نشر إعلان نشرة الطرح.
- الموافقة على نشر تقارير الإفصاح بغرض السير في إجراءات زيادات رؤوس أموال الشركات أو تعديل غرضها أو تجزئة القيمة الاسمية لأسهمها.
- مراعاة التزام الشركات مصدرة الأوراق المالية المقيدة بقواعد الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات طبقاً لقواعد القيد المعمول بها بالبورصة المصرية.
- توقيع الجزاءات المادية طبقاً لقواعد وإجراءات القيد والعقد الموقع مع الممثل القانوني للشركة أو الجهة المقيد أوراقها المالية.

¹<http://www.egx.com.eg> ,op-cit.

3- لجنة التداول¹:

هي اللجنة المنوط بها دراسة العمليات الخاصة التي تعد استثناء من قواعد التداول والتي لا يمكن تنفيذها مباشرة في السوق حيث يتطلب الأمر وضع شروط ومعايير محددة للتنفيذ وذلك لضمان تحقيق أكبر قدر من العدالة بين المتعاملين.

أعضاء لجنة التداول:

رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية "رئيس اللجنة"؛ ممثل الهيئة العامة لسوق المال "عضو"، ممثل البنك المركزي "عضو"، المستشار القانوني بالبورصة "عضو"، مدير عام المكتب الفني بالبورصة "عضو"، مدير عام إدارة الشكاوى و التحقيقات بالبورصة "عضو"، مدير إدارة الإفصاح بالبورصة "عضو".

الأمانة الفنية للجنة:

مدير إدارة عمليات السوق بالبورصة "مقرر اللجنة"، مدير قسم إدارة عمليات السوق "مساعد مقرر اللجنة".

أهداف لجنة التداول:

التأكد من أن تلك العمليات هي عمليات فعلية لا تهدف للتلاعب في الأسعار أو الإضرار بمصالح المتعاملين كما تقوم اللجنة بالتحقق من إتباع القوانين والضوابط الموضوعة لتنفيذ الصفقات الخاصة وحل المشاكل التي قد تنشأ عن هذه العمليات.

4- لجنة العضوية بالبورصة²:

تم تشكيل لجنة العضوية بالبورصة بقرار من مجلس الإدارة، وتشكل من تسعة أعضاء برئاسة رئيس مجلس إدارة البورصة وعضوية: ستة من أعضاء مجلس إدارة البورصة يراعى في اختيارهم تمثيل الفئات المختلفة بالمجلس؛ أحد المديرين بالبورصة، أحد المستشارين القانونيين بالبورصة ويعاون اللجنة في أداء مهامها إدارة العضوية

¹<http://www.egx.com.eg> ، op-cit.

²<http://www.egx.com.eg> ، l bid.

البورصة تكون هي الإدارة التنفيذية المسؤولة عن أوضاع وإجراءات العضوية، ويكون مدير إدارة العضوية مقررًا للجنة وفي جميع الأحوال يتم التعامل مع اللجنة من خلال إدارة العضوية¹.

اختصاصات لجنة العضوية بالبورصة²:

- إصدار قرارها بشأن طلبات القيد بسجل العضوية بالبورصة بعد التحقق من استيفائها متطلبات القيد؛
 - إصدار قرارها بشأن مدى استمرار توافر المعايير والاشتراطات الفنية والمالية لكل عضو؛
 - فحص أية مخالفات منسوبة للجهات الأعضاء أو العاملين بها واتخاذ أيًا من التدابير أو الإجراءات المبنية في اللائحة التنفيذية للقانون أو بهذه القواعد وبالعقد المبرم مع البورصة؛
 - اتخاذ قرارها بشأن رفع توصية لمجلس إدارة البورصة بشأن تعليق أو شطب القيد بسجل العضوية؛
 - تلقي وفحص ودراسة مقترحات وشكاوي الأعضاء واتخاذ قرارات فيها، وعلى قطاع العضوية بالبورصة عرض ما يرد إليه في هذا الصدد على اللجنة لاتخاذ قرار بشأنها.
- 5- لجنة مؤشرات البورصة³:**

تم إنشائها كلجنة مستقلة بقرار من رئيس مجلس إدارة البورصة في 2004/04/7.

أعضاء لجنة مؤشرات البورصة:

تتكون من 5 أعضاء، رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية- رئيس اللجنة، 4 أعضاء من الشركات العاملة بالسوق مثل شركات الوساطة وشركات إدارة الصناديق والبنوك.

¹<http://www.egx.com.eg> , op-cit.

² قرار رقم 106 لسنة 2014، قواعد العضوية الجديدة، بالاعتماد على موقع البورصة المصرية.

³<http://www.egx.com.eg> , op-cit.

أهداف لجنة مؤشرات البورصة¹:

- إضافة مزيداً من الشفافية لمؤشرات البورصة عن طريق وجود لجنة مستقلة بها مديرين محترفين؛
- ضمان توافق قواعد ومنهجية المؤشر مع المعايير العالمية؛
- الإشراف على إدارة المؤشرات والتعديلات الخاصة بقواعد المؤشر؛
- توفير الاستشارات اللازمة لتصميم مؤشرات جديدة؛
- إدخال أدوات جديدة تعتمد على المؤشر مثل صناديق الاستثمار المتداولة (ETFs) أو الخيارات والمستقبليات.

¹ <http://www.egx.com.eg> , op-cit.

المبحث الثاني: الهيئة العامة والأوراق المالية والشركات العاملة في البورصة المصرية

في هذا المبحث سنعرض نشأة الهيئة العامة للسوق الأوراق المالية المصري والأوراق المالية المتداولة وكذلك الشركات العاملة فيه.

المطلب الأول: الهيئة العامة للسوق الأوراق المالية المصري

أنشأت الهيئة العامة لسوق المال المصرية عام 1979 وبدأت نشاطها في عام 1980 بهدف العمل على تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة حسن قيامها بوظائفها وتوجيه رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة في التنمية الاقتصادية وتتبع هذه الهيئة وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية ومقرها مدينة القاهرة¹.

وبعد الأزمة المالية العالمية والتي أثرت كثيرا على سوق رأس المال أنشأت الهيئة العامة للرقابة المالية لفرض المزيد من الشفافية وتحقيق النزاهة، مع إقرار القانون رقم 10 لسنة 2009، تم إنشاء الهيئة العامة للرقابة المالية ودخلت حيز العمل في 1 يوليو 2009. وحلت الهيئة طبقا لهذا القانون محل كل من الهيئة المصرية للرقابة على التأمين (EISA)، الهيئة العامة لسوق المال (CMA)، الهيئة العامة لشئون التمويل العقاري (MFA). ومن ثم فهي المسؤولة عن الالتزام بالآتي²:

- تطبيق أحكام قانون الإشراف والرقابة على التأمين رقم 10 لسنة 1981؛
- تطبيق أحكام قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992؛
- تطبيق أحكام قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم 93 لسنة 2000؛
- تطبيق أحكام قانون التمويل العقاري رقم 148 لسنة 2001؛
- تطبيق أحكام قانون التأجير التمويلي رقم 95 لسنة 1995؛

¹ محمد صالح الحناوي، المرجع سبق ذكره، ص 143.

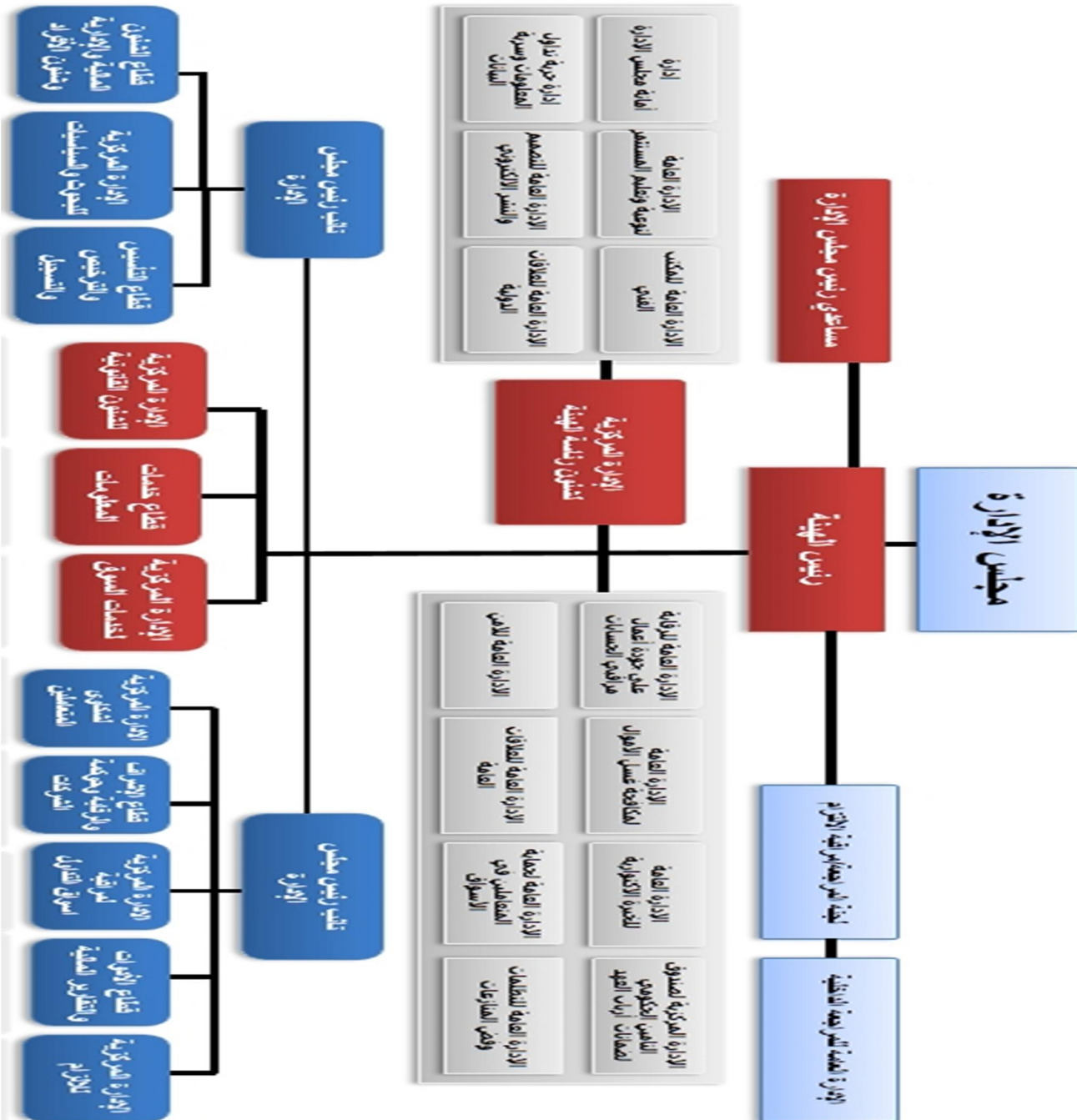
² <http://ar.wikipedia.org/wiki> page consultée le: 16:15, 20/04/2015.

وتهدف الهيئة إلى تحقيق الأغراض التالية¹:

- تنظيم وتنمية سوق رأس المال، ويجب أخذ رأي الهيئة في مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال؛
- تنظيم أو الإشراف على دورات تدريبية للعاملين في سوق رأس المال أو الراغبين في العمل به؛
- الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها وكشفها عن الحقائق التي تعتبر عنها؛
- مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأنه غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية.

¹ محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص 143 144.

الشكل 1: الهيكل التنظيمي للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية



المصدر: 20/04/2015 page: consultée le <http://www.egx.com.eg>

الخاتمة

لقد تبين لنا خلال الجانب النظري من الدراسة أن الأسواق المالية متصلة بالإفصاح حيث يعمل على تنشيط كفاءتها ودور المعلومات المفصح عنها في الأسواق المالية في تحديد العائد المطلوب وحجم المخاطر المتعلقة بالأدوات المالية المتداولة فيها، وكلما توفرت المعلومات والبيانات زاد حجم التعامل.

من خلال دراستنا لهذا الموضوع حاولنا معالجة إشكالية البحث التي تدور " هل يؤثر الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية على كفاءة السوق وفعاليتها"، وللإجابة على هذا التساؤل، وضمن هذه الخاتمة سنتطرق إلى مجموعة من النتائج، والاستنتاجات وكذا تقديم بعض التوصيات وفي الأخير ندرج بعض الآفاق المحتملة لمواصلة البحث والتي لها علاقة بجوانب أخرى من الموضوع لم يتم التطرق لها.

نتائج اختبار الفروض:

الفرضية الأولى:

حيث كانت الفرضية الأولى " تلتزم الشركات المدرجة في السوق المالي المصري بالإفصاح عن مخطر الأوراق المالية" حيث توصلنا إلى أن المتوسط الحسابي لإفصاح شركات العينة بلغ 2,09 وعند تقدير المتوسط العام بمجال كان كالتالي $\mu \in [1,68; 2,47]$ وبعد اختبار التقدير للمتوسط تحصلنا على $1.97 \leq T_{obs} \leq -1,96$ بمستوى ثقة 95%.

الفرضية الثانية:

حيث كانت الفرضية الثانية " يؤثر الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية على كفاءة السوق المالي المصري" ولدراسة الفرضية قمنا بحساب معامل الارتباط لبيرسون على فترتين الأولى في شهر جانفي والثانية في شهر ماي وتحليل التباين للانحدار حيث توصلنا

الخاتمة العامة

إلى النتائج التالية:

- نسبة معامل الارتباط كانت $R=25\%$ عند مستوى معنوية $\alpha=0,05$ في شهر جانفي ونسبة معامل التحديد قدرت ب $6,1\%$ ؛
- نتائج تحليل التباين للانحدار في شهر جانفي كانت $F_0=1,833$ وهي أقل من قيمة F الجدولية عند نفس المستوى التي تساوي $F=4,2$ ؛
- نسبة معامل الارتباط كانت $29,3\%$ عند مستوى معنوية $\alpha=0,05$ وقدرت نسبة معامل التحديد ب $8,6\%$ لشهر ماي؛
- نتائج تحليل التباين للانحدار في شهر تساوي $F_0=2,634$ وهي أقل من قيمة F الجدولية عند نفس المستوى التي تساوي $4,2$ ؛
- نسبة معامل الارتباط سبيرمان لشهر ماي كانت $21,8\%$ عند مستوى معنوية $\alpha=0,05$ ؛
- نسبة معامل الارتباط سبيرمان لشهر ماي كانت $34,8\%$ عند مستوى معنوية $\alpha=0,05$.

أولاً: النتائج

مما سبق يمكن الاستنتاج:

- انخفاض قيمة إجمالي رأس المال السوقي خلال الفترة الممتدة من (2004 - 2014) خاصة بعد الأزمة المالية سنة 2008.
- أن عدد الشركات المدرجة في السوق المصري تناقص تعدادها بعد فرض الهيئة العامة للرقابة المالية ولجنة إدارة البورصة المصرية العديد من قيود الإدراج في البورصة المصرية.

الخاتمة العامة

- أن الشركات المدرجة في السوق المالي المصري معظمها لا تلتزم بشروط الإفصاح الكمي عن مخاطر الأوراق المالية والشفافية بشأن المخاطر التي تواجهها في السوق المالي.
- أن الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية يؤثر على أسعار الأوراق المالية بنسبة ضعيفة وبالتالي لا يمكنه أن يؤثر على الكفاءة المعلوماتية للسوق المالي.
- أنه لا توجد علاقة خطية بين الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية وأسعار الأوراق المالية.

ثانياً: اقتراحات

- تشجيع الشركات المتعاملة في السوق المالي من خلال فرض تسهيلات على شروط القيد لرفع عدد الشركات المدرجة من أجل رفع رأس المال السوقي مما يشجع المستثمرين الأجانب والمحليين.
- إلزام الشركات المدرجة بالإفصاح الكمي عن المخاطر التي من الممكن أن تواجهها.

ثالثاً: أفاق الدراسة

- بعد معالجتنا لإشكالية بحثنا التي ركزت على الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية وأثره على أسعار الأسهم باعتبارها تتأثر بالمعلومات الواردة في السوق ظهرت لنا العديد من الجوانب الجديرة بمواصلة البحث فيها ومنها:
- نقترح القيام بدراسات ذات صلة بالدراسة الحالية ليزيد من وضوح وفهم موضوع محل الدراسة.
 - إجراء دراسة حول الإفصاح الكمي عن مخاطر الأوراق المالية .

الخاتمة العامة

- إجراء دراسات مستقبلية تتعلق بمخاطر الأوراق المالية وأثرها على أسعار الأوراق المالية.

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع بالعربية:

أ/الكتب:

- 1- الداغر محمد محمود، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الشروق، الأردن، 2005.
- 2- هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 3- حماد طارق عبد العال، دليل استخدام معايير المحاسبة، الجزء 2، دار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 4- حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 5- الحناوي محمد صالح، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 6- الحناوي محمد صالح، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، مصر، 1997.
- 7- الحناوي محمد صالح وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001-2002.
- 8- الحناوي محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 9- حسين عصام، أسواق الأوراق المالية، طبعة الأولى، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008.
- 10- لطفي أمين السيد أحمد، التحليل المالي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 11- مامش يوسف، دادي عدون ناصر، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية العامة، الطبعة الأولى، 2008.

12-مطر محمد، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر، الطبعة الرابعة، عمان، الأردن، 2004.

13- النشار محمد فتح الله، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2006.

14- السيسي صلاح الدين حسن، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، عالم الكتب، القاهرة، 2003.

15- سلام أسامة عزمي، موسى شقيري نوري، إدارة الخطر والتأمين، دار حامد، الطبعة الأولى، الأردن، 2006.

16- العامري محمد علي إبراهيم، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011.

17- عبد الفتاح مراد، المعجم القانوني رباعي اللغة.

18- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، الأردن، 2004.

ب/المذكرات و الرسائل الجامعية:

19- سناجقي عبد الله، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، تخصص مالية ومحاسبة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الشلف، (غير منشورة)، 2009.

20- الفالوجي محمد يوسف عنتر، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، قسم المحاسبة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، (غير منشورة)، 2007.

21- القضاة يحي محمد ، دور الإفصاح المحاسبي في إظهار القيمة السوقية الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في بورصة عمان، أطروحة لنيل شهادة الماجستير، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، (غير منشورة)، 2004.

22- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، (غير منشورة)، 2006.

ج/المجلات والدوريات والملتقيات:

23- أبو نصار محمد، الذنبيات علي، "أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية و مدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية"، مجلة دراسات، المجلد 32، العدد 1، الأردن، 2005.

24- بن علي بلعزوز، "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، عدد 7، جامعة الشلف، الجزائر، 2009-2010.

25- البربري صالح أحمد، "قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية، 6-8 مارس 2006.

26- جبار محفوظ، "استجابة الأسواق المالية للمعلومات المحاسبية"، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة على ضوء التحولات المحاسبية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 21 و 22 نوفمبر 2007.

27- حديد لحسين، "كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2013.

28- مطر محمد و آخرون، "الإفصاح في ميزانيات البنوك"، مجلة البنوك في الأردن، العدد الثامن/ أيلول 1991.

29- مخلوف أحمد، "الأزمة المالية العالمية واستشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات"، ملتقى الأزمة المالية والاقتصادية الدولية وحوكمة الشركات، جامعة سطيف، 20 21 أكتوبر 2009.

30- النجار جميل حسن، "التوسع في الإفصاح داخل القوائم المالية لدى الشركات المساهمة العامة وأثره على النشاط الاستثماري"، مجلة فلسطين للبحوث والدراسات، جامعة فلسطين.

31- العياشي عجلان، غلاب فاتح، "دور الإفصاح والشفافية والحوكمة المصرفية في تمويل التنمية المستدامة -حالة الجزائر-"، ملتقى علمي دولي حول أداء وفعالية المنظمة في ظل التنمية المستدامة، جامعة المسيلة، 10 11 نوفمبر 2009.

32- صالح مفتاح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث"، العدد 7، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009-2010.

د/القوانين والتقارير:

33- قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

34- معيار المحاسبة المصري رقم 25، الأدوات المالية:العرض والإفصاح.

35- البورصة المصرية،التقارير السنوية، من 2004 إلى 2014.

36- البورصة المصرية، قانون 106 لسنة 2014.

هـ/المواقع الإلكترونية:

37- <http://www.egx.com.eg>

38- <http://ssrn.com/abstract=2013475>

39- <http://journal.up.edu.ps>

40- http://www.alriyadh.com/2006/11/28/article204830_s.html

41- <http://www.maazawy.com/images/stories/lib/accounting>

الملاحق:

الملحق 01: درجات الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية للشركات المدرجة في السوق المصري لسنة 2014

اسم الشركة	مخاطر السوق				مخاطر السيولة	مخاطر الائتمان	مخاطر التدفقات النقدية	Σالمجموع
	العملة	قيمة عادلة لسعر الفائدة	مخاطر السعر	سعر الفائدة				
قطاع البنوك								
البنك المصري الخليجي	0,25	—	—	0,25	1	1	—	2,5
بنك الشركة المصرفية العربية الدولية	0,25	—	—	0,25	1	1	—	2,5
بنك قناة السويس	0,25	—	—	0,25	1	1	—	2,5
بنك قطر الوطني الأهلي	—	—	—	0,25	1	1	—	2,25
بنك التعمير والإسكان	0,25	—	—	0,25	1	1	—	2,5
بنك البركة	0,25	—	—	0,25	1	1	—	2,5
بنك فيصل الإسلامي المصري	—	—	—	—	—	—	—	0
البنك المصري لتنمية الصادرات	0,25	—	—	0,25	1	1	—	2,5

3,75	1	1	1	0,25	—	0,25	0,25	مصرف أبو ظبي الإسلامي
2,5	—	1	1	0,25	—	—	0,25	الوطني
3,5	1	1	1	0,25	—	—	0,25	البنك التجاري الدولي
2,5	—	1	1	0,25	—	—	0,25	بنك الاتحاد الوطني
2,5	—	1	1	0,25	—	—	0,25	كريدي أجريكول
قطاع السياحة								
2,75	—	1	1	0,25	0,25	—	0,25	بيراميزا
3,5	1	1	1	0,25	—	—	0,25	روداد مصر
2,5	—	1	1	0,25	—	—	0,25	الرواد
1,25	—	1	—	—	—	—	0,25	المصرية للمنتجات السياحية
1,5	—	1	—	0,25	—	—	0,25	رمكو
3,5	1	1	1	0,25	—	—	0,25	اوراسكوم للفنادق والتنمية
2,75	—	1	1	0,25	0,25	—	0,25	اوراسكوم القابضة للتنمية
3,25	1	1	1	—	—	—	0,25	التعمير السياحي
0	—	—	—	—	—	—	—	جولدن بيراميز بلازا
1,5	—	1	—	0,25	—	—	0,25	شارم دريمز
1,5	—	1	—	0,25	—	—	0,25	مرسى مرسى علم

الملحق 2:

```
NONPAR CORR
/VARIABLES=VAR00001 VAR00003
/PRINT=SPEARMAN ONETAIL NOSIG
/MISSING=PAIRWISE.
```

Corrélations

		VAR00001	VAR00003
VAR00001	Corrélation de Pearson	1	,248
	Sig. (unilatérale)		,093
	N	30	30
VAR00003	Corrélation de Pearson	,248	1
	Sig. (unilatérale)	,093	
	N	30	30

الملحق 3:

```
CORRELATIONS
/VARIABLES=VAR00001 VAR00004
/PRINT=ONETAIL NOSIG
/MISSING=PAIRWISE.
```

Corrélations

		VAR00001	VAR00004
VAR00001	Corrélation de Pearson	1	,293
	Sig. (unilatérale)		,058
	N	30	30
VAR00004	Corrélation de Pearson	,293	1
	Sig. (unilatérale)	,058	
	N	30	30

الملحق 4:

```
NONPAR CORR
/VARIABLES=VAR00001 VAR00003
/PRINT=SPEARMAN ONETAIL NOSIG
/MISSING=PAIRWISE.
```

Corrélations			VAR00001	VAR00003
Rho de Spearman	VAR00001	Coefficient de corrélation	1,000	,218
		Sig. (unilatéral)	.	,123
		N	30	30
	VAR00003	Coefficient de corrélation	,218	1,000
		Sig. (unilatéral)	,123	.
		N	30	30

الملحق 5:

```
NONPAR CORR
/VARIABLES=VAR00001 VAR00004
/PRINT=SPEARMAN ONETAIL NOSIG
/MISSING=PAIRWISE.
```

Corrélations			VAR00001	VAR00004
Rho de Spearman	VAR00001	Coefficient de corrélation	1,000	,348*
		Sig. (unilatéral)	.	,030
		N	30	30
	VAR00004	Coefficient de corrélation	,348*	1,000
		Sig. (unilatéral)	,030	.
		N	30	30

*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (unilatéral).

الملحق 6:

```
GET
  FILE='C:\Users\UZER\Documents\Sans titre2.sav'.
DATASET NAME Jeu_de_données1 WINDOW=FRONT.
REGRESSION
  /MISSING LISTWISE
  /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
  /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
  /NOORIGIN
  /DEPENDENT VAR00003
  /METHOD=ENTER VAR00001.
```

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,248 ^a	,061	,028	84,65470

a. Prédicteurs : (Constante), VAR00001

الملحق 7:

```
REGRESSION
  /MISSING LISTWISE
  /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
  /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
  /NOORIGIN
  /DEPENDENT VAR00004
  /METHOD=ENTER VAR00001.
```

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,293 ^a	,086	,053	92,78134

a. Prédicteurs : (Constante), VAR00001

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

ملخص:

تعد مخاطر الأوراق المالية تهديدا لمصالح المستثمرين وتعاملاتهم في الأسواق المالية ولواجهتها أو تجنبها نصت المعايير المحاسبية على الإفصاح عنها، وكذلك نظرا لتأثر أسعار الأوراق المالية بالمعلومات الواردة في السوق المالي المتعلقة بالشركات التي تتداول أوراقها في السوق والمقيدة في البورصة حتى لا تتحقق أرباح غير عادية في ظل سوق تتصف بالكفاءة، فإن ذلك يقتضي توفر قدر كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية، ما يؤكد أن للإفصاح المالي أثر في تنشيط كفاءة السوق وتحسينه وذلك ما تهدف إليه دراسة تأثير الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية في تقارير الشركات المدرجة في السوق على كفاءة السوق المالي المصري، وقد بينا من خلالها أن كفاءة الأسواق المالية أنها تتأثر بالإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية بنسبة ضعيفة، أي أن معظم المستثمرين قد لا يهتمون للإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية للشركات.

الكلمات المفتاح: الإفصاح عن مخاطر الأوراق المالية، الأوراق المالية، السوق الكفاء، دور المعلومات، البورصة المصرية.

Résumé du:

Stock risque constitue une menace pour les intérêts des investisseurs et de leurs interactions sur les marchés financiers et rencontrés ou éviter des normes comptables conformément à l'information, ainsi que les titres prix sont affectés par les informations contenues dans les financiers du marché pour les sociétés dont les titres sont négociés sur le marché et limité stock donc pas de profits extraordinaires réalisés dans un marché efficace, cela nécessite suffisamment d'informations sur les valeurs mobilières que la communication financière pour impact pour revitaliser et améliorer l'efficacité du marché et l'étude L'effet de la divulgation sur les risques de marché boursier énumérés rapports des entreprises sur l'efficience du marché financier égyptien, qui a montré que l'efficacité des marchés financiers affectés par la divulgation des risques de titres plus faibles, que la plupart des investisseurs ne se soucient pas de divulguer les risques des sociétés de valeurs mobilières.

Mots clés: Divulgation des risques des titres, valeurs mobilières, l'efficacité du marché, le rôle de l'information, la bourse égyptienne.