

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج بعنوان:

دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل كفاءة سوق رأس المال
- دراسة تحليلية -

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير
تخصص: محاسبة وإدارة مالية

إشراف الأستاذ:
عمر فيرة

من إعداد الطالبتين:
وفاء بوعباش
عفاف بهناس

لجنة المناقشة:

رئيسا
مقررا
عضوا

جامعة جيجل
جامعة جيجل
جامعة جيجل

سامية سرحان
عمر فيرة
يوسف خروبي

السنة الجامعية 2015/2014

شكر

لا يسعنا ونحن نقدم هذا المجهود إلا أن نشكر الله وحده على توفيقه
اعترافاً بالفضل والتقدير للجميل، إنه لا يسعنا ونحن ننتهي من إعداد هذا البحث إلا أن
نتوجه بجزيل الشكر والامتنان والعرفان إلى الأستاذ المشرف " هيرة عمر " لقبوله
الإشراف على هذا العمل منذ أن كان مجرد فكرة حتى اكتماله في صورته النهائية،
وعلى توجيهه ونصائحه القيمة، له منا خالص التقدير والاحترام.
نتقدم بالشكر إلى الذين كانوا وراء هذا العمل وساهموا كل من موقعه في
تقديم ما يستطيع من عون، ونخص بالذكر الأستاذ خروبي يوسف والأستاذ بوميمز
فيصل، وكل أساتذة قسم علوم التسيير.

ونشكر الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم إجازة هذا العمل لهذه
المرحلة، وتخصيص وقتهم لقراءة وتقييم هذا البحث.

شكراً لكم جميعاً



الصفحة	الفهرس
	التشكر
	الإهداء
أ-د	المقدمة
	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لكفاءة السوق المالي
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مفهوم السوق المالي
3	المطلب الأول: تعريف السوق المالي وأهميته
5	المطلب الثاني: وظائف ومقومات السوق المالي
8	المطلب الثالث: مكونات السوق المالي
15	المطلب الرابع: تنظيم السوق المالي
23	المبحث الثاني: أدوات السوق المالي
23	المطلب الأول: الأدوات المالية محل التعامل في سوق رأس المال
25	المطلب الثاني: المشتقات المالية
28	المطلب الثالث: الأدوات المالية محل التعامل في سوق النقد
29	المبحث الثالث: ماهية كفاءة سوق رأس المال
29	المطلب الأول: تعريف كفاءة سوق رأس المال وخصائصه
32	المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق رأس المال
33	المطلب الثالث: أنواع الكفاءة في سوق رأس المال
34	المطلب الرابع: أشكال كفاءة سوق رأس المال
38	المطلب الخامس: مؤشرات سوق رأس المال
42	المبحث الرابع: أنماط التحليل في الأسواق المالية
43	المطلب الأول: التحليل الفني
49	المطلب الثاني: التحليل الأساسي
52	المطلب الثالث: التحليل الفني أو التحليل الأساسي
56	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: المفهوم العام للإفصاح المحاسبي
58	تمهيد
59	المبحث الأول: ماهية الإفصاح المحاسبي
59	المطلب الأول: تعريف الإفصاح المحاسبي

60	المطلب الثاني: أنواع الإفصاح المحاسبي
63	المطلب الثالث: أهمية الإفصاح المحاسبي
64	المطلب الرابع: أهداف الإفصاح المحاسبي
65	المبحث الثاني: المقومات الأساسية للإفصاح عن المعلومات المحاسبية
66	المطلب الأول: المستفيدون والمستخدمون للمعلومات المحاسبية
69	المطلب الثاني: طبيعة ونوع المعلومات المحاسبية وأغراض استخدامها
72	المطلب الثالث: أساليب وطرق الإفصاح عن المعلومات المحاسبية
73	المطلب الرابع: خصائص المعلومات المحاسبية
75	المبحث الثالث: الإفصاح ضمن الكشوف والتقارير المالية
76	المطلب الأول: الإفصاح في الكشوف المالية المحاسبية
81	المطلب الثاني: الإفصاح ضمن الإيضاحات المرفقة والتقارير الأخرى
86	المبحث الرابع: المعلومات المحاسبية وكفاءة سوق رأس المال
86	المطلب الأول: دور وأثر المعلومات في سوق رأس المال
88	المطلب الثاني: دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات
90	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: الدراسة التحليلية
92	تمهيد
92	المبحث الأول: تحليل دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل كفاءة سوق رأس المال
92	المطلب الأول: التحليل في الأسواق المتقدمة
97	المطلب الثاني: التحليل في الأسواق الناشئة
102	المبحث الثاني: تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكفاءة الأسواق المالية وسبل تفعيلها
102	المطلب الأول: تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكفاءة الأسواق المالية
104	المطلب الثاني: نقاط ضعف نظام المعلومات في الأسواق المالية الناشئة
106	المطلب الثالث: سبل تفعيل كفاءة السوق المالي
110	خلاصة الفصل
112	الخاتمة
118	قائمة المراجع
	قائمة الأشكال والجداول

لقد أفرزت العقود الأخيرة ثورة جديدة من نوع آخر مرتبطة أساسا بوسائل الاتصال والمعلومات، ألا وهي الثورة المعلوماتية، فالتقدم التقني والمعلوماتي كانت معجزة هذا العصر، التي وضعها مبتكروها كمرحلة انتقال في حياة البشرية، فمرحلة ما بعد الحرب الباردة شهدت تحولات في مختلف المجالات: الاقتصادية والسياسية والاجتماعية... وخاصة المجال الأمني، لذلك وصفت تلك المرحلة بمرحلة النهضة للدراسات الأمنية على تعبير ستيفن والت" حيث ظهرت مصادر تهديد جديدة على سبيل المثال: الإرهاب، الجريمة المنظمة، الهجرة غير الشرعية...، كما رافق ذلك انفجار ثورة القرن الواحد والعشرين المتمثلة في "ثورة المعلومات"، وهو ما زاد في تطور تلك التهديدات حيث أخذت الطابع المعلوماتي، أبرز هذه التهديدات: الجريمة الإلكترونية، والإرهاب الإلكتروني...، وفي هذه الدراسة قمنا بدراسة نموذج الإرهاب الإلكتروني كأحد نماذج التهديدات الإلكترونية، الذي يمارس من قبل عدة فواعل سواء فرد أو تنظيم إرهابي أو دولة، ويمتاز هذا الإرهاب المعاصر بالدقة والتنظيم في تنفيذ عملياته الإرهابية التي تتم عبر الشبكة العنكبوتية، لذا يعتبر من أخطر أشكال الإرهاب لصعوبة اكتشاف مرتكبي جرائمه، ما يستدعي من كافة الدول محاولة إيجاد إستراتيجية محكمة وشاملة للتصدي له.

Abstract:

The Recent decades have produced a new revolution from another type, concerning mainly to means of communication and information, namely, the information revolution, So, technical and informational progress was a miracle of this era, which was done by their inventives as phase transition in humanity life. The stage of the post-cold war has seen shifts in various fields: economic, political and social ... and privately security field, therefore, that phase it was described by Stephen Walt as " the renaissance of Security Studies", in the same period a new threat sources appeared For example: terrorism, organized crime, illegal immigration..., also, It's accompanied by a burst twenty-first century Info- revolution , which increased and the evaluated these threats, or those threats they took an informational nature, most prominent of these threats: cyber crime, and cyber terrorism..., In this study, we studied a model of cyber terrorism as one of the cyber threats, which is practiced by several actors, whether; individual or a terrorist organization or state, this modern terrorism have an advantage of precision and organization of their terrorist operations which are conducted through the Web, so it is one of the most dangerous forms of terrorism because it's difficult to discover their perpetrators, For all that, It's requires from all countries try to find a global and strict strategy to address it.

أدى كبر حجم المؤسسات وتعدد وتشابك نشاطاتها وأعمالها وتضخم عدد المعطيات والمؤشرات وكثرتها إلى ضرورة توفير معلومات دقيقة تفيد بشكل فعال متخذي القرارات على كافة المستويات داخل المؤسسة.

ومن المعروف أن الكشوف المالية تعتبر المخرجات الرئيسية لأي نظام محاسبي يلجأ إليها المستثمرون للحصول على المعلومات، والتي بدورها تؤثر على أسعار الأسهم لأنها منطلق أساسي لقرار الشراء البيع أو الاحتفاظ.

لذلك جاءت هذه الدراسة للكشف عن العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في الكشوف المالية وكفاءة سوق رأس المال، ومن منطلق ذلك أن مستوى الإفصاح الكافي يعمل على تخفيض حالة عدم التأكد لدى مستخدمي الكشوف المالية من ناحية، وتضييق فجوة عدم تماثل المعلومات التي لدى الإدارة والتي بحوزة المستخدمين من ناحية أخرى.

وتعد المعلومات وأنظمة الإفصاح المحاسبي من أهم المحددات الرئيسية لتطور ونضوج أسواق رأس المال بشكل عام، وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص، بل إن كفاءة هذه الأسواق تعتمد بشكل أساسي على قدرة ما توفره من معلومات للمتعاملين وعلى مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة، وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة من حيث مصداقيتها وموضوعيتها.

ففي السوق الكفاء تعتبر الأسعار مؤشرا أو مقياسا دقيقا للقيمة، حيث تتغير هذه الأسعار بسرعة نتيجة لأية معلومات جديدة، ويمكن الاطمئنان إلى أن الأسعار سوف تؤدي إلى تحقيق التوزيع الكفاء للموارد الاقتصادية وضمان عدم استغلال طرف لطرف اخر في السوق.

وهكذا فإن كفاءة سوق رأس المال تتوقف بدرجة كبيرة على كفاءة نظام المعلومات بالسوق أي على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها وعدالة فرص الاستفادة منها، وتكاليف الحصول عليها، بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للأوراق المالية وظروف سوق تداولها، إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في الدولة المعنية.

ولأن المعلومات المالية تعد المحور المركزي لمفهوم كفاءة سوق رأس المال تم اختيارنا لهذا الموضوع بعنوان: **دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل كفاءة سوق رأس المال.**

إشكالية الدراسة

من خلال ما تم عرضه يمكن صياغة إشكالية الموضوع في التساؤل الرئيسي التالي: ما مدى تأثير الإفصاح المحاسبي في تفعيل كفاءة سوق رأس المال؟

وللإمام بمختلف جوانب الدراسة تم تجزئة هذه الإشكالية إلى التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بكفاءة سوق رأس المال؟
- ماهي شروط تحقيق كفاءة سوق رأس المال؟ وهل يمكن فعلا توفير هذه الشروط؟
- ما مدى التزام الأسواق المالية بمبدأ الإفصاح المحاسبي؟
- هل المعلومات المحاسبية المفصح عنها في الكشوف المالية كافية لمستخدميها لاتخاذ القرارات السليمة؟
- هل يوجد أثر لمستوى الإفصاح المحاسبي للمعلومات على كفاءة سوق رأس المال؟
- هل تتميز الأسواق المالية الناشئة بالكفاءة ؟

فرضيات الدراسة

تتطلق الدراسة من الفرضيات التالية:

- تعتبر الأسواق المالية المحرك الرئيسي والأساسي للتنمية الاقتصادية.
- تتميز أسواق رأس المال بالكفاءة .
- تتحقق كفاءة سوق رأس المال بتوفير مجموعة من الشروط.
- الإفصاح الجيد يزيد في استقرار أسواق رأس المال ويرفع من كفاءتها.

أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في كونها تعالج موضوعا يعتبر من أهم المواضيع النظرية الملموسة عمليا والتي تعتبر موضوع الساعة من حيث أنها تعالج إشكالية دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل كفاءة سوق رأس المال في ظل البيئة الحالية والتي أصبحت المعلومة فيها من أهم المتغيرات التي تحكمها، ونظرا للظروف

الاقتصادية التي يمر بها الاقتصاد في الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، وحاجته الماسة إلى سوق رأس المال يتميز بالكفاءة والتي تعتبر الإفصاح المحاسبي أهم متطلباتها، وضرورة إصدار المعايير الإلزامية للشركات بهدف تحقيق تماثل المعلومات وبالنتيجة زيادة كفاءة سوق رأس المال.

أهداف الدراسة

هدفنا من خلال دراستنا لهذا الموضوع إلى:

- الوقوف على الأسس النظرية لإقامة أسواق رأس المال والمقومات الأساسية للإفصاح المحاسبي.
- الإيضاح على دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل كفاءة سوق رأس المال، وذلك من خلال دراسة تحليلية لمجموعة من الدراسات السابقة على مستوى كل من الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة.
- كما تهدف الدراسة إلى بيان أهمية توفير المعلومات المستقبلية للمستثمرين في السوق المالي، وتحديد المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في الكشف المالية.

منهج وأدوات الدراسة

للإجابة على الإشكالية واختبار صحة الفرضيات المذكورة والوصول إلى الأهداف المرجوة، استعملنا المنهج الوصفي، حيث قمنا بوصف الإطار العام للأسواق المالية ثم تطرقنا إلى كفاءة سوق رأس المال وفي الأخير الإفصاح المحاسبي، بينما استعملنا المنهج الوصفي كذلك لتحليل دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل كفاءة سوق رأس المال في الدول المتقدمة والناشئة.

حيث اعتمدنا في دراستنا على:

- ✓ الكتب المتخصصة في موضوع البحث
- ✓ الأطروحات والرسائل الجامعية
- ✓ التقارير
- ✓ مواقع الأنترنت

أسباب اختيار الموضوع

لم يكن اختيارنا لموضوع دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل كفاءة سوق رأس المال وليد الصدفة بل لما أصبح يكتسبه موضوع الإفصاح المحاسبي من أهمية بالغة في السوق المالي، ونجمل مبررات اختيارنا لهذا الموضوع فيما يلي:

- الأهمية البالغة للإفصاح عن المعلومة المالية في ظل الظروف الحالية للأسواق المالية.
- أهمية المعلومات المالية للمتعاملين الاقتصاديين بغية ترشيد قرارات الاستثمار.
- إبراز الدور الإيجابي للأسواق المالية وما يمكن أن يقع في هذه الأخيرة من مخاطر.
- الاتجاه نحو توحيد مبادئ الإفصاح المحاسبي للمعلومات المالية.
- ارتباط الموضوع بمجال التخصص محاسبة وإدارة مالية وكذلك الرغبة في التخصص أكثر في المجال.
- الرغبة في البحث في مجال الأسواق والمالية.
- إضافة مرجع جديد للمكتبة الجامعية.

هيكل الدراسة

ومن أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول وهي

كالتالي:

الفصل الأول بعنوان **الإطار المفاهيمي لكفاءة السوق المالي** وجاءت ضمنه أربعة مباحث حاولنا فيه التعرف على كل ما يتعلق بمفهوم السوق المالي والأدوات المستخدمة فيه، وتطرقنا إلى ماهية كفاءة السوق المالي والصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال، وكذا تحليل الأوراق المالية.

أما الفصل الثاني بعنوان **المفهوم العام للإفصاح المحاسبي** قسمناه بدوره إلى أربعة مباحث تناولنا فيه كل ما يتعلق بمفهوم الإفصاح ومقوماته والإفصاحات ضمن الكشوف المالية وعلاقة الإفصاح بالسوق المالي.

الفصل الثالث وهو عبارة عن **دراسة تحليلية** لأثر الإفصاح المحاسبي على كفاءة سوق رأس المال في الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة.

تمهيد:

تؤدي أسواق الأوراق المالية دور جد مهم، في الوساطة بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط جيدة.

كما أن هذه الأسواق تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات المالية، وتسمح للمستثمرين بتوزيع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي، فهي تؤدي دورا مهما في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها، إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا بتوفر الجو المناسب.

كما أن تقبلها وروجها يقتضي منها توفير الكم والكيف اللازم من المعلومات حتى تكون محل ثقة وحتى يتمكن المستثمرون من اتخاذ قرارات رشيدة.

وسنتناول في هذا الفصل كل ما يتعلق بمفهوم السوق المالي والأدوات المستخدمة فيه، كما سنتطرق إلى ماهية كفاءة السوق المالي والصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال، وكذا تحليل الأوراق المالية.

المبحث الأول: مفهوم السوق المالي

تشهد الأسواق المالية تطورات عديدة وذلك على صعيد بنيتها وأدائها، حيث أنتجت صور إبداعية لأدوات الاستثمار، مما شكلت عاملاً لجذب العديد من المستثمرين (أفراد وشركات) فضلاً عن دورها الحيوي في المجتمع، كونها تمثل قناة اتصال مهمة، من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد الوطني من سد احتياجاتها المالية.

المطلب الأول: تعريف السوق المالي وأهميته

إن تطور الأسواق المالية ارتبط بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم الدول خاصة الرأسمالية، ونظراً للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في الاقتصاد فقد أصبح يحظى بأهمية كبرى باعتبارها مصدر الأموال لتمويل المشروعات.

أولاً: تعريف السوق المالي

نظراً للأهمية البالغة للسوق المالي فقد اهتم عدد كبير من الباحثين به، لذلك نجد عدة تعاريف من بينها مايلي :

التعريف الأول: يعرف السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة، التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة الأموال القرض والاستثمار وذلك عبر فئات عاملة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعالة.⁽¹⁾

تعريف 02: يعرف السوق المالي بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمستثمرين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل الأسواق، إما عن طريق السماسرة، أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن نمو شبكات ووسائل الاتصال أدى للتقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتفاعل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة.⁽²⁾

تعريف 03: تعرف الأسواق المالية على أنها الآلية التي بموجبها يتم تحويل الأموال من الوحدات الاقتصادية المدخرة إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية.⁽³⁾

(1) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية، تحليل وإدارة، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 110.

(2) محمد عثمان حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، القاهرة، 1993، ص 52.

(3) عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، ط1، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 03.

تعريف 04: يعرف السوق المالي على أنه السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية (الأسهم والسندات) وأدوات مالية جديدة (المشتقات المالية، عقود الخيارات).⁽¹⁾
من خلال التعاريف السابقة يتضح لنا أن:

الأسواق المالية تمثل وسيلة من خلالها تمويل الاحتياجات المالية، كما انها أداة مهمة في الاقتصاد. فبواسطتها يتم الجمع بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال بغرض تبادلها، كما انه بداخلها يوجد هيئات ووسطاء يعملون على تنظيم وسير العمليات، تحكمهم مجموعة من القوانين والتعليمات.

ثانياً: أهمية السوق المالي

تستحوذ الأسواق المالية على أهمية خاصة بالنظر لما تزاوله من وساطة، وهي تعد انعكاساً للنظم المالية والاقتصادية في أي بلد، وتكمن أهميتها من خلال الأنظمة والفعاليات التي تقوم بها، وتتمثل أهمية الأسواق المالية في:⁽²⁾

- تحقيق التوازن ما بين قوى العرض والطلب، وإتاحة الحرية الكاملة وتوفير الشفافية الواضحة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات وكذلك ضمان حقوق المتعاملين جميعاً.
- أداة دفع غير محددة في الاقتصاد، فهي تؤثر في كل جوانب ونشاطات الاقتصاد، وهي في نفس الوقت تتأثر بهذا كله ومن خلال هذا التأثير والتأثر المتبادل تحدث نتائج جديدة.
- جذب الفائض غير المعبأ، وذلك من خلال جذب المال غير الموظف، وتحوله من مال عاطل لا أثر له إلى رأس مال مستقل وله أثر إيجابي.
- توظيف الأموال بفعالية، حيث يجذب طرح الأسهم مدخرات الأفراد والشركات ويوظفها لهم بشكل يحقق عائداً مناسباً لهم.
- تحسين كفاءة الإدارة، حيث تتابع الإدارة أسعار أسهم شركتها في البورصة وبالتالي تعمل هذه الإدارات على تحسين كفاءتها وزيادة فعاليتها حتى لا تهبط أسعار أسهمها.
- توجيه مجالات الاستثمار، فهي توجه المستثمرين إلى المشروعات الناجحة والتي من شأنها رفع قيمة أسهمها.
- ترشيد الإنفاق الاستثماري وذلك من خلال توجيه المستثمرين إلى الاستثمارات المناسبة وتحذيرهم من الاستثمارات غير المناسبة.

(1) Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Flirence Delahaye, **Gestion Financière**, 13^{eme} édition, Dunod, Paris, 2004, p 22.

(2) هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار الصفاء، عمان، 2003، ص ص 84-85.

- توفير الموارد والأموال للمشروعات، فسوق الأوراق المالية يقوم بتوفير السيولة للمشروعات المختلفة ماليا وإنما الصناعة والتجارة.
- تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد وتسجيلها.
- الحد من معدلات التضخم وذلك من خلال امتصاص فائض السيولة وتوجيهها نحو الاستثمار.

المطلب الثاني: وظائف ومقومات السوق المالي

تتسم الأسواق المالية في ظل اقتصاد السوق بمجموعة من المهام من خلال مختلف مكوناتها التي تعمل على تحقيق الفعالية في تعبئة وتخصيص الموارد المالية القابلة للاستثمار، وبهذا فإن السوق المالية تقوم بتشجيع الاستثمار وتوفير التمويل، وهذا يكون من خلال الوظائف التي تؤديها.

حيث سنقدم في هذا المطلب وظائف السوق المالية ومقوماتها.

أولاً: وظائف السوق المالي

يمكن إرجاع وظائف السوق المالي إلى ثلاث عناصر أساسية، فهي إما تقدم وظيفة تمويلية أو تقدم وظيفة اقتصادية تنموية أو تقدم وظيفة ادخارية، حيث أن الوظيفة الادخارية والتمويلية يحصلان معا وهما أداة من أدوات الوظيفة الاقتصادية.⁽¹⁾

1- الوظيفة الادخارية:

تتمثل هذه الوظيفة في إيجاد المجال الاستثماري المناسب لأصحاب الفوائض المالية الذين تزيد مداخيلهم عن نفقاتهم، ولا يجدون الخبرة الكافية لتشغيلها أو حتى الوقت المناسب لذلك، ويرغبون في إيجاد قنوات استثمارية مأمونة يضمنون فيها حقوقهم المالية وتحقق لهم المزيد من العائد عليها بدلا من بقائها مجمدة، وتظهر هذه الوظيفة جليا في حالة صغار المدخرين الذين لا يملكون إقامة المشاريع المستقلة وحدهم، وبهذا تتضح أهمية الدور الأول الذي تلعبه الأسواق المالية في استقطابها لأموال المدخرين مهما كانت قليلة وتقديمها للمستثمرين المحتاجين للمال .

2- الوظيفة التمويلية:

تتمثل هذه الوظيفة في توفير التمويل اللازم لأصحاب المشروعات والاستثمارات المختلفة، وذلك من خلال قيام أسواق المال بدور الوسيط بين فئات الفائض الادخاري المحلي أو الخارجي (أفراد، مؤسسات

(1) محمد صالح، إدارة الأسواق المالية والبورصات، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص 9.

أو حكومات) الذين يطلبون المال للمشروعات والاستثمارات أو للإنفاق العام، ويقسم التمويل من حيث مصدره إلى قسمين:

- قد يكون التمويل داخليا، بمعنى أنه موجه من وحدات الادخار من نفس البلد الواحد إلى وحدات الاستثمار في نفس البلد، وبهذا تعود فائدة الوظيفة المالية التي تقدمها السوق المالية على الجهتين دون أي سلبيات.

- قد يكون التمويل خارجيا، بمعنى أنه موجه من وحدات الادخار من بلد أجنبي إلى وحدات الاستثمار في البلد المحلي وبهذا لن تعود فائدة الوظيفة المالية على البلد المحلي بالمطلق، وإنما تكون موزعة على الجهتين، فضلا عما قد تحتويه العملية من اشتراطات مسبقة من طرف البلد الأجنبي على البلد المحلي لقاء إتمام العملية من تدخلات سياسية أو ثقافية أو اقتصادية، بما يوصل إلى التبعية والدوران في فلك الغير والعيش في اقتصاديات الديون.

وبهذا تتضح أهمية الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في توفير الموارد الأولية لأصحاب المشروعات والاحتياجات المختلفة، وتتضح أهمية وأولوية التمويل الداخلي على الخارجي والتي تقدمها الأسواق المالية المحلية، التي تنعكس آثاره الاقتصادية على الفرد والمجتمع والأمة وهذه هي الوظيفة الثانية.

3- الوظيفة الاقتصادية والتنموية:

تبنى هذه الوظيفة أساسا على الوظيفة التمويلية، إذ بتحول الموارد المالية من قطاع المدخرين إلى قطاع المستثمرين، يقوم هؤلاء المستثمرين باستخدام تلك الموارد المالية في استثمارات إنتاجية تزيد من الناتج الوطني، وعلى هذا فإن أسواق المال تساعد على حسن تخصيص الموارد في الاقتصاد وتجعل تحركات الموارد المالية بين مختلف الاستخدامات على قدر من الكفاءة الاقتصادية، ومن هنا تتضح العلاقة بين الوظائف الثلاث وأن الوظيفة الادخارية والتمويلية يحصلان معا وهما الوسيلة للوظيفة الاقتصادية، إلى أن تصب نتائج الأعمال والجهود والاستثمارات لصالح التنمية الاقتصادية، بعد تحقيق حسن توظيف المال وما يستلزمه من أدوات تقنية أو ذهنية ملائمة.

ثانياً: مقومات السوق المالي

نظراً للأهمية الكبرى التي تكتسبها الأسواق المالية، يمكن القول أن لوجود هذه الأسواق وفعاليتها يتطلب مجموعة من المقومات لا بد من توافرها، وفي هذا الصدد نميز بين نوعين من المقومات تتمثل في مقومات أساسية ومقومات سائدة، حيث تساهم هذه المقومات في فعالية هذه الأسواق وتتمثل فيما يلي:⁽¹⁾

1- المقومات الأساسية:

هناك مجموعة من المقومات الأساسية تتمثل في:

- مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصر الثقة والتنظيم، من خلال الثقة بالنظام السياسي والاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.
- فلسفة اقتصادية واضحة، تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلطة والخاصة وما يتبعها من أنظمة وقوانين.
- تنوع أدوات الاستثمار وهي سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات.
- مؤسسات مالية ومصرفية متعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها، هذا إلى جانب فعاليتها بتسويق الإصدارات.
- حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة المجال إذ وجود السوق يحفز هذه المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية.

2- المقومات السائدة:

- حيث تساهم في تطور ونجاح السوق وإضفاءه صفة العمق والاتساع ومن هذه المقومات:
- نظم اتصال فعالة ومتطورة وكفئة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار.
- أنظمة كفئة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق وتحليل نشاط الاقتصاد الوطني.
- تشريعات تضيء صفة المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار بشكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض والطلب.

(1) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص ص 112-113.

- هيكل مؤسسي منظم، يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة ويشترط بأعضاء السوق الحيادة والخبرة بشؤون المال.

- تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات ذات القبول بين أوساط المتعاملين، وبشكل يعزز ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئاته.

المطلب الثالث: مكونات السوق المالي

تعتبر الأسواق المالية همزة وصل بين الادخار والاستثمار وذلك من خلال عدة أدوات ومؤسسات متخصصة حيث تضم كل من سوق النقد وسوق رأس المال.

أولاً: سوق النقد

يعتبر سوق النقد جزء من السوق المالي، حيث تتداول فيه الأدوات المالية قصيرة الأجل التي تكون أقل عن السنة ومن أبرزها نجد أدوات الخزينة، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول والأوراق المالية التجارية التي تصدرها الشركات المتخصصة، وتعتبر البنوك من أبرز المؤسسات العاملة في سوق النقد.⁽¹⁾

1- تعريف سوق النقد:

يعرف سوق النقد على أنه: «السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية قصيرة الأجل وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق». «تمثل مجال تداول الأصول قصيرة الأجل حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول».⁽²⁾

2- خصائص سوق النقد:

يتميز سوق النقد بمجموعة من الخصائص تتمثل في:⁽³⁾

- المرونة العالية: حيث أن معظم الصفقات التي تتم في هذا السوق تكون بإجراءات مبسطة وتكاليف منخفضة.

(1) رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999، ص 12.

(2) لطيف زيود وآخرون، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد القرارات، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، مجلد 29، ع 1، 2007، ص 175.

(3) رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، ط1، المعزز للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 24.

- انخفاض درجة المخاطرة وذلك نظرا لسببين: أولهما: يتمثل في تدني درجة المخاطرة الناجمة عن احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق، لذلك فإن التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية تترك الآثار المحددة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة وبالتالي فإن المخاطرة قليلة.

وثانيهما: تدني درجة مخاطرة الائتمان والتي تكون مرتبطة باحتمالات عجز المدين عن الوفاء ديونه لأن الأوراق المالية المتداولة في السوق تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية والبنك المركزي، لذلك فإن احتمالات عدم الوفاء بالدين تكون منخفضة.

وعلى ضوء هذه المزايا التي يتميز بها هذا السوق فإنه يؤدي دورا مهما على مستوى الاقتصاد القومي وذلك من خلال:

- الدور الهام الذي يلعبه في تخطيط السياسة النقدية للدولة، إذ من خلاله يقوم البنك المركزي بدور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل وهذا عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية، كذلك التحكم في أسعار الفائدة قصيرة الأجل عن طريق البنك المركزي فإنه يستطيع التحكم كذلك في أسعار الفائدة طويلة الأجل.

- بوجود سوق نقدي فعال فإنه تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية، مما يؤدي على انخفاض تكلفة التمويل قصيرة الأجل.

وبالتالي فإنه يزيد من سرعة دوران الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية باختلاف أنشطتها مما يؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات مما يخلف انتعاشا وازدهارا اقتصاديا.

ثانيا: سوق رأس المال

سوق رأس المال هذا المصطلح الذي عرف انتشارا واسعا، خاصة لدى المتخصصين ورجال الأعمال وكبار المستثمرين، وبصورة أساسية في الدول المتقدمة، إلا أنه ظل حبيس الكتب والمقالات في الدول النامية، هذا وإن كان لهذه الدول أسواق إلا أنها لم ترقى لمصاف أسواق رأس المال في الدول المتقدمة إلا أنه يعتقد أن هذا أمر طبيعي لأنه ليس من السهل إنشاء أسواق مالية في دول أقل ما يمكن أن يقال عنها أنها تمر بمرحلة انتقالية.

حتى في الدول المتقدمة لم تظهر أسواق رأس المال بالشكل الذي هي عليه اليوم وإنما مرت بمراحل عديدة عرفت خلالها تطورات كثيرة وطويلة مراحل وجودها وتطورها اتضح جليا أنها أداة هامة لتمويل الاقتصاد وتحقيق التنمية الاقتصادية.

1- تعريف سوق رأس المال:

«يعرف سوق رأس المال على أنه مجال التعامل في الأموال متوسطة وطويلة الأجل ويعمل في هذه السوق بنوك الاستثمار وشركات التأمين، والبنوك المتخصصة وصناديق المعاشات والادخار، وذلك عندما تقوم تلك الجهات بإقراض الغير بنفسها».(1)

« هي الأسواق التي تتعامل بأدوات دين كالسندات وأدوات ملكية كالأسهم وهي ذات مدى استحقاق تزيد عن سنة، وتتصف هذه الأدوات بتقلبات كبيرة في أسعارها مقارنة بأدوات السوق النقدي لذا تعتبر أكثر مخاطرة».(2)

«هو سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل الذي يمثل مجموع القروض والطلبات على رؤوس الأموال من أجل الاكتتاب في رأس المال الاجتماعي للمؤسسات من أجل التوظيفات طويلة الأجل».(3)

مما سبق يمكن القول أن سوق رأس المال هو سوق، لكنه سوق من نوع خاص تحكمه قواعد خاصة وتتداول فيه منتجات ذات طبيعة خاصة، في مكان معين وفي فترات محددة، وفق نظام معين يحكمها. وإذا كان سوق رأس المال يعد في غالبه سوق منظمة فإنه يتشابه مع السوق في كونه مكان الالتقاء العرض والطلب، إلا أنه يختلف عنه في عدة نقاط أهمها: أن سوق رأس المال يخضع لقواعد وقوانين خاصة تحكم المعاملات داخله، بالإضافة إلى كون المنتجات المتداولة داخل سوق رأس المال هي منتجات ذات طبيعة خاصة، ونقصد بها الأوراق المالية طويلة الأجل.

إن ظهور سوق رأس المال تزامن مع زيادة المعاملات التجارية وعقد الصفقات وإتمام المبادلات وبما أن رأس المال يعد ممول الحياة الاقتصادية فإن توفير هذا المال في الوقت المناسب يتطلب توفير تنظيم معين، لذلك ظهرت أسواق رأس المال التي ساهمت في توفير الأموال اللازمة لمختلف الأنشطة من خلال الجمع بين طالبي الأموال وعارضيه، في إطار قواعد وقوانين معينة تحكم هذه المعاملات، حيث تعتبر القناة التي عن طريقها يتم تدفق الأموال من الوحدات التي لديها وفرة في النقدية إلى الوحدات التي تعاني من عجز في النقدية.(4)

(1) عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 17.

(2) عبد النافع عبد الله الزرري، غازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001، ص 44.

(3) Georges Depallans, *Gestion financière de l'entreprise*, édition Sirey, Paris, 1983, p 331.

(4) مسعود علي ناجي، المعلومات المحاسبية وأهميتها في السوق الفعال، الملتقى الوطني حول دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، جامعة الفاتح، 2005، ص 33.

2- وظائف سوق رأس المال:

إن سوق رأس المال باعتباره يمكن أن يجمع بين عارضي الأموال والوحدات التي تكون بحاجة لهذه الأموال يساهم في تعبئة المدخرات وتشجيع الاستثمار، وتحقيق التنمية الاقتصادية وغيرها، ومن هنا يمكن القول أن وجود سوق لرأس المال في أي اقتصاد من شأنه أن يساهم في أداء مجموعة من الوظائف وهي لا تختلف كثيرا عن وظائف السوق المالي باعتباره جزء منه:⁽¹⁾

- **توفير السيولة النقدية:** وهذا من خلال جمع الأموال الفائضة من الاقتصاد واستثمارها في الأسهم والسندات والتداول في مختلف الأدوات المالية الموجودة في السوق كما يمثل السوق المالي عامل جذب لأصحاب المال نتيجة للفرص الموجودة.

- **زيادة حجم الاستثمارات:** إن وجود سوق رأس المال ساهم في زيادة حجم الاستثمارات المالية في الدول وساهم في تمويل مشاريع عدة زادت من حركة الاقتصاد ومن حركة رؤوس الأموال ومن خلاله فلقد بات همزة وصل وضمان بين المستثمرين وأصحاب المشاريع والمنشآت.

- **تحرير حركة التجارة:** ساهمت أسواق رأس المال في زيادة حركة التجارة ما بين الدول وذلك عبر الشركات الكبرى والأموال المستثمرة فيها وتعود بعائدات على الدخل القومي وسهولة انتقال رؤوس الأموال.

- **أداة قياس:** يعتبر أحد مؤشرات قياس للعديد من الجوانب وهو يعطي نقاط القوة والضعف للدول مؤشرا على مدى الوعي الاستثماري للمواطن ومقياس لحالة البلاد سواء الاقتصادية أو السياسية.

- **أداة للتنبؤ:** يعتبر مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي فهو يضم غالبية المؤسسات الموجودة والتي تمثل العصب الأساسي للدخل القومي وعليه يمكن التنبؤ بالحالة المستقبلية للمؤشرات الاقتصادية للدول نموا أو عجزا.

3- أقسام أسواق رأس المال:

تتعدد أسواق رأس المال وتختلف من اقتصاد لآخر تبعا للتطور الاقتصادي، الاجتماعي، الفكري والقانوني، إذ تعتبر أسواق رأس المال مرآة عاكسة لوضعية الاقتصاديات، ومقياس دقيق للحياة الاقتصادية، وبالتالي فهي أداة لقياس كفاءة وفعالية ونشاط الاقتصاد، لذلك نلاحظ تعدد أسواق رأس المال وتنوعها في الدول المتقدمة التي تتمتع باقتصاديات قوية والعكس صحيح في الدول النامية والمتخلفة.

(1) إيهاب الدسوقي، اقتصادية كفاءة البورصة، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 87.

تتقسم أسواق رأس المال إلى عدة أقسام تبعاً للمعيار المعتمد والذي يمكن أن يكون معيار الزمن.

أ- الأسواق الحاضرة (العاجلة):

وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) وأحياناً يطلق عليها أسواق الأوراق المالية وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها.⁽¹⁾ وتضم هذه الأسواق ما يلي:

أ-1- السوق الأولية:

تعرف على أنها التي يتم فيها بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات حيث تطرح الحكومة السندات وأذونات الخزينة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات ومؤسسات الأعمال السندات والأسهم للحصول على احتياجاتها التمويلية لتنفيذ خططها الاستثمارية.⁽²⁾

أ-2- السوق الثانوية:

هي عبارة عن المكان الذي يتم فيه التداول على الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية لأول مرة، وما يترتب عليها من نقل ملكية بين البائع والمشتري، وذلك طبقاً لسعر السوق السائد وقت البيع والشراء، وسواء أكان ذلك من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة. كما نجد أن هذه الأسواق تنقسم بدورها إلى قسمين:

• **السوق المنظمة:** وهي عبارة عن الأسواق التي يكون لها قانون ونظام ومكان معلوم، حيث تعتمد في البيع والشراء على السماسرة الذين يعملون لحساب غيرهم، ويتم التعامل فيها على أساس المزاد ويترتب على هذا التعامل بعض التكاليف والعمولات النقدية وأهم شروطها أن يتم توجيه المدخرات نحو مختلف الاستثمارات كذلك وجود استقرار سياسي وضمن حصول المستثمرين أو المتعاملين فيه على عائد معقول، مع استقرار سعر العملة أمام العملات الأخرى، كذلك سهولة الإعلام عن الفرص الاستثمارية المتاحة.

كما نلاحظ أن السوق المنظمة تكون المنافسة فيها من قبل المتعاملين وذلك من أجل إتمام الصفقات بما يرونها في مصلحتهم، بمعنى أن الأوراق المالية يتم بيعها للوسطاء الذين يعرضون أعلى سعر للشراء وتشتري الأوراق المالية من الوسطاء الذين يقبلون أدنى سعر البيع.⁽³⁾

(1) عبد النافع الزرري، غازي فرح، مرجع سابق، ص 47.

(2) عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 22.

(3) فيصل محمود الشاورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن،

2008، ص 56.

• **السوق غير المنظمة:** يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة، التي تتولاها بيوت السماسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف للحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة، التي تربط بين السماسرة والتجار المستثمرين، ومن خلال شبكة الاتصال هذه يمكن أن يجري اتصالاته بالسماسرة والتجار المعنيين، ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر.⁽¹⁾

وينقسم السوق غير المنظم بدوره إلى السوق الثالث والرابع.

- **السوق الثالث:** يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت سماسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، وكما هو واضح تمارس هذه البيوت دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة.

أما المتعاملين في هذا السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاملات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.⁽²⁾

- **السوق الرابع:** يقصد به المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، وذلك كاستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة.

ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة اتصالات وأطراف الحاسوب.⁽³⁾

ويعتبر السوق الرابع منافس شديد لغيره من الأسواق المنظمة، وكذلك غير المسجلة فيها، هذا من جهة، ومن جهة ثانية يتمتع السوق الرابع بانخفاض عمولات السماسرة مقارنة بالسوق الثالث وغيره من الأسواق.

(1) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص 505.

(2) نفس المرجع، ص 508.

(3) نفس المرجع، ص 510.

ب- الأسواق الآجلة:

الأسواق الآجلة أو أسواق العقود الآجلة، هي الأسواق التي تتميز بالعمليات طويلة الأجل، حيث يتم عقد الصفقات وإبرامها دون تسليم أو استلام للمنتجات المتعاقد عليها ولا لأثمانها، إذ أن التسليم لا يتم إلا بعد فترة زمنية معينة يتم الاتفاق عليها مسبقاً.

العقود الآجلة تسمح للمستثمرين بأخذ مواقع على تطور السعر في المستقبل (سلع، سندات دين عملات، أسهم، مؤشرات البورصات...) أين يكون الهدف إما للحد من المخاطر، إما المضاربة على تغيرات الأسعار.

وتمثل العقود الآجلة أسواق الاختيار، وهي تسمح بحماية المستثمرين من المخاطر الناتجة عن تقلبات الأسعار، كما تسم للمضاربيين بتحقيق أرباح رأسمالية.

حيث يعرف الخيار بأنه اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه ويسعر محدد، ولكن إذا رغب المشتري في ذلك، وهو بمثابة خيار المشتري للمتاجرة.⁽¹⁾

ويوجد ثلاثة أنواع من عقود الخيارات:

- **خيار البيع:** هو العقد الذي يحمي المستثمر من المخاطر الناتجة عن حدوث انخفاض في القيمة السوقية للأوراق المالية التي يملكها، حيث يتم تحرير خيار البيع من طرف خصم آخر يكون مستعد لشراء هذه الأوراق المالية بالسعر السائد وقت التنازل على أن يتم التسليم خلال فترة زمنية لاحقة يتم الاتفاق عليها في العقد، وحسب العقد يلتزم المستثمر بدفع مكافأة للطرف الآخر، هذه المكافأة تسمح له بالاختيار بين تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه.

- **خيار الشراء:** هو العقد الذي يبرمه المستثمر مع خصم آخر هو نفسه محرر العقد من أجل شراء أوراقه المالية والتي يتوقع أن ترتفع قيمتها السوقية ويتم إبرام العقد الذي ينص على تنازل محرر العقد عن الأوراق المالية التي يملكها بالسعر السائد في السوق على أن يتم التنفيذ في فترة لاحقة مع التزام المستثمر الذي يرغب في شراء الأوراق المالية بدفع مكافأة للطرف الآخر.

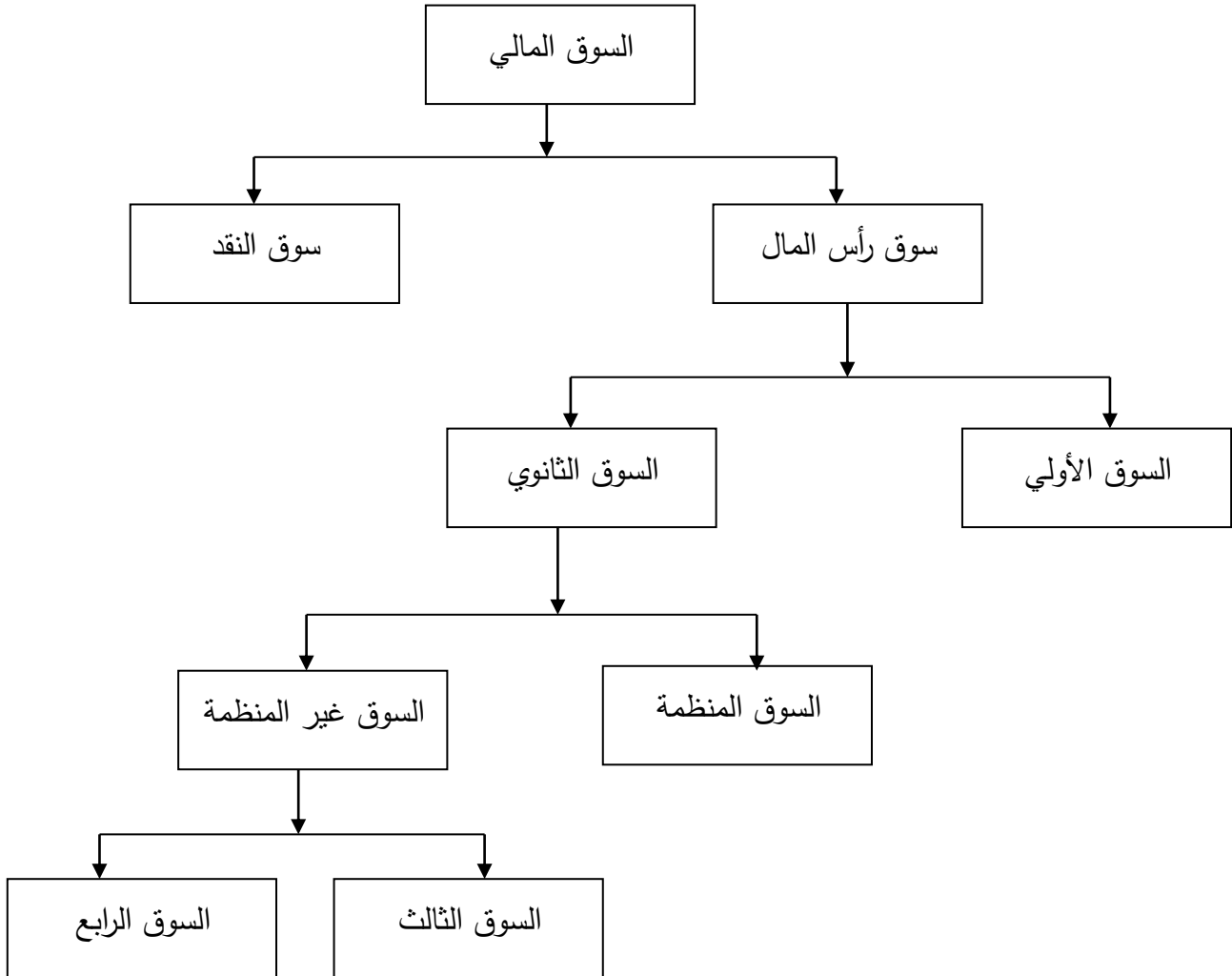
- **خيار البيع والشراء معا:** هو العقد الذي يجمع بين عقد البيع وعقد الشراء معا.

إن قيام أسواق رأس المال ونجاحها في تحقيق وظائفها بكفاءة يتطلب وجود تنظيم معين حيث يتكون سوق رأس المال من مجموعة من المتعاملين الذين قد يكونون مشتريين أو بائعين، فيصدرون بذلك إما

(1) خالد وهيب الراوي، الاستثمار، مفاهيم، تحليل، إستراتيجية، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 1999، ص309.

أوامر شراء أو أوامر بيع، كما قد يكونون وسطاء بين هذين الاثنين، لذلك سنحاول من خلال ما سيأتي التعرف على كيفية تنظيم سوق رأس المال.

الشكل رقم (01): أقسام السوق المالي



المصدر: من إعداد الطالبتين.

المطلب الرابع: تنظيم السوق المالي

تلعب السوق المالية دور الوساطة المالية من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشغل به سوق الأوراق المالية، ولتوضيح تنظيم هذه الأخيرة نحاول البحث في العناصر الآتية:

- المشاركون في السوق المالي.
- عمليات السوق المالي.

– أوامر السوق المالي.

أولاً: المشاركون في السوق المالي

إن التعامل في السوق المالي يتم بين أطراف مختلفة من حيث الطبيعة والأهداف، ولهذا نميز بين المشاركين كالتالي: (1)

1- المتعاملون في السوق المالية: ويتمثلون في:

– الطالبون (المستثمرون) للقيم المنقولة أو الأوراق المالية.

– العارضون (المصدرون) للقيم المنقولة أو الأوراق المالية.

2- الوسطاء، المحكمون والمراقبون للعلاقة بين الطالبين والعارضين:

للسوق المالية أركان والتي تقوم على ثلاثة فئات حيث يتم من خلال هذه الفئات تحويل الأموال من ذوي الفائض إلى ذوي العجز، ويمكن أن يكون ذلك بطريقة مباشرة (اصدارات وقروض)، أو طريقة غير مباشرة (الوسطاء).

وتتمثل هذه الفئات في: (2)

أ- فئة المقرضين أو المستثمرين:

تمثل هذه الفئة فئة مصدري الأموال في السوق وتتمثل في الأفراد والشركات التي تقل مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب في توظيف مدخراتها أو فوائضها النقدية بالإقراض المباشر أو بشراء الأوراق المالية.

ب- فئة المقترضين أو المصدريين:

تمثل هذه الفئة فئة مستخدمي الأموال في السوق حيث تتمثل في الأفراد والشركات التي تزيد مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب في تغطية الاستثمار أو العجز الذي لديه، وذلك بالاقتراض المباشر أو بيع أوراقها المالية.

ج- الوسطاء الماليون:

نتيجة لنقص المعرفة والمعلوماتية أثناء تبادل الأوراق سواء كان ذلك في سوق الإصدار أو سوق التبادل، وذلك بسبب نقص الخبرة في رأس المال أو التوظيف الأمثل من حيث الفوائد والمخاطر المالية

(1) رسمية أحمد موسى، مرجع سابق، ص 36.

(2) فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 61.

لذلك لا بد من وجود مجموعة من الوسطاء الماليين ذوي الخبرة وذلك من أجل التوفيق بين رغبات العارضين والطالبين وتنفيذ الأوامر (السماسرة) أو تحقيق عوائد أكبر بأقل مخاطر.

ومن هنا يمكن القول أن الوسطاء الماليون يمثلون حلقة وصل بين المستثمرين والمصدرين، ويتمثل الوسطاء في: (1)

ج-1- السماسرة: إن الوسيط عندما يقوم بدور السمسار فإنه يؤدي خدماته للعميل وذلك في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل، وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السماسرة أو الوسطاء تبعا لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر غالبا ما تكون محكومة بسعر التنفيذ ووقت التنفيذ.

ج-2- صانعو السوق: يستطيع الوسيط أن يقوم بدور صانع السوق وذلك من أجل القيام بمهمته في بيع وشراء الأوراق المالية، بموجب ترخيص تمنحه له لجنة إدارة السوق، ويمارس صانع السوق نشاطه في السوق الثانوية وذلك إما لصالح عملائه أو لحسابه.

إن صانع السوق بممارسته فإنه يؤدي خدمات على درجة كبيرة من الأهمية للسوق المالي من أهمها:
- توفير السيولة اللازمة للسوق المالي من خلال التحكم في حركة العرض والطلب.
- المحافظة على استقرار الأسعار وحجم التعامل، وذلك من خلال تقمص دور المشتري في حالة الانخفاض الحاد في الأسعار، والبائع في حالة الارتفاع الحاد فيها، وبذلك يلعب دورا مهما في المحافظة على توازن معقول في أسعار الأوراق المالية كما في حجم المتداول منها.

ج-3- المؤسسات المالية: هي عبارة عن منظمات تصدر التزامات مالية على نفسها (أن تباع أصول مالية ترتب التزامات مالية على نفسها مقابل النقدية التي تحصل عليها)، ثم تستخدم هذه الحصيلة النقدية من هذا الإصدار في شراء أصول مالية من الغير، كما أنها تقوم بدور الوساطة. (2)
وتتمثل المؤسسات المالية الوسيطة في:

- **البنوك المركزية:** تعتبر من الأطراف الرئيسية المتعاملة في السوق المالي حيث تدفع إلى تحقيق النمو الاقتصادي والاستخدام الأمثل للموارد واستقرار الأسعار، حيث تقوم هذه البنوك بدور مهم من خلال:
- توجيه السياسة النقدية.

(1) رسمية أحمد أبو موسى، المرجع السابق، ص 40-43.

(2) محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط2، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية 1997، ص 08.

- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.
- مراقبة عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية.
- الإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء للسندات وأذونات الخزينة.
- إصدار النقد ومراقبة ضبط أسعار الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي.
- **البنوك التجارية:** تقوم بتوظيف الأموال ومنح القروض وإصدار الأوراق المالية، وتقيم الخدمات الاستشارية للعملاء، كما أنها تلعب دور الوسيط وذلك من خلال شراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن عملائها، أو لصالحها الخاص.
- **بنوك الاستثمار:** تقوم بتسويق الإصدارات الأولية لعملائها بالإضافة إلى تمثيل الشركات وتقديم الاستشارات عن الاستثمار الدولي وأعمال السمسرة بالوكالة.
- **الشركات المالية:** تقوم ببعض الأعمال الاستثمارية لصالح محفظتها المالية كالتعهد والتغطية.
- **الصناديق المشتركة:** هي صناديق تتمتع بشخصية اعتبارية تعمل على تشجيع الادخارات لصغار المدخرات.

ثانياً: عمليات السوق المالي

تصنف عمليات السوق المالي إلى عمليات فورية أو حاضرة وعمليات آجلة، وتكون نقطة البدء في عمليات البورصة بصدور أمر العميل إل الوسيط الذي يختاره برغبته في إجراء عملية من عمليات السوق المالي، ويسمى الأمر أمر شراء إذا كانت رغبة العميل هي الشراء ويسمى الأمر أمر بيع إذا كانت رغبة العميل هي البيع.

وتتقسم عمليات البورصة سواء في البيع أو الشراء إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة.

1- **العمليات العاجلة:** تتميز بأنها تتم فوراً حيث يجري دفع الثمن للبائع حالاً وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة مباشرة للمشتري أو خلال فترة وجيزة جداً لا تتعدى عموماً 48 ساعة، وبشكل عام فإن العمليات العاجلة تمثل الجزء الأكبر من عمليات السوق المالي ولأن المبادلات العاجلة غالباً ما تحتاج إلى أموال سائلة ضخمة، فإنه عامة ما يكون اللجوء إلى هذا الأسلوب في شراء الأوراق المالية غير مرغوب فيه لدى المضاربين المحترفين، في حين أن المتعاملين العاديين (الخواص) يعتمدون إلى شراء أو بيع الأوراق المالية في السوق العاجلة لسببين رئيسيين هما:

- الرغبة في الاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة في محافظهم المالية وذلك لفترة زمنية بغية الحصول على ما ترده من إيرادات منتظمة خلال تلك المدة.

- قصد المضاربة في الأوراق المالية بسبب ارتفاع أسعارها حيث يقومون ببيعها عندما تتحسن السوق للحصول على العوائد الناتجة عن عملية البيع هذه بغية تحقيق وتوفير السيولة المطلوبة وذلك ببيع الأوراق المالية في السوق الفورية.⁽¹⁾

2- **العمليات الآجلة:** هي عمليات تمنح للمتعاملين إمكانية شراء أو بيع الأوراق المالية متباعدة في الزمن، حيث لا يدفع الثمن ولا تسلم الأوراق وقت عقد الصفقة، بل يتم ذلك بعد فترة متفق عليها مسبقا تسمى "الأجل" أو "موعد التصفية" وتجرى عملية التصفية النهائية للصفقة عامة مرة واحدة في كل شهر وذلك قبل آخر جلسة من جلسات السوق المالي لذلك الشهر.

وبغية الحد من درجة المخاطر والأخذ بمبدأ عدم إلحاق الضرر بأحد المتعاقدين فإنه يتعين على المتعاملين في السوق الآجلة (خاصة المشتري) بتسديد جزء من قيمة الصفقة فورا على أن يتم دفع المتبقي حسب الاتفاق، ويعتبر الجزء المدفوع ابتداء تأميناً مالياً والذي يعرف باسم التغطية.

أ- أنواع العمليات الآجلة:

يمكن التمييز بين نوعين من العمليات الآجلة هما:⁽²⁾

أ- 1- **العمليات الآجلة القطعية:** هي عمليات يتم تحديد تنفيذها في وقت محدد يدعى "موعد التسوية" حيث يلتزم طرفا العقد أحدهما بدفع ثمن حالي أو مستقبلي للأوراق المالية موضوع الصفقة على أن يتولى الطرف الثاني تسليم الأوراق المالية عند وصول الأجل، وينبغي أن تحدد واجبات كل طرف في العقد المبرم، كذلك تحديد نوع الأوراق، صفتها، الحد الأدنى لكميتها، وسعر التعاقد، نشير إلى أنه لا يمكن التراجع عن تنفيذ العقد بأي حال، وتؤدي العمليات القطعية عموماً إلى تعريض أحد طرفي العقد إلى خسارة، وهناك يكون السعر يوم التصفية معادلاً لسعر التعاقد، أما إذا ارتفعت الأسعار يوم التصفية عن سعر التعاقد فإن البائع يتحمل سعر الفرق الذي هو بمثابة الخسائر التي يتكبدها هذا الأخير، ففي حين إذا انخفضت الأسعار، فإن خسائر فرق السعر يتحملها المشتري وحده.

أ- 2- **العمليات الآجلة بشرط:** هذه العمليات لا يمكن تصفيتهما إلا عند وصول الأجل، فإنه يلاحظ في هذا الصنف من العمليات عدم تحديد واجبات طرفي العقد، حيث يترك لهم المجال واسعاً حين تصفية العملية على النحو الذي يمكنهم من القيام ببعض المناورات والمتمثلة في عدد من الخيارات لهم، وبهذا الخصوص يمكن التمييز بين أربعة أنواع هامة من العمليات الآجلة بشرط.

(1) منير إبراهيم هندي، إدارة المنشأة المالية، منشأة المعرفة، الإسكندرية، 1994، ص 481.

(2) نفس المرجع، ص 482.

- **العمليات الآجلة بشرط التعويض:** هي المعاملات التي تمكن المتعاقدين من تنفيذ الصفقة في موعد التصفية، والامتناع عن التنفيذ مقابل دفع تعويض (مكافأة) يتم تحديده وقت إبرام العقد. ويعرف في القسم السابق لتاريخ التصفية بيوم "جواب الشرط" حيث يتم تسليم الأوراق ودفع الثمن إذا تمت الصفقة، وفي حالة امتناع المشتري من إتمام الصفقة فإنه يتعين عليه دفع التعويض الذي تم الاتفاق عليه في العقد.

- **العمليات الآجلة بشرط الزيادة (الخيار):** وهذه الصيغة تعطي الحق لكل المتعاقدين من إتمام الصفقة حتى تاريخ التصفية أو إلغاء العقد بطلب من أحد الطرفين على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر حتى يتمكن من اكتساب حق الخيار.

- **العمليات الآجلة بشرط الانتقاء (الخيارين):** تتكون هذه الصيغة من عملية المزوجة بين نوعين من الأوامر على الفئة الواحدة والتي لها صفة الشراء بشرط، وتتميز هذه العمليات أن للمتعاقد حق الخيار في تنفيذ الصفقة في موعد التصفية، إلى جانب هذا فإن العمليات تركز على سعيرين والمتعامل له حق الخيار في الرء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى، ويمكن أن نميز هنا بين حالتين:

▪ **حالة بقاء السعر متذبذبا بين الحد الأدنى والأقصى:** فمن يختار وضعية المشتري فإنه يتيح للبائع فرصة تحقيق أرباح لأن العملية ستتم بالسعر الأعلى وإذا ما اختار الطرف الثاني وضعية البائع فإن المشتري سوف يحقق أرباحا لأنه سيشتري بالسعر الأدنى.

▪ **حالة ارتفاع الأسعار الجارية عند الحد الأعلى أو نزولها عند الحد الأدنى:** من اختار وضعية المشتري فإنه سيشتري بالحد الأعلى ثم إذا توجهت الأسعار نحو الصعود سيكون هذا العميل رابحا في الصفقة وفي حالة هبوط الأسعار نحو الحد الأدنى وكان الطرف الثاني قد اختار عملية البيع فإن هذا العميل سيبيع بالحد الأدنى، ومن ثم فإنه سيكون رابحا بالنظر إلى الأسعار الجارية التي قد انخفضت.

- **المرابحة والوضعية:** كما هو معلوم فإن هناك من البائعين والمشتريين من يريدون تأجيل موعد تسوية صفقاتهم حتى موعد التصفية المقبل، ومن مصوغات هذا التأجيل أن المتعاملين قد يعرفون بأنه ليس بمقدورهم تنفيذ الصفقات المبرمة ذلك لأن الأسعار قد تطورت على منوال يخالف مما تم التنبؤ به، وطلب تأجيل موعد التصفية إلى موعد آخر يأخذ صفين رئيسيين:

▪ **المرابحة:** إذا كان عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل المستثمرين يفوق كثيرا الأوراق المالية المؤجل تصفيتها من قبل البائعين، في هذه الحالة يحتاج السوق المالي إلى تدخل الممولين الذين

يقبلون بتقديم الأموال اللازمة للمشتريين الذين بإمكانها تأجيل وضعيتهم حتى موعد التصفية المقبل، وتتم هذه العملية مقابل دفع فائدة "عمولة" من قبل المشتري إلى الممولين وتدعى فائدة "العمولة" المرابحة.

■ **الوضعية:** على عكس المرابحة، إذا كان عدد الأوراق المؤجلة موعد تصفيتها من قبل البائعين يفوق بكثير عدد الأوراق المؤجل تصفيتها من طرف المشتريين، ففي هذه الحالة يحتاج سوق رأس المال إلى بعض حاملي الأوراق المالية الذين يقبلون بالتنازل عنها لصالح البائعين مقابل عمولة يحصلون عليها تعرف بالوضعية.

ثالثا: أوامر السوق المالي

يعتبر الأمر بمثابة تفويض المستثمر للوسيط المالي، بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية والمشتقات 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 سوق رأس المال بتحرير الأوامر لعقد الصفقات المختلفة، بغرض تدقيق وتتبع محافظهم المالية والحصول على مصادر التمويل وغيرها من الأغراض التي تختلف باختلاف المتدخل (المستثمر).⁽¹⁾

1- أنواع الأوامر: تختلف أوامر البيع والشراء للأوراق المالية باختلاف سعر ووقت التنفيذ أو كليهما معا بالإضافة إلى الخصوصيات التي قد يشترطها المستثمر وعليه يمكن تقسيم الأوامر إلى الأقسام التالية:⁽²⁾

أ- الأوامر غير المحددة لسعر التنفيذ: تنقسم هذه الأوامر بدورها إلى:

أ-1- أوامر التنفيذ بالسعر الأفضل: لا يحمل هذا النوع من الأوامر أي اقتراح فيما يتعلق بالسعر الذي تتم به عملية الشراء أو البيع وإنما يترك ذلك للوكيل، وعليه يتم تنفيذ هذا النوع بأول سعر يحدد في السوق المالي، وبصورة كلية إذا سلم الأمر قبل بداية التداول، أما إذا سلم أثناء التعامل فإنه ينفذ بالسعر السائد في السوق المالي، أما إذا سلم أثناء التعامل فإنه ينفذ بالسعر السائد في السوق المالي في لحظة تسليمه يسمح هذا الأمر بتنفيذ الأوامر في أقرب الآجال، أي بمجرد تحديد أول سعر في البورصة وإيجاد الطرف الآخر المستعد للبيع أو الشراء للورقة المالية.

أ-2- أوامر التنفيذ بسعر السوق: يعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعا وبمقتضاه يطب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، وبأفضل سعر يمكن أن يجرى عليه التعامل، ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معينا فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة.

(1) جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، ط1، دار هومة للنشر والتوزيع، مصر، بدون سنة، ص 76.

(2) نفس المرجع، ص 79.

ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر، السرعة وضمنان التنفيذ، أما من أهم عيوبه فهي أن المستثمر لا يمكن أن يعرف السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند إخطاره به، كما أن عليه قبول السعر السائد في السوق، وفي الأسواق ذات الكفاءة العالية، لا تأثر تملك العيوب على المستثمر، على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إل أخرى عادة ما تكون محدودة.⁽¹⁾

ب- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: وتنقسم هذه الأوامر إلى:⁽²⁾

ب-1- الأوامر المحدودة: على عكس النوعين السابقين من الأوامر تمتاز الأوامر المحدودة بتحديد سعر التنفيذ من قبل الأمر أو المستثمر، في هذا الصدد يمكن التمييز بين نوعين من الأوامر المحدودة:

- يتمثل الأول في الأوامر المحدودة الخاصة ببيع المنتجات المالية المختلفة في هذه الحالة فإن السعر المحدد من قبل المستثمر يكون السعر الأدنى، وهذا يعني أن الوكيل المكلف بتنفيذ الصفقة ملزم ببيع تلك المنتجات بمجرد انخفاض السعر إلى المستوى المحدد من طرف المستثمر، تسجل مثل هذه الحالات عند تنبؤ المستثمرين بانخفاض شديد في أسعار الأوراق المالية التي بحوزتهم.

- يتمثل الثاني في الأوامر المحدودة المتعلقة بعمليات الشراء، عندئذ يحدد المستثمر سعر الشراء الأعلى هذا يعني أن الوسيط ملزم بشراء الأوراق المالية محل الأمر بمجرد ارتفاع السعر إلى المستوى المحدد من قبل المستثمر، يحدث هذا النوع من المعاملات في الوضعية التي يتوقع فيها المستثمرون ارتفاعا معتبرا في سعر الورقة المعنية، مما يدفعهم إلى شرائها.

ب-2- أوامر الإيقاف: يحدد المصدر لهذا النوع من الأوامر الأسعار التي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندها، إذ يمكن لهذا الأخير تنفيذ عمليات الشراء بذلك السعر أو بسعر أعلى منه وتنفيذ عمليات البيع بذلك السعر أو بسعر أقل منه، وعليه فإنه يصبح أمر الإيقاف الخاص بالشراء أمرا قابلا للتنفيذ بالسعر الأفضل، بمجرد تناول الورقة المالية في البورصة، بسعر يساوي أو أعلى من السعر الذي حدده المستثمر، كما يصبح أمر الإيقاف الخاص بالبيع أمرا قابلا للتنفيذ بالسعر الأفضل بمجرد تداول الورقة بسعر يساوي أو أقل من السعر الذي حدده المصدر للأمر.⁽³⁾

ب-3- أوامر الإيقاف المحدودة: يعتبر هذا النوع من الأوامر امتدادا لأوامر الإيقاف التي سبق وأن تعرضنا لها، إذ تعالج وضعية عدم التأكد التي تمتاز بها هذه الأخيرة فيما يخص سعر التنفيذ، حيث يترك

(1) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وسوق رأس المال، مرجع سابق، ص 125.

(2) جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 81.

(3) جبار محفوظ، المرجع السابق، ص 82.

المجال للوسيط للتصرف في ذلك، ففي حالة أوامر الإيقاف المحدودة يقوم المستثمر الأمر بتحديد السعر الأدنى للأوامر المتعلقة بجميع المنتجات المالية التي بحوزته ويطلب من الوسيط السعر الأقصى لأوامر الشراء للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها على أن تنفذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أفضل منه.⁽¹⁾

كما أنه توجد العديد من الأنواع الأخرى من الأوامر حسب ظروف السوق أو حسب مقتضى الأحوال حيث تترك فيها الحرية للوسيط للتصرف في إجراء العمليات حسب التقدير، إذ يوفر هذا النوع من الأوامر المرونة اللازمة لاقتناص الفرص في الوقت المناسب دون الرجوع إلى الأمر.

المبحث الثاني: أدوات السوق المالي

يمكن التمييز بين أسواق رأس المال والسوق النقدي بناء على مدة استحقاق الأدوات الاستثمارية (المالية) المتداولة في هذه الأسواق.

فسوق رأس المال تتداول فيه أدوات طويلة الأجل (مدة استحقاقها أكثر من سنة)، أما سوق النقد تتداول فيه أدوات قصيرة الأجل (مدة استحقاقها لا تزيد عن السنة).

لذلك سنتطرق إلى ذكر أدوات الاستثمار المتداولة في كلا السوقين.

المطلب الأول: الأدوات المالية محل التعامل في سوق رأس المال

في هذه السوق تستطيع الشركات الحصول على التمويل طويل الأجل الذي تحتاجه من خلال طرح أسهم وسندات، ومما يمكنها من ذلك قيام المنشآت المالية بشراء جزء كبير من هذه الإصدارات وبالذات السندات.

كذلك قسمنا هذه الأوراق المالية من زاوية الحقوق التي تترتب لحاملها على أصول الشركة المصدرة إلى نوعين هما:

أولاً: أدوات الملكية: وهي الأسهم التي تقوم الشركة بطرحها وبيعها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي من الملكية لتمويل توسعاتها الاستثمارية.⁽²⁾

كذلك يمكن للمستثمرين إعادة بيعها بانتظام سواء بغرض الحصول على نقدية، أو لتعديل محافظ استثماراتهم الحالية، ويمكن التمييز بين شكلين للأسهم:

(1) المرجع السابق، ص 84.

(2) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 92.

1- الأسهم العادية: تعتبر الأسهم العادية سند ملكية في الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وتعد الأسهم بصفة عامة من الأصول المالية طويلة الأجل، حيث أنه ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة ومستمرة وإن الأسهم العادية تتميز بخاصيتين هما:⁽¹⁾

- **خاصية حق المطالبة المتبقي:** وتسير هذه الخاصية إلى اعتبار حملة الأسهم هم الآخر في استيفاء حقوقهم من أرباح وأصول الشركة.

- **خاصية المسؤولية المحدودة:** وتعني أن حملة الأسهم لا يسألون عن ديون الشركة إلا في حدود حصصهم في رأس مال الشركة.

وإلى جانب حق الحصول على جزء من الأرباح للشركة (التوزيعات) وجزء من أصول الشركة في حالة التصفية.

وإن الأسهم العادية تخول لحاملها الحقوق التالية:

- الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت فيما يتعلق بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة، وكذلك إصدار القرارات المرتبطة بسياسات الشركة.

- أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس المال.

وللأسهم العادية قيمة اسمية وهي القيمة المثبتة على صك السهم، وقيمة دفترية وهي قيمة حقوق الملكية المتمثلة في مجموعة كل من رأس المال والاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية. والأسهم العادية تقسم من حيث الشكل إلى أسهم اسمية وأسهم لحاملها.

2- الأسهم الممتازة:⁽²⁾ تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية فهي تجمع في خصائصها بين النوعين، لأنها تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية.

وتشبه الأسهم العادية من حيث أنها سند ملكية له قيمة اسمية وسوقية يرتبط أجله بوجود واستمرار الشركة كما تشبهها من ناحية المعاملة الضريبية، حيث لا تعتبر التوزيعات المقررة لحملة الأسهم العادية والممتازة - بخلاف فوائد السندات- ضمن التكاليف الواجبة الخصم وصولاً على الدخل الخاضع للضريبة كما أن عدم سداد التوزيعات المقررة لحملة الأسهم العادية والممتازة لا يترتب عليه إفلاس الشركة.

(1) المرجع نفسه، ص 94.

(2) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 37.

ثانياً: أدوات الدين: وهي السندات الحكومية والسندات الغير حكومية حيث أن:

1- السندات الحكومية: (1) هي أدوات ائتمان طويلة الأجل، تصدرها الحكومة من خلال البنك المركزي لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة، وتعد هذه السندات أكثر الأصول المالية سيولة في سوق رأس المال، وتستخدم هذه السندات كأحد عناصر الاحتياطي النقدي.

2- أدوات الدين غير الحكومية: (2) وهي السندات التي تعتبر أدوات دين تصدرها شركات الأعمال. ويعتبر حامل السند دائناً للشركة بقيمة السند وقيمة الفوائد المستحقة على هذا السند، سواء حققت الشركة أرباح أو خسائر.

وتختلف السندات عن الأسهم في العناصر التالية:

- يعتبر حملة السندات من دائني الشركة، أما حملة الأسهم فهم ملاكها.
- تعتبر حقوق حملة السندات من الديون الممتازة التي يجب على الشركة سدادها قبل دفع أي توزيعات لحملة الأسهم.

- يستحق حملة السندات فائدة محددة وثابتة تلتزم الشركة بدفعها في مواعيد ثابتة ومنتظمة، بصرف النظر عن تحقيقها أرباح أو خسائر، بينما لا يتم توزيع أي توزيعات لحملة الأسهم إلا بعد تحقيق أرباح.

- السندات لها أجل معين تسدد بعده أو تجدد بينما الأسهم لا أجل محدد لها.

- ليس لأصحاب السند الحق في التصويت أو الاشتراك في الإدارة.

عند إصدار السند يصاحبه نوعين من الوثائق هما: (3)

شهادة السند: وهي تمثل دليل ملكية السند، وتحتوي على معلومات حول توقيت وكيفية السداد للفوائد وأصل القرض وعنوان حامل السند.

عقد إصدار السند: وهي وثيقة مطولة يتحدد فيها تفاصيل الاتفاق بين المقترض والدائن.

المطلب الثاني: المشتقات المالية

إن معظم المشتقات المالية هي أدوات من خارج الميزانية، لأنها وإن كانت تنشئ التزاماً متبادلاً مشروطاً، إلا أنها:

(1) إسماعيل أحمد الشناوي، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص ص 193-140.

(2) محمد الصرفي، البورصات، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص ص 59، 60.

(3) المرجع السابق، ص 61.

- إما لا تسبب أي تدفق نقدي مبدئي (استثمار مبدئي).
 - أو أنها تتسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبياً يتمثل في الهامش المبدئي.
- وكذلك يطلق البعض على المشتقات المالية مصطلح الاستثمارات الصفرية.
- ومنه فإن المشتقات المالية هي عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، ومن هذه المشتقات المالية نذكر:
- أولاً: عقود الخيارات⁽¹⁾**

وهو عقد بين طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع أو محرر الخيار، وبموجبه يكون للطرف الأول الحق في الشراء من الطرف الثاني أصلاً معيناً بسعر معين في تاريخ معين، أو خلال فترة زمنية معينة أي حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول (المشتري) بدفع علاوة أو مكافأة معينة للبائع. وتسري عقود الخيار عادة على الأوراق المالية كالأسهم والسندات وكذلك على مؤشرات الأسواق المالية كما تسري على العملات الأجنبية.

ووفقاً لطبيعة العقد وشروطه تقسم الخيارات إلى نوعين رئيسيين هما:

- خيارات الشراء.
 - خيارات البيع.
- وإن ربحية عقود خيارات الشراء بالنسبة للمشتري تكون عندما يرتفع السعر السوقي، بحيث يصبح أعلى من سعر التنفيذ، أما الربحية بالنسبة للبائع تكون عكس المشتري، أي إذا كان السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ.

وإن عقود الخيارات توفر للمستثمرين نوعين من المزايا هما:

- المضاربة: وذلك عن طريق تمكين المتعاملين فيها، باستخدام مبالغ قليلة من الأموال للمتاجرة في السوق المالي.
- التحوط: يمكن استخدام الخيارات كأداة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار أصول محافظ الأوراق المالية.

ثانياً: العقود المستقبلية والآجلة:

يمكن التفرقة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة في أن:

(1) محمد مطر، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص ص 258 - 269.

1- العقود المستقبلية:(1) هي عقد إلزامي بين طرفين يفترض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه، ويكون بينهما طرف ثالث وهو الوسيط، لكمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد، أي أن الأصل الذي يسري عليه التعامل بموجب هذا العقد يتراوح عادة بين الأصول الحقيقية مثل السلع والمعادن والعملات بأنواعها المختلفة، وبين الأصول المالية كالأسهم والسندات، كما يمكن أن يسري أيضا على مؤشرات السوق المالي.

ويتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد المفتوح وعن طريق وسطاء أو بيوت المقاصة التي توكل إليهم عادة تنظيم التسويات التي تتم بين طرفي العقد، ومع الأخذ بعين الاعتبار الآثار التي تترتب على حق لكل منهما بسبب التقلبات السعرية التي تحدث في سعر العقد وكذلك يلتزم كل منهما أن يسلم الوسيط بتاريخ نشوء العقد هامش معين تتراوح قيمته بين (5-15%) وأن العقود المستقبلية توفر مزايا متعددة ولعل أهمها:

المضاربة: باستخدام ما يعرف بميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي.

التحوط من المخاطر بتخفيضها، ك:

- مخاطر قلب أسعار صرف العملات الأجنبية.
- مخاطر تقلب أسعار صرف الأوراق المالية.
- مخاطر تقلب أسعار الفائدة.
- مخاطر تقلب أسعار السلع.

2- العقود الآجلة:(2) هي عقود نقدية أي أنها عملية يتم فيها التبادل النقدي مقابل عقد شراء لسلعة يستهلكها المشتري في وقت محدد في المستقبل، ويكون العقد عادة بين طرفين، ويتخذ أحد الطرفين في العقود الآجلة مركزا طويلا، ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد، مقابل سعر محدد اتفق عليه، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ وكمقابل السعر نفسه.

ويشار للسعر المحدد في العقد الآجل باسم سعر التسليم، ويتم تسوية العقود الآجلة عند تاريخ الاستحقاق.

(1) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، ط1، دار النشر للجامعات، مصر، 2004، ص ص 213-218.

(2) نفس المرجع، ص 219.

ثالثاً: عقود المقايضات أو المبادلات:⁽¹⁾

هو عبارة عن اتفاق يتم بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو قيمة عملات أجنبية. وإن عقود المبادلة ملزمة لطرفي العقد على عكس عقود الخيارات، كما أن المدفوعات سواء كانت الأرباح أو الخسائر لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية، كما أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ، كذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ.

وعليه فإن المبادلات صورة من صور المشتقات المالية وتسري عقودها على الخيارات وعلى أسعار الفائدة والعملات والسلع.

وإن عقود المبادلات تنقسم على عدة أنواع وهي:

- عقود مبادلة أسعار الفائدة.

- عقود مبادلة العملات.

المطلب الثالث: الأدوات المالية محل التعامل في سوق النقد

في هذه السوق تتميز أدواته بتاريخ استحقاق سنة فأقل، وتعد المنشآت المالية والوحدات الحكومية ومنشآت الأعمال الكبيرة هي المصدر الأساسي لهذه الأدوات، ومن الأدوات الشائعة نذكر ما يلي:

أولاً: أدونات الخزينة⁽²⁾

تقوم الخزينة المركزية بإصدار أدونات قابلة للتداول في الأسواق المالية، ولفترات قصيرة تتراوح عادة بين ثلاثة أشهر واثني عشر شهراً على أساس الخصم، مقابل عدم دفع فوائد على هذه الأدونات. فيكون العائد التعويضي (عن الفوائد) عبارة عن الفرق بين سعر شراء الأدونات وسعرها الاسمي، وهكذا فإن الفائدة المدفوعة على هذه الأدوات هي معدل الخصم على سعر البيع.

ثانياً: قبلات مصرفية⁽³⁾ وهي أهم أدوات الدين قصيرة الأجل، وإن القبول المصرفي هي حوالة مصرفية أي (وعد بالدفع مماثل للشيك)، تصدره شركة معينة تطالب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغاً محدداً من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين ويقوم البنك بقبول الحوالة بعبارة مقبول.

(1) مروان شموط، أسس الاستثمار، ط1، دار النشر الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، الأردن، 2008، ص ص 199-201.

(2) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص 134، 135.

(3) إسماعيل أحمد الشناوي، مرجع سابق، ص ص 130-151.

ثالثاً: شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول⁽¹⁾ هي شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية كإثبات بإيداع مبلغ من المال لديها لفترة زمنية محددة، تستحق في تاريخ معين، مقابل سعر فائدة لصالح المستثمر، وبناء على ذلك يتوجب على البنك المصدر للشهادة دفع المبلغ كاملاً للمستثمر مضافاً إليه الفوائد.

ويسجل على ظهر الشهادة شروط وكيفية حساب الفائدة ودفعها وقد انتشرت شهادات الإيداع نظراً لإمكانية تسيلها وتحويلها وقت الحاجة قبل الاستحقاق، وذلك ببيعها لمستثمر ثانٍ في السوق المالي وأيضاً لمميزاتها المتعددة.

رابعاً: الأوراق التجارية:⁽²⁾ تعتبر الأوراق التجارية ضمن الأوراق المالية قصيرة الأجل، والتي تتراوح فترات استيفائها ما بين يوم واحد أو تسعة أشهر، وتكون هذه الأداة قابلة للتداول في الأسواق المالية مقابل عوائد معينة، ومن يقوم بإصدار الأوراق التجارية هي المؤسسات المعروفة بتصنيفاتها الائتمانية العالية من البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق التقاعد... الخ.

المبحث الثالث: ماهية كفاءة سوق رأس المال

إن معنى كفاءة الأسواق المالية يدور حول مدى إمكانية السوق من استيعاب كافة المعلومات الجديدة التي تصل على السوق وفهمها ثم إعادة إفرازها في صورة تحركات سعرية، لذا يمكن القول أن أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاء تعتبر دالة في المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، وهذه الأخيرة تكون بطبيعتها غير معروفة مسبقاً، وبالتالي فتأثيرها على الأسعار بالزيادة أو النقصان لا يمكن توقعه مسبقاً، وبالتالي فتأثيرها على الأسعار بالزيادة أو النقصان لا يمكن توقعه مسبقاً، فكما تصل المعلومات إلى السوق بصورة عشوائية فإن انعكاسها على الأسعار يكون عشوائياً.

المطلب الأول: تعريف كفاءة سوق رأس المال وخصائصها

إن الكفاءة تعني تمتع سوق رأس المال بقدر عالي من المرونة التي تجعله يستوعب كافة المعلومات التي تصل إليه بسرعة فائقة، ووفق خصائص معينة، ومن هنا سنتطرق إلى مايلي:

أولاً: تعريف كفاءة سوق رأس المال

توجد عدة تعاريف لكفاءة سوق رأس المال نذكر منها:

(1) ناظم محمد نوري الشمري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط1، دار وائل للنشر، عمان، 1999، ص ص 239، 240.

(2) محمد عوض عبد الجواد، الاستثمار في البورصة، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص ص 76-78.

«نقصد بكفاءة سوق رأس المال عندما تزد معلومات جديدة فإن الأسعار تتعادل بسرعة وبدقة⁽¹⁾، أي إذا عكس السعر الجاري تمام المعلومات التي ترد إلى السوق».

ففي حال السوق الكفاء تستجيب أسعار الأسهم مع المعلومات بمعنى أنه في حال طرح منتج متطور لشركة ما في السوق فإن قيمة السهم ستتجه إلى الزيادة لأنه عند وجود معلومات جديدة فإن سعر السهم قد يعادل استجابة لها سرعة وفورية وتلقائية.⁽²⁾

كما عرف على أنه: «السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما يتعلق بالمعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في الكشوف المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو تسجيلات وتقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون الاستثمارات في ذلك السهم من مخاطرة وبعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن الاهتلاكات والمخسومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي تعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم الشراء.⁽³⁾

وبالتالي يقصد بالكفاءة في سوق رأس المال على أنها: «تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية وما كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب ما يلي:

- وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق.
- توافر المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق.

- الإفصاح عن المعلومات بأقصى سرعة، وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق.

(1) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص 181-183.

(2) عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في البورصة الأوراق المالية، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 173.

(3) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، ط1، منشأة المعارف، 1999، ص 38.

ثانياً: خصائص سوق رأس المال الكفاء

- وفقاً للتعريف السابقة لكفاءة سوق رأس المال يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص والمتمثلة فيما يلي:⁽¹⁾
- سوق الأوراق المالية تكون كفوة بالنسبة لنظام معين من المعلومات، إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة تامة.
 - سعر السهم في السوق الكفاء يعكس كافة المعلومات عن المؤسسة التي قامت بإصدار هذا السهم لأن القيمة السوقية للسهم تتعادل مع القيمة الحقيقية.
 - لا يمكن لأي من المتعاملين في سوق رأس المال أن يحقق عائداً غير عادي يزيد عن العائد الذي يكفي للتعويض عن مخاطر الاستثمار في السهم.
 - يتم استيعاب المعلومات بشكل سريع مما ينعكس أثره على أسعار الأسهم المتداولة في السوق، حيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج بشأن قيمة السهم، وبالتالي لا يستطيع أن يستمر في استغلال معرفته لمعلومة معينة لتحقيق صعود أو هبوط استجابة للمعلومات الجديدة الواردة للسوق عن الوحدات الاقتصادية.
 - لا يعني وجود المعلومات أن هناك تماثل في تقديرات المستثمرين حيث يتفاوت الأفراد من حيث مستوى الخبرة، والقدرة على التحليل واتخاذ القرارات الموازنة بين العائد والخطر.
 - لا بد من وجود بعض المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفاء، كذلك فإنهم يعملون على الحصول على المعلومات، بهدف تحديد الأوراق المالية المسعرة بشكل خاطئ (أي التي تباع بقيمة سوقية أكبر أو أقل من قيمتها الحقيقية)، بهدف الاستفادة من ذلك وبغرض تحقيق أرباح غير عادية، وهو ما يؤدي في النهاية إلى تغيير القيمة السوقية للتبادل مع القيمة الحقيقية بسرعة.
 - إن الأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية، سوف يلجأ المستثمرون لشرائها وبالتالي ترتفع قيمتها السوقية، أما الأسهم المقدره بأكثر من قيمتها المحورية سوف يتم بيعها فينخفض سعرها، ويرجع ذلك إلى أن المستثمرين ذوي القدرة على التحليل سوف يسارعون لاستغلال هذه الفروق، إلا أن هذه الاختلالات الوقتية في الأسعار سوف تتلاشى تدريجياً للتبادل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية.

(1) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، ط1، دار الجامعة، الإسكندرية، 2006، ص ص 124-127.

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق رأس المال

إن السوق الكفاء هو ذلك الذي يحقق تخصيصاً كفاء للموارد المتاحة بما يضمن توجه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.

ففي هذا الصدد يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر.

أولاً: الدور المباشر: (1) يقوم على حقيقة مفادها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية وهذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرصة استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

ثانياً: الدور غير المباشر: إن إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة يعد بمثابة مؤشر أمان للمقترضين مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات، أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وإعادة ما يكون بسعر فائدة معقول.

ومن ناحية أخرى يتوقع أن تواجه الشركات التي لا تتوفر لها فرص مواتية للاستثمار صعوبة في إصدار وتصريف المزيد من الأسهم، وحتى إذا تم ذلك نادراً ما يكون من خلال تقديم سعر خصم على السعر المطروح للسهم، مما يعني حصيلة إصدار أقل وتكلفة أكبر للأموال (2)، وإذا ما لجأت مثل هذه الشركات إلى الاقتراض كمصدر بديل أو مكمل فسوف يكون معدل الفائدة مرتفعاً (3).

لكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود، والمتمثل في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن يتوفر فيه سمتين أساسيتين هما:

1- كفاءة التسعير: (4) ويطلق عليها أيضاً بالكفاءة الخارجية، وإن التغيرات في أسعار الأوراق المالية تعتمد بصفة عامة على المعلومات المتوفرة عن أداء الشركات ومركزها المالي وتدفقاتها النقدية والصناعية والتي تعمل فيها، والظروف الاقتصادية العامة.

ومن المفترض أن تتأثر أسعار الأوراق المالية بهذه المعلومات سواء كانت سلبية أو إيجابية عن شركة ما، فإذا تدفقت المعلومات السلبية إلى السوق، يفترض أن تنخفض أسعار أسهمها.

(1) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 33.

(2) أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، ط1، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص ص 241، 242.

(3) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ط1، دار المنشأة المصارف، الإسكندرية، 1999، ص 500.

(4) طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 32.

وعلى الرغم من أن مدى السعر يخل من سوق لآخر أي حسب قدرة الأفراد على التحليل، إلا أنه في المجمل سوف تتجه أسعار الأسهم نحو قيمتها الحقيقية، أو القيمة التي يعتقد أغلب المتعاملين أن تساويها.

ولكن إذا كانت تغيرات أسعار الأسهم عشوائية، ولا تتسق مع المعلومات الداخلة إلى السوق فإن السوق يكون غير كفاء، وهكذا فإنه يقصد بكفاءة التسعير أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات ذات الصلة بتلك الأوراق المالية، وبما يجعل تلك الأسعار تحوم حول الأسعار الحقيقية والتي يجب أن تكون عليها.

2- كفاءة التشغيل:⁽¹⁾ ويطلق عليها أيضا "الكفاءة الداخلية" وتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه، وكما يبدو فإن نهاية التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل.

المطلب الثالث: أنواع الكفاءة في سوق رأس المال

إنه في مجال كفاءة سوق رأس المال يتم التمييز بين نوعين:

أولاً: الكفاءة الكاملة

يشير مفهوم الكفاءة الكاملة إلى قدرة السوق على جعل أسعار الأصول المالية تتعادل بشكل سريع وفوري، وفقا لمحتوى المعلومات الواردة إلى السوق، دون أن يكون هنالك فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة وبين الوصول إلى نتائج بخصوص السعر العادل، أو السعر التوازني للورقة المالية وحتى تتحقق للسوق الكفاءة الكاملة فإن الأمر يستدعي توافر مقومات وشروط السوق الكاملة التي تتمثل في النقاط التالية:⁽²⁾

- توافر المعلومات لكافة المتعاملين وبدون تكلفة بحيث تكون توقعات المستثمرين واحدة.
- لا يوجد أي قيود على التعامل مثل: الضرائب تكاليف التعاملات الأخرى.
- وجود عدد كبير من المستثمرين وبذلك لا تؤثر تصرفات البعض منهم تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم.
- يتصف المستثمرون بالرشادة أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة.

(1) صلاح الدين حسين السيسي، بورصات الأوراق المالي، ط1، دار عالم الكتب، 2003، ص 25.

(2) عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 185.

- حرية الدخول والخروج للمستثمرين أو الشركات المسعرة في هذا السوق دون قيود⁽¹⁾، وبتفحص وتحليل الشروط يتضح أن البعض منها يتصف بالجمود في الواقع العملي، إذ ينذر تحقيقها كمنظومة واحدة في أغلب الأسواق المالية -إن لم تكن مستحيلة- حيث هنالك تكاليف وضرائب في العادة تمارس تأثيراً هاماً على المعاملات في البورصات المختلفة، فضلاً عن وجود التجار الداخليين الذين يحضون بمعلومات داخلية خاصة، لا سيما مع توافر مؤسسات مالية وسيطة له القدرة استثمارية عالية ووسائل احتكارية في الحصول على المعلومات قبل الآخرين، وتحليلها والتأثير على أسعار الورقة المالية بواسطة صفقاتهم الضخمة، أما الشرط الذي يقضي بسعي المستثمر نحو تعظيم أرباحه فهو شرط يتسم بالواقعية وسهولة التحقيق.

ويعد القبول بشرط الرشادة بمثابة نقطة التحول من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية.

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية⁽²⁾

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، غير أنه من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات 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.

المطلب الرابع: أشكال كفاءة سوق رأس المال

إن فرضية السوق الكفاء تعتمد على ركيزتين أساسيتين هما:

- الأسهم دائماً في حالة توازن.

- من المستحيل لأي مستثمر أن يغلب السوق باستمرار.

إن الذين يؤمنون بهذه الفرضية يشيرون أن هنالك محللين متدربين وتجار يعملون في سوق الأسهم حيث أنهم يقومون بتحليل البيانات والمعلومات وتقييمها في نفس الوقت، وبهذا فإن السعر يتغير في الحال حيث يعكس التطورات الحاصلة الجديدة.

(1) رفيف مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات -دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة بانتة، 2006-2007، ص 101.

(2) منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، ط1، دار المعارف، الإسكندرية، 1995، ص 20.

وإن المحللين يصنفون فرضية السوق الكفاء إلى ثلاثة أصناف هي:

أولاً: الشكل الضعيف لكفاءة سوق رأس المال.⁽¹⁾

تقوم هذه الصيغة للفرضية على أن المعلومات التي عكستها أسعار الأسهم هي معلومات تاريخية بشأن ما حدث من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات في الماضي، مما يعني أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي حدثت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

وتعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار حيث نجد التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينهما أي ترابط أو ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار. تؤكد الدراسات على مصداقية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق وإن كانت بعض الدراسات الأخرى أثبتت أن حركة الأسعار ليست عشوائية ونتائجها تعرضت لانتقادات بسبب عدم دقة القياس. أما البعض يعتبرها منطقية لأنها تعني لبحث عن نماذج الأسعار الماضية كمدخل لمحاولة تفسير سبب سوء تسعير السهم.

ثانياً: الشكل شبه القوي لكفاءة سوق رأس المال

وترتكز هذه الصيغة على أن أسعار الأوراق المالية لا تكون انعكاساً للتغيرات السابقة فيها فقط بل تمتد إلى كافة المعلومات المتاحة إلى الجمهور، وتتمثل هذه المعلومات في أنها:

- الأحداث والشؤون الدولية.
- الظروف الاقتصادية الداخلية في البلد.
- الظروف الصناعية التي تنتمي إليها الشركة والظروف الداخلية للشركة.
- الكشوف المالية المنشورة (الكشوف المالية).
- التحليلات والتفسيرات للقوائم السابقة والتي تعدها بعض الجهات المتخصصة في هذا المجال.
- وفي هذه الصيغة لا يمكن لأي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين حتى ولو كان من أكبر المختصين في عملية التحليل الأساسي للمعلومات، وإن الأرباح الغير اعتيادية تتحقق في الفرق بين القيمة السوقية للسهم قبل وصول المعلومات وبين القيمة الحقيقية في ظل المعلومات الجديدة الواردة في السوق.

(1) عبد الغفار حنفي، البورصات، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص ص 195، 196.

فالوقت المتاح أمام المستثمرين لتحليل المعلومات بغية الوصول إلى قيمة حقيقية للسهم قد لا يكون كافيا لأنه تتدفق إلى السوق معلومات أخرى جديدة تحدث تغيرا في أسعار الأسهم قبل أن يصل المستثمر إلى نتيجة تحليلي للمعلومات التي وصلت إليه من قبل. (1)

ومنه فإنه لا يتعين على المستثمر أن ينفق المال ويبدل الجهد للقيام بالمزيد من التحليل للمعلومات المتاحة، لأنه لا طائل من ورائها، وإذا تحقق العائد منها فقد لا يبرر تكاليف الحصول عليه.

ثالثا: الشكل القوي لكفاءة سوق رأس المال

وترتكز هذه الصيغة على أن تتبنى سعرا جاريا للأصل المالي الذي يعكس المعلومات الخارجية المتاحة والحاصلة جميعا، سواء كانت المعلومات عامة أو خاصة والتي تستخدم في تحديد قيمة الأصل في البورصة. (2)

إلا أن هذه المعلومات المتوفرة في ظل الصيغة تشمل معلومات المحضون فقط ويثير وجود المحضين الكثير من التساؤلات حول شرعية وعدم شرعية تعامل هؤلاء في البورصة، وبالتالي فالسعر عندما يعكس جميع المعلومات فسوف لا يكون بالإمكان تحقيق انحراف عن القيمة الحقيقية. (3)

ومن هنا يتضح بأن الأسواق سواء كانت من درجة ضعيفة أو درجة شبه قوية أو درجة قوية فهي جميعها أسواق كفؤة إلا أن درجة كفاءتها تختلف باختلاف درجة المعلومات المتاحة والملائمة التي تعكسها. (4)

ويمكن تمثيل هذه الصيغ بيانيا على النحو الذي يصوره الشكل رقم 02.

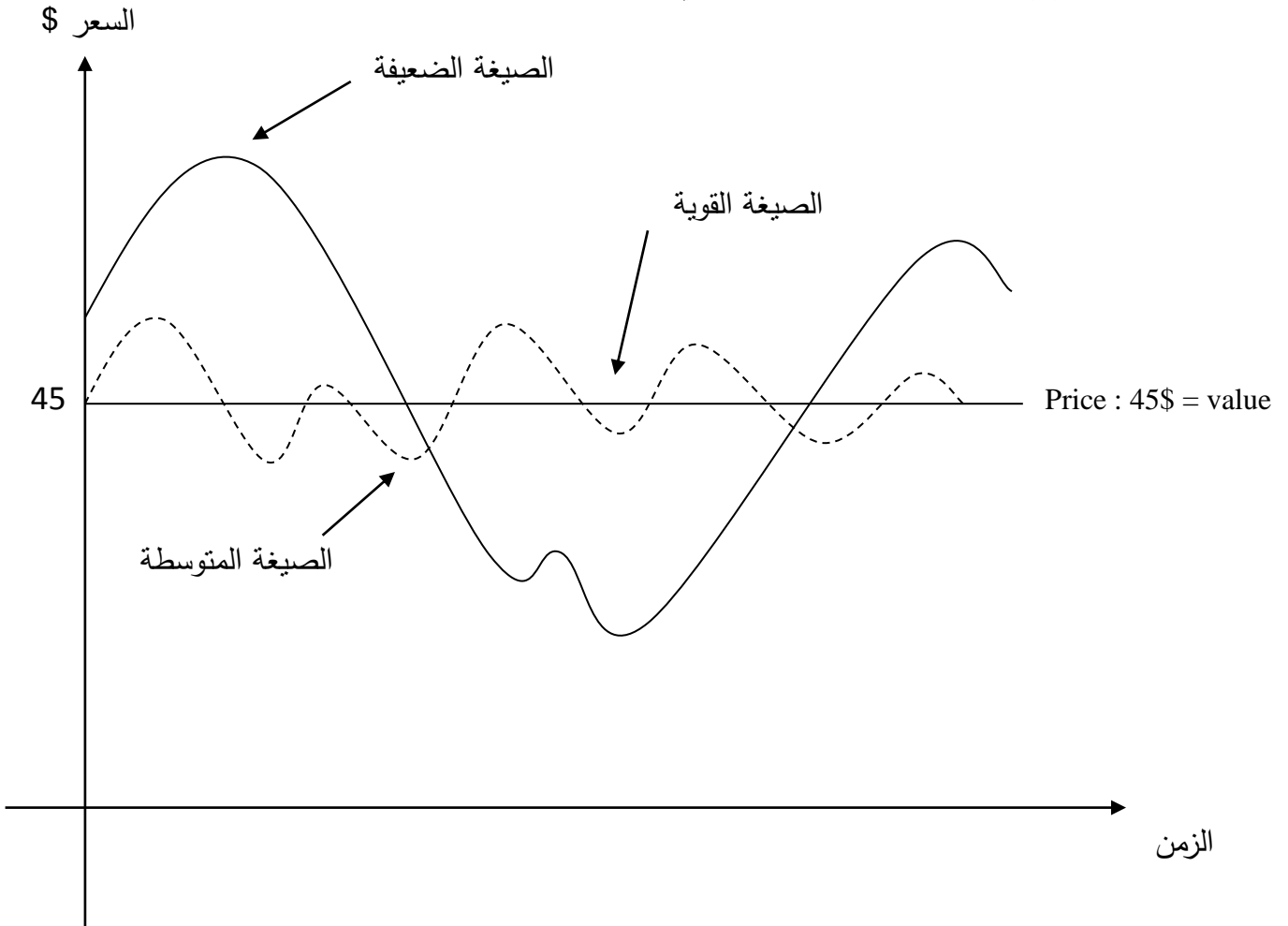
(1) محمود صبح، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، ط2، بدون دار النشر، 1996، ص 116.

(2) عبد النافع الرازي، الأسواق المالية، ط1، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 201، ص 205، 206.

(3) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، ط2، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 284، 285.

(4) فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط1، دار وائل للنشر، 208، ص 51.

الشكل رقم (2): نموذج عن سلوك الأسعار في ظل الأشكال الثلاثة لكفاءة سوق رأس المال.



Source : J. Francis, **Investments : Analysis and Management**, New York, MC Gau-Hill Inc, 1976, p 528.

ويشير الشكل أعلاه إلى أنه في ظل فرضية الصيغة الضعيفة يمكن حدوث تباين كبير وانحراف مؤقت القيمة للورقة المالية عن قيمتها الحقيقية أو المتوقع، ووفقا لهذا فقد يحقق المستثمرون إما أرباحا مرتفعة أو خسائر كبيرة وهو ما يعكسه المنحنى المستمر في هذا الشكل.

أما في ظل الصيغة المتوسطة للكفاءة فيلاحظ أن تذبذب الأسعار كان محدودا، إذ يتمكن أن يكون انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية طفيفا أو هامشيا مقارنة بفرض الصيغة الضعيفة، وهو ما يعني أن أرباح المستثمرين أو خسائرهم ستكون محدودة بمقدار الانحراف بين القيمتين كما يوضح المنحنى المنقطع.

في حين تمثل الصيغة القوية لفرضية الكفاءة -كما يعكسها الخط المستقيم المستمر في الشكل- بمثابة الوضع المثالي أو التوازني للسوق، وفي ظل هذه الصيغة تتساوى القيمة السوقية للسهم مع قيمته

الحقيقية عند كل لحظة زمنية، بحيث يكون الانحراف بين القيمتين معدوماً، وتعني هذه المساواة انعدام التذبذب في سعر الأسهم من أجل كل لحظة زمنية، وبالتالي اختفاء أثر العوائد الزائدة تبعاً لذلك.

المطلب الخامس: مؤشرات سوق رأس المال

يعد المؤشر أداة أساسية في إدارة المحافظة الاستثمارية بهدف قياس أداء السوق، وإن للمؤشر استخدامات أساسية.

أولاً: تعريف المؤشر

ظهرت المؤشرات في البداية بغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير، وانعكس هذا على المؤشرات الأولى التي تم تكوينها من حيث حجم العينة وأساليب التوزيع للأسهم المكونة للمؤشر، وقد أصبح المؤشر اليوم أداة أساسية في إدارة المحافظ الاستثمارية لأنها تمكن من قياس أداء السوق بشكل عام، أو تستخدم لقياس أداء الأسهم التابعة لقطاع معين. ومن هنا نستخلص وجود نوعين من المؤشرات:

1- المؤشرات التي تقيس حركة أسعار الأسهم التابعة لصناعة محددة أو قطاع نشاط معين:⁽¹⁾

وفي هذه الحالة يبني المؤشر على أساس عينة من أسهم مجموعة من الشركات التابعة لنفس القطاع أو الصناعة، وتجدر الإشارة إلى أنه عندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الصعود، حينئذ يطلق على السوق بالسوق التصاعدي، أما عندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط حينئذ يطلق على السوق بالسوق النزولي ويكون السوق صعودي إذا كان معدل العائد الذي يحققه المؤشر أعلى من معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر والعكس.

2- المؤشرات التي تقيس حالة السوق إجمالاً:

توضع هذه المؤشرات على أساس عينة من أسهم عدد من الشركات المتداولة في أسواق رأس المال بطريقة تسمح للمؤشر بأن يعكس الوضعية المالية السائدة في السوق.

ثانياً: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات.⁽²⁾

يمكن المؤشر من التعرف على ما يجري داخل سوق رأس المال، ونستطيع حصر استخداماته في

النقاط التالية:

(1) منير هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 246.

(2) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص 39، 40.

1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: حيث يمكن للمستثمر تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد المحفظة للأوراق المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس المحفظة التي تكون جيدة التنوع، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة، وإذا كانت استثماراته في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل متابعة ذلك المؤشر.

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

3- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق: إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ من التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

4- تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

ثالثاً: المؤشرات في البورصات العالمية

بناء على طرق حساب المؤشرات يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أقسام أساسية يمكن وضعها في الجدول رقم (01) والذي سنذكر فيه أهم المؤشرات العالمية والمتمثلة في:

1_ مؤشر داو جونز:⁽¹⁾ يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة، أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً، إذ نرى لأول مرة في صحيفة وول ستريت سنة 1884م، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز داو الذي أصبح فيما بعد محرر للصحيفة نفسها، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، ثم ارتفع حجمها إلى 12 سهم في عام 1896م، ثم إلى 2 سهم في 1916 وفي عام 1928م ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف لتلك العينة وتمثل تلك

(1) أحمد أبو عمر، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، ط1، دار الرضا للنشر، دمشق

الأسهم 30 شركة، بمعدل سهم لكل شركة، وتتسم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين الكبير فيها.

وعلى الرغم من الشهرة العالمية والاستعمال المكثف لهذا المؤشر إلا أنه يحسب كأبي وسط حسابي يجمع أسعار 30 شركة صناعية أمريكية وتقسّم على عددها: وقد يتم تعديله بالأخذ في الحسبان عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر، ويتم حسابه كل نصف ساعة، وإن المجموعة المعتمدة في الحساب للمؤشرات تضم 65 ورقة مالية الممثلة لـ 65 شركة والموزعة كما يلي:

- 30 شركة صناعية.

- 20 شركة نقل.

- 15 شركة من شركات المرافق العامة والخدمات.

ويتم حساب المؤشر على أساس سعر الإقفال للأوراق المالية المكونة للعينة المعتمدة في الحساب ويتم الإعلان عنه بواسطة مجموعة من النقاط تتغير طبقاً لحالة سوق الأوراق المالية.

2_ مؤشر بورصة نيويورك Nyse: جاء بهذا المؤشر أساساً لتغطية النقص أو لتلافي النقد الموجه لمؤشر داو جونز بالإضافة إلى ذلك أرادت السلطات إنشاء مؤشرها لكافة الأسهم المتداولة لتوفير وسيلة لقياس اتجاه الأسعار في السوق بكل أمانة، ولهذا قامت في عام 1965م بإنشاء هذا المؤشر بالإضافة إلى أربعة مؤشرات فرعية لقطاعات الصناعة، النقل، الخدمات العامة والقطاع المالي.

3_ مؤشر ساندر أندربوز: (1) بدأ تكوين هذا المؤشر في 1957 م وإنه يتكون من 500 سهم لأربعة أنواع من الشركات موزعة كما يلي:

- 400 شركة صناعية.

- 20 شركة نقل.

- 40 شركة مرافق عامة.

- 40 شركة مالية.

وإن هذا المؤشر يعتبر دليلاً وليس متوسطاً، ويتم الترجيح فيه على أساس القيمة السوقية للشركات الداخلة في الدليل، وبسبب كبر القيمة في هذا المؤشر فإن المحللين يعتبرونه ممثلاً لسوق الأوراق المالية لأنه يمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك.

(1) بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 121.

4_ مؤشر الجمعية الدولية لنظام المتاجرة الآلي للأوراق المالية نرداك: يتكون هذا المؤشر من ستة مؤشرات منفصلة كلها مرجحة بالقيمة وتغطي الشركات الصناعية والبنوك وشركات التأمين وشركات المالية الأخرى وشركات النقل وشركات المنافع العامة بالإضافة إلى مؤشر وول ستريت المركب من تلك المؤشرات الست.

5_ مؤشر كاك CAC الفرنسي: يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل وهو مؤشر أكثر تمثيل، يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة سنة 1991 وإن قيمة المؤشر سنة الأساس 100 نقطة.

6_ مؤشر فيناشل تايمز 100:⁽¹⁾ يعد هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويتكون من 100 سهم من الأسهم العائدة والمتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر الشركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، وتمثل قيمة الأسهم من حجم رأس المال المتداول بالبورصة تقريبا من الأسهم المحلية المتداولة، ويتم حساب قيمة 70% المؤشر على أساس أسعار الإقفال ليوم العمل المنتهي، ويتم حسابه على أسس المتوسط الحسابي المرجح بالإضافة إلى تعديله عند الضرورة، لاستيعاب التغيرات التي تؤثر على قيمة المؤشر والتي ترجع إلى حركة التعامل العادية في السوق.

7_ مؤشر فيناشل تايمز 30: يعتبر من أقدم المؤشرات في أسواق الأوراق المالية البريطانية وأكثرها حساسا منذ عام 1935، ويضم 30 سهما لأكبر الشركات الصناعية ببريطانيا وتجدر الإشارة إليه. هو أنه يمثل 35 جملة قيمة الأسهم المتداولة ببورصة لندن مما يعكس حركة السوق بالكامل وكفاءة. ولقد كان الغرض الأساسي من حساب هذا المؤشر على المتوسط الهندسي ولا يتم الترجيح لأسهم المؤشر حتى إعطاء كافة أسهم المؤشر أوزانا متساوية، أي أنه يهمل حجم الشركات المصدرة لأسهم المؤشر.

(1) المرجع السابق، ص 122.

الجدول رقم (01): تصنيف لأهم المؤشرات العالمية على أساس معامل الترجيح

مؤشرات عالمية	معياري التقييم
- مؤشرات داو جونز لمتوسط الصناعة DJIA - مؤشرات داو جونز لشركات النقل. - مؤشر داو جونز لشركة المنافع العامة - المؤشر العام للسوق (Major Market index)	مؤشرات مرجحة على أساس السعر السوقي
- مؤشر ستندر أندريون 500 (S s p 500) - مؤشر ويشار 5000 (The Welchere 5000) - مؤشر البورصة الأمريكية (M M E X) - مؤشر بورصة نيويورك (NYSE) - سلسلة مؤشرات نازداك للأسواق غير المنظمة	مؤشرات مرجحة على أساس القيمة السوقية الإجمالية
- مؤشر فيتشيال تايمز 30 (Financial Times 30)	مؤشرات مرجحة بأوزان متساوية

المصدر: عبد اللطيف، أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية، ط1، مركز القاهرة للتصميم المفتوح، القاهرة، 1998.

حيث يمثل الجدول رقم (01) أهم المؤشرات التي تتشارك في طريقة حسابها. حيث تشترك مؤشرات داو جونز والمؤشر العام للسوق في أنها تعتمد على الترجيح على أساس السعر للسهم في السوق، في حين اعتماده الترجيح على أساس القيمة السوقية الإجمالية في حساب كل من مؤشر ستندر أرنبور 500، ومؤشر ويشار 5000 بالإضافة إلى مؤشر نيويورك، مؤشر البورصة الأمريكية وسلسلة مؤشرات نازداك للأسواق غير المنظمة. أما مدخل الترجيح بأوزان متساوية فهو يعتمد لحساب مؤشر فيشيال تايمز 30.

المبحث الرابع: أنماط التحليل في الأسواق المالية

يعتبر الهدف الرئيسي لأي مستثمر عند إقدامه على الاستثمار في الأوراق المالية هو تحقيق أعلى عائدات بأقل مخاطر ممكنة، حيث نجد أن مبدأ الاستثمار يقوم على أنه كلما ارتفع العائد كلما ارتفعت المخاطرة، لذلك فإن المستثمر عند توقعه للعائد من الاستثمار فإنه ينظر إلى مقدار المخاطرة المصاحبة

لذلك العائد، وتختلف المخاطرة باختلاف الشركات في كل قطاع وباختلاف القطاعات التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للورقة المالية.

المطلب الأول: التحليل الفني

يهتم التحليل الفني بالمعلومات الماضية للأوراق المالية بعيدا عن الاهتمام بتطور السوق، كما أن هذا التحليل يستخدم لتحليل أسعار الأسهم، وهذا ما يمكن المستثمرين من تحديد الورقة المالية التي ينبغي أن يشتريها أو يبيعها وأيضا التوقيت الزمني.

أولاً: تعريف التحليل الفني

«هو طريقة للتنبؤ بالأسعار، تقوم هذه الطريقة على دراسة الأسعار السابقة، وأسهم السوق من أجل التنبؤ بالحركات المستقبلية للأسعار، يتعلق الأمر بالتنبؤ بالنشاط المستقبلي للسوق وذلك بتحليل المعطيات، تمثل المنحنيات البيانية اتجاهات السعر والحجم.

وعليه يعتمد التحليل الفني بصورة أساسية على المعلومات الماضية فيما يخص أسعار الأسهم، والتي يستمدّها من سوق السهم نفسه، وعلى دراسة حركة الأسعار من أجل تقدير ما سيكون عليه السعر مستقبلاً، ومن ثم اتخاذ القرار المناسب ببيعاً أو شراءً»⁽¹⁾.

«كما يعرف التحليل الفني على أنه ذلك الأسلوب لتسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية (عادة في كل خرائط ورسومات) وذلك من خلال متابعة تغيرات الأسعار، حجم المعاملات وغيرها لسهم معين، أو المتوسط العام، ثم يقوم بعد ذلك باستنتاج الاتجاه المحتمل للمستقبل من خلال الصورة التاريخية للماضي»⁽²⁾.

ثانياً: المبادئ والفرضيات التي يقوم عليها التحليل الفني

يقوم التحليل الفني على مجموعة من المبادئ والفرضيات نوجزها فيما يلي:⁽³⁾

- القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب.
- أن العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد والبعض الآخر غير رشيد، ومن بين تلك العوامل ما يدخل في نطاق اهتمام التحليل الأساسي، ومن بينها أيضاً ما يبتعد عن هذا النطاق مثل مزاج المستثمرين، والتخمين.

(1) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 217.

(2) طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 136.

(3) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 219.

- يعطي السوق - آليا وبصفة مستمرة - وزنا لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب.
- أنه باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر فإن أسعار الأسهم تميل نحو التحرك في اتجاه معين، وتستمر على ذلك لفترة طويلة من الوقت.
- إن التغير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس إلى تغير في العلاقة بين العرض والطلب وأن التغير في تلك العلاقة مهما كانت أسبابه يمكن الوقوف عليه - طال الزمن أو قصر - من خلال دراسة ما يجري داخل السوق نفسه.

ثالثا: أدوات التحليل الفني

إن التحليل الفني يمكن المستثمر من تحديد الورقة المالية التي ينبغي أن يشتريها أو يبيعها، مع التوقيت الزمني لذلك حيث يكون المستثمر على دراية باتجاه أسعار السوق من حيث الهبوط والصعود إضافة إلى تتبع حركة التغير في سعر الورقة المالية، ويستخدم التحليل الفني نوعين من أدوات التحليل هما: تحليل أسعار السوق، تحليل أسعار الأوراق المالية.

إن استخدام تحليل أسعار السوق يهدف إلى قياس القوة النسبية للسوق مع تحديد الأسعار قيمتها، أما تحلل أسعار الأوراق المالية فإنه يستخدم من أجل تحديد سعر السهم الذي ينبغي على المستثمر شراؤه أو بيعه مع تحديد التوقيت الملائم لذلك.

1- أدوات تحليل أسعار السوق:

تستخدم هذه الأدوات لقياس اتجاه الأسعار في السوق من حيث الصعود والهبوط وتتمثل هذه الأدوات في المؤشرات التالية:

أ-مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين: إن هذه المقاييس تقوم بإعطاء اتجاه أسعار الأسهم في المستقبل ومن بين أهم هذه المؤشرات ما يلي:⁽¹⁾

أ-1- مؤشر الثقة: يعرف هذا المؤشر بمؤشر بارون للثقة والذي يحسب كما يلي:⁽²⁾

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عائد السندات مرتفعة الجودة}}{\text{عائد الأوراق متوسطة الجودة}} \times 100$$

إن هذا المؤشر يقوم على أنه عندما تكون ثقة المستثمرين كبيرة فإن هذا يؤدي إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية ذات المخاطر الكبيرة.

(1) منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 226-228.

(2) نفس المرجع، ص 226.

إذا كانت قيمة مؤشر الثقة في صعود فهذا يدل على أن الحالة الاقتصادية جيدة، وبالتالي فإن أسعار السوق سوف تتجه نحو الصعود في المستقبل وأن التوقيت يعتبر ملائماً للشراء. أما إذا كانت قيمة مؤشر الثقة في هبوط فإن قيمة الأوراق المالية سوف تنخفض مما يدل على تشاؤم المستثمر وأن الوضع الاقتصادي في تدهور وبالتالي يكون التوقيت ملائماً للبيع. إن من عيوب هذا المؤشر هو أنه يعتمد على جانب الطلب على الأوراق المالية كمحدد للعائد مع تجاهل العوامل الأخرى كحجم المعروض النقدي.

أ-2- مؤشر المستويات العليا والدنيا:

يسمح هذا المؤشر باتخاذ قرار الاستثمار المناسب، وتحديد توقيت هذا القرار وهو يحسب وفق العلاقة التالية: (1)

$$\text{مؤشر المستويات العليا والدنيا} = \frac{\text{عدد الأسهم التي حققت ارتفاعا}}{\text{عدد الأسهم التي حققت ارتفاعا} + \text{عدد الأسهم التي حققت انخفاضا}}$$

قيمة هذا المؤشر تكون محصورة بين 0-1، وعلى أساس هذه القيمة يستطيع المستثمر اتخاذ قرار الشراء أو البيع.

فعندما تكون قيمة هذا المؤشر قريبة من 1 فهذا دليل على أن عدد الأسهم التي عرفت ارتفاع في أسعارها أكبر من الأسهم التي عرفت انخفاض في أسعارها، بمعنى أن انخفاض قيمة هذا المؤشر عن 0.1 معناه أن السوق سيعرف مرحلة ارتفاع في أسعار الأسهم مرحلة صعود) في حين تجاوز قيمة هذا المؤشر لـ 0.9 يعني أن السوق سيعرف مرحلة انخفاض في الأسعار بعد انتهاء مرحلة الصعود.

أ-3- مؤشر الارتفاع والانخفاض:

إن هذا المؤشر يقيس ميل المستثمرين للأسهم التي سجلت ارتفاعا في قيمتها السوقية إلى عدد الأسهم التي سجلت انخفاضا في قيمتها السوقية ويحسب كالتالي: (2)

$$\text{مؤشر الارتفاع والانخفاض} = \frac{\text{عدد الأسهم التي حققت ارتفاعا}}{\text{عدد الأسهم التي حققت ارتفاعا أو اخفاضا}}$$

حيث يبين هذا المؤشر نسبة الصفقات التي أبرمت بأسعار مرتفعة ونسبة الصفقات التي أبرمت بأسعار منخفضة، فعندما تكون النسبة أكبر من (0.7) فإن هذا يعد أن اتجاه الصعود للسوق يقترب من

(1) المرجع السابق، ص 227.

(2) المرجع السابق، ص 227.

نهايته، أما إذا بلغت النسبة أقل من (0.3) فإن هذا يعني أن اتجاه الهبوط قد بلغ نهايته وأن الأسعار تتجه نحو الارتفاع.

أ-4- مؤشرات اتساع السوق:

يقيس هذا المؤشر عدد الإصدارات التي زادت في كل يوم وعدد الإصدارات التي انخفضت، مما يساعد هذا على توضيح التغير الذي يحدث في اتجاه مؤشرات السوق، وبالتالي التنبؤ بالاتجاهات العامة لأسعار السوق، وذلك صعوداً وهبوطاً، حيث يكون ذلك من خلال التسجيل اليومي لحركة الأسعار وبحسب هذا المؤشر كما يلي:⁽¹⁾

$$\text{مؤشر إتساع السوق} = \frac{\text{عدد الأسهم الصاعدة} - \text{عدد الأسهم النازلة}}{\text{إجمالي الأسهم المتداولة}}$$

يبين لنا هذا المؤشر مدى التقلبات الحاصلة في أسعار الأسهم كذلك التعرف على ما إذا كانت حركة المؤشرات تسير جنباً إلى جنب مع حركة المؤشرات المماثلة أم لا، فإذا اتضح أن هذا المؤشر يتجه نحو الصعود وفي نفس الوقت المؤشرات المماثلة تتجه نحو الصعود فإن هذا يدل على أن اتجاه الصعود للأسعار سوف يستمر وبدرجة عالية من اليقين.

ب- مقاييس وجهة النظر المضادة:

إن هذه المقاييس تقوم على فكرة مفادها أن هناك بعض المستثمرين يتخذون قرارات استثمارية خاطئة وهو ما يقتضي معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين، وبالتالي اتخاذ قرارات عكسية، حيث نجد أن من أكثر المقاييس شيوعاً ما يلي:

ب-1- مؤشر البيع على المكشوف: ويقصد بهذا المؤشر أن المستثمر يقوم ببيع أوراق مالية لا يملكها وذلك عن طريق اقتراضها من آخرين مقابل أن يلتزم بشرائها وتسليمها للمقرض في وقت محدد، وبحسب كالتالي:⁽²⁾

$$\text{مؤشر البيع على المكشوف} = \frac{\text{متوسط صفقات البيع على المكشوف}}{\text{المتوسط الإجمالي للصفقات}}$$

(1) المرجع السابق، ص 228.

(2) منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 230.

إن ارتفاع هذا المؤشر يؤدي إلى ارتفاع الأسعار في المستقبل، وبذلك فإن المضاربين سوف يقومون بتغطية مراكزهم، وذلك باعتبارهم المتعاملين الأساسيين في البيع على المكشوف، وهذا من أجل مواجهة كل التوقعات التي يمكن أن تحدث، حيث يقومون بشراء تلك الأسهم في السوق، مما يترتب عليها زيادة في الطلب وارتفاع الأسعار.

ب-2- مؤشر توازن الكميات الكسرية: يهتم بالصفقات التي لا تزيد عن 100 سهم، والتي عادة ما يبرمها صغار المستثمرين، وتحسب كالتالي: (1)

$$\text{مؤشر توازن الكميات الكسرية} = \frac{\text{مبيعات الكميات الكسرية}}{\text{مشتريات الكميات الكسرية}}$$

ويقصد بالكميات الكسرية صفقات البيع والشراء التي لا تتجاوز كميتها 100 سهم ووفقاً لهذا المؤشر فإذا كانت القيمة أكبر من (1) فهذا يعني أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتهم، عندما يكون هذا المؤشر باتجاه النزول فعلى المستثمر أن يقوم بالبيع، أما في حالة الصعود فعليه أن يقوم بالشراء.

ج- مقاييس المستثمر المحترف:

يقصد بالمستثمر المحترف المؤسسات المتخصصة في الاستثمار وكذا كبار المديرين والملاك باعتبار أن هذه الصفقات التي يبرمها المستثمر المحترف عادة ما يتولد عنها عائد نتيجة حصولهم على معلومات عن المؤسسات وبالتالي إتباع قرارات هؤلاء المستثمرين أمر مفيد بالنسبة لرصد حركة المستثمرين المحترفين منها:

ج-1- مؤشر البيع على المكشوف للمتخصصين:

يحسب هذا المؤشر وفق العلاقة التالية: (2)

$$\text{مؤشر البيع على المكشوف} = \frac{\text{المبيعات على المكشوف للمتخصصين}}{\text{مجموع المبيعات على المكشوف}}$$

يقيس هذا المؤشر احتمال ارتفاع أو انخفاض الأسعار في المستقبل حيث أن المتوسط التاريخي هو (0.55) وعليه:

(1) المرجع السابق، ص 231.

(2) نفس المرجع، ص 233.

- عندما تصل قيمة هذا المؤشر إلى (0.6) فهذا يعني أن المتخصصين في شك بشأن احتمال ارتفاع الأسعار في المستقبل.

- عندما تكون النسبة أكبر من (0.6) فهذا يعني أن أسعار السوق في طريقها إلى الصعود.

- عندما تكون القيمة أقل من (0.30) فإن هذا يدل على اتجاه الأسعار نحو الصعود، وبما أن الصفقات التي يبرمها المتخصصون تأخذ فترة طويلة، قد تمتد إلى أسابيع فإن هذا يتوقع أن تكون أحوال السوق متغيرة وبالتالي فإنه يصعب الاستفادة من نتائج هذا المؤشر.

ج-2- مؤشر الكميات الكبيرة: يقصد بهذا المؤشر الصفقات التي تبرمها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار ويقوم بإدارتها مديرون محترفون يحققون عوائد كبيرة وبالتالي فإن إتباعهم يكون له فائدة وبحسب كما يلي: (1)

$$\text{مؤشر الكميات الكبيرة} = \frac{\text{عدد الصفقات بأسعار مرتفعة}}{\text{عدد الصفقات مرتفعة أو منخفضة}}$$

تتراوح قيمة هذا المؤشر بين الصفر والواحد، حيث كلما اقتربنا من الواحد فإن أسعار السوق تكون مرتفعة، وبالتالي يكون التوقيت ملائماً لإبرام صفقات الشراء.

ومن بين الأساليب المعروفة في مجال التحليل الفني، نجد نظرية داو التي تعد أقدم وأهم أدوات التحليل في هذا المدخل، إذ تنسب النظرية إلى مؤسسها "شارس هنري داو" والذي ارتبط اسمه بمؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة الذي ساهم في بنائه مع شريكه "أيدي جونز" ومن بين الأسباب التي أدت إلى نجاح هذه النظرية هو تنبؤها بالأزمة المالية التي حدثت في الثلاثينيات والتي نجم عنها الكساد العظيم بالإضافة إلى هذه النظرية نجد: (2)

مؤشر أو خريطة القوة النسبية: يحاول هذا الأسلوب اكتشاف الأسهم ذات القوة النسبية، إذ أن هذا المفهوم يقضي بأن درجة تقلب الأسعار للأسهم تتفاوت، بحيث توجد بعض الأسهم التي ارتفعت أسعارها بشكل حاد سريع استجابة لارتفاع السوق، غير أن أسعارها تستجيب ببطء نحو الانخفاض في حالة السوق النزولي، فهذا النوع من الأسهم الذي يميز بهذا السلوك، يطلق علي أسعاره بأنها تتسم بقوة نسبية ومن ثم نجد أن المحللين يحاولون استخدام بعض المؤشرات لاكتشاف ذلك، كحساب معدل المردودية على الاستثمار للأسهم من خلال الأسهم ذات المتوسط للمردودية المرتفع على أنها تتميز بقوة نسبية بالإضافة

(1) منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 234.

(2) نفس المرجع، ص 235.

إلى استخدام مؤشرات أخرى، وقد يهتم الاستعانة برسوم وخرائط تظهر المؤشرات المستخدمة، وذلك لإتاحة قراءة وتتبع أفضل لمثل هذه الأنواع من الأسهم.

حساب 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، فإذا ما تم اكتشاف ذلك أمكنهم من تحديد الوقت المناسب لاتخاذ القرار.

استخدام الخرائط: يغلب كثيرا على عمل الفنيين استخدام الخرائط، وهذا ما يفسر ارتباط تسميتهم بها وتفيد الخرائط كثيرا في نقل المعلومات والمؤشرات التي تتبع سلوك الأسعار في الماضي، مما يتيح للمحلل رؤية أدق لتلك المعلومات، فيما لو كانت في كل أرقام، وتفيده بذلك في استنتاج التحاليل المفضية إل تحديد أوقات الارتفاع والانخفاض، ولهذا الغرض توجد عدة أنواع من الخرائط كخرائط الأعمدة، والنقطة والشكل إذ يستعمل كل نوع للغرض الذي يحاول الوصول إليه.

مما سبق نتوصل إلى أن:

- التحليل الفني لا يعترف بصيغة كفاءة السوق عند مستواها الضعيف، إذ يحاول أصحاب هذا المدخل تحليل المعلومات الماضية من خلال تتبع حركة الأسهم، لإيجاد نمط أو سلوك يمكن معه تحقيق أرباح غير عادية، وبالتالي فهم لا يعتقدون بعشوائية حركة الأسهم مطابقة لكفاءة السوق.

- لا تتمثل مخرجات هذا التحليل في تحديد قيمة الأسهم، إذ يحاول أصحابه اكتشاف نمط معين تسلكه الأسعار، ليتسنى لهم تحديد وقت الارتفاع أو الانخفاض، ليتم على إثره اتخاذ القرار المناسب.

المطلب الثاني: التحليل الأساسي

يخصص هذا الجزء لغرض التحليل الأساسي عن طريق دراسة الظروف المؤثرة على الشركة ومستوى أدائها، وبالتالي الأرباح التي تحققها، ويتم ذلك حسب تسلسل منطقي سواء كان من العام إلى الخاص، وهو ما يطلق عليه اسم التحليل الكمي فالجزئي، أو التحليل من أعلى إلى أسفل، في حين يعرف الأسلوب الثاني باسم التحليل الجزئي فالكلي، أو التحليل من الأسفل فالأعلى، وفي كلتا الحالتين فالتحليل الأساسي هو أسلوب دراسة يجمع عددا من التقنيات كالتحليل الاستراتيجي والتحليل المالي

ويهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للسهم عن طريق دراسة وضعية الشركة المصدرة له وتحليل كل المعلومات المتعلقة بها، وبالصناعة التي تنتمي إليها، والاقتصاد الذي تنشط به.⁽¹⁾ إذ يجب على المحلل أن يقف عند نقطتين أساسيتين وهما:

- أن يراعي قيد 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.

- لا بد أن يدرك المحلل المالي بأن اختياره لأي أسلوب والوصول إلى القيمة المعطاة للسهم، ما هو إلا رأي يحمل صفة الموضوعية إذا كان محل إجماع وقبول لدى المتعاملين في السوق، سواء كانوا مستثمرين أو محللين ماليين لأنه إن لم يدرك السوق -فيما بعد- بأن القيمة الحقيقية هي تلك القيمة المتوصل إليها في تحليله فإنه لا يمكنه تحقيق أرباح إضافية.

وسنوجز العوامل الأساسية التي يمكن تحقيقها فيما يلي:

أولاً: تحليل العوامل الاقتصادية

يعد التحليل الاقتصادي الخطوة الأولى عند القيام بالتحليل الأساسي، وتحتل هذه الخطوة مكانة هامة لأن التغيرات الاقتصادية لها دور كبير في التأثير على أداء الشركة وأداء السوق المالي على حد سواء لذلك ينبغي قبل التعرض إلى مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية توضيح مفهوم البيئة الاقتصادية وهي تعني مجموعة من العوامل والتغيرات ذات الطابع الاقتصادي السياسي والاجتماعي تشكل المحيط حيث تنشط شركة معينة ويتغير المحيط على أساس الموقع من دورة الأعمال ودرجة استقرار كل المتغيرات الكلية داخل وخارج الدولة.⁽²⁾

وفي هذا الإطار يقوم المحلل بالبحث واكتشاف حالة الظرف الاقتصادي (رواج أو انكماش) بالإضافة إلى تتبع نتائج السياسة الاقتصادية من خلال السياستين المالية والنقدية، ومدى تأثيرها على المجمعات الكبرى والحسابات الوطنية، كحجم الاستهلاك، معدلات البطالة، الكتلة النقدية، معدلات التضخم الضرائب، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، معدل النمو... الخ.

(1) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أسواق، بورصات، ط2، دار الشروق للنشر، الأردن، 2007، ص 289.

(2) إبراهيم فريد محمد أمين، المعلومات المحاسبية ومداخل تحليل الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة المال والتجارة، العدد 18، 1984، ص 28.

وبعد ذلك يحاول المحلل معرفة تأثير التغيرات الحاصلة على وضعية ومؤشرات الاقتصاد الكلي على توقعات الأرباح، ومعدلات المردودية والمخاطرة للشركات، ذلك لأن وضعية الاقتصاد الكلي تؤثر على حالة الأعوان الاقتصاديين بما فيهم الشركات، ويفيد أيضا تحليل العوامل الاقتصادية في تحديد توقعات وسلوك بورصة القيم، فمثلا في فترات الرواج الاقتصادي نجد أن أسعار الأسهم ترتفع كمؤشر لمدى الثقة في الاقتصاد على عكس فترات الكساد، إذ أن ذلك سيتيح للمستثمر المالي أخذ صورة عامة عن الاستثمار في ذلك البلد، ومن ثم يستطيع أن يتخذ القرارات المناسبة المتطابقة مع حالة الانكماش أو حالة الرواج، أو يحاول في حالة الانكماش أن يتوجه لأمكنة مالية في بلدان أخرى.⁽¹⁾

ثانيا: تحليل ظروف الصناعة

يعتبر تحليل ظروف الصناعة الخطوة الثانية في التحليل الأساسي حيث تكمن أهمية تحليل ظروف صناعة في التباين بين أداء الصناعات المختلفة، وبالتالي يوضح التحليل الصناعات المتميزة التي يمكن الاستثمار في المؤسسات التي تنتمي إليها.

حيث يختلف تعريف الصناعة باختلاف الهدف الذي يرمي إليه المحلل، حيث يمكن تعريفها على أساس طبيعة المنتج الذي تقدمه أو على أساس مصدر المنافسة التي توجهها. لذلك فإن تحديد الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة تمكن المحلل من تحديد مجالات الاستثمار المختلفة وذلك بدراسة مجال الاستثمار وتحليل أثرها على المؤسسات ومن ثم على الأوراق المالية لهذه المؤسسات.⁽²⁾

ثالثا: تحليل وضعية الشركة

يقوم هذا التحليل على تشخيص وفحص شامل لوضعية الشركة ووظائفها مما يسمح للمحلل من تتبع واقع الأداء الاقتصادي للشركة الذي يمكنه من فهم سلوك أسهمها، من خلال تقدير التدفق النقدي والمردودية والمخاطرة المرتبطة بها، إذ أنه إذا كان من المتوقع أن يكون الأداء الاقتصادي جيدا فإن قيمة السهم سترتفع.

وتمر عملية التحليل والتشخيص بخطوات فحص الوضعية المالية الماضية لتمكن من التنبؤ بما ستؤول إليه في المستقبل، إذ يتم تحليل البيانات والمعلومات المنبثقة من القوائم المالية التي أعدتها الشركة (الميزانية، جدول حسابات النتائج بالدرجة الأولى) للتمكن من تقييم الأداء الاقتصادي والمالي للشركة

(1) طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 85.

(2) إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 200، ص 56.

خلال الفترات السابقة القريبية بواسطة فحص وتحليل السيولة، استخدام الأصول الهيكل المالي والربحية والنشاط، ومن ثم إمكانية قياس المردودية والمخاطرة، بالإضافة إلى الوقوف على بعض المعلومات خارج القوائم المالية المنشورة، والمتمثلة في معلومات نوعية تشمل طبيعة النشاط ونوعية الإدارة والقدرة التنافسية للشركة داخل القطاع الذي تنشط فيه، ويتم ذلك بالاستعانة بتشخيص كامل للشركة من خلال بعدها الاستراتيجي، تحليل مختلف وظائفها، توازنها المالي وتقييم الخصائص المرتبطة بهويتها.⁽¹⁾

لا شك أن ما سبق مفيد لجمع المعلومات المطلوبة لقياس القيمة الحقيقية للورقة المالية في المستقبل إلا أنه لا تكتمل الصورة للمحلل المالي إلا بعد القيام بعملية التنبؤ بأداء الشركة في المستقبل، وذلك من خلال إعداد القوائم المالية التقديرية باستعمال التشخيص الشامل والتركيز على التشخيص المالي والاستراتيجي الذي يمكن من معرفة والتنبؤ بأفاق الشركة في سوقها، بالإضافة إلى التحليل والوقوف على نقاط القوة والضعف المتعلقة بالجوانب الداخلية للشركة والحرص والتهديدات المرتبطة بالمحيط الخارجي لها في ظل الظروف الاقتصادي العام وظروف القطاع الذي تنط فيه الشركة، وبالإستعانة بالتحليل والتشخيص الماليين للشركة للقوائم المالية للفترات السابقة.

هذا ويعتمد التحليل الأساسي العديد من الأدوات، فمنها الأدوات التي تخص تحليل الظروف الاقتصادية، والتي تخص تحليل ظروف المؤسسة والممثلة في:

- المتغيرات والمؤشرات الاقتصادية.
- تحليل دورة حياة الصناعة.
- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة.
- التنبؤ بمعدل نمو وربحية الصناعة.
- النسب المالية.
- تحليل ربحية السهم.

المطلب الثالث: التحليل الفني أو التحليل الأساسي

بعد التعرف على المبادئ الأساسية لكل من التحليل الفني والأساسي وعلى أساليب التحليل المختلفة لكل منهما قد يتبادر إلى الأذهان سؤال حول أيهما أحسن وأنجع لاعتماده في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتحقيق أعلى عائد، لذلك خصص هذا المطلب للمقارنة بين الأسلوبين:

(1) نفس المرجع، ص 58.

أولاً: إيجابيات وسلبيات التحليل الفني

يساعد استعراض إيجابيات وسلبيات كل من التحليل الفني والأساسي على تحديد نقاط الضعف والقوة لكل أسلوب في حين تساعد المقارنة على تسليط الضوء على نقاط الاختلاف بينهما.

1- إيجابيات التحليل الفني: (1)

- يتفق المحللون على أن أهم مزايا التحليل الفني عدم اعتماده على البيانات المحاسبية والمالية التي يحتاجها المحلل الأساسي، وبالتالي يتفادى المحلل الفني كل المشاكل المرتبطة بهذه المعلومات من حيث عدم توفرها في الوقت المناسب والنوعية المطلوبة.

- السهولة والسرعة، فبمجرد تحديد لوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار يصبح تطبيقها آليات وعلى أي عدد من الأسهم.

- يغلب على التحليل الفني طابع الذاتية وذلك لأن كل قواعد عمل التحليل الفني تستوجب تفسيرات وتحليلات من طرف المحلل الفني.

- يعتبر المحلل الفني أن المعلومات التي يحتاجها المحلل الأساسي تصل متأخرة، وفي المقابل المحلل الفني يعتمد على المعلومات المتاحة من السوق، والتي يحصل عليها بشكل منتظم من التقارير اليومية على حركة الأسعار في السوق المالي.

-التطورات الحاصلة على مستوى الأسواق المالية تكون ناتجة عن عوامل اقتصادية وأخرى نفسية ناتجة عن آمال ومخاوف وتوقعات المستثمرين، وفي حين يهمل التحليل الأساسي هذا الجانب بسبب اعتماده المطلق على المعلومات الاقتصادية، فإن التحليل الفني يأخذ بعين الاعتبار هذه العوامل اللاعقلانية بل ويخصها بالدراسة والتحليل. (2)

2- سلبيات التحليل الفني:

- لا يمكن للمعطيات التاريخية أن تستعمل في التنبؤ بالأحداث المستقبلية، وهي من أكثر الانتقادات الموجهة للتحليل الفني شيوعاً، على الرغم من أن المدخل الوحيد من أجل وضع صورة واضحة عن المستقبل هو التنبؤ، وهذا لن يكون ممكناً إلا إذا استعملت المعطيات التاريخية. (3)

(1) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 221.

(2) Béchu, Therry, Bertrand Eric, *l'analyse Techniques et méthodes*, 5^{me} édition, économique, Paris, 2003, p 23.

(3) Ibid, p 32.

- يعترف دعاة التحليل الفني بأن المحلل الأساسي الذي تتوفر له المعلومات والقدرة التحليلية يمكنه أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفني، ولعل أهم أسباب ذلك أن المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرارات ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار، ما يتخذ من إقرار⁽¹⁾.

- يغلب على التحليل الفني طابع الذاتية وذلك رغم الاعتماد على البيانات والجداول في إجراء التحليلات لأن الوصول إلى نتائج عملية يتطلب تدخل المحلل الفني لتحليل وتفسير هذه المعطيات والمعلومات وعندئذ لا يمكنه تجنب الذاتية.

- التحقق التفائي للتوقعات حسب هذا الانتقاد، فالمحللون الفنيون يؤثرون على الاتجاه العام من خلال تطبيقهم للنتائج التي وصلوا إليها، وذلك بالطريقة التالية:

- إذا أظهرت تحليلات المحللين الفنيين أن مستويات الأسعار سترتفع وأن سوقا سعوديا متوقعا سيقوم كل المستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الفني بالشراء استعداد لارتفاع الأسعار، ولكن هذا سيؤدي بالطلب إلى الارتفاع وفي النهاية ترتفع الأسعار فعلا ولكن بسبب العمليات التي قام بها المحللون الفنيون.

ثانيا: الفرق بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

نعرض فيما يلي الجدول رقم (2) الفروق الأساسية بين التحليل الفني والتحليل الأساسي:

الجدول رقم (2): أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني.

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الوظائف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة.	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول فيها وغيرها).
الهدف	- تقييم الفوائد والمخاطرة لاتخاذ القرارات الاستثمار والإقراض. - تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظه المستثمر.	- دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.
الافتراضات	- أن سوق رأس المال كفاء. - يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.	- تتخذ القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب. - العوامل التي تحكم العرض بعضها منطقي والبعض الآخر غير منطقي. - أن السوق أفضل متنبئ لنفسه. - أن سوق رأس المال غير كفاء.

(1) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 222.

<p>عوامل السوق نفسه مثل:</p> <ul style="list-style-type: none"> - أسعار الأوراق المالية، حجم التداول، عدد الصفقات وحجمها، سلوك المستثمرين، عمليات البيع على المكشوف، التوقيت الزمني، اتساع السوق، الجو النفسي. 	<ul style="list-style-type: none"> - عوامل اقتصادية مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية. - عوامل متعلقة بالصناعة مثل: دورة حياة الصناعة، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية. - عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقارير مراقب الحسابات. 	<p>مصادر البيانات الخاضعة للتحليل</p>
<ul style="list-style-type: none"> - مؤشرات ميول المستثمرين (نفسية). - مؤشرات تدفقات الأموال. - مؤشرات هيكل السوق. 	<ul style="list-style-type: none"> - المؤشرات الاقتصادية والعامية. - دورة حياة الصناعة. - التنبؤ بحالات النمو. - تحليل ظروف المنافسة. - تحليل التطورات التكنولوجية. - القوائم المالية المقارنة. - تحليل السلاسل الزمنية. - التحليل الرأسي للقوائم المالية. - تحليل النسب. - التحليلات الخاصة. 	<p>أدوات التحليل الرئيسية</p>
<ul style="list-style-type: none"> - كثرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب. - يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ. - تحتاج القواعد الفنية إلى تطوير لتتناسب والظروف البيئية المتغيرة. 	<ul style="list-style-type: none"> - تحتاج إل ى جهد وتكلفة أكبر نسبيا مقارنة بالتحليل الفني. - توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة. - صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم مقارنة بالتحليل الفني. 	<p>حدود استخدامها</p>

المصدر: طارق عبد العال حماد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص ص 253-255.

خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل تسليط الضوء حول مفهوم كفاءة سوق رأس المال، بالتعرض أولاً إلى مفهوم السوق المالي عموماً، حيث يعتبر القناة التي يمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية، إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، وبالتالي فهي تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.

ولقيام سوق مالي يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف المنشود، هذه المقومات المتمثلة في المناخ الاستثماري الملائم، ومتطلبات أساسية على المستوى الكلي، ولضبط هذه العناصر يجب توفر متطلبات متعلقة بالجانب القانوني.

ولكي تحقق الأسواق المالية وظائفها لابد من توفر مجموعة من الوسائل أو الأدوات، ونقصد بها الأصول المالية، ولقد ركزنا في دراستنا على الأسهم والسندات بمختلف أنواعها، وكذا بعض المشتقات المالية، ذلك لأن هذه الأدوات تعد السلعة الأساسية المتداولة في أسواق المال.

بعد توضيح الإطار النظري العام للأسواق المالية، حاولنا إلقاء ولو نظرة بسيطة عن تنظيم السوق المالي، والأوامر المتدخلة فيه، وفي الأخير تناولنا بالدراسة مفهوم كفاءة سوق رأس المال، هذا المفهوم الذي أثار الكثير من الجدل والنقاشات في السنوات الأخيرة، حيث توصلنا إلى نتيجة مفادها أن السوق الكفاء هو السوق الذي يتغير فيه سعر الورقة المالية بسرعة تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق، وأنه السوق الذي يكون فيه سعر الورقة المالية مساوي لقيمتها الحقيقية، كما أنه في ظل السوق الكفاء لن يتمكن أي متعامل من تحقيق فرص ربح غير عادية تتجاوز ما حققه غيره من المتعاملين، يجب الأخذ بعين الاعتبار كذلك أن القيمة السوقية للسهم لا تبقى ثابتة لفترة طويلة، حيث تتغير تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق، وهو ما يعني عدم وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومات وتحليلها وبين تغير السعر، وهو ما ينطبق على مفهوم الكفاءة الكاملة. غير أنه وإذا تمعنا جيدا في شروط الكفاءة الكاملة سنجدها صعبة التحقيق في الواقع.

وتساهم المعلومات بشكل كبير في مساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تسمح لهم بتحقيق معدل عائد يتناسب ودرجة المخاطرة ويلعب الإفصاح دور أساسي في توفير المعلومات من مصادرها المختلفة للمتعاملين في سوق رأس المال، وهذا ما نبينه في الفصل الثاني من الدراسة.

تمهيد:

بقيت المحاسبة حقبة من الزمن أداة تسجيل للعمليات الاقتصادية وتلخيصها وعرضها في تقارير تتضمن الوقائع التاريخية بهدف تقديمها للإدارة أو أصحاب المؤسسة بـ صور سنوية، إلا أن تطور وسائل الإنتاج ومصادر تمويلها، قد ساعدا على التمركز وإنشاء وحدات اقتصادية كبيرة، فظهرت الشركات المساهمة التي اعتمدت في تمويل استثماراتها على طرح أسهمها وسندات الاكتتاب العام من قبل جميع المساهمين والمقرضين وبالتالي التغيير في الشكل القانوني للمنشأة، مما انعكس على تطوير وظائف المحاسبة التقليدية. فبينما لعبت المحاسبة سابقا ولا تزال تلعب دور الحارس الأمين على أصول المشروع، أصبحت أداة فعالة في اتخاذ القرارات من خلال المعلومات التي تقدمها، بعد معالجتها وفق نظام محاسبي يصمم بشكل يلائم طبيعة عمل المشروع وأهدافه بحيث تكون مدخلاته الأحداث والعمليات الاقتصادية، ومخرجاته المعلومات ضمن الكشوف المالية الخاصة بالمشروع (الإفصاح المحاسبي)، أي أنه إلى جانب اعتبار المحاسبة كأداة لخدمة أصحاب المشروع، أصبحت تسعى إلى حماية ذوي المصالح في المشروع كالمساهمين والمصارف والموردين والمؤسسات الحكومية، فأضيفت بذلك وظيفة جديدة هي خدمة المجتمع، سواء المجتمع المالي الاستثماري أو المجتمع ككل والذي ترعى الدولة مصالحه بالرقابة والإشراف والتوجيه. وبناء عليه فمن الطبيعي أن تحاول المحاسبة أن تتلاءم والحاجات المختلفة لمتخذي القرار المتعددين في المجتمع، بحيث لا يمكن الفصل بين المحاسبة وأهداف مستخدمي البيانات المحاسبية، مما أدى إلى التركيز على عدم حذف أو كتمان معلومات جوهرية ذات منفعة لهذا المستثمر وبذلك اقتضى التحليل العلمي للإفصاح التعرض لأهم محتوياته ومفهومه.

المبحث الأول: ماهية الإفصاح المحاسبي

لقد تطور مفهوم الإفصاح المحاسبي مع تطور الوظيفة المحاسبية والتي انتقلت من التركيز على التسجيل ومسك الدفاتر إلى التركيز على توفير المعلومات الضرورية عن المؤسسة للأطراف التي لها مصالح معها، والتركيز على المحتوى الإعلامي للكشوف المالية، وهذا ما أدى بمعظم التشريعات المحاسبية للعديد من الدول، ومن بينها الجزائر، إلى اعتماد إصلاحات في أنظمتها المحاسبية، وتطبيق معايير متفق عليها دولياً من أجل عرض كشوف مالية تتسم بتوافق محاسبي دولي، وهذا بغية تحقيق أهداف الإفصاح المحاسبي، وعليه سوف نحاول في هذا المبحث تناول مفهوم الإفصاح المحاسبي، أهميته، أهداف وأنواع الإفصاح المحاسبي.

المطلب الأول: تعريف الإفصاح المحاسبي

لقد تم تناول مفهوم الإفصاح المحاسبي من قبل العديد من الباحثين والدارسين ومن قبل العديد من المنظمات المهنية والأكاديمية.

التعريف الأول: «هو إتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع، ويعد الإفصاح الكافي من أهم المبادئ الرئيسية لإعداد الكشوف المالية، وهذا يعني أن تشمل الكشوف المالية والملاحظات والمعلومات الإضافية المرفقة بها كل المعلومات المتاحة لتجنب تضليل الأطراف المهتمة بالمشروع»⁽¹⁾.

التعريف الثاني: «هو عرض المعلومات الهامة للمستثمرين والدائنين وغيرهم، بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح في المستقبل وسداد التزاماتها»⁽²⁾.

التعريف الثالث: «يعرف على أنه إظهار جميع المعلومات والبيانات المالية اللازمة لجميع الفئات التي تستخدمها، والتي يتم نشرها من خلال الكشوف المالية أو في الملاحظات الملحق بها، وكذلك الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتبعة وعن أي تغيير طرأ عليها، وذلك من أجل الاستفادة منها بحيث أنها تساعد الجهات التي تستخدمها بغرض اتخاذ القرارات المناسبة ولتحقيق الأهداف المرجوة»⁽³⁾.

من التعاريف السابقة يتضح أن الإفصاح يركز على موضوع توصيل المعلومات إلى المستفيدين بهدف توضيح الوضع المالي للمؤسسة دون تضليل بشكل يسمح بالاعتماد على تلك المعلومات في اتخاذ القرارات وكذلك الربط بين درجة الإفصاح وتخفيض حالة عدم التأكد لدى المستفيدين من خلال نشر كل المعلومات

(1) طارق عبد العال حماد، التقارير المالية: أسس الإعداد، العرض والتحليل، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 53.

(2) أمين السيد أحمد لطفى، نظرية المحاسبة: القياس والإفصاح والتقارير المالي، ط2، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 33.

(3) طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات: مفاهيم تجارب وتطبيقات، ط1، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 731.

الاقتصادية التي لها علاقة بالمشروع سواء كانت معلومات كمية أو معلومات أخرى، تساعد المستثمر على اتخاذ قراراته، ومن المشار إليه ظهور الكثير من التفسيرات المرافقة للإفصاح، حيث نجد أنه من النادر وجود كلمة الإفصاح بمفردها بل غالبا ما تقترن بألفاظ أخرى، يعني الإفصاح إعلام متخذي القرارات بالمعلومات المهمة بهدف ترشيد عملية اتخاذ القرارات والاستفادة من استخدام الموارد بكفاءة وفاعلية ويختص الإفصاح بالمعلومات سواء تلك التي في الكشوف ذاتها أو في الأساليب المكملة الأخرى لتقديم المعلومات المالية، ويعد الإفصاح عموما في إعداد الكشوف المالية عن المعلومات الضرورية التي تكفل الأداء الأمثل لأسواق رأس المال الكفاء، مما يتعين الإفصاح عن المعلومات إذا كان من شأن إغفالها تشويه مغزى ما تقدمه للمستفيدين والمستخدمين للكشوف المالية، كذلك عرض المعلومات الهامة للطوائف المستفيدة كالمستثمرين والدائنين وغيرهم بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة المنشأة على تحقيق أرباح في المستقبل وقدرتها على سداد التزاماتها، هذا وقد عكس الفكر المحاسبي والاقتصادي ضرورة وأهمية الإفصاح من خلال توضيح الطريقة التي تتلاءم مع كمية المعلومات وأهميتها حيث تقتضي متطلبات الإفصاح العامة ضرورة اشتمال الكشوف المالية لمجموعة من الكشوف المالية التي يتم إعدادها في ضوء مبادئ محاسبية متعارف عليها.

المطلب الثاني: أنواع الإفصاح المحاسبي

يعد الإفصاح المحاسبي أهم الموضوعات المثيرة للجدل في الوسط المهني سواء بين المحاسبين أنفسهم أو بينهم وبين إدارة الوحدة ومراجعي الحسابات من جهة وبين مستخدمي الكشوف المالية من جهة أخرى، ونادرا ما ترد كلمة الإفصاح بشكل مستقل بل غالبا ما ترد مرتبطة بألفاظ أخرى ويمكن القول أن أنواع الإفصاح المحاسبي تتمثل في:

1- الإفصاح الكامل: يتطلب الإفصاح الكامل أن تصمم وتعد الكشوف المالية الموجهة إلى عامة المستخدمين بشكل يعكس بدقة جميع الأحداث والحقائق المالية الجوهرية التي أثرت على المنشأة خلال الفترة، أي أن الإفصاح الكامل يشير إلى مدى شمولية التقارير المالية وأهمية تغطيتها لأي معلومات ذات تأثير محسوس على قرارات مستخدم تلك التقارير، مع الاعتراف مسبقا بأن عرض كل المعلومات الجوهرية عن الكشوف المالية (دخل، مركز مالي، تدفقات نقدية، تغيرات حقوق المساهمين) يبقى هدفا صعب المنال.⁽¹⁾

2- الإفصاح العادل: يهتم الإفصاح العادل بالرعاية المتوازنة لاحتياجات جميع الأطراف المعنية، فالكشوف والتقارير المالية يجب أن تتضمن معلومات كافية لجعل هذه الكشوف مفيدة وغير مضللة للمستثمر العادي

(1) رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر، من المبادئ إلى المعايير: دراسة معمقة في نظرية المحاسبة، ط2، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص 447.

وبشكل أوضح يجب عدم حذف أو كتمان أية معلومات جوهرية أو ذات منفعة لهذا المستثمر العادي، حيث نص المعيار المحاسبي الدولي الأول المعدل في الفقرة (15) على أن الإفصاح العادل يتطلب ما يلي:

- اختيار وتطبيق السياسات المحاسبية والتي توجب على الإدارة اختيار وتطبيق السياسات المحاسبية لمنشأة، بحيث تمثل البيانات المالية لكافة المتطلبات الخاصة وعلى الإدارة تطوير سياسات لضمان توفير البيانات المالية.

- تقديم المعلومات بما في ذلك السياسات المحاسبية بطريقة توفر معلومات محاسبية وموثوقة للمقارنة ومن الممكن فهمها.

- تقديم إفصاحات إضافية عندما تكون المتطلبات في معايير المحاسبة الدولية غير كافية لتمكين المستخدمين من فهم تأثير عمليات أو أحداث معينة على المركز المالي والأداء المالي للمؤسسة.

أي الإفصاح العادل يتمثل في الإفصاح عن المعلومات بطريقة تضمن وصولها بنفس القدر على كافة المستفيدين دون تحيز على جهة معينة.⁽¹⁾

3- الإفصاح التفاضلي: يعتمد الإفصاح التفاضلي على التقارير السنوية المختصرة (الملخصة) بحجة أن بعض المساهمين يحتاجون إفصاحاً شاملاً، ولكن الكثير منهم لا يحتاجون إلى معلومات مالية ملخصة وذات تحليل فني أقل، أي أن مؤيدي الإفصاح التفاضلي يفترضون مستثمر أقل دراية واستيعاباً من المستثمر العادي الذي تفرضه مهنة المحاسبة، ومع ذلك فإن استخدام الكشوف المالية الملخصة والمختصرة مازال محل خلاف، وهو إجراء غير مقبول عموماً وعلى ذلك فإن التطور في الفكر المحاسبي يظهر اتجاهها متزايداً، نحو التوسع في الإفصاح والتعدد في مجالاته إلى درجة أن أخذوا يطمحون إلى تسجيل أحداث غير مالية لا يمكن التعبير عنها بأرقام في سجلاتهم، ويحاولون باستمرار تدليل العقبات التي تحول دون هذا الهدف. ولكن هناك من يرى أنه من الصعب وضع مفهوم محدد للإفصاح المحاسبي يرضي جميع المستخدمين، بل ومن المستحيل أن يتفق المحاسبون على إطار محدد للإفصاح، لذلك لا بد من الأخذ بعين الاعتبار الهدف من إعداد البيانات المحاسبية والفئة المستفيدة منها.⁽²⁾

4- الإفصاح التثقيفي (الإعلامي): يتسم هذا الإفصاح عموماً باتجاه متزايد نحو التوسع في الإفصاح والتعدد في مجالاته فقط بالتركيز على المعلومات المحاسبية المالية وإنما يشمل أيضاً معلومات غير مالية كمية ووصفية، مثل معلومات كمية عن الطاقة الإنتاجية للوحدة المحاسبية، ولقد ظهر هذا الاتجاه بعد تأكيد

(1) رضوان حلوة حنان، مرجع سابق، ص 448.

(2) زيود لطيف وآخرون، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرارات الاستثمار، مجلة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية، المجلد 29، العدد 1، 2007، ص 18.

معايير المحاسبة الدولية (المعيار 16) في إطاره المفاهيمي، على معيار منفعة المعلومات في اتخاذ القرارات والتأكيد على ملاءمتها إلى جانب موثوقيتها.

5- الإفصاح الوقائي أو التقليدي: هو عرض المعلومات الكافية لجعل الكشوف المالية مفيدة وغير مضللة للمستفيدين من هذه المعلومات وبالأخص المستثمر العادي، المحدود القدرة في استخدام هذه المعلومات.⁽¹⁾

6- الإفصاح الكافي: يشير إلى الحد الأدنى الواجب نشره من المعلومات المحاسبية في الكشوف المالية ويمكن ملاحظة أن مفهوم الحد الأدنى غير محدد بشكل دقيق، إذ يختلف حسب الاحتياجات والمصالح بالدرجة الأولى، كونه يؤثر تأثيرا مباشرا في اتخاذ القرار ناهيك عن أنه يتبع للخبرة التي يتمتع بها الشخص المستفيد.

وبعني الإفصاح الكافي أن تكون التقارير المحاسبية والمالية توضح كما ينبغي من المعلومات حتى لا تكون تلك التقارير مضللة، وهذا الإفصاح واسع جدا، ولكنه يفيد في إبراز ضرورة الإفصاح عن الحقائق الهامة الضرورية للقارئ العادي للكشوف المالية حتى يستطيع تفسير النتائج المحاسبية.⁽²⁾

7- الإفصاح الملائم: هو الإفصاح عن حاجة مستخدمي البيانات وظروف المنشأة وطبيعة نشاطها، إذ أنه ليس من المهم فقط الإفصاح عن المعلومات المالية بل الأهم أن تكون ذات قيمة ومنفعة بالنسبة لقرارات المستثمرين والدائنين وتتناسب مع نشاط المنشأة وظروفها الداخلية.

8- الإفصاح الشامل: الإفصاح الشامل لا يعني المعلومات كثيرة وتفصيلية، ولكن يقصد بها أن يوصل إلى مستخدمي المعلومات المحاسبية كل الحقائق الهامة والملائمة والمتعلقة بنتيجة العمليات والمركز المالي وعادة ما يتطلب الأمر المفاضلة بين بديلين من أجل تحديد كمية ونوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها ووفقا للبديل الأول يفصح عن قدر كاف من المعلومات قد تستلزم مزيد من الوقت والجهد لتحليلها واستيعابها فضلا عن زيادة تكاليف إعدادها، وقد يكون التفصيل الشديد في المعلومات على حساب العناصر الهامة الواجب إبرازها والتأكيد عليها، أما البديل الثاني فهو الإفصاح عن المعلومات في شكل مختصر بحيث يسهل فهمها، ولكن لا يجب أن يكون الاختصار بالقدر الذي يخفي حقائق هامة أو يكون سببا في تضليل وسوء الفهم لمستخدمي المعلومات.⁽³⁾

(1) رضوان حلوة حنان، مرجع سابق، ص 475.

(2) أحمد طرطار، شوقي جباري، الإفصاح المحاسبي في قائمة تدفقات الخزينة، مداخلة في ملتقى وطني بعنوان: "معايير المحاسبة الدولية والمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، متطلبات التوافق والتطبيق، المركز الجامعي سوق أهراس، ماي 2010، ص 5.

(3) وصفي عبد الفتاح أبو المكارم، المحاسبة المالية المتوسطة، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000، ص 49.

والجدير بالذكر أن الإفصاح الشامل يمتد فيما وراء الأرقام المحاسبية، فهو لا يقتصر على مخرجات النظام المحاسبي من بيانات مالية، ولكن يمتد الأمر إلى الإفصاح عن معلومات وصفية قد تكون لها تأثير على القرارات التي تتخذ، ويعني ذلك أن الاقتصار على المعلومات المالية وإخفاء المعلومات الوصفية الهامة قد يضل متخذي القرارات ويوبوب الإفصاح المحاسبي طبقاً للتشريعات إلى: (1)

9- إفصاح اختياري: يتم وفقاً لسلوك الإدارة التي ترى ضرورة حجب بعض المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة بما يكفل حمايتها في المستقبل، غير أن هذا التصرف تشوبه الشكوك حول رغبة المدراء في حفظ هذه المعلومات لتحقيق مصالح ذاتية، وأيضاً قصر النظر بشأن المعاملات في أسهم الشركة بالبورصة.

10- إفصاح إجباري: نظراً لعدم وجود اتفاق حول مدى الإفصاح الذي يلبي رغبات المستفيدين من المعلومات المنشورة في الكشوف المالية وغيرها، ونظراً لتضارب المصالح بين مختلف الأطراف لجأت الجهات الرسمية المعنية بالإفصاح في التقارير إلى التدخل في زيادة محتوى المعلومات المنشورة في الكشوف المالية، وعليه فإن هذا الإفصاح قائم على التشريعات والتعليمات التي تجبر المنشآت على الإفصاح عن المعلومات التي تحاول الإدارة حجبها.

المطلب الثالث: أهمية الإفصاح المحاسبي

لقد برزت أهمية الإفصاح بظهور شركات الأموال، وصدور قوانين الشركات والتي تنص في معظم الدول على ضرورة نشر الكشوف المالية للشركات، والنص على الحد الأدنى من المعلومات التي يجب الإفصاح عنها ووضع نماذج الإفصاح تلتزم بها الوحدات الاقتصادية بغرض توفير معلومات للمستفيدين الخارجيين الذين ليست لديهم سلطة إلزام الوحدات على تلبية رغباتهم في الحصول على ما يحتاجونه من معلومات وتتبع أهمية الإفصاح المحاسبي في: (2)

- ارتباطه بكثير من الفرضيات والمبادئ المحاسبية، بحيث أن توفير معلومات موثوقة يمكن من الاعتماد عليه في اتخاذ القرارات المستقبلية، ويخدم نجاح واستمرارية المؤسسة.
- التمييز بين الأنشطة الاعتيادية وغير الاعتيادية وفصل الأرباح التشغيلية عن مكاسب وخسائر الحيازة.
- استطاعة المستخدمين الخارجيين تقدير كفاءة الإدارة في استثمار الموارد المتاحة.

(1) نوفان حامد محمد العليمات، القياس المحاسبي لتكاليف أنشطة المسؤولية الاجتماعية والإفصاح عنها في القوائم المالية الختامية، رسالة دكتوراه، جامعة دمشق، 2010، ص 72.

(2) عوض خلف العيساوي، الفرضيات والمبادئ والمحددات الأساسية، دار دجلة للنشر والتوزيع، الأردن، بدون سنة، ص 110-

- الإفصاح عن المكاسب والخسائر المحتملة، يمكن المستثمرين الحاليين والمحتملين من اتخاذ قرارات الاستثمار.

- إن الإفصاح يفصل أنشطة المالكين عن أنشطة الوحدة، تبعا لمسلمة واستقلالية الوحدة الاقتصادية.

- الإفصاح يمثل فيه الجانب الأخلاقي عندما تكشف وسائل الإفصاح المعاملات غير المشروعة، كحالات الغش والاختلاس والتهرب الضريبي، كما أن الحكومات طرف معني بالمعلومات المحاسبية، وبهمها أن تعرف مدى الالتزام بالقوانين العامة للدولة أو مدى الخروج عنها، والمدقق الخارجي مسؤول عن الإفصاح وعن وجود مثل هذه الحالات في تقريره.

- هناك اعتبارات كمية ونوعية لغرض الإفصاح عن بند معين في الكشوف المالية، فالاعتبارات الكمية تتعلق بقيمة البند ونسبته إلى المجموعة التي تضم ذلك البند، أما الاعتبارات النوعية فهي تنظر إلى صفة البند أو الحالة المراد الإفصاح عنها، بغض النظر عن نسبتها أو حجمها في الكشوف المالية، وفي الغالب الاعتبارات النوعية هي العامل الحاسم من وجهة نظر مستخدمي المعلومات المحاسبية بسبب صعوبة وضع مقياس كمي معتمد لأغراض الأهمية.

- إصدار تشريعات لضمان حقوق المستثمرين حيث لم يبق هنالك مبررات لإدارات المؤسسات المساهمة الصناعية للتهرب من الإفصاح عن المعلومات بحجة الحرص على حماية مصالح المستخدمين.

- كما تعد القدرة على إعداد ونقل ونشر المعلومات وتوصيلها إلى مختلف المستخدمين من أهم الأمور في العصر الحالي، إذ يعتبر مبدأ الشفافية في الإفصاح من أهم أعمدة الاقتصاد الحر في العصر الحديث، من خلال قيام الشركة أو الهيئة بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص والمتعاملين في السوق وإتاحتها لمن يريد الاطلاع عليها وعدم حجبها ما عدا تلك التي يكون من شأنها الإضرار بمصالح الشركة.

المطلب الرابع: أهداف الإفصاح المحاسبي

لا بد وأن لكل شيء هدف، وعليه فإن الإفصاح المحاسبي في الكشوف المالية له هدف وغرض، وهو توجيه سلوك المنشأة لوجهة معينة من قبل الجهات التي تملك سلطة فرض الإفصاح عن معلومات معينة ويوجد اتجاهين في الإفصاح:⁽¹⁾

(1) عبد الجابر طه، الإفصاح المحاسبي ودوره في تنشيط أسواق المال العربية، مجلة مركز صالح كمال للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، العدد 9، 1999، ص 270.

1-الاتجاه التقليدي في الإفصاح:

هو الذي يهدف ويهتم بالمستثمر الذي له دراية محدودة باستخدام الكشوف المالية، فيقضي بضرورة تبسيط المعلومات المنشورة بحيث تكون مفهومة للمستثمر محدود المعرفة، مع التركيز على المعلومات التي تتصف بالموضوعية والبعد عن تقديم المعلومات التي تعكس درجة كبيرة من عدم التأكد وفي ذلك كله حماية لهذا المستثمر من التعامل غير العادل في سوق رأس المال.

2- الاتجاه المعاصر في الإفصاح:

ويهدف إلى تقديم المعلومات الملائمة لاتخاذ القرارات، وفي ظل هذا الهدف فإن نطاق الإفصاح لم يعد يقتصر على تقديم المعلومات المالية التي تتمتع بأكبر قدر من الموضوعية والتي تتناسب مع قدرات المستثمر العادي، بل يتسع نطاق الإفصاح ليشمل المعلومات الملائمة التي تحتاج إلى درجة كبيرة من الدراية والخبرة في فهمها واستخدامها، والتي يعتمد عليها المستثمرون الواعون، والمحللون الماليون في اتخاذ قراراتهم، ومن أمثلة ذلك:

المعلومات الخاصة بأثر تغيرات مستويات الأسعار والتنبؤات المالية وإعداد تقارير قطاعية على أساس خطوط الإنتاج، أو المناطق الجغرافية وإعداد التقارير المرحلية، والمعلومات المتعلقة بالإنفاق الاستثماري الحالي ومصادر تمويله، ونصيب السهم من الربح، ومكاسب وخسائر العمليات الأجنبية، وسياسات توزيع الأرباح وخطط وأهداف الإدارة في المستقبل.

وعليه فإن الباحث يستخلص أهداف الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية تكمن في مدى توافر المعلومات الدقيقة والموثوق بها التي يعتمد عليها في اتخاذ القرارات، وأن تكون المعلومات خالية من الغش والخداع وأن يكون تقديمها في المواعيد المحددة ليتم نشرها حتى تتم الاستفادة منها لجميع الجهات المعنية سواء مستثمرين أو جهات رقابية أو حكومية، ويمكن تحقيق ذلك من خلال التطبيق المتكامل للمعايير الدولية للتقارير المالية وتوفير الخصائص النوعية في المعلومات، بالإضافة إلى أن الإفصاح المحاسبي يهدف ويهتم بالمستثمر الذي له دراية محدودة باستخدام الكشوف المالية، فيقضي بضرورة تبسيط المعلومات المنشورة بحيث تكون مفهومة له.

المبحث الثاني: المقومات الأساسية للإفصاح عن المعلومات المحاسبية

إن الإفصاح في المحاسبة يهدف إلى تقديم المعلومات الضرورية عن الوحدة والتي يتوقع أن تؤثر على قرارات القارئ لتلك المعلومات، كما أنه توجد بعض العوامل والمقومات التي تؤثر في الإفصاح المحاسبي من حيث محتوى الكشوف المالية أو توقيت إصدارها، ويمكن تصنيف هذه العوامل إلى

مجموعتين، الأولى تختص بمستخدمي الكشوف المالية ، والثانية تختص بعرض تلك المعلومات، ومن الجدير بالذكر أنه لا بد أن تتوفر في المعلومات المحاسبية مجموعة من الخصائص والصفات، التي تجعل لها قيمة وفائدة ووضوح ومنطقية وبالتالي يسهل على المستخدمين فهمها و الاستفادة منها وتساعدهم على اتخاذ القرارات السليمة لتحقيق الأهداف المرجوة.

المطلب الأول: المستفيدون والمستخدمون للمعلومات المحاسبية

تعتبر المعلومات المحاسبية وسيلة الإثبات اتجاه الغير، إضافة إلى الاستعمال الداخلي على مستوى المنشأة، تستفيد منها مختلف الجهات الطالبة لها وفي مجالات مختلفة، وسيتم التعرض للجهات المستفيدة من هذه المعلومات ومجالات استخدامها.

إن الجهات المستفيدة من المعلومات المحاسبية على العموم تصنف إلى صنفين هما مستفيدون داخليون ومستفيدون خارجيون، ومن جهة أخرى نجد مستفيدون مباشرون ومستفيدون غير مباشرين، كما يوضحه الجدول رقم (3) وسيتم التطرق إلى استعمال المعلومات المحاسبية وفق هذه التصنيفات كما يلي:

-المستفيدون الداخليون والخارجيون.

-المستفيدون المباشرون وغير المباشرين.

الجدول رقم (3):تصنيف الجهات المستفيدة من المعلومات المحاسبية

التصنيف	المستفيدون الداخليون	المستفيدون الخارجيون
المستفيدون المباشرون	الطاقم الإداري بمختلف أعضائه	- أصحاب رأس المال - الدائنون - المستثمرون
	المحللون الماليون التابعون للمنشأة	- الممولون - الموردون - مصلحة الضرائب - المستشارون - الاتحادات النقابية
المستفيدون غير المباشرين	- العمال - النقابات	- الوزارات الوصية - العملاء - السوق المالية - الدائنون المحتملون - الموردون المحتملون

Source: Hammid temar, **Doctrine et méthodologie de la comptabilité de l'entreprise**, OPU, Alger, 1983, p 03.

1- المستفيدون الداخليون من المعلومات المحاسبية:

تتمثل هذه الجهات المستفيدة من المعلومات المحاسبية من داخل المنشأة كطاقم إدارة وتسيير المؤسسة والذي يستخدم الأداة المحاسبية في توليد المعلومات ووفقاً لتوجيه الإدارة.

وعلى العموم فإن المستعملين الداخليين للمعلومات المحاسبية يتمثلون في:

- هيكل القيادة الإدارية في المؤسسة.

- مختلف المديرين التي تتكون منها المؤسسة.

2- المستفيدون الخارجيون من المعلومات المحاسبية:

يتمثل المستفيدون من المعلومات المحاسبية في مختلف الأطراف الخارجية عن المؤسسة بغض النظر عن نوع المعلومات المطلوبة والمجال الذي تستخدمها فيه.

ويتمثل المستفيدون الخارجيون في الأطراف التالية:

أ- **المساهمون:**⁽¹⁾ إن المعلومات المحاسبية تساعد المساهمين على اتخاذ مختلف القرارات المتعلقة بشراء الأسهم أو بيعها، حيث أن المساهم يحاول دائماً تقييم عمل إدارة المؤسسة، من خلال مخرجات النظام الإداري والمتمثلة أساساً في المعلومات المحاسبية فيما يتعلق بالربحية وسلامة المركز المالي، وكذلك إمكانية التنبؤ بنشاط المؤسسة وباستمراره والاتجاه المتوقع له في ظل معطيات البيئة الحالية التي تتواجد بها المؤسسة فالمعلومات المحاسبية تتيح للمساهمين إمكانية التنبؤ وفي مجالات متعددة كالاتي:

- التنبؤ ببيع السهم.

- التنبؤ بالقدرة على الوفاء.

- التنبؤ بالقررة على السداد.

وبالتالي أصبح من الضروري حصول المساهمين على صورة واضحة عن المؤسسة وذلك من خلال مختلف الكشوف والتقارير المختلفة التي تعبر عن وضعية المؤسسة ومركزها المالي، حيث أن المساهمين ليسوا كلهم ذوي خبرات وكفاءات ميدانية ومن هنا تظهر الحاجة الماسة إلى الخبراء المحاسبين ومراجعي الحسابات من أجل إبداء رأيهم الفني المحايد والمعلل حول دقة ومصداقية المعلومات المحاسبية، وتمثيلها للصورة الحقيقية لوضعية المؤسسة، مما يتيح للمساهمين مستوى معين من الثقة عند اتخاذ القرارات المختلفة.

ب- **البورصة:** إن المعلومات المحاسبية التي ينتجها نظام المعلومات المحاسبية في المؤسسات التي تطرح أسهمها في البورصة، تمثل الوضعية الآنية لهذه المؤسسات و التي تعكسها أسعار الأسهم في البورصة إذ

(1) كمال عبد العزيز النقيب، مقدمة في نظرية المحاسبة، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2004، ص 30.

تعتبر أسعار أسهم المؤسسات في البورصة أفضل مقياس لمركز هذه المؤسسات ونجاحها، وهذا على اعتبار أن هذه المؤسسات تزود البورصات بمعلومات كافية وأنية في فترات محدودة تسمح لها بتلبية احتياجاتها من المعلومات المحاسبية في مجال أسعار الأسهم.

ج- إدارة الضرائب: إن مختلف الكشوف والتقارير المالية (الميزانية، جدول حسابات النتائج، ومجمل الملاحق الأخرى)، وما تتضمنه من معلومات محاسبية يمثل الوسيلة الفعالة والدقيقة في تحديد الوعاء الضريبي والذي على أساسه يتم حساب الضرائب التي تخضع لها المؤسسة بأكبر قدر من الموضوعية، وإن إدارة الضرائب تعتمد على المعلومات المحاسبية للمنشأة من أجل التأكد من مدى التزامها بالقوانين المالية والجبائية، كذلك من أجل ضمان العدالة في فرض الضرائب المختلفة على المؤسسات.

د- الحكومة: تعتبر المعلومات المحاسبية للمؤسسات المختلفة في الدولة الواحدة الأساس الذي يتم اعتماده في صياغة معلومات المحاسبة الوطنية.

هـ- المستثمرون:⁽¹⁾ تعتبر المعلومات المحاسبية للمؤسسة قاعدة لاتخاذ القرارات بالنسبة للذين يرغبون في الاستثمار في هذه المؤسسات، فهذه المعلومات تمكن المستثمرين من إمكانية التنبؤ بالأرباح المستقبلية والمخاطر المحتملة.

و- الدائنون: تسعى مختلف الأطراف الدائنة للمؤسسة والممولة لها إلى الاطمئنان على قابلية وإمكانية سداد المؤسسة لديونها، من خلال المعلومات المحاسبية التي توضح الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة المدينة.

ن- مراقبو ومراجعو الحسابات: في إطار أداء مراجع ومراقب الحسابات لمهامه والمتمثلة أساسا في إبداء الرأي الفني المحايد حول صحة ومصداقية الكشوف المالية التي تقدمها المؤسسة، فإنه يعتمد على المعلومات المحاسبية كمنطلق لأداء مهامه.

ي- الأطراف الأخرى المستفيدة من المعلومات المحاسبية: بالإضافة إلى مختلف الأطراف المستخدمة للمعلومات المحاسبية والتي سبق ذكرها نجد المنظمات والهيئات العليا، والعدالة والمحفلون الماليون والنقابات العمالية، والمؤسسات الأخرى وغيرها.

ثانيا: المستفيدون المباشرون وغير المباشرين

يتمثل المستفيدون المباشرون من المعلومات المحاسبية في المستفيدين الذين لديهم مصالح مباشرة في نشاط المؤسسة كإدارة المؤسسة، أصحاب رأس المال والمستثمرون والممولون والموردون والعملاء.

(1) أمين السيد أحمد لطفي، إعداد وعرض القوائم المالية في ضوء معايير المحاسبة، الدار الجامعية، 2008، ص 43.

أما المستفيدين غير المباشرين فهم لديهم علاقة مباشرة مع المؤسسة، ولا يرتبط نشاطهم ارتباطا كبيرا بنشاط المؤسسة، كالتقابات العمالية والشركاء ومنظمات وهيئات البحث العلمي، ومراكز البحث والإحصاء والدائنين والموردين المحتملين والشركاء الاجتماعيين بصفة عامة.

وبصفة إجمالية فإن الإفصاح المحاسبي يعني تقديم البيانات والمعلومات إلى المستخدمين بشكل مضمون صحيح وملائم لمساعدتهم في اتخاذ القرارات لذلك فهو يشمل المستخدمين الداخليين والخارجيين أي أن هناك إفصاح داخلي وخارجي.⁽¹⁾

إن الإفصاح الداخلي هو إفصاح موجه إلى إدارة الوحدة الاقتصادية بالدرجة الأولى وهو موضوع تهتم به المحاسبة الإدارية، وإن الإفصاح الداخلي لا يعاني من مشكلة توصيل المعلومات المحاسبية إلى المستخدمين المستفيدين منها.

أما الإفصاح الخارجي فالأمر مختلف جدا، فالمستخدمين المستفيدين من هذا الإفصاح الخارجي يمثلون مجموعات متعددة ذات أهداف مختلفة، وحتى المجموعة الواحدة فإنها غالبا غير متجانسة من حيث الثقافة العامة و الثقافة المحاسبية و بذلك تختلف مقدرة أفرادها في التفسير والتحليل إضافة إلى أن توصيل البيانات المحاسبية بشكل فعال من المحاسب المرسل إلى المستخدم الخارجي المستلم، الذي يعاني من عقبات، مثل عدم وجود اتصال مباشر بين المحاسب والمستخدم الخارجي، وعدم تقديم جميع المعلومات اللازمة إلى المستخدمين الخارجيين إلا عن طريق الإدارة.

المطلب الثاني: طبيعة ونوع المعلومات المحاسبية وأغراض استخدامها

بعد تحديد الجهات المستخدمة للمعلومات المحاسبية سنتطرق إلى التعرف على طبيعة ونوع المعلومات المحاسبية المفصح عنها وكذا أغراض استخدامها.

أولا: طبيعة ونوع المعلومات المحاسبية التي يجب الإفصاح عنها.

إن توفير الإفصاح المناسب في الكشوف المالية يستوجب إعادة النظر في كثير من المفاهيم والأعراف التي تحكم إعداد الكشوف المالية، والخطوة الأولى التي يرونها في هذا السبيل تتمثل في إعادة ترتيب الأهمية النسبية الخصائص الكيفية أو المعايير المتعارف عليها للمعلومات المحاسبية وفق أولوية ترجح كفة خاصية الملاءمة على ما عداها من الخواص الأخرى للمعلومات، وذلك على أساس أن خاصية الملاءمة هي المعيار الرئيسي للمعلومات يتمحور حوله معيار الإفصاح المناسب مما يجعل من الضروري إجراء نوع

(1) حنان رضوان حلوة، تطور الفكر المحاسبي، مدخل نظرية المحاسبة، ط1، مكتبة الثقافة للنشر والتوزيع، 1998، ص ص

من المقايضة بين خاصية الملاءمة من جهة، والخواص الأخرى التي تمثل قيوداً على ملاءمتها كالموضوعية والقابلية للتحقق، والأهمية النسبية من جهة أخرى.⁽¹⁾

إن الحد الأدنى للمعلومات التي يجب الإفصاح عنها تتمثل في عناصر كشف الميزانية، وعناصر كشف حساب النتائج وعناصر قائمة التدفقات النقدية، بالإضافة إلى المعلومات الأخرى التي تجعل من هذه الكشوف واضحة وغير مضللة والتي لها أهميتها بالنسبة للمستثمر وقدرته على تحديد قيمة السهم ومستوى المخاطرة ويمكن تحديد أهم المعلومات التي يجب أن تتضمنها الكشوف المالية فيما يلي:⁽²⁾

1- معلومات ملائمة لاحتياجات المستثمرين: وتتمثل هذه الاحتياجات في المعلومات التي تساعد المستثمرين في تقييم قدرة المؤسسات على توليد تدفقات نقدية يمكن توزيعها والوفاء بالتزاماتها عند الاستحقاق ومدى كفاية هذه التدفقات.

2- معلومات مساعدة في تقييم قدرة المؤسسات على توليد التدفقات: لا يقتصر اهتمام المستثمرين في معرفة العمليات والأحداث الحالية التي تؤثر على التدفقات النقدية خلال الفترة الحالية، بل معرفة مصادر الدخل والأحداث التي أدت إلى تحقيقه، والتنبؤ بما سوف يكون عليه في المستقبل، وبالتالي فإن المعلومات التي يجب الإفصاح عنها لا بد أن تكون مفيدة بحيث توضح مصادر الدخل ومكوناته والأحداث والظروف التي أدت إلى تحقيقه، وإمكانية إيجاد علاقة بينه وبين الظروف المتوقعة في المستقبل.

3- معلومات عن الموارد الاقتصادية للمنشأة ومصادرها: يهتم المستثمرون بالمعلومات المتعلقة بالموارد الاقتصادية ومصادرها لأغراض إجراء المقارنات الزمنية والمكانية ومحاولة التفرقة بين المصادر المباشرة للتدفق النقدي، والمصادر غير المباشرة وقدرتها على تحقيق وتوليد التدفقات النقدية، كما يهتم المستثمرون بالالتزامات باعتبار أنها تمثل أسباباً مباشرة للمدفوعات النقدية، ومدى التزام المؤسسة بتحويل الموارد إلى تدفقات، وعلى ذلك يتطلب إعداد الكشوف المالية التي توضح وتساعد المستثمرين على تحديد نقاط الضعف والقوة الحالية والسيولة ومؤشرات سداد الالتزامات.

4- معلومات عن مصادر الأموال واستخداماتها: يتطلب احتواء الكشوف المالية على المعلومات المفيدة في تحليل مصادر واستخدامات الأموال وبصفة خاصة ما يلي:

- الأموال الناتجة أو المستخدمة في التشغيل.

- الأموال الناتجة من الاقتراض أو المستخدمة في سداد القروض.

(1) محمد مطر، تقييم مستوى الإفصاح الفعلي في القوائم المالية المنشورة للشركات العامة الأردنية في ضوء قواعد الإفصاح المنصوص عليها، مجلة دراسات الجامعة الأردنية، المجلد 2000، العدد 2، 1993، ص 124.

(2) أمين السيد أحمد لطفي، نظرية المحاسبة: القياس والإفصاح والتطوير المالي، مرجع سابق، ص 37، 38.

- الأموال الناتجة عن استثمارات جديدة ممولة من أصحاب رأس المال أو الموزعة عليهم.
- مصادر واستخدام الأموال الأخرى.

5- معلومات عن المخاطرة الكامنة في المشروعات: إن المخاطر التشغيلية، المالية، الاستثمارية والأخرى الكامنة في المشروعات ترتبط إما بقدرة المؤسسة على تحقيق عائد مناسب على الأصول وتذبذب التدفقات النقدية، وبقدرة المؤسسة على السداد والهيكل التمويلي، وترتبط بالتغيرات في أسعار السهم وعوائدها الأمر الذي يخلق مخاطر تؤثر على قرارات المستثمرين وتكوين توقعات سلبية مبنية على الربحية الظاهرة بالكشوف المالية المنشورة، لذلك يجب من المراجع التعرف على هذه المخاطر وقياسها حتى يمكنه الإدلاء برأيه في الكشوف المالية الأساسية والإضافية، وأنها لا تخفي شيئاً على متطلبات المستثمرين لفهم الأوضاع المالية، التشغيلية والاستثمارية.

ثانياً: أغراض استخدام المعلومات المحاسبية

إن معيار المنفعة أو فائدة المعلومات يأتي في قمة هرم الخصائص النوعية، إذ أن تحقيق المنفعة المرجوة يتطلب توافر خاصيتين أساسيتين هما خاصية الملاءمة وخاصية المصداقية، والاعتماد على المعلومات فإذا فقدت المعلومات المحاسبية أيًا من هاتين الخاصيتين الأساسيتين فإنها تكون غير مفيدة بالنسبة للمستخدمين المعنيين.⁽¹⁾

حيث أنه يمكن الاستفادة من المعلومات الخاصة بالدور الاجتماعي في البيانات المالية والمحاسبية في الشركات والتي تساهم في حل بعض المشكلات والصعوبات التي تواجهها. وتوجد أهداف للكشوف المالية التي تقدم المعلومات المالية المفيدة في اتخاذ القرارات لمستخدمي المعلومات المالية كما يلي:⁽²⁾

- تقديم معلومات مفيدة في الحكم على قدرة الإدارة على الاستغلال الأمثل للموارد.
- تقديم معلومات مفيدة للمستثمرين والدائنين والمقارنة وتقييم التدفقات النقدية المحتملة لصالحهم، من حيث المبلغ والتوقيت والمخاطرة .
- تقديم معلومات عن الموارد الاقتصادية، والالتزامات الناشئة عن هذه الموارد.
- تقديم معلومات حول إدارة المؤسسة.
- تقديم معلومات حقيقية وتفسيرية حول العمليات والأحداث الأخرى.

(1) رضوان حنان حلوة، النموذج المحاسبي المعاصر، مرجع سابق، ص 191.

(2) طه عبد الجابر، الإفصاح المحاسبي ودوره في تشييط أسواق المال، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر العدد 9، 1999، ص 227.

المطلب الثالث: أساليب وطرق الإفصاح عن المعلومات المحاسبية

توجد العديد من الأساليب التي يمكن استخدامها لغرض الإفصاح عن المعلومات المالية، وبيان أثر الأحداث الاقتصادية في الكشوف المالية أو الملاحق، وهي أساليب مكملة لبعضها البعض حيث يتوقف استخدام أي من هذه الأساليب على طبيعة ونوعية ودرجة وأهمية المعلومات، فهناك معلومات تعتبر أساسية ويجب إظهارها ضمن المكونات الأساسية للكشوف المالية، وهناك معلومات أخرى يمكن اعتبارها ثانوية يتطلب الإفصاح عنها، ولكن في ملحقات الكشوف المالية أو في الهوامش، وحتى لا تكون عملية الإفصاح غير منظمة وعشوائية هناك مجموعة من الأساليب العامة للإفصاح والتي تتمتع بدرجة عالية من القبول والاتفاق بين أوساط المحاسبين والمستخدمين للكشوف المالية منها:⁽¹⁾

1- إعداد الكشوف المالية وترتيب بنودها: يعتبر عرض الكشوف المالية جزء مهما من الإفصاح المحاسبي بالإضافة إلى ترتيب مكوناتها وفق القواعد والمبادئ المحاسبية المتعارف عليها، تسهل عملية قراءتها وفهمها وإمكانية مقارنتها من طرف المستخدمين واستخلاص المعلومات.

2- الملاحظات الهامشية: يتم استخدام الملاحظات الهامشية لتوضيح أو تفسير أو إضافة معلومات أقل أهمية والمتعلقة بعناصر الكشوف المالية، والتي يمكن أن تحتوي على معلومات كمية أو وصفية، كإفصاح عن الأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية، أو الطرق والمبادئ المحاسبية المتبعة، إضافة إلى الإفصاح عن الالتزامات المحتملة.

3- الملاحق: وتشتمل على كشوف إضافية ترفق مع الكشوف الأساسية (الأصلية)، يتم من خلالها إعطاء تفاصيل عن بعض البنود الواردة بالكشوف المالية، والتي لا تستوعبها الملاحظات الهامشية ومثال ذلك الأصول الثابتة وطرق الاهتلاك، كشف الميزانية على أساس التغير في المستوى العام للأسعار، كشف المدينين ومخصص الديون المشكوك فيها، كشف المخزون السلعي... الخ.

4- المعلومات الموجودة من خلال الأقواس: تستخدم الأقواس في الكشوف المالية لتوضيح بعض الأرقام الظاهرة فيها، والتي يصعب فهم طرق احتسابها أو سبب ظهورها من قبل المستخدمين غير الملمين بالمحاسبة، مثل بيان المبدأ المستخدم في تقييم المخزون نهاية كل فترة.

5- تقرير المراجع: يعتبر من ضمن وسائل الإفصاح المستخدمة والمتفق عليها تقرير المراجع الخارجي وتقرير مجلس إدارة المؤسسة حيث يتم من خلال تقرير المراجع إعطاء رأي محايد عن موضوعية وسلامة

(1) محمد المبروك أبو زيد، المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية، إيتراك للطباعة والنشر، مصر، 2005، ص 584.

الأرقام الظاهرة بالكشوف المالية وذلك بغرض تعزيز ثقة المستخدمين في المعلومات المنشورة، في حين يقوم مجلس الإدارة بالإفصاح عن الأداء المالي للمؤسسة وعن الخطط المستهدفة.

المطلب الرابع: خصائص المعلومات المحاسبية

إن تحقيق الهدف العام من النظام المحاسبي المتمثل في إنتاج وخلق المعلومات المحاسبية وصياغتها في كشوف وتقارير مالية تقدم لمستخدميها للاستفادة منها في اتخاذ القرارات الإدارية السليمة يستدعي أن تكون هنالك خصائص نوعية للمعلومات المحاسبية والتي تشكل معايير أساسية للاسترشاد بها في الحكم على مدى كفاءة وفعالية تلك المعلومات وجودتها في تحقيق الأهداف المرجوة منها في أداء دورها في اتخاذ القرارات.

ولكي تكون المعلومات ذات كفاءة وفاعلية في تحقيق أهدافها لا بد لها من أن تتميز ببعض الخصائص النوعية والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

أولاً: معيار ملاءمة المعلومات:⁽¹⁾ إن المعلومات المحاسبية يجب أن تتميز بخاصية الملاءمة، وذلك لزيادة تأثيرها في التحكم بالحاضر واستيعاب الماضي من أجل التنبؤ بالمستقبل بموضوعية تسهل على مستخدمي تلك المعلومات عملية صنع واتخاذ قرار أدق وأكفأ مما لو كانت تلك المعلومات غير ملائمة.

ولأجل تحقيق صفة الملاءمة لتلك المعلومات لا بد أن تتوفر لها الصفات النوعية الفرعية، والمتمثلة في:

1- القدرة التنبؤية: لا بد للمعلومات أن تتميز بقدرتها على التنبؤ بالمستقبل وزيادة الثقة فيها وذلك لتجنب حدوث خسائر محتملة ولزيادة الدقة في المخصصات الواجب تكوينها للمستقبل، لمواجهة احتمالات نقصان الأصول أو زيادة الخصوم أو كليهما معاً.

وكذلك الاهتمام بقدرة المعلومات التنبؤية طبقاً لاختلاف أساليب وأدوات القياس المحاسبي، وإتباع سياسات محاسبية مختلفة تساهم في خلق القدرة التنبؤية لتلك المعلومات المحاسبية بشكل أفضل.

2- إمكانية التحقق من صحة التوقعات: يستلزم من مستخدم المعلومات المحاسبية أن يستفيد من خاصيتها في قدرتها على التحقق من صحة التوقعات الماضية من جهة أو الاسترشاد بالتوقعات المستقبلية من جهة أخرى، وهذا يساعد متخذ القرار في تصحيح التوقعات وخاصة عند إعداد الموازنات التقديرية ومنها على وجه التحديد الموازنة النقدية لكلا جانبي المدفوعات والمقبوضات، لأن قدرة المعلومات في تصحيح التوقعات تساعد في تنفيذ الموازنات لمختلف الأنشطة، والعكس صحيح.

(1) كمال عبد العزيز النقيب، مقدمة في نظرية المحاسبة، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2004، ص ص 293، 294.

3- التوقيت المناسب: يجب أن تقدم المعلومات المحاسبية لمستخدميها في الوقت المناسب للاستفادة منها في اتخاذ القرارات الملائمة لمعالجة الخلل وأوجه القصور بأقل جهد وأدنى مستوى من التكاليف والخسائر.

ثانياً: الوثوق في المعلومات⁽¹⁾

وتعني هذه الخاصية إمكانية الاعتماد على المعلومات المقدمة، أي أن تجعل متخذ القرار يثق بها، ولتحقيق ذلك يجب توافر ثلاثة صفات نوعية والمتمثلة في:

1- صدق المعلومات في تمثيل الظاهرة موضع البحث: أي تطابق طبيعة العملية المالية مع أرقام المعلومة المقدمة عنها، أي الصدق في تمثيل المعلومات المحاسبية للواقع العملي الذي يعكس الأحداث الاقتصادية والمعاملات المالية التي تمارسها الوحدة الاقتصادية.

وتزداد أهمية هذه الصفة بالذات اتجاه الأحداث المحتملة والمتوقعة الحدوث وغير المؤكدة والتي تستوجب تكوين لها مخصصات مناسبة لحجم التمثيل الصادق للواقع.

2- الموضوعية أو قابلية التحقيق: أي أن محاسب آخر، لو أعاد عملية القياس المحاسبي لتوصل إلى نفس النتائج وتشتتت الخاصية تجنباً لعملية الانحياز والتأثير الشخصي في عملية القياس المحاسبي من جهة، والإفصاح التام عن المعلومات المحاسبية من جهة أخرى، مما يدعوا المحاسبين إلى الاتفاق على هذه المسألة أو تلك من المعالجات المحاسبية.

وإن الموضوعية تعد أحد الفروض الأساسية في المحاسبة والتي تتطلب الثبات النسبي والقبول والملاءمة للسياسات والإجراءات المحاسبية المطبقة من قبل أغلب المحاسبين.

3- الحياد:⁽²⁾ تعتبر المعلومات محايدة عندما تكون خالية من التحيز للوصول إلى نتيجة معينة أو سلوك معين، مثلاً إذا أنتجت بصورة منتظمة معلومات تفضل مجموعة من المستخدمين على مجموعة أخرى فإنها تعتبر غير محايدة.

ثالثاً: القابلية للمقارنة.⁽³⁾

من البديهي أن استخدام أساليب محاسبية مختلفة يجعل الكشف المالية التي تصدرها الوحدات الاقتصادية غير قابلة للمقارنة، فالمعلومات المحاسبية الخاصة بوحدة معينة تكون مفيدة إذا أمكن مقارنتها بالمعلومات الخاصة بالوحدات الأخرى.

(1) رضوان حنان حلوة وآخرون، أسس المحاسبة المالية، ط1، جدار الحماد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 53.

(2) فداغ الفداغ، المحاسبة المتوسطة نظرية وتطبيق، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص 27.

(3) وصفي عبد الفتاح أبو المكارم، المحاسبة المالية المتوسطة القياس والتقييم والإفصاح المحاسبي، دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية، 2000، ص 33.

فاختلاف الأساليب يعطي نتائج متباينة عن نفس الحقائق والأحداث الاقتصادية مما يؤدي إلى نتائج مضللة وسوء الفهم حول تخصيص الموارد الاقتصادية.

فضلا عن ذلك فإن استخدام قواعد وأساليب محاسبية موحدة يهيئ الفرصة للتعرف على أوجه الشبه والاختلاف في الظروف الاقتصادية المحيطة بكل وحدة، والجدير بالذكر أن التشابه والاختلاف لن يكون له معنى إذا كانت أساليب وأسس القياس متباينة.

لذلك فإن القرارات التي يتخذها المستثمرون تستلزم أن تكون المعلومات قابلة للمقارنة حتى يمكن الاعتماد عليها في اتخاذ القرار المناسب.

رابعاً: الاتساق.⁽¹⁾

يقصد به الثبات في تطبيق الأساليب والقواعد المحاسبية من فترة إلى أخرى، وهذا بدوره يحقق إمكانية المقارنة بين نتائج الوحدة على مر الزمن ويحول دون ظهور تغيرات تنتج عن تغيير الأساليب والقواعد المحاسبية، ولكن يجب الإفصاح عن هذه التغيرات في الكشوف المالية، فقد تعطي المعلومات المحاسبية انطباع غير حقيقي عن الزيادة في الدخل، وقد يفسره البعض انه ناتج عن زيادة في كفاءة الوحدة الاقتصادية في استغلال مواردها، بينما قد يخفي هذا التحول خسائر في نتيجة العمليات.

ولأن المتغيرات البيئية قد تفرض على الوحدة الاقتصادية تغيير بعض الأساليب والقواعد المحاسبية التي تستخدمها، وفي مثل هذه الحالات يشترط مجلس معايير المحاسبة المالية على ضرورة الإفصاح عن أي تغيير وبيان أثره على الدخل في الفترة المحاسبية التي تم فيها.

ومن هنا نلاحظ أن كلا من خاصتي القابلية للمقارنة والاتساق من الخصائص التي يجب أن تتصف بها المعلومات المحاسبية المفيدة، ولكن ليس على نفس الدرجة من الأهمية لخاصتي الملاءمة والموثوقية، فتوافر خاصتي قابلية المقارنة والثبات في المعلومات المحاسبية لا يجعلها لوحدها مفيدة، ما لم تتوافر أصلاً على خاصتي الملاءمة والموثوقية.

عدا عن الخصائص المذكورة فإنه هناك خصائص نوعية فرعية متنوعة مثل اكتمال المعلومات واقتصاديات المعلومات وأخيراً القابلية للفهم.

المبحث الثالث: الإفصاح ضمن الكشوف والتقارير المالية

إن إعداد الكشوف المالية ليس هدفاً في حد ذاته وإنما هو وسيلة لتوصيل معلومات تفيد في اتخاذ القرارات الاقتصادية عن طريق المفاضلة بين الاستخدامات البديلة المتاحة لاستخدام الموارد الاقتصادية

(1) المرجع السابق، ص ص 33، 34.

النادرة، وعادة ما تتبع الأهداف من احتياجات المستخدمين للمعلومات والتي تعتمد أساساً على طبيعة الأنشطة الاقتصادية والقرارات التي يتخذها هؤلاء المستخدمين.

وتعتبر الكشوف المالية هي المخرجات الأساسية لنظام المعلومات المحاسبي، والموصل الأساسي للمعلومات، هذا وتختلف مفاهيم ومحتويات الكشوف المالية التي تعدها المؤسسات باختلاف الجهات المنظمة لمهنة المحاسبة، واختلاف مفهومها للمستخدم النهائي للمعلومات الواردة في هذه الكشوف، كما أن الكشوف المالية يجب أن تفصح عن كل ما من شأنه أن يجعلها غير مضللة.

المطلب الأول: الإفصاح في الكشوف المالية المحاسبية

يمكن إبراز أهم المعلومات الواجب الإفصاح عنها كحد أدنى في الكشوف المالية وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية وفق ما يلي:

أولاً: كشف حسابات النتائج

كشف حسابات النتائج هو محور اهتمام المعرفة المحاسبية، فهو الوسيلة التي على ضوءها يمكن تقييم مدى كفاءة استغلال الموارد المتاحة للوحدة الاقتصادية، وهو مؤشر العمليات التي أنجزتها الوحدة خلال فترة معينة، وهو أيضاً الدافع الأساسي لاستثمار الأموال في مجال الأعمال، وهو محور اهتمام الأجهزة الحكومية لفرض الضرائب، فضلاً عن ذلك فهو من المبررات الجوهرية لاستمرار وبقاء الوحدة الاقتصادية.⁽¹⁾ إن الهدف من كشف حسابات النتائج هو إظهار صافي نتيجة النشاط في آخر الفترة المالية سواء كان صافي ربح أو صافي خسارة، فهو يهدف إلى معرفة وقياس مدى نجاح المؤسسة خلال فترة زمنية معينة في استغلال الموارد المتاحة في تحقيق الأرباح.

1- المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في كشف حسابات النتائج: يجب أن يشمل كشف حسابات النتائج

كحد أدنى على البنود التي تعرض المبالغ التالية:⁽²⁾

- الإيرادات، نتائج الأنشطة التشغيلية، تكاليف التمويل.
- حصة الشركات والمشاريع المشتركة في الأرباح والخسائر التي تمت محاسبتها باستخدام طريقة حقوق الملكية.
- المصروف الضريبي.

- الربح أو الخسارة من الأنشطة العادية.

(1) أحمد نور، المحاسبة المالية وفقاً للمعايير الدولية والعربية والمصرية: القياس والتقويم والإفصاح، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 236.

(2) أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص 51.

- البنود غير العادية.
- حصة الأقلية.
- صافي الربح أو الخسارة للفترة.
- يجب عرض البنود الإضافية والمجاميع الفرعية في صلب كشف حسابات النتائج حينما يتطلب ذلك معيار محاسبة دولي، أو عندما يكون هذا العرض ضروريا من أجل العرض ضروريا من أجل العرض العادل للأداء المالي للمؤسسة.

2- المعلومات التي يجب عرضها في كشف حسابات النتائج أو في الإيضاحات:⁽¹⁾ عندما تكون بنود النتائج أو المصاريف جوهرية، يجب على المؤسسة الإفصاح عن طبيعتها أو قيمتها بشكل منفصل، كذلك يجب على المؤسسة أن تعرض تحليلا للمصروفات المعترف بها في الربح أو الخسارة باستخدام تصنيف يعتمد إما على طبيعة المصاريف أو وظيفتها ضمن المنشأة، أيها يوفر معلومات مناسبة أو ملائمة. ويتم إجراء تصنيف جزئي لبنود المصاريف تفصيليا من أجل تسليط الضوء على مجال من مكونات الأداء المالي الذي قد تختلف من حيث الثبات وإمكانية الربح أو الخسارة وإمكانية التنبؤ، ويتم تقديم هذه التحليلات بطريقة واحدة أو بطريقتين:

أ- جدول حسابات النتائج حسب الطبيعة: تقوم المؤسسة بتجميع التكاليف حسب طبيعتها مثال ذلك (الاهتلاك، مشتريات المواد الخام، مصاريف النقل، أجور ومرتبات، ومصاريف إعلان) ولا يتم إعادة توزيعها بين المهام ضمن المؤسسة، وهي طريقة سهلة التطبيق في العديد من المشاريع الصغيرة لأنه لا توجد ضرورة لإجراء توزيعات للتكاليف التشغيلية بين التصنيفات حسب المهمة.

ب- جدول حسابات النتائج حسب الوظيفة: تصنف التكاليف بموجب هذا الأسلوب حسب وظيفتها كجزء من تكلفة المبيعات أو التوزيع أو الأنشطة الإدارية، وهذا العرض كثيرا ما يقدم معلومات للمستخدمين ملائمة أكثر من تصنيف التكاليف حسب طبيعتها، إلا أن توزيع التكاليف على الوظائف يمكن أن يكون حسب التقدير الفردي ويشمل اجتهادا كبيرا، وعلى المؤسسة أن تصنف التكاليف حسب وظيفتها للإفصاح عن معلومات إضافية حول طبيعة التكاليف بما في ذلك تكاليف الاستهلاك وتكاليف الموظفين.

(1) المرجع السابق، ص 53.

ثانياً: كشف الميزانية⁽¹⁾.

يعد كشف الميزانية المكون الرئيسي في الكشوف المالية وهو عبارة عن بيان بالمركز المالي الذي يوضح الأصول والخصوم وحقوق الملكية في نقطة زمنية معينة، وتعكس الميزانية الوضع المالي للمؤسسة بما يتفق مع المحاسبة التي تم إعداد الكشوف المالية على أساسها.

ويوفر كشف الميزانية معلومات مفيدة عن مدى متانة أو قوة المركز المالي للمؤسسة، فتبين لهذه الأخيرة ما لديها من ممتلكات أو موجودات وما عليها من التزامات، سواء من قبل الملاك أو اتجاه الغير.

وتتكون الميزانية من عنصرين هما الأصول والخصوم:

-**الأصول:** هي منافع اقتصادية متوقع الحصول عليها في المستقبل، وإن الوحدة المحاسبية قد اكتسبت حق الحصول على هذه المنافع أو السيطرة عليها نتيجة أحداث وقعت أو عمليات تمت في الماضي، وهناك أصول طويلة الأجل وأصول قصيرة الأجل.

- **الخصوم:** هي تضحيات مستقبلية محتملة بمنافع اقتصادية ناشئة عن الالتزامات الحالية للمؤسسة المعنية بنقل أو تحويل أصول أو توفير خدمات للأصول الأخرى في المستقبل، نتيجة لمعاملات أو أحداث ولكي يوصف البند بأنه التزام يجب توفر الشروط التالية:

- يتطلب الالتزام، أن تقوم المؤسسة بتسوية الالتزام الحالي عن طريق تحويل مستقبلي لأصل ما عند الطلب أو عند حدوث حدث معين أو في تاريخ معين.

- لا يمكن تقادي الالتزام.

- وقوع الحدث الملزم للمؤسسة.

- وتنتج الالتزامات عادة من معاملات تمكن المؤسسة من الحصول على موارد، وتنتشأ الالتزامات الأخرى من تحويلات غير تبادلية عن طريق الإعلان عن توزيعات الأرباح للمساهمين.

1- المعلومات الواجب الإفصاح عنها في كشف الميزانية: نص المعيار الحاسبي الدولي رقم -1- على المعلومات التي يجب عرضها في كشف الميزانية كحد أدنى وهي كما يلي:

- الأملاك والمصانع والمعدات.

- الموجودات غير الملموسة.

- الاستثمارات التي يتم المحاسبة عنها بتطبيق طريقة حقوق الملكية.

- المخزونات.

(1) طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة، ط1، جامعة عين شمس، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص 111.

- الذمم التجارية المدينة والذمم الدائنة الأخرى.
- الالتزامات والموجودات الضريبية.
- المخصصات.
- الالتزامات غير المتداولة المنتجة للفائدة.
- حصة الأقلية.
- رأس المال الصادر والاحتياطيات.
- 2- المعلومات التي تظهر إما في صلب الميزانية أو الإيضاحات:⁽¹⁾ بالنسبة لكل نوع من رأس المال المساهم:
 - عدد الأسهم المصرح بها.
 - عدد الأسهم الصادرة أو المدفوعة بالكامل، وعدد الأسهم الصادرة ولكنها ليست مدفوعة بالكامل.
 - القيمة الاسمية لكل سهم.
 - تسوية عدد الأسهم في بداية السنة مع عدد الأسهم في نهاية السنة.
 - الحقوق والامتيازات والقيود الخاصة بتلك الفئة بما في ذلك القيود المفروضة على توزيع أرباح الأسهم ورأس المال.
 - الحصة التي تحتفظ بها المؤسسة ذاتها في أسهم رأسمالها أو التي تحتفظ بها الشركات الشقيقة أو التابعة لها.
 - الأسهم المحتفظ بها للإصدار بموجب عقود الخيارات وعقود البيع متضمنة شروط الإصدار وقيمتها.
 - وصف لطبيعة وغرض كل احتياطي ضمن حقوق الملكية.
 - مبلغ أرباح الأسهم الموزعة أو المقترحة أو المصرح عنها بعد تاريخ الميزانية العمومية لكن قبل المصادقة على إصدار البيانات المالية.
 - مبلغ أية أرباح أسهم تفضيلية ومترابطة لم يتم الاعتراف بها.
 - يجب على المؤسسة التي هي بدون رأس مال مساهم مثل شركات الأشخاص الإفصاح عن المعلومات المعادلة للمعلومات المطلوب إعدادها، مع توضيح الحركات في كل فئة من فئات حصص الملكية في كل فترة والحقوق، الامتيازات، والقيود المرتبطة بكل فئة من فئات حصص الملكية.

(1) أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص 114، 115.

ثالثاً: كشف التغيرات في الأموال الخاصة.(1)

هو كشف يوضح التغيرات التي تطرأ على الأموال الخاصة خلال دورة محاسبية معينة، وتزداد الأموال الخاصة بالأرباح، وتنقص بالخسائر الناتجة عن النشاط الاقتصادي للمؤسسة، كما تنقص بتوزيع حصص الأرباح، كما يتأثر هذا الكشف بتغير بعض الطرق المحاسبية وتصحيح الأخطاء.

1-المعلومات الواجب الإفصاح عنها في كشف الأموال الخاصة: بناء على ما جاء في الفقرة (96) من المعيار المحاسبي الدولي رقم (1): يجب على المؤسسة أن تعرض كميون منفصل لكشوفها المالية كشف يظهر ما يلي:

– الربح أو الخسارة للفترة.

– كل بند من بنود الدخل أو المصروف أو الربح أو الخسارة التي يتم الاعتراف بها حسب متطلبات المعايير الأخرى بشكل مباشر في حقوق المساهمين.

– إجمالي الدخل والمصروف للفترة.

– الأثر التراكمي للتغيرات في السياسة المحاسبية وتصحيح الأخطاء الرئيسية التي تم التعامل معها بموجب المعالجات القياسية في معيار المحاسبة الدولي رقم (8).

2- المعلومات الواجب الإفصاح عنها في كشف الأموال الخاصة أو الإيضاحات:

– العمليات الرأسمالية مع المالكين والتوزيعات على أصحاب حقوق الملكية.

– رصيد الربح أو الخسارة المتراكمة في بداية ونهاية الفترة والتغيرات خلال الفترة.

– مقارنة بين القيم الدفترية في بداية ونهاية الفترة لكل فئة من فئات رأس المال، علاوة الأسهم، الاحتياطات مع بيان كل تغير بشكل منفصل.

رابعاً: كشف التدفقات النقدية

هو كشف التدفقات النقدية الداخلية والخارجية خلال فترة معينة، تعين مصادر هذه التدفقات النقدية المرتبطة بالأنشطة التشغيلية والأنشطة الاستثمارية والأنشطة التمويلية.(2)

وتكمن أهمية قائمة التدفقات النقدية أنها تقدم معلومات أكثر وضوحاً عن مصادر واستخدام الأموال، والتي يعرضها كل من كشف حسابات النتائج و كشف الميزانية بصورة مختصرة جداً، إذ أن تلك الكشوف تعد على أساس الاستحقاق ولكن لا تعرض أي من الكشوف السابقة – منفردة أو مجتمعة – الملخص التفصيلي لكل

(1) المرجع السابق، ص ص 117، 118.

(2) طارق عبد العال حماد، التقارير المالية: أسس الإعداد، العرض والتحليل، مرجع سابق، ص 246.

من التدفقات النقدية الداخلة والخارجة أو مصادر واستخدامات الأموال خلال الدورة المالية، والتي يظهرها كشف التدفقات النقدية.

1- المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في كشف التدفقات النقدية: (1) المعلومات التي تشمل أنشطة التشغيل:

- كافة الأنشطة الرئيسية المنتجة للدخل (المعاملات التي تدخل في تحديدها في الربح/الخسارة).
- كافة العمليات التي لم تصنف كأنشطة استثمار أو تمويل.
- كافة المقبوضات النقدية الناتجة عن البيع وتقديم الخدمات والعمولات والإيرادات وكافة المدفوعات النقدية سدادا للالتزامات أو العاملين.
- كافة المدفوعات والمقبوضات النقدية المتعلقة بضرائب الدخل وكذلك المعاملات مع شركات التأمين.
- المعلومات التي تشمل أنشطة الاستثمار.
- الأنشطة المتعلقة بامتلاك الأصول طويلة الأجل والتخلص منها.
- المقبوضات النقدية الناتجة من بيع الأصول الثابتة وغير الملموسة.
- المقبوضات النقدية والناتجة من بيع السهم والسندات (غير المخصصة أصلا للمتاجرة).
- المقبوضات النقدية من تحصيل القروض.
- المدفوعات النقدية لاقتناء الأصول الثابتة وغير الملموسة.
- المدفوعات النقدية والقروض الممنوحة للغير.

المعلومات التي تشمل أنشطة التمويل: (2)

- كافة الأنشطة التي ينتج عنها تغيرات في حجم ومكونات حقوق الملكية وعمليات الاقتراض.
- مقبوضات نقدية عن إصدار الأسهم.
- مقبوضات نقدية عن إصدار السندات أو القروض أو أوراق الدفع.
- مدفوعات نقدية لسداد مبالغ مقترضة أو لتخفيف التزام.

المطلب الثاني: الإفصاح ضمن الإيضاحات المرفقة والتقارير الأخرى

وتتمثل الإيضاحات المرفقة والتقارير الأخرى في:

(1) المرجع السابق، ص ص 250، 251.

(2) نفس المرجع، ص 252.

أولاً: الإيضاحات المرفقة

يعتبر ملحق الكشوف المالية جزء لا يتجزأ منها، إذ لها أهمية كبيرة في المساعدة على فهم وقراءة الكشوف المالية، وتوضيح المعلومات التي يصعب إدراجها في تلك الكشوف، وبدون هذا الملحق تعتبر الكشوف المالية غامضة ولا يمكن أن تكون أساساً سليماً لاتخاذ القرارات برشد وعقلانية.

ويشتمل الملحق على معلومات تتضمن النقاط التالية:⁽¹⁾

- القواعد والطرق المحاسبية المعتمدة لمسك المحاسبة وإعداد الكشوف المالية.
- مكملات الإعلام اللازمة لحسن فهم الميزانية، حسابات النتائج، جدول تدفقات أموال الخزينة، وكشف تغيرات الأموال الخاصة.
- المعلومات التي تخص المؤسسات المشتركة والفروع أو المؤسسة الأم وكذلك المعاملات التجارية التي يحتمل أن تكون حصلت مع تلك المؤسسات أو مسيرتها.
- المعلومات ذات الطابع العام أو التي تخص بعض العمليات الخاصة لاكتساب صورة وفيه.
- إن المعلومات الموجودة في الملحق تخص أربعة أبعاد للمؤسسة وهي: اقتصادية، قانونية، جبائية واجتماعية، كما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (4): المعلومات الموجودة في الملحق

اقتصادية	قانونية	جبائية	اجتماعية
<ul style="list-style-type: none"> - طرق التقييم - تطور بعض البنود. - طرق حساب الاهتلاك والمؤونات وخسائر القيمة. - جرد المحفظة المالية للقيم القابلة للتوظيف. 	<ul style="list-style-type: none"> - مبلغ الالتزامات المالية. - هيكل رأس المال الاجتماعي للمؤسسة. - القروض المضمونة. 	<ul style="list-style-type: none"> - توزيع الضرائب بين النتيجة الجارية والنتيجة الجبائية. 	<ul style="list-style-type: none"> - عدد العمال. - مبلغ الأجور الإجمالية المدفوعة. - المبالغ المسددة كامتيازات اجتماعية.

Source :Nacer Eddine Sadi, *analyse financière d'entreprise et outils d'analyse et de diagnostic en nomes françaises*, Le Harmattan, Paris, France, 2009, p 66.

(1) القرار المؤرخ في 23 رجب 1429 الموافق لـ 26 يوليو سنة 2008 المتضمن قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية/العدد 19، ص 38.

ولفهم أفضل لبنود الكشوف المالية، فإنه يتم استخدام جداول إضافية والمتمثلة في: (1)

- جدول تطور التثبيتات والأصول غير الجارية.
- جدول الاهتلاكات.
- جدول خسائر القيمة في التثبيتات والأصول الأخرى غير الجارية.
- جدول المؤونات.
- جدول المساهمات (فروع ووحدات مشتركة).
- بيان استحقاقات الديون الدائنة والمدينة عند إقفال السنة المالية.

ثانياً: التقارير الأخرى

وتتمثل التقارير الأخرى في:

1- تقرير المراجع الخارجي (2): لقد تزايدت أهميته بعد النمو الهائل في جميع المشاريع العامة والخاصة حيث يقوم المراجع الخارجي بالتعبير عن النتائج التي تم التوصل إليها بعد الانتهاء من عملية المراجعة والفحص في تقريره الذي يعتبر المنتج النهائي لعملية المراجعة، وبإصدار هذا التقرير يختتم المراجع مهمته ولكن لا تنتهي مسؤوليته إن ثبت مستقبلاً إهماله في أداء واجباته المهنية.

أما خصائصه فتتمثل فيما يلي:

- تقرير المراجع الخارجي هو وسيلة اتصال رئيسية بينه وبين مختلف مستخدمي الكشوف المالية.
- من الأفضل إعداده بعد إقفال حسابات المؤسسة مباشرة.
- يجب أن يكون التقرير معبراً عن الحقائق ومنظماً بطريقة سليمة.
- لا يمكن أن يشتمل التقرير ملاحظات غامضة، بل يجب أن تكون العبارات مختصرة وشاملة.
- جمع العبارات الواردة في التقرير، يجب أن تكون مدعمة بوثائق، ومقدمة بطريقة تمنع أي تحريف.
- أ- إعداد تقرير المراجع الخارجي: يتبع المراجع الخارجي مجموعة من الخطوات بغرض إعداد التقرير.
- ب- الاجتماع النهائي: ويضم كل من المراجع والعميل وكل المسيرين والمسؤولين والهدف منه هو عرض وتوضيح كل نقاط القوة والضعف مرفقة بالأدلة والإثباتات التي تحصل عليها المراجع، بما فيها المشاكل والتوصيات والملاحظات، وفي هذه الحالة يجد المراجع نفسه أمام حالتين وهما:
- إما يثبت المراجع حكمه ونتائجه باستدلالات وبالتالي تنتهي المعارضة مباشرة.

(1) المرجع السابق، ص ص 41-43.

(2) زخروفة بوعكة، دور التقارير لمالية في تقييم وتحسين الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدم لاستكمال متطلبات الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2012، ص ص 22، 23.

- أو أن يتمتع المراجع عن ذكر الملاحظات لعدم قدرته على الاستدلال.

ج- إعداد تقرير المراجع النهائي: وهو الشكل النهائي والكتابي لمهمة المراجعة، فمن غير الممكن القيام بمهمة المراجعة بدون كتابة تقرير للحكم على وضعية المؤسسة.

2- تقرير مجلس الإدارة:⁽¹⁾ يمتثل محتوى هذا التقرير في وصف أنشطة المؤسسة الرئيسية والمؤسسات التابعة لها، وطبيعة عملها والاستثمارات الرأسمالية وعدد الموظفين في كل منها، كما يجب أن يتضمن التقرير الهيكل التنظيمي للمؤسسة ودرجة اعتمادها على موردين محددين أو عملاء رئيسيين، ووصف الامتياز الحكومي إذا كانت تتمتع به المؤسسة، والمنافسة التي تتعرض لها والإنجازات التي حققتها مدعمة بأرقام ووصف للأحداث الهامة، وتحليل المركز المالي ونتائج أعمال المؤسسة خلال السنة، ومعلومات عن الأداء المستقبلي للمؤسسة وبيان أسماء أعضاء مجلس الإدارة ورتبتهم ونبذة تعريفية عن كل منهم وبيان لجنة التدقيق ولجنة الرواتب والحوافز، بيان عن مسؤولية مجلس الإدارة لفعالية الضوابط والإجراءات الداخلية للمؤسسة وحماية أصولها وبيان تفصيلي عن المزايا والمكافآت التي يتمتع بها كل من رئيس وأعضاء الإدارة بما في ذلك جميع المبالغ التي حصل عليها كل منهم من الرواتب والأجور والأتعاب والمكافآت وغيرها كنفقات السفر وخطة التقاعد للموظفين والحوافز والتبرعات والمنح التي دفعتها المؤسسة والمساهمة التي قدمتها المؤسسة لحماية البيئة.

ثالثا: الإفصاحات الخاصة بالشركات المسجلة في البورصة

إضافة إلى التي ذكرناها سابقا، فإن الشركات المسجلة في البورصة تقدم إفصاحات أخرى وهو ما يعني الالتزام بمستوى عالي من الإفصاح، هذا الأخير كان محل اهتمام العديد من الجهات التي عملت على ضمان مستوى دقيق من الإفصاح وبالأخص:

1- الإفصاح ضمن التقارير المؤقتة (الدورية): وتعني انسياب المعلومات من الشركة إلى المستثمرين الحاليين والمرتبين والأطراف المهتمة بها، كل فترة قصيرة عادة ما تكون ربع سنوية، ونصف سنوية الهدف منها تلبية حاجات المستثمرين الدائمة إلى المعلومات والتي لا يمكن تأجيلها إلى غاية نهاية السنة من خلال التقارير المالية السنوية.

أ- ربحية السهم الواحد EPS: يستخدم هذا المؤشر والذي يطلق عليه البعض حصة السهم العادي من الأرباح أساس لتقييم ربحية السهم العادي، ونظرا لأهميته بالنسبة للمستثمرين في أسواق رأس المال تلتزم

(1) المرجع السابق، ص 23.

شركات المساهمة المتداولة في البورصة بالإفصاح عن ربحية السهم الواحد كما ألزمت لجنة المعايير المحاسبية عن ضرورة عرضه وذلك وفقا للمعيار IAS33.⁽¹⁾

- ب- **طريقة حساب ربحية السهم الواحد:** وفقا لطبيعة هيكل رأس مال الشركة نميز بين ربحية السهم الواحد الأساسية وربحية السهم الواحد المنخفض وبحسب كل منهما كما يلي:
- ج- **ربحية السهم الواحد الأساسية:** إذا كان هيكل رأس المال بسيطا خاليا من الأدوات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية يتم حسابه كما يلي:

$$\text{ربحية السهم الواحد الأساسية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط الموزون (المرجح) لعدد الأسهم العادية}}$$

- د- **ربحية السهم الواحد المنخفضة:** إذا كان رأس المال المستثمر مركبا باحتوائه عددا من الأدوات التي يتحمل تحويلها إلى أسهم عادية مثل: الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، أو عقود الخيار التي تعطي لحاملها حق تحويلها إلى أسهم عادية، أو السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية فحينئذ يتم احتساب ما يعرف بربحية السهم الواحد المنخفضة، ويتم حسابها كما يلي:

$$\text{ربحية السهم الواحد المنخفضة} =$$

صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الاسهم الممتازة غير القابلة للتحويل

+ توزيعات الأسهم الممتازة القابلة للتحويل + صافي فائدة السندات القابلة للتحويل بعد خصم الضريبة

$$\frac{\text{المتوسط الموزون (المرجح) لعدد الأسهم العادية}}$$

2- الإفصاح عن ربحية السهم الواحد:

أ- عادة ما يتم الإفصاح عن عناصر ربحية السهم الواحد الأساسية أو المنخفضة في صلب قائمة الدخل من خلال الإفصاح عن بنوده:

- الربح أو الخسارة من العمليات المستمرة المتعلقة بعملية الأسهم العادية للشركة.

- أي عمليات غير مستمرة واردة بالتقرير.

- الربح أو الخسارة الراجعة إلى حملة حقوق الملكية للشركة الأم.

ب- يتم الإفصاح عن الخسائر الأساسية للسهم وكذلك الخسائر المنخفضة عند تاريخ حدوثها.

(1) طالبة أميرة، أثر الإفصاح المالي والمحاسبي على القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2008-2009، ص ص 109، 110.

ج- يجب الإفصاح عن المبالغ المستخدمة في حساب بسط النسبة سواء لحساب ربحية السهم الواحد الأساسية أو المحفظة وتسوية تلك المبالغ مع صافي الربح أو الخسارة عن الفترة.

المبحث الرابع: المعلومات المحاسبية وكفاءة سوق رأس المال

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات المحاسبية، وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس الإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات تستخدم في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة، كما تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحسابات القيمة الحقيقية لها، وتكمن أهمية المعلومات ومدى توفرها في سوق الأوراق المالية وعدم تكافؤ المستثمرين أو المتعاملين في الحصول عليها من شأنه أن يؤثر على سير أداء السوق المالي الفعال، وفي حالة عدم تكافؤ فرص الحصول على المعلومات في سوق الأوراق المالية تسمى هذه الحالة بعدم تماثل المعلومات، أي امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون، وسنحاول في هذا المبحث التعرف على تأثير المعلومات على سوق رأس المال، ودور الإفصاح المحاسبي في التخفيض من عدم تماثل المعلومات

المطلب الأول: دور وأثر المعلومات في سوق الأوراق المالية

تعد المعلومات المالية المحور الأساسي لسوق رأس المال، إذ توفرها بشكل ملائم يزيد من كفاءة وفعالية السوق

أولاً: دور المعلومات في سوق رأس المال

تتوقف كفاءة سوق رأس المال على كفاءة نظام المعلومات، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة، من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها، وتؤدي المعلومات دوراً هاماً في سوق رأس المال، إذ تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة، لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وقد تبين مما سبق أن من أهم خصائص سوق رأس المال الكفاءة أن يعكس أسعار توازن الأسهم، وهي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة المخاطر المرتبطة بالاستثمار فيها.

ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين على تحليل وتفسير هذه المعلومات، ويمكن القول أن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقاً لدرجة المخاطر المرتبطة بها، أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توفر المعلومات يؤدي دوراً هاماً في تخفيف الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية، من حيث التوازن بين

العائد والمخاطرة، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب علي زيادة حجم السوق وعدد المتعاملين، وبالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية في الدولة⁽¹⁾، وكلما ازدادت درجة الاعتماد على المعلومات كلما زادت ثقة المستثمرين فيما يتخذونه من قرارات، وإذا ما قدر أحد المستثمرين أن المعلومات غير كافية أو لا يمكن الاعتماد عليها، فإن القرار المحتمل نتيجة لذلك هو الإحجام عن الاستثمار. وخلاصة مما سبق فإن كفاءة سوق رأس المال تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية، حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يتوقف على نظام المعلومات المالية، حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يتوقف على ما يلي:

- 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.
- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة المخاطر المرتبطة بها، على نحو يلبي احتياجات المستثمرين.
- إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار.

ثانياً: أثر عدم تماثل المعلومات على سوق رأس المال

تبنى أهمية ودور نظام المعلومات أن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلباً على قرارات المستثمرين من جهة وعلى كفاءة سوق الأوراق المالية ذاتها من جهة أخرى، أي أن عدم تماثل المعلومات بمعنى امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون بهدف تحقيق عائد غير اعتيادي وذلك قبل نشرها في التقرير والقوائم المالية، فשعور أحد المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة كفيلاً بأن يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن التعامل فيها، مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في السوق، وتناقص حجم السوق وكفاءته كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة في لحظة ما، بالإضافة إلى ذلك فإن عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة، وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق، أي عدم توافر المعلومات أو توفرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين أو

(1) بن أعر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة تلمسان، 2012، ص 107.

عدم توافر الأشخاص القادرين على تحليلها سوف يحول سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية تقود إلى تسعير خاطئ لا تبرره أساسيات الاستثمار في الشركة المصدرة للأسهم، مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفاء لموارد المالية المتاحة.

وقد ترجع عدم الكفاءة في نظام المعلومات إلى التأخر في نشر المعلومات والبيانات مما يقلل من فائدة ما تتضمنه من معلومات للمتعاملين، ويتوقع في هذه الحالة أن تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي تؤدي إلى تحقيق البعض لعوائد زائد، يمكن أن تتسبب في حدوث ظواهر سلبية للغاية، أما العامل الآخر الذي يمكن أن يكون وراء عدم كفاءة نظام المعلومات المالية، فيتمثل في نوعية المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشورة بحيث يفشل المتعاملون في اتخاذ قرارات استثمارية ناضجة بسبب عدم حصولهم على جميع المعلومات الضرورية، أو لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.⁽¹⁾

المطلب الثاني: دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات

يلعب الإفصاح المحاسبي دورا هاما في تخفيض تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية وبالتالي زيادة كفاءة سوق رأس المال، متمثلا في الوصول إلى الأسعار الحقيقية للأسهم وكذلك زيادة حجم العمليات لسوق رأس المال وتحقيق السيولة اللازمة والتي تشجع التعامل في سوق رأس المال، كما أن زيادة حجم التعامل وتوفير السيولة سيؤدي إلى تخفيض تكلفة العمليات وبالتالي زيادة العائد من التعاملات وتحقيق المنفعة للاقتصاد القومي ككل، لذا فمن مصلحة كل الأطراف تحقيق كفاءة سوق رأس المال، وبالتالي فإن كل طرف سيحاول تحقيق مصلحته الذاتية، ولكن دون التضحية بالتوازن القائم في سوق رأس المال، وقد ناقشت عدة بحوث حديثة الحوافز الخاصة بإدارة المشروعات لتحقيق كفاءة سوق رأس المال، عن طريق الإفصاح الذاتي عن المعلومات المحاسبية التي تهم المستثمرين، كما أن إدارة المشروعات تحاول طمأنة المستثمرين بصدق البيانات المفصوح عنها عن طريق تأجير خدمات المراجع الخارجي، وهناك ثلاث نظريات حديثة تفسر سلوك الإدارة بالنسبة للإفصاح المحاسبي.

أولاً: نظرية التعاقدات المثالية⁽²⁾

وفقا لهذه النظرية فإن هناك حافز تعاقدية للأطراف المختلفة يحكم عملية الاختيار من بين الطرق المحاسبية ويؤثر كذلك على درجة الإفصاح المحاسبي، وتفترض هذه النظرية أن الإفصاح المحاسبي يتم بصورة تؤدي

(1) المرجع السابق، ص ص 109، 110.

(2) كمال الدين مصطفى الدهراوي، محمد السيد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية 2006، ص ص 35-37.

إلى تخفيض تكاليف الوكالة، وقد بينت أشكال الإفصاح المحاسبي في سوق التعاقدات الخاصة بالمدىونية وبين كيف أن الدائنون يتوقعون تصرفات الأطراف الداخلية والملاك ومحاولاتهم تعظيم منفعتهم على حسابهم (الدائنون) مما يجعلهم يطلبون شكل معين من الإفصاح يحد من إمكانية استغلال المديرين والملاك، وقد اختبرت بحوث عديدة صحة فروض هذه النظرية، ووجدت أن درجة الإفصاح المحاسبي تزيد بزيادة درجة التعارض في المصالح بمتغيرات مختلفة، مثل حجم الشركة، معدل المدىونية، درجة تشتت الملكية، ومدى سيطرة المديرين على أمور الشركة، وقد وجدت هذه البحوث أن درجة الإفصاح المحاسبي تزيد بزيادة حجم الشركة، وارتفاع معدل المدىونية، وكلما زادت سيطرة المديرين على أمور الشركة.

ثانياً: نظرية السلوك الانتهازي. (1)

تفترض هذه النظرية أن اختيار الطرق المحاسبية وشكل الإفصاح يتأثر بالسلوك الانتهازي للمديرين وافترضت أيضاً هذه النظرية أن المديرين يحاولون تعظيم ثروتهم المتمثلة في ملكيتهم الأسهم والمكافآت التي يحصلون عليها، وبالتالي يختارون من الطرق المحاسبية تلك التي تزيد من الأرباح الحالية على حساب الفترات المستقبلية، أو قد تختار الطرق المحاسبية بشكل يؤدي إلى تمهيد الأرباح، وقد اختبرت بحوث عديدة لسلوك الإدارة عند إعدادها التقارير الخارجية وفقاً لفروض هذه النظرية، ووجدت أن إدارة الشركات التي بها عقود حوافز مرتبطة بالربح المحاسبي، تحاول تعظيم القيمة الحالية لمكافآتها عن طريق تحويل الأرباح المستقبلية إلى الفترة الحالية، كما أن الشركات ذات نسبة الديون العالية تحاول أيضاً زيادة الأرباح الحالية لتفادي مخالفة شروط المدىونية، أما الشركات الكبيرة الحجم فإنها تحاول تخفيض الأرباح الحالية لتفادي التكاليف السياسية الناتجة من التدخل الحكومي وزيادة الضرائب المفروضة عليها.

ثالثاً: نظرية توفير المعلومات (2)

تفترض هذه النظرية أن إدارات المشروعات تختار الطرق المحاسبية بما يؤدي إلى الإفصاح عن توقعاتها بالنسبة للتدفقات النقدية المستقبلية، ويلاحظ أن نظرية التعاقدات المثالية والمعلومات تتوافقان في أن كلاهما يربط بين الطرق المحاسبية التي يتم اختيارها لتؤثر على التدفقات النقدية للشركة، أما نظرية توفير المعلومات فتقترح أن اختيار الطرق المحاسبية يقدم معلومات عن التدفقات النقدية دون التأثير عليها مباشرة. وقد تبين أن هذه التفسيرات الثلاثة للإفصاح المحاسبي بواسطة تصرفات إدارة المشروعات عند اختيارها لشكل الإفصاح المحاسبي.

(1) المرجع السابق، ص 37، 38.

(2) نفس المرجع، ص 38، 39.

وقد ركزت البحوث التجريبية في السنوات الأخيرة على دور عقود الحوافز وشروط المديونية، بالإضافة إلى التكاليف السياسية في الإفصاح المحاسبي، واختيار الطرق المحاسبية دون التركيز على العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكفاءة سوق رأس المال، وقد بدأت بعض البحوث الحديثة تنظر إلى الإفصاح المحاسبي من وجهة نظر سوق رأس المال، فهذه البحوث تفترض أن إدارة المشروعات لديها معلومات متميزة عن شركاتهم بخصوص الأداء الحالي والمستقبلي، مقارنة بتلك المعلومات التي لدى المستثمر، واستراتيجية الإفصاح المحاسبي تعتبر وسيلة هامة لإدارة المشروعات لتوصيل معلوماتهم إلى المستثمرين.

خلاصة الفصل:

استهدف هذا الفصل التعرف على مفهوم الإفصاح المحاسبي الذي يعد من المفاهيم الراسخة في الفكر المحاسبي، باعتباره أداة اتصال بين المؤسسة الاقتصادية والعالم الخارجي لها، فمصادقية أسواق رأس المال تعزز من خلال الإفصاح.

وان المقصود بمصطلح الإفصاح أن تظهر الكشوف المالية جميع المعلومات الرئيسية بصورة كافية وواضحة وفي التوقيت المناسب دون تأخير، حتى يتمكن مستخدميها من اتخاذ قراراتهم اتجاه تعاملهم مع المؤسسة. كذلك يجب أن تكون هنالك معلومات مكملة للكشوف المالية التي تجعلها غير مظلمة، وقد تشتمل على العديد من المعلومات المالية وغير المالية والتي تسهل فهم حقيقة المركز المالي. ويتم التحقق من هذه الكشوف المالية من طرف جهة خارجية مستقلة وعلى درجة من الخبرة والدراية بهدف زيادة درجة الاعتماد عليها: وتأكيد الإفصاح بصورة مرضية على المعلومات التي تحتويها تلك الكشوف المالية.

تمهيد:

يرى العديد من الباحثين أن سوق رأس المال هو عصب الحياة الاقتصادية، ومحركها الرئيسي وأن عملية تكوين رأس المال هي العنصر الأساسي في عملية التنمية الاقتصادية، وفي هذا المجال فإن أسواق رأس المال تعتبر المجرى الرئيسي الذي تتحرك فيه الأموال وهو أمر حيوي وضروري لأي عملية تنمية اقتصادية، وتلعب المعلومات المحاسبية دورا هاما في نشاط وكفاءة أسواق رأس المال، بل وتعتبر من العناصر الضرورية جدا لأي قرار استثماري أو تمويلي يتخذ داخل هذه السوق وحول دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل كفاءة سوق رأس المال، فقد تعددت الدراسات وتناولته من جوانب مختلفة وفي بيئات مختلفة أيضا، وهذا ما سنتطرق إليه في دراستنا التحليلية.

المبحث الأول: تحليل دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل كفاءة سوق رأس المال:

كما ذكرنا فقد تناولت العديد من الدراسات علاقة الإفصاح عن المعلومات المحاسبية المستمدة من الكشوف المالية، ودورها في تفعيل كفاءة سوق رأس المال من خلال تأثيرها على مؤشرات التداول وأسعار الأسهم، حيث تم تبويب هذه الدراسات من حيث طبيعة السوق التي أجريت عليه، فميزنا بين الدراسات التي تمت في الأسواق المالية المتقدمة، وتلك التي أجريت على الأسواق المالية الناشئة.

المطلب الأول: التحليل في الأسواق المتقدمة:

على مستوى أسواق الأوراق المالية المتقدمة تمت العديد من الدراسات التي تؤكد أهمية الإفصاح عن المعلومات في تلك الأسواق، حيث تعد دراسة⁽¹⁾ **Ball and Brown** البداية الحقيقية لاهتمام المحاسبين والباحثين بدراسة العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية. وقد تعددت الدراسات منذ ذلك الحين حتى بداية التسعينيات حول البحث عن أهم العوامل المؤثرة والتي تساهم في تحديد أسعار الأوراق المالية في الأسواق المالية، وذلك لتلبية احتياجات المستفيدين من المعلومات المحاسبية.

وبحثت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الأرباح المتوقعة وأسعار الأسهم للشركات المساهمة المسجلة في بورصة نيويورك للأوراق واختبار أهمية الأرباح المنشورة وتأثيرها على أسعار الأوراق المالية. وركزت على اختبار فرض أن الأرباح المنشورة تكون مفيدة إذا رافق إصدار الكشوف السنوية تغيرات في سعر الورقة

¹ R. Ball and P. Brwon, **An Empirical Evaluation of Accounting Income**, Journal of Accounting Research, autumn, 1968.

المالية. وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 261 شركة من الشركات المسجلة في بورصة نيويورك للأوراق المالية خلال الفترة من 1957 إلى 1965 ، ومن نتائج الدراسة أن المعلومات المالية المتقابلة عن الأرباح قد تؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية لأسهم الشركة، في حين أن المعلومات المالية غير المتقابلة تؤدي إلى تأثير سلبي في القيمة السوقية للأسهم، كما أن المعلومات التي تطلبها البورصة من الشركات التي تتداول أسهمها لديها لها جدوى اقتصادية في عملية تسعير أسهم تلك الشركات.

أما **Seha** ⁽¹⁾ فتركزت دراسته على فرض أن أسعار الأوراق المالية في أي لحظة زمنية هي عبارة عن تقدير للقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية غير المؤكدة. وهو ما يعرف بفرضية السوق الكفاء وتهدف هذه الدراسة إلى اختبار هل أسعار الأسهم يتم وضعها بواسطة المستثمرين المتمسكين بالمعلومات المحاسبية (الأرقام المحاسبية) وذلك من خلال قيام الباحث بتحليل للدراسات والنتائج التي توصل إليها كل من **Hand et Harris**، فقد استخدمت دراسة **Hand** ⁽²⁾ أسلوب تحليل الانحدار على عينة مكونة من 233 شركة في أسواق رأس المال بالولايات المتحدة في السنوات من 1981 إلى 1984 ، في حين استخدمت دراسة **Harris** ⁽³⁾ أسلوب تحليل الانحدار في الفترة من 1979 إلى 1984، وقد توصلت هذه الدراسة إلى تأكيد النتائج الآتية:

- 1- أن الأسواق المالية تستخدم المعلومات المحاسبية عند تحديد أسعار الأوراق المالية.
- 2- استخدام المعلومات المحاسبية في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية وفي تقدير درجة المخاطرة المصاحبة للتدفقات النقدية.
- 3- استخدام المعلومات المحاسبية للتأكيد على إمكانية الاعتماد على المعلومات المتاحة من مصادر أخرى.

كما تهدف دراسة **Malcoln, Tffler** ⁽⁴⁾ إلى اختبار أثر الإفصاح المحاسبي في الكشوف المالية السنوية للشركات على طبيعة العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقرارات الاستثمار في أسهم الوحدات الاقتصادية، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 270 شركة في السنوات من 1978 إلى 1985 واعتمدت الدراسة على البيانات النوعية بدلا من البيانات الكمية، وذلك بهدف اختبار استجابة المعلومات المحاسبية لأسلوب الدراسة الذي يعتمد على البيانات النوعية، وقد خلصت الدراسة إلى أن الإفصاح مفيد كمصدر معلومات، كما يمكن أن يكون له تأثير سلبي عند اتخاذ القرارات الاستثمارية عند دمجها مع مصادر

⁽¹⁾ M. Seha Tinic, **A Perspective on the Stock Market's Fixation on Accounting Numbers**, The Accounting Review, October 1990.

⁽²⁾ J. Hand , R.M. **A test of the extended Functional Fixation hypothesis**, The Accounting Review, October 1990.

⁽³⁾ T.S. Harris, **Accounting disclosures and the market's valuation of oil and gas properties**, The Accounting Review, October 1987.

⁽⁴⁾ Smith Molcolm and Richard Taffler, **The Incremental effect of Narrative accounting information in Corporate annual reports**, Journal of Business Finance & Accounting, December 1995.

مالية كمية أخرى، مما يعني أن تعدد مصادر البيانات والمعلومات والإفصاح عنها له تأثير سلبي عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

هدفت دراسة **Hossain, Rahman** ⁽¹⁾ إلى إيضاح أثر الإفصاح الاختياري في الكشف السنوية في العلاقة بين مجموعة من المتغيرات المحاسبية (حجم الوحدة الاقتصادية ومستوى الديون الخارجية والأصول المملوكة) وقرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية النيوزيلندية، وقد طبقت الدراسة على عينة من الشركات المسجلة في البورصة النيوزيلندية، وقد استخدمت الدراسة أسلوب الانحدار المتعدد، وخلصت إلى إمكانية اتخاذ القرارات الاستثمارية اعتماداً على كمية المعلومات المحاسبية التي يفصح عنها طوعاً بواسطة الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية.

وعن إيضاح الدور الذي يمكن أن يقوم به الإفصاح المحاسبي على العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقيمة الوحدة الاقتصادية في أسواق الأوراق المالية، أجرى **Frederick, Taffler** ⁽²⁾ دراسة سعت إلى اختبار قدرة السنوية (تقارير التوزيعات المقترحة للأرباح، تقرير الجمعية العمومية السنوية التقارير المؤقتة) في نقل أسعار الأوراق المالية للمستثمرين، وقد استخدمت الدراسة طريقة المربعات الصغرى وطبقت على عينة مكونة من 337 شركة من الشركات المسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية في السنوات من 1979 إلى 1981، وخلصت نتيجة الدراسة إلى أن الكشف المالية المنشورة يمكن الاعتماد عليها كأحد مصادر المعلومات مما يساعد في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

قام **Kwaku** ⁽³⁾ بدراسة بحثت فيما إذا كانت الكشف المالية الفترية تحتوي على معلومات تؤثر في أسعار الأسهم، فالدراسة تفترض أن الهدف الرئيسي للكشف المالية هو مساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 100 شركة من الشركات الصناعية والتجارية المسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية، وقد استخدمت الدراسة نموذج السوق في السنوات من 1983 إلى 1987، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن الكشف المالية الفترية وما تحتويها من معلومات محاسبية تؤثر في أسعار الأوراق المالية في يوم إصدار الكشف، مما يساهم في مساعدة المستثمرين عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

تناول **Wright, ken** ⁽⁴⁾ دور المعلومات المحاسبية وأهميتها عند اتخاذ القرارات في الأوراق المالية بهدف محاولة زيادة الوعي بسلوك المستثمرين وذلك بالتطبيق على أسواق رأس المال في المملكة المتحدة وقد اعتمدت الدراسة على قوائم الاستقصاء التي أرسلت لمجموعة من المدراء التنفيذيين لتقييم المعلومات

⁽¹⁾ M. Hossain and A.R. Rahman, **Voluntary disclosure in the annual reports of New Zealand Copanies**, Journal of Internation Financial Management and Accounting, Spring 1995.

⁽²⁾ A. Frederick and J. Richard Taffler, **The information content of firm financial Disclosures**, Journal of Business Finance & A ccounting, April 1995.

⁽³⁾ K, Kwaku Opong, **The Information Content of interim financial reports: UK evidence**, Journal of Business Finance & Accounting, March 1995.

⁽⁴⁾ Mike Wirght, and Robbie Ken , **Venture capitalists, unquoted equity investment appraisal and The role of accounting information**, Accounting and Business Research, spring 1996.

المحاسبية، وقد أوضحت الدراسة أهمية المعلومات المحاسبية (القيمة الدفترية للسهم والتدفقات النقدية المستقبلية وتوزيعات الأرباح والعائد على الاستثمار والقيمة الاستبدالية للأصول) عند التقييم والمفاضلة بين الأنواع المختلفة من أسهم الوحدات الاقتصادية (الأوراق المالية)، وذلك لمساعدة المستثمر عند اتخاذ القرارات الاستثمارية في الورقة المالية.

كذلك دراسة **Bryan** ⁽¹⁾ هدفت إلى اختبار أثر الإفصاح المحاسبي طبقاً لمتطلبات هيئة سوق المال الأمريكية (SEC) على العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقرارات الاستثمار في أسواق المال الأمريكية حيث تحلل هذه الدراسة المتغيرات المحاسبية الإلزامية الواجب الإفصاح عنها (مثل الأسعار والإيرادات والتكاليف والسيولة المستقبلية والإنفاق الرأسمالي والعمليات المستقبلية)، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 250 شركة من الشركات المسجلة في بورصة نيويورك للأوراق المالية عام 1990 وقد استخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، وقد خلصت الدراسة إلى أن الإفصاح عن العمليات المستقبلية قد تساعد في تقييم مؤشرات نجاح الوحدات الاقتصادية في المستقبل قصير الأجل.

كما تعد دراسة **Beaver** ⁽²⁾ من الدراسات الرائدة في هذا الصدد، والتي أوضحت أنه في ظل سوق رأس المال الكفاء، فإن السوق تستجيب لأي معلومات بمجرد الإفصاح عنها، ومن ثم فإن ارتفاع أو انخفاض مؤشرات التداول للأسهم يعد انعكاساً لأي معلومات مالية أو غير مالية، بمجرد الإعلان عنها.

وأجرى **Foster** ⁽³⁾ سنة 1973 دراسة على البيئة الإنجليزية لاختبار مدى استجابة السوق لتنبؤات الأرباح المعلنة للسهم بواسطة المسؤولين في الشركات صاحبة الأسهم، وذلك قبل نشر الكشوف المالية وتوصلت الدراسة إلى أن المعرفة المسبقة لتقديرات ربحية السهم توفر فرصة لتحقيق أرباح غير عادية، كما أوضحت وجود علاقة بين إشارة خطأ التنبؤ بربحية السهم وإشارة العوائد غير العادية خلال فترة ما قبل إعلان التقديرات بواسطة الشركة، أما في فترة ما بعد الإعلان عن تقديرات الأرباح وتوافر هذه المعلومات وإتاحتها للجمهور، فإن العلاقات السابقة لم يظهر لها أي أثر وأصبحت غير معنوية مما يدل على أن تقديرات ربحية السهم المعلنة ذات محتوى إعلامي لحظة الإفصاح عنها.

⁽¹⁾ H. Stephen Bryan, **Incremental information Content of required disclosures Contained in Management discussion and analysis**, Accounting Review, April 1997.

⁽²⁾ w. beaver, **the information content of annual earnings announcements**, journal of accounting research, supplement, vol 6, 1968.

⁽³⁾ G. foster, **stock market reaction to estimates earning per share by company officials**, journal of accounting research, vol 11, spring 1973.

وعن المحتوى الإعلامي لتوقعات الإدارة عن الأرباح في السوق الأمريكي، قام **Waymire** (1) بدراسة توصلت إلى حقائق هامة مؤداها وجود علاقة ارتباط طردية بين طبيعة التنبؤات ونوعية العوائد، حيث أن تنبؤات الأرباح ذات الأخبار السارة تكون مصحوبة بعوائد غير عادية إيجابية وذلك في الفترة المصاحبة لتاريخ الإفصاح عن التنبؤات، وأن التنبؤات ذات الأخبار غير السارة تكون مصحوبة بعوائد غير عادية سلبية، وأوضحت الدراسة وجود بين حجم انحراف التنبؤ وبين حجم العوائد غير العادية.

أكد **Teets** (2) سنة 1992 في دراسته عن سوق الأوراق الأمريكي، على أن المعلومات المالية لها محتوى إعلامي في تفسير رد فعل السوق اتجاه الإعلان عن الأرباح غير أنه ثبت أن الاختلافات التنظيمية بين القطاعات تمثل أحد المتغيرات التي تؤثر في رد فعل السوق، ولقد انتهت الدراسة إلى اختلاف رد فعل السوق اتجاه هذه المعلومات المالية في القطاعات التي تحكمها نواحي تنظيمية مقارنة بتلك التي لا تخضع لمثل هذه القواعد التنظيمية.

وقدم **Francis** (3) سنة 1992 دراسة عن مدى استجابة سوق الأوراق المالية الأمريكي لنشر المعلومات المالية، حيث أشارت الدراسة إلى انخفاض تأثير المعلومات المالية المنشورة على أسعار الأسهم في تاريخ النشر، مما يعني انخفاض القوة التفسيرية للمعلومات المالية، وفسر ذلك في احتمال تسرب المعلومات إلى السوق قبل نشرها، مما أفقدها محتواها الإعلامي وتأثيرها على الأسعار.

اختار **Baker and Haslem** (4) سنة 1973 سوق واشنطن للأوراق المالية، حيث تمحورت الدراسة حول ترتيب مصادر الحصول على المعلومات من جانب المستثمرين، وأوضحت الدراسة أن الكشف المالية المنشورة تحل الترتيب الخامس في مصادر الحصول على المعلومات من جانب هؤلاء المستثمرين وكانت أكثر المعلومات أهمية بالنسبة للمستثمر هي المعلومات التنبؤية المستقبلية، تليها المعلومات التاريخية عن معدلات النمو وأثرها على الربحية، معلومات عن الشركة والصناعة التي تنتمي إليها، التنبؤات بالظروف الاقتصادية العامة وكفاءة الإدارة.

(1) G.waymire, **additional evidence on the information content of management earnings forecasts** journal of accounting rsearch, vol 22, autumn 1984.

(2) W, teets, **the association between stock market responses to earnings announcements and regulation of electric utilities**, journal of accounting research, vol 30, autumn 1992.

(3) J. francis, **the stock response to earnings announcements released during trading versus nontrading periods**, journal of accounting research, vol 30, autumn 1992.

(4) Baker and haslem, **information needs of individual investors**, journal of accountancy, vol 136, November 1973.

هدفا **Jiangli و al** ⁽¹⁾ سنة 2004 من خلال دراستهما إلى التعرف على دور الإفصاح المحاسبي في الأزمات المالية والفترات التي يشهدها العالم من عدم استقرار مالي، وتم تطبيق الدراسة على الأسواق المالية الآسيوية التي شهدت هزة مالية عنيفة قبل عدة سنوات، إذ قام الباحثان بعمل دراسة ميدانية على السوق الآسيوية على مدار خمس سنوات في الفترة من 1999 وحتى 2003، وتم تطبيق الدراسة على 15 شركة مساهمة عامة موزعة على خمس بلدان في شرق آسيا. حيث أوضحت نتائج الدراسة أن القروض غير المضمونة هي التي أدت إلى انعدام الشفافية وانخفاض مؤشر الثقة مما أدى إلى انخفاض مستوى الإفصاح المحاسبي الذي أدى إلى انهيار سوق رأس المال الآسيوي.

وهدفت أيضا دراسة **Pingyang** ⁽²⁾ سنة 2007 إلى إيضاح التبعيات المترتبة عن الإفصاح المحاسبي في الشركات المساهمة العامة، وأثر ذلك على فاعلية أداء هذه الشركات، وطبقت الدراسة على 65 شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية في مدينة شيكاغو الأمريكية، حيث أوضح الباحث أن الكشوف المالية تلعب دورا رئيسيا في تثبيت أسعار الأسهم في البورصة والتقليل والحد من مخاطر الانهيارات المالية المفاجئة للشركات، وتجنّب هذه الشركات مخاطر الإفلاس، وفي نتائج دراسته أكد الباحث ضرورة تبني الإفصاح المحاسبي على مستوى مجموع الشركات المدرجة في البورصة على أن تتم متابعة هذا الإفصاح ودقته من قبل هيئة تابعة لهيئة الأوراق المالية وتقوم بالتدقيق الدوري على هذه الشركات.

المطلب الثاني: التحليل في الأسواق الناشئة:

بالنسبة لأسواق رأس المال الناشئة فقد تناولت عدة دراسات موضوع الإفصاح المحاسبي ودوره في تفعيل كفاءة سوق رأس المال، ففي عام 1997 تناول **ندا محمد** ⁽³⁾ في دراسته حول أثر المؤشرات المالية على أسعار الأسهم، حيث تناولت الدراسة 16 مؤشرا مشتقا من الكشوف المالية لاختبار علاقة كل مؤشر منها مع أسعار الأسهم، وقد خلصت الدراسة من واقع الاختبار الميداني لهذه المؤشرات إلى تخفيضها لأربعة مؤشرات فقط هي القيمة الإسمية للسهم، نسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول، نسبة حق الملكية إلى إجمالي مصادر الأموال، نسبة الفوائد إلى المصروفات.

⁽¹⁾ Jiangli, Unal Yom, **Relationship Lending Accounting Disclosure and Credit Availability during Crisis**, Federal Deposit Insurance Corporation, Washington DC, 2004.

⁽²⁾ Pingyang, **Keynesian Beauty Contest Accounting Disclosure and Market Efficiency**, The University of Chicago -Graduate School of Business, 2007.

⁽³⁾ ندا محمد صبري ابراهيم، أثر القوائم المالية المنشورة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر، مجلة الفكر

المحاسبي، جامعة عين شمس، العدد 1، 1997.

وفي عام 1993 قام عبد الله⁽¹⁾ بإجراء دراسة لاختبار طبيعة العلاقة بين تغيرات أسعار الأسهم ونصيب السهم من الأرباح، في سوق الأوراق المالية السعودية، وتوصلت الدراسة إلى أن نصيب السهم من الأرباح له علاقة معنوية مع التغير في أسعار الأسهم في تاريخ النشر فقط، ولكن هذه العلاقة تفقد معناها كلما بعد الفاصل الزمني حيث تدخل متغيرات أخرى في تحديد الأسعار.

كذلك قدم هويدي⁽²⁾ سنة 2000 دراسة لاختبار قدرة مجموعة من المؤشرات المشتقة من المعلومات المالية المنشورة في التنبؤ بالعائد المتوقع تحقيقه من الاستثمار في الأسهم، وقد توصلت الدراسة إلى أن هذه المؤشرات قد فسرت ثلث محددات العائد المتوقع تحقيقه من الاستثمار في الأسهم في السنة التالية لنشر هذه المعلومات.

توصل صالح⁽³⁾ سنة 2000 في دراسته إلى أن معرفة المستثمرين للمعلومات المحاسبية وإدراكهم لأهمية هذه المعلومات يمكنهم التوصل إلى تقرير ملائم لما يجب أن تكون عليه أسعار الأسهم للشركة محل الدراسة والتحليل. وقد اهتمت الدراسة بإبراز أهمية الكشوف المالية ومحتواها كمصدر للمعلومات لمتخذي قرارات الاستثمار وتبين من هذه الدراسة ما يأتي:

-اتفاق محلي الاستثمار ومحلي الائتمان على أهمية الكشوف والتقارير المحاسبية ومحتواها الإعلامي كمصدر للمعلومات لاتخاذ قراراتهم.

-اختلاف هؤلاء المحللين في الأهمية النسبية للكشوف والتقارير المحاسبية حيث يرتبها المستثمرون كما يأتي:

- 1-كشف حسابات النتائج
- 2-كشف الميزانية
- 3-تقرير مراقب الحسابات.
- 4-الإيضاحات والملاحظات

(1) عبد الله عبد القادر، العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، الإمارات العربية المتحدة، العدد 9، 1993.

(2) هويدي علي حسن، تحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة والعائد المتوقع على الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية، المجلة العلمية الاقتصادية والإدارية جامعة عين شمس، العدد 2، 2000.

(3) صالح رضا إبراهيم، دور البيانات المحاسبية في سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية على المملكة العربية السعودية، المجلة العلمية، التجارة والتمويل، جامعة طنطا، العدد 1، 2000.

5- قائمة التدفقات النقدية.

كما تهدف دراسة **الفضل** ⁽¹⁾ سنة 2000 إلى محاولة إيضاح الدور الذي يمكن أن يقوم به الإفصاح المحاسبي لرفع كفاءة الكشوف المالية وتطويرها لإشباع حاجة المستفيدين (ومنهم المستثمرون) من المعلومات، وقد طبقت الدراسة على عينة من المستثمرين في سوق رأس المال الاسترالي، وقد أوضحت نتائج الدراسة التباين والاختلاف بين المعلومات التي يرغب المستثمرون في الحصول عليها وبين المعلومات الواردة بالكشوف المالية، وقد عبر المستثمرون عن ذلك بواسطة الرد الإيجابي لقائمة بنود الإفصاح الإضافية التي أقرت، حيث اعتمدت الدراسة على أسلوب قوائم الاستقصاء لعينة من المستثمرين في سوق رأس المال الاسترالي.

وعن إبراز قائمة التدفق النقدي في زيادة الاهتمام بالمحتوى الإعلامي للتدفق النقدي إذ أنها تعطي قدرة تنبؤية أفضل من المعلومات عن الأرباح للحكم على التوزيعات المستقبلية وتساعد على تقييم السيولة والمرونة المالية للشركات المساهمة، وتعاون المستثمر في تقييم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية. فقد اهتم **اللوغانى** ⁽²⁾ سنة 2001 ببيان أثر نشر المعلومات المحاسبية في التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث أبرزت ما يأتي:

- أن أسعار الأوراق المالية في سوق المال الكفاء تعكس بشكل فوري وبصوره غير متميزة جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين.

- أن الكشوف المالية والتقارير التي تصدرها الشركات المساهمة المصرية يجب أن تحتوي على معلومات مهمة تفيد المستثمرين في التنبؤ بالعائد المحاسبي والعائد السوقي بما يساعد في تكوين المحافظ الاستثمارية التي تتناسب مع درجات أفضليتهم للعائد والمخاطرة.

أما عن اختبار قدرة المعلومات المحاسبية (التقارير السنوية والتقارير الفترية) والمعلومات من مصادر أخرى (الوسطاء الماليين، البورصة، الصحف المالية) في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية في أسهم الوحدات الاقتصادية بالنسبة لمستثمر مؤسس ذي مهنة معينة، فقد اعتمد **عبد البديع** ⁽³⁾ سنة 2001 في دراسته على أسلوب الملاحظة كأحد أساليب جمع المعلومات وذلك عن طريق الملاحظة المباشرة للمستثمرين داخل محيط نشاطهم اليومي، حيث اعتمدت هذه الدراسة على البيانات النوعية بدلا من البيانات الكمية، وقد

(1) الفضل مؤيد محمد علي وآخرون، العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكل من حجم الشركة وأسعار أسهمها في السوق المالية، دراسة ميدانية في الطرق، مؤتمر المحاسبة في بيئة متغيرة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 2000.

(2) اللوغانى نبيل عيسى وآخرون، الأداء الاستثماري لأسهم القيمة وأسهم النمو في سوق الكويت للأوراق المالية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، المجلد الثامن، العدد الثاني، ماي 2001

(3) عبد البديع أشرف محمد، دور الإفصاح الفترى عن المعلومات وتقارير الفحص المحدود عليها في تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية: دراسة اختبارية، المجلة العلمية، كلية التجارة، جامعة أسيوط، العدد الثلاثون، يونيو، 2001.

خلصت الدراسة إلى أن الكشوف المالية السنوية تمثل أهم المعلومات الدورية الروتينية على مدار السنة المالية، وأن فائدة هذه الكشوف وأهميتها كمصدر رئيسي للمعلومات تتغير خلال العام، حيث يمكن استخدامها في بعض الأوقات كمصدر أساسي للمعلومات، وفي أوقات أخرى كمصدر تأكيدي لها، بل وأكثر من ذلك فإن الكشوف السنوية ليست فقط مصدر معلومات للاستعلام ولكنها أيضاً تعطي الحافز الذي يساعد على فتح المجالات لطرح الأسئلة التي يمكن الإجابة عنها من مصادر أخرى.

هدفت دراسة السيد⁽¹⁾ سنة 1983 إلى ما يلي:

- تحديد أهداف الكشوف المالية والتعرف على احتياجات مستخدمي تلك الكشوف من المعلومات مع دراسة العوامل المؤثرة على محتوى الكشوف المالية.

- إبراز الدور الهام الذي تقوم به المعلومات المفصحة في سوق رأس المال من حيث أثرها على أسعار الأوراق المالية وحجم التعامل عليها.

- تقييم الإفصاح الذي يطلبه قانون سوق المال وتقديم بعض المقترحات لتطوير هذا الإفصاح.

وقد أظهر التحليل أن هناك عوامل تؤثر في محتوى الكشوف المالية وتوقيت إصدارها، أهمها تعدد فئات مستخدمي المعلومات المالية وتنوع واختلاف احتياجاتهم من المعلومات والتشريعات والقواعد التي تصدرها الأجهزة الرقابية بالإضافة إلى التكاليف المرتبطة بالإفصاح المحاسبي وعلى الرغم من ذلك فإن الكشوف المالية التي تعد وفقاً لمبادئ المحاسبة المتعارف عليها مازالت تلعب دوراً هاماً في توفير المعلومات الملائمة لاحتياجات المستخدمين.

اشتملت دراسة مطر⁽²⁾ سنة 1993 على عينة مكونة من (30) شركة تبين أن الشركات المساهمة العامة الأردنية تلبية بوجه عام حوالي 80% من متطلبات وشروط الإفصاح المنصوص عليها في معايير المحاسبة الدولية، إلا أن هذا الإفصاح وكما أظهرته نتائج الدراسة يتفاوت في مداه بين الكشوف المالية الأساسية، أو فيما بين عناصر كل كشف منها على حدى، الأمر الذي يوجب منحه عناية أكبر نحو تحقيق الاتساق المطلوب في الإفصاح الفعلي على مستوى جميع هذه الكشوف.

وخلصت الدراسة إلى مجموعة من التوصيات:

(1) السيد أحمد، مدى أهمية المعلومات المحاسبية للمستثمرين: منهج مقترح لتطوير الإفصاح المحاسبي لتنشيط سوق المال المصري مجلة البحوث التجارية، جويلية، 1993.

(2) مطر محمد، تقييم مستوى الإفصاح الفعلي في القوائم المالية المنشورة للشركات المساهمة العامة الأردنية في ضوء قواعد الإفصاح المنصوص عليها في أصول المحاسبة الدولية، مجلة دراسات الجامعة الأردنية، المجلد 2000، العدد الثاني، أبريل عام 1993.

- أن يعمم الالتزام وأصول المحاسبة الدولية في إعداد البيانات المالية ليشمل جميع الشركات المساهمة العامة.

- أن تولي الشركات عناية أكبر لمتطلبات الإفصاح في جميع الكشوف المالية.

وللتعرف على الأسباب والمعوقات التي تحول دون التطبيق الكلي لمتطلبات الإفصاح المحاسبي الإلزامية من قبل شركات المساهمة السعودية ولتحقيق أهداف البحث فقد قام الملحم⁽¹⁾ سنة 2003 على استطلاع آراء عينة تشمل فئات يقع على عاتقها الدور الرئيسي في عملية تطبيق المعايير المحاسبية. وقد بينت الدراسة إلى أن أهم أسباب عدم الالتزام كانت ضعف آلية الإلزام وضعف البرامج التعليمية وقلة المحاسبين المؤهلين، كما عززت النتائج الأسباب إلى ضعف الإدراك بمفاهيم وأهداف المحاسبة وعدم إعطاء دور هام للقطاع الخاص في تقرير ما يلائمه من معايير.

وللتغلب على هذه الأسباب أوصت الدراسة قيام وزارة التجارة أو من يمثلها بتذكير الشركات بالمتطلبات الإلزامية وفرض العقوبات الصارمة عليها، في حالة ثبوت عدم التزامها، كما أوصت الدراسة بإنشاء وحدة إشراف ومراقبة خاصة للتأكد من تطبيق معايير الإفصاح المحاسبي، و لرفع مستوى الالتزام أوصت الدراسة على تكثيف البرامج التعليمية والتدريبية المستمرة للتعريف بمفاهيم وأهداف المحاسبة وكذلك بمعايير الإفصاح المحاسبي.

وحول أهمية المعلومات المالية ومدى توافرها في الكشوف المالية المنشورة للشركات المساهمة في الأردن قام الباحث العيسى⁽²⁾ بالدراسة التي حلل فيها آراء عينة من المستثمرين في سوق عمان للأوراق المالية والتي أظهرت أن المستثمرين يدركون الأهمية العالية للمعلومات المحاسبية لقرارات الاستثمار، إلا أنهم يرون أن المعلومات المنشورة غير كافية، وأنها تصدر في أوقات متأخرة، وينقصها التفصيل في كثير من الأحيان.

(1) الملحم عدنان، معوقات وأسباب عدم الالتزام بالتطبيق الكلي لمتطلبات الإفصاح المحاسبي في الشركات المساهمة السعودية

دراسة ميدانية، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد السادس، العدد الأول، مايو 2003.

(2) العيسى ياسين أحمد، أهمية المعلومات المالية ومدى توافرها في التقرير المالية المنشورة للشركات المساهمة في الأردن" مجلة مؤتة

للبحوث والدراسات، المجلد 6، العدد 2، 1991.

أما عن مدى فهم واستخدام المعلومات المحاسبية من قبل المستثمرين الأفراد في سوق بغداد فقد أجرى الزبيدي⁽¹⁾ دراسة تناولت عينة من المستثمرين في سوق بغداد للأوراق المالية، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن المستثمرين يدركون بدرجة عالية أهمية المعلومات المحاسبية لقرارهم الاستثماري، وأن المعلومات الكمالية المنشورة في الكشوف المالية للشركات المدرجة كافية لاتخاذ مثل هذا القرار، كما أوضحت النتائج أن المعلومات واضحة ومفهومة بالنسبة للمستثمرين بدرجة مقبولة.

إضافة إلى هذه الدراسات فإن هناك دراسات أخرى اعتمدت على أساليب كمية وإحصائية، وليس على قوائم استقصاء لقياس دور المعلومات المحاسبية على قرارات الاستثمار في أسواق مالية مختلفة في العالم وقد أوضحت هذه الدراسات جميعاً أن استخدام المعلومات المحاسبية هو أمر مهم جداً عند تحديد أسعار الأوراق المالية، وإن اختلفت الأهمية النسبية للعناصر والمكونات التي تحتويها هذه المعلومات.

المبحث الثاني: تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكفاءة الأسواق المالية وسبل تفعيلها

على ضوء التحليل السابق يمكن القول أنه يوجد اتفاق بين الباحثين على أن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية تعكس المعلومات المتاحة عن هذه الأسهم، أما الخلاف فينحصر في نوعية المعلومات ومدى سرعة استجابة الأسعار، وأنه يمكن تصنيف هيكل المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع فهناك المعلومات التاريخية وتعبّر عن بيانات سابقة مثل أسعار الأسهم وعوائدها في الماضي، ومعلومات هامة متاحة للنشر عن الظروف الحالية الخاصة بالمؤسسة أو الشركة المصدرة للأسهم، أو بالصناعة أو بالاقتصاد ككل، وأخيراً المعلومات الخاصة التي لا تتاح إلا لفئة مميزة مثل المديرين وكبار المدراء في الشركة.

المطلب الأول: تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكفاءة الأسواق المالية

من خلال ما تقدم واستناداً إلى مفهوم كفاءة سوق رأس المال توصلنا من تحليل الدراسة إلى ما يلي:

- أن السوق الكفاء يتدرج في درجة كفاءته وفقاً لنوع المعلومات المتاحة والمستخدم (الشكل الضعيف الشكل شبه القوي والشكل القوي) وأن كفاءة سوق رأس المال تقاس بالنسبة لهيكل معلومات معين ولا تعبر

(1) الزبيدي، مدى فهم واستخدام المعلومات المحاسبية من قبل المستثمرين الأفراد في سوق بغداد، جرش للبحوث والدراسات، المجلد 4 العدد 2، 1991.

عن مفهوم مطلق، وإنما الكفاءة في الواقع مفهوم نسبي مرتبط بنوعية المعلومات التي يمكن أو لا يمكن استخدامها للتنبؤ بالأسعار.

- أن مفهوم الكفاءة يتعلق أساساً بالعلاقة بين المعلومات وبين أسعار الأوراق المالية.

- يصل السوق إلى أعلى درجات الكفاءة حينما لا يستطيع أي فرد أو مؤسسة استخدام معلومات من أي نوع في تحقيق أرباح غير عادية من فروق الأسعار، وتصل كفاءة السوق إلى أدناها إذا ما استطاع أحد المستثمرين استخدام المعلومات الجديدة في تحقيق الأرباح عن طريق فروق الأسعار، بينما تنعدم كفاءة السوق تماماً إذا ما استطاع أحد العاملين استخدام معلومات تاريخية لتحقيق هذه الأرباح على حساب الآخرين.

- أن السوق الكفاء بمعناه القوي لم يتحقق بعد، حيث أثبتت الدراسات الميدانية في الأسواق المتقدمة، أن هذه الأخيرة تتميز بالكفاءة من الشكل شبه القوي ولكنها رفضت الشكل القوي، لأنه لازال في الواقع العملي من تتوافر لديهم القدرة على استخدام واستغلال ما يتوافر لهم معلومات خاصة جداً في القيام باستثمارات معينة ومن ثم تحقيق أرباح على حساب باقي المستثمرين.

- أن مفهوم كفاءة السوق (أي العلاقة بين المعلومات المالية وبين أسعار الأوراق المالية) تؤثر على طلب المستثمرين على المعلومات كما تؤثر على سلوك المستثمر نفسه، فإذا شعر المستثمر أن السوق كفاء سوف يلجأ إلى إتباع استراتيجيات بسيطة لتشكيل محفظة الأوراق المالية، وسوف يقل طلبه على المعلومات، أما في حالة شعور المستثمرين بعدم الكفاءة فقد يدفعهم ذلك إلى البحث عن المعلومات وتحليلها أو الاستعانة بالآخرين (الخبراء و المحللين الماليين و الوسطاء) وذلك في محاولة لتحقيق عوائد غير عادية.

- أن الهدف من دراسة كافة البيانات والمعلومات الخاصة بسوق الأوراق المالية هو التوصل للأسهم ذات الخلل السعري، وذلك على أمل تحقيق أرباح غير عادية، كنتيجة لاختلاف القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقية، وسوف يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية فيرتفع سعرها، وانخفاض الطلب على الأسهم المسعرة بأكبر من قيمتها الحقيقية، وسوف تتجه الأسعار نحو التوازن.

المطلب الثاني: نقاط ضعف نظام المعلومات في الأسواق المالية الناشئة

على مستوى أسواق المال الناشئة فعلى الرغم من اتساع قاعدة المعلومات والإفصاح فيها، واحتوائها على العديد من المعلومات التي يتم الإفصاح عنها سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداول، إلا أنه يلاحظ أن نظام المعلومات في الأسواق الناشئة يعاني من العديد من الثغرات ونقاط الضعف نتيجة عدم شموله كافة المعلومات الضرورية اللازمة لحماية المستثمرين، فضلا عن ضعف أنظمة الرقابة على عمليات الإفصاح والشفافية، وتوزيعها بين أكثر من جهة مما يحد من فعاليتها، ويضاف إلى ما تقدم ما تعاني منه الأسواق من بعض أوجه الخلل والقصور في الجوانب الإدارية، والمؤسسة التي تنظم عملها، مما يؤثر سلبا على كفاءة نظام التسعير والتشغيل في السوق، وسوف نعرض في مايلي لأهم السلبيات ونقاط الضعف التي يعاني منها نظام المعلومات الحالي على مستوى معظم الأسواق الناشئة⁽¹⁾:

- تعدد المراسيم والقوانين التي تحكم إجراءات تعزيز الشفافية والإفصاح وعدم وجود نماذج موحدة للإفصاح فضلا عن قصور الإفصاح عن شمول أمور هامة يتم الإفصاح عنها في معظم البورصات العالمية مثل الإفصاح البيئي، ونظام إدارة المخاطر، والالتزامات الاجتماعية للشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق وأنشطة البحوث والتطوير وغيرها من المعلومات الضرورية.

- عدم فعالية ضوابط منع التعامل بناء على معلومات داخلية أو غير معلنة، ومن ثم سهولة الاستفادة من المعلومات الداخلية في التداول، إذ لا تزال عملية استفادة بعض أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين من المعلومات الداخلية في الشركات المدرجة قائمة رغم منع تداولاتهم بشكل مباشر في الأوراق المالية بغير إذن مسبق من إدارة السوق، وأنه هناك تجاوزات تتم من خلال الأقارب والمعارف، حيث تؤدي عملية الاستفادة من المعلومات الداخلية إلى التأثير سلبا على كفاءة السوق، ومن ثم خفض ثقة المستثمرين والمتعاملين في كفاءة نظام الأسعار بالسوق.

- وكذلك من أوجه الخلل والقصور التي تعاني منها الأسواق المالية الناشئة، والتي تتعلق بالجوانب المؤسسية والإدارية التي تنظم عمل السوق، هي عدم وجود هيئة مستقلة لسوق المال، حيث تمارس دورها الرقابي بطريقة موضوعية وحيادية ويكون لها سلطات توقيع الجزاءات وتنفيذها، بما هو معمول به في معظم

⁽¹⁾ وليد الحوطي، الشفافية والإفصاح في تعاملات سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أوضاع سوق الأوراق المالية في الكويت، 19 ديسمبر 2005، ص ص 112-114.

البورصات العالمية، وذلك بدلاً من الأسلوب المعمول به حالياً والذي يعتمد على جهة واحدة هي لجنة السوق، كما أن وجود هيئة مستقلة للسوق المالي سوف تمنح السوق قوة في فرض القوانين ومتابعة تنفيذها أما البورصة أو لجنة السوق، فهي لا تتسم بالحيادية والموضوعية التي تمكّنها من فرض القوانين وتنفيذها لأنها تستفيد من الشركات المدرجة، حيث تحصل منها على إيراد سنوي، وهو ما يتعارض مع اعتبارات الموضوعية والحيادية في الرقابة.

- ممارسة لجنة السوق للدور التنفيذي والرقابي في نفس الوقت، وعدم الفصل بين مسؤوليات العمل التنفيذي ومسؤوليات العمل الرقابي، فضلاً عن وجود رقابة مزدوجة على السوق من قبل كل من لجنة السوق، ووزارة التجارة والصناعة، وعدم وجود جهة رقابية تراقب أعمال وقرارات لجنة السوق.

- اقتصار نشاط معظم الأسواق على سوق التداول بدلاً من كونه سوق للإصدار والتداول، فضلاً عن اقتصار التعامل في السوق على الأوراق المالية المدرجة وعدم التعامل في الأوراق المالية غير المدرجة بالإضافة إلى اقتصار التعامل في السوق على الأسهم بدلاً من كونه سوق لتداول الأسهم والسندات نظراً لمحدودية سوق السندات.

- ضعف وقصور إجراءات حماية صغار المساهمين من التلاعب في التداول، نتيجة عدم الوصول إلى المعايير الدولية في التداول والشفافية والإفصاح، ومن ثم فإن التعامل في السوق يشوبه الكثير من الممارسات الخاطئة وغير المشروعة، والتي ساهمت في التأثير المعتمد في الأسعار السوقية للسهم.

- غموض البيانات المالية لبعض الشركات، حيث تعد مسألة شرح الشركات لمصادر الإيرادات وآليات المصروفات من المعلومات غير المتوفرة بشكل متاح لجميع المتعاملين والمساهمين، فهذه العملية تخضع حالياً وفق رغبة بعض الشركات، من دون إلزام لمعرفة الموارد الحقيقية لهذه الشركات خصوصاً تلك التي تؤثر بشكل أساسي في الميزانية والبيانات المالية.

- عدم وجود مرجعية محددة لتقييم الأصول والأرباح، ومن ثم فإنه يوجد تناقض واضح في السياسات المحاسبية لكل شركة على حدى، فبعض الشركات تعلن أرباحاً معتمدة في ذلك على معايير وسياسات محاسبية سهلة تتيح لها الإعلان عن أرباح قياسية، وعلى الجانب الآخر هناك شركات أخرى تتحفظ في تقييم الأصول والملكيات الاستراتيجية والتابعة، ولا تصنفها إلا في حالات تتعلق بالبيع أو التحصيل المحقق

والخلاصة هي انخفاض كفاءة نظام المعلومات بالأسواق المالية الناشئة، بالنظر إلى ما يعاني منه هذا النظام من بعض الجوانب السلبية وأوجه الخلل والقصور ونقاط الضعف التي سبق توضيحها.

من خلال التحليل السابق، عرفنا أن كفاءة سوق رأس المال تتوقف على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين، من حيث سرعة توافرها وعدالة فرص الاستفادة منها، وتكاليف الحصول عليها، وأيضاً على قدرة هؤلاء المستثمرين على فهم وتفسير وتحليل هذه المعلومات والاستفادة منها، كما أظهر لنا التحليل نتيجة هامة وهي أن كفاءة نظام المعلومات تساعد على تحقيق كفاءة السوق المالي والعكس بمعنى أن عدم كفاءة نظام المعلومات سوف تؤدي إلى العديد من الآثار السلبية التي تخفض من كفاءة السوق، وعلى ذلك وبناء على ما تقدم، وما أظهره التحليل بانخفاض كفاءة نظام المعلومات في الأسواق المالية الناشئة، بالنظر إلى ما يعاني منه هذا النظام من العديد من الثغرات ونقاط الضعف وأوجه القصور التي تحد من كفاءة نتيجة عدم شموله كافة المعلومات الضرورية واللازمة لكي تعكس الأسعار القيمة الحقيقية للسهم لحماية المستثمرين، هذا فضلاً عن ضعف نظام الرقابة على عملية الإفصاح، بالإضافة إلى ما يعاني منه السوق ضعف في الجوانب الإدارية، والمؤسسة التي تنظم عمله، مما يؤثر سلباً على كفاءة نظم التسعير والتشغيل في السوق، و لما كانت النتيجة المترتبة عن ذلك هي عدم كفاءة نظام المعلومات المالية بالأسواق الناشئة فإنه يترتب على ذلك نتيجة هامة أخرى وهي انخفاض درجة القيمة الحقيقية للأسهم، وتخفض ثقة المستثمرين بالسوق، ومن ثم تنخفض قدرة السوق على جذب المدخرات والاستثمارات المحلية والأجنبية، ولا يتمكن من تحقيق التخصص الكفء للموارد المالية المتاحة وتوجيهها نحو الاستخدامات الأكثر إنتاجية وربما تفسر لنا هذه النتيجة ضعف وتضائل حجم الاستثمارات المحلية والأجنبية في الأسواق الناشئة حيث من المعروف أنه من العوامل الهامة لجذب الاستثمار المحلي والأجنبي، هو مدى وجود سوق مالي كفء.

المطلب الثالث: سبل تفعيل كفاءة السوق المالي

على ضوء ما تقدم وما أظهره التحليل السابق، من انخفاض كفاءة نظم المعلومات في الأسواق المالية الناشئة، وما يترتب عليه من انخفاض كفاءة السوق، تبدو الحاجة ماسة لمعالجة أوجه الخلل والقصور في نظام المعلومات في الأسواق المالية الناشئة، كما يرفع من كفاءته ومن كفاءة السوق، ونرى أن الأمر يستلزم إجراء تعديل جذري للإطار التشريعي الحاكم لسوق المال من خلال إصدار تشريع موحد وشامل لسوق المال ليحل محل التشريعات الراهنة العديدة والمتفرقة، بحيث يعالج كافة السلبات وأوجه القصور العديدة، ويأخذ في الحسبان التطورات الحديثة التي شهدتها أسواق رأس المال في دول العالم المختلفة ومنها

تعزيز إجراءات الإفصاح المحاسبي من خلال ما يعرف بنظام "حوكمة الشركات" وإنشاء هيئة عامة لسوق المال، تعمل على تحقيق توازن السوق وتمارس الرقابة الفعالة عليه وتضمن سلامة أدائه، وتطوير قواعد الإفصاح عن المعلومات الأساسية لما يتفق مع المعايير الدولية، وعلى ذلك ولتفعيل كفاءة السوق المالي يجب أن يتضمن التشريع الجديد لسوق المال الأحكام التالية⁽¹⁾:

أولاً: تعزيز إجراءات الشفافية في سوق المال من خلال تطبيق المزيد من إجراءات حوكمة الشركات: وتتعلق حوكمة الشركات ببعض قواعد الإدارة السليمة للشركات المتعاملة في سوق الأوراق المالية، وتعمل على رفع كفاءة طريقة عرض المعلومات في الشركات، وتوضح قواعد حوكمة الشركات توزيع الحقوق والمسؤوليات على مختلف الأطراف المشاركة في المؤسسة بما في ذلك مجلس الإدارة والمديرين والمساهمين وأصحاب المصالح، كما تحدد كذلك القواعد والإجراءات اللازمة لإتخاذ القرارات ذات الصلة بشؤون المؤسسة، ويعد ذلك بمثابة إعداد الإطار العام الذي تحدد من خلاله أهداف الشركة والسبل اللازمة لتحقيق هذه الأهداف ومراقبة الأداء، ومن بين قواعدها ما يمنع من استغلال المعلومات من قبل أعضاء مجلس الإدارة أو كبار الموظفين التنفيذيين بالشركة، الذين تسمح لهم مراكزهم بمعرفة معلومات غير متاحة لباقي المساهمين، وقواعد حوكمة الشركات تؤدي إلى حماية المستثمرين والمحافظة على الثقة في أسواق رأس المال مما يساعد على جذب المزيد من المدخرات ورؤوس الأموال، أما عدم تطبيق مبادئ الإدارة السليمة فينتج عنه فقدان الثقة في السوق، ويؤدي إلى نتائج وخيمة تفوق بكثير مجرد الفضائح والأزمات المالية.

وقد حدثت فضائح كبيرة وأزمات اقتصادية وحالات فشل مؤسساتي في روسيا وآسيا والولايات المتحدة الأمريكية، جعلت حوكمة الشركات تظهر على الساحة الاقتصادية والمالية في كافة دول العالم، ويعتبر إفلاس شركة ENRON من أبرز هذه الحالات، حيث انهارت أضخم شركة للطاقة في العالم، وكذلك انهيار بنك الاعتماد والتجارة الدولي (BCCI)، وقد أدت هذه الأزمات المالية إلى تزايد الاتجاه العالمي نحو اعتماد معايير صارمة للإدارة السليمة، في إطار ما يعرف بحوكمة الشركات وذلك من أجل تطبيق أفضل لمبادئ الشفافية والإفصاح واعتماد مناهج جديدة لإعداد الكشوف المالية.

وتجدر الإشارة إلى أن الممارسات الجيدة لقواعد حوكمة الشركات تساعد الشركات والاقتصاد بصفة عامة على جذب الاستثمارات ودعم الأداء الاقتصادي والقدرة على المنافسة على المدى الطويل، فهذه القواعد تعد

⁽¹⁾ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، مبادئ حوكمة الشركات، WWW.OECD.org

بمثابة ميثاق أعمال وسلوكيات مهنية ومن ثم فهي تساعد على ضبط العلاقة بين أصحاب المشروعات والمديرين والمساهمين، والمتعاملين مع الشركات.

ثانياً: إنشاء هيئة سوق المال

وذلك من أجل تولي مسؤوليات واختصاصات العمل الرقابي والإشرافي من خلال القيام بالاختصاصات الأساسية التالية⁽¹⁾:

- متابعة نشاط أسواق الأوراق المالية والقرارات التي تصدرها والعمل على تطبيق القوانين والقرارات النافذة على الشركات المدرجة والوسطاء والمستثمرين، والفصل في التظلمات التي تقدم في شأنها على النحو الذي تبينه اللائحة التنفيذية.
- القيام بأعمال التدقيق والتفتيش على دفاتر وسجلات ومستندات ووثائق الشركات المدرجة بالسوق، وكافة الشركات العاملة في أسواق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
- اعتماد كافة القواعد التي تضعها إدارة السوق والتي تحتاج إليها في مباشرة أعمالها، وتمثل في قواعد قيد وتداول الأوراق المالية المدرجة وغير المدرجة، وقواعد مراقبة تصرفات جميع المتعاملين في السوق والقواعد التي تلتزم بها شركات الوساطة في أعمالها، وقواعد الرقابة الفعالة على العمليات غير المشروعة لتداول الأسهم.
- تحري مخالفات القوانين المنظمة للتعامل في أسواق الأوراق المالية والتي ترد إليها من مختلف الجهات.
- إدخال كافة أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية داخل نطاق إشراف هيئة سوق المال ابتداء من موافقة الهيئة على التأسيس والترخيص لتلك الشركات بمزاولة أعمالها، وتسجيلها لدى الهيئة ووضع الضوابط اللازمة لتعاملاتها والتفتيش عليها، وحتى تصفيتها وذلك وفقاً للقواعد التي تحددها اللائحة التنفيذية.
- تحديث البيانات التي تتضمنها القوائم المالية التي يجب على الشركات المدرجة بالسوق والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، أن تخطر بها الهيئة والسوق وشكل عرضها وتوقيت تقديمها ومعايير المحاسبة والمراجعة الواجب إتباعها.

(1) بروس ماكويين، حرية المعلومات خطوة نحو عدالة قرار الاستثمار، مركز المشروعات الدولية الخاصة، CIPE، 2005، ص 70.

ثالثاً: تنظيم وتطوير عمليات الإفصاح الملزمة عن المعلومات الأساسية على ضوء المعايير الدولية

ينبغي أن يشمل الإفصاح عن المعلومات الأساسية المتصلة بمايلي⁽¹⁾:

-الكشوف المالية المعتمدة من مراقب الحسابات والتي تبين الأداء المالي و الموقف المالي للشركة وحساب الأرباح والخسائر، وقائمة التدفقات النقدية، وملاحظات مراقب الحسابات على الكشوف المالية، فهذه المصادر الأكثر استخداماً لتقديم المعلومات المطلوبة عن الشركات ويتمثل الهدف الأساسي للكشوف المالية في التمكين من المتابعة الملائمة وتقديم الأسس اللازمة لتقييم أسهم وسندات الشركة، كما تتضمن التقارير السنوية بياناً بمناقشات إدارة الشركة وتحليلها للنتائج التشغيلية.

-ملكية الأغلبية وحقوق التصويت: يحتاج المستثمرون للحصول على المعلومات المتصلة بهيكل ملكية الشركة، وحقوقهم مقارنة مع حقوق غيرهم من المساهمين، وتلتزم الشركات غالباً بالإفصاح عن بيانات الملكية في حالة تجاوز إجمالي حقوق الملكية حداً معيناً، وتتضمن المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها حقوق التصويت الخاصة، واتفاقات المساهمين، وملكية حصة معينة من الأسهم تمكن من السيطرة على قرارات مجلس الإدارة والنظام الأساسي للشركة.

-أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين ومرتباتهم وحوافزهم: حيث تعتبر من أهم المعلومات الهامة للمستثمرين، حيث يتسنى لهم تقييم خبراتهم وكذلك تقييم أية احتمالات لتعارض المصالح قد يكون من شأنها التأثير على أحكامهم، كما تمثل مرتبات وحوافز أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين مجال اهتمام لدى المساهمين من أجل الاعتماد عليها في تقييم سلامة أداء المؤسسة، ولهذا فمن المتوقع ان تفصح الشركات عن القدر الكافي من المعلومات المتصلة بمكافئات وحوافز أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين.

-عوامل المخاطر الملموسة في المستقبل وتتضمن المخاطر المالية في السوق منها أسعار الفائدة، أسعار العملات، والمخاطر المرتبطة بالمشنقات المالية، كذلك يجب الإفصاح عما إذا ما كانت الشركة لديها نظام لمتابعة المخاطر أم لا.

-أهداف الشركة: علاوة على الأهداف التجارية، يجب على الشركات الإفصاح عن سياستها المتصلة بأخلاقيات المهنة والنشاط، والالتزامات الاجتماعية للشركة خاصة في مجال البيئة والمجتمع.

⁽¹⁾ وليد الحوطي، مرجع سابق، ص 116.

وتتطوي مثل تلك المعلومات على أهمية بالنسبة للمستثمرين وغيرهم من مستخدمي المعلومات بهدف تحسين عمليات تقييم العلاقات فيما بين الشركات والمجتمعات التي تعمل من خلالها.

خلاصة الفصل:

حاونا من خلال هذا الفصل التعرف على تأثير الإفصاح المحاسبي في السوق المالي من خلال تحليل الدراسة في مجموعة من الدول المتقدمة وأخرى ناشئة، حيث وجدنا أنه يوجد هناك ارتباط وثيق بين مفهوم كفاءة سوق رأس المال وضرورة توفير المعلومات المحاسبية، بمعنى أن زيادة درجة الإفصاح المحاسبي تساهم في زيادة درجة كفاءة السوق، إذ يلعب الإفصاح دور أساسي في توفير المعلومات من مصادرها المختلفة للمتعاملين في السوق المالي.

إن الإفصاح المحاسبي يلعب دورا محوريا في تفعيل كفاءة أسواق رأس المال، ذلك من خلال تغذية هذه الأسواق لمعلومات مالية حول أداء الشركات المسعرة في هذا السوق، لا سيما من خلال خفض عدم تماثل المعلومات بين معديها ومستخدميها، ومن تم تخفيض الخطر المعنوي الذي يمكن أن يتعرض له المستثمرون في السوق، مما يؤدي إلى زيادة اتساع وعمق السوق ومضاعفة السيولة فيه، وتلك هي الأركان الأساسية لكفاءة السوق.

أولا: نتائج الدراسة

توصلنا من خلال هذا البحث إلى النتائج التالية:

- ✓ تشهد أسواق رأس المال الكثير من الحركية في كل فترة ويسعى المشرفون عليها إلى توفير كل الإمكانيات اللازمة من أجل جذب رؤوس الأموال وإعطاء أكبر قدر ممكن من الثقة للمستثمرين الذين يبحثون عن أفضل موقع للاستثمار.
- ✓ يعتبر مفهوم كفاءة السوق المالي مفهوم نسبي يرتبط بفترة معينة يتوجب السعي من خلاله دوما إلى الأفضل، ففي السوق الكفاء يسعى المستثمر للحصول على معلومات إضافية من أجل معرفة السعر والمضاربة عليه، فالمعلومات التاريخية لا تعطي النتائج المرجوة والاعتماد عليها يؤدي لنتائج سلبية (غير عقلانية).
- ✓ تتطلب فعالية الأسواق المالية توفر كفاءة التشغيل والتسعير، حيث يقصد بكفاءة التشغيل قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحميل أطراف السوق تكاليف مرتفعة، أما كفاءة التسعير فهي وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير، وتعتبر الأسواق المالية في الدول النامية ضعيفة وغير كفؤة نظرا لغياب هذه المتطلبات.
- ✓ في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة المعنية التي يتولد عنها عائد بغرض تعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر.
- ✓ إن توفر المعلومات وإتاحتها في الوقت المناسب يعد من الشروط الأساسية لتحقيق الكفاءة، إلى جانب شروط أخرى كارتفاع عدد المتداخلين في السوق واتصافهم بالرشد، وتدني تكاليف التعامل إلى أقصى درجة ممكنة.
- ✓ إن المعلومات المالية والمحاسبية المنشورة لا تعد كافية بالنسبة للمستثمرين داخل السوق ومن ثم فإن قرارهم الاستثماري يخضع في بعض الأحيان إلى التوجه الشخصي وليس العقلاني.

- ✓ إن المحافظة على استقلالية السوق المالي وضمان عدم التأثير على توجهاته يساهم في تعزيز الثقة فيه وبالتالي توفير المعلومات بشكل عادل للجميع.
- ✓ يعتبر الإفصاح المحاسبي من الأمور المهمة في المحاسبة المالية، فهو الذي يقدم المعلومات المحاسبية لمستخدميها بشيء من التفصيل والشفافية من دون لبس وتضليل.
- ✓ إن أهم مصادر المعلومات هي التقارير الشهرية والصحف والمجلات والكشوف المالية المنشورة والإشاعات في السوق، خاصة وأن حجم التداول محدود لعدم تداول المساهمين الكبار لأسهمهم واحتفاظهم بها.
- ✓ كلما اشتملت الكشوف المالية على أرقام مقارنة لعدة سنوات زادت كفاءة البيانات والمعلومات وملاءمتها لخدمة توقعات المستثمرين عن أداء الشركات مستقبلاً.
- ✓ كلما تعددت الكشوف المالية وقصرت دورتها خلال السنة المالية، احتوت على معلومات أكثر واقعية وبالتالي تصبح أكثر ملاءمة لخدمة أهداف المستثمرين وبالتالي تحقيق كفاءة السوق.
- ✓ إن كشف حسابات النتائج وكشف الميزانية بالإضافة إلى كشف التغيرات في الأموال الخاصة وكشف التدفقات النقدية وتقرير مراقب الحسابات تعتبر أهم أجزاء الكشوف المالية السنوية، وأكثرها قبولا لدى المستثمرين، ومع ذلك يجب توفير معلومات إضافية بغرض اتخاذ القرارات المتعلقة بتداول الأسهم أهمها البيانات التفصيلية عن أسعار الأسهم وقت استرداد قيمتها، وبعض المعلومات عن أعضاء مجلس إدارة الشركة التي يساهم فيها المستثمرون.
- ✓ رغم أن القانون قد كفل للمساهم كافة الحقوق فيما يتعلق بالبيانات والمعلومات ، إلا أن الكشوف السنوية غالباً ما تحجب عن الكثير من المساهمين، هذا ما يدفعهم إلى العزوف عن حضور اجتماعات الجمعية العمومية، وعدم المشاركة في تقييم أداء الإدارة وهذا بلا شك ناتج عن انخفاض الوعي الاستثماري وانعدام ثقافة الكثير من المساهمين في المجال المالي والاقتصادي.
- ✓ تتوقف كفاءة سوق رأس المال، في توفير المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين حتى لا يكون هناك مشاكل مثل عدم تماثل المعلومات، كما تتمثل مقومات السوق الكفاء في دقة وسرعة وصول المعلومات، متطلبات كفاءة التشغيل والتسعير، السيولة، عدالة السوق، كل هذا من أجل نجاح وفعالية السوق المالي مما يؤدي إلى التطور والنمو الاقتصادي بالإضافة إلى رفع الكفاءة المعلوماتية لأنها روح الأسواق المالية و المصدر الرئيسي لإتخاذ قرارات الاستثمار سواء بالبيع أو الشراء.

✓ تعاني العديد من الأسواق المالية الناشئة، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، بالإضافة إلى عدم التزام عدد كبير من شركات المساهمة بالمعايير المحاسبية الدولية لذلك نجد أن المستثمرون ينتظرون الكشوف السنوية التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة بهدف الحصول على بعض البيانات التي تعتبر سطحية وعامة، و إنها لا تمكن المستثمرون من اتخاذ القرارات، لذلك نجد تدفق في الاستثمارات العربية نحو البورصات العالمية التي تتميز بمستوى إفصاح عالي.

✓ عدم توفر مقومات كافية للإفصاح والشفافية لجميع أصحاب المصالح في الشركات المدرجة بالأسواق المالية الناشئة، يؤثر سلبا على قرارات المستثمرين المساهمين وأصحاب رؤوس الأموال.

✓ تأكيد عدم صحة الفرض القائل بأن عدم كفاءة أسواق الأوراق المالية الناشئة يعود إلى عدم توفر المعلومات، لأن كفاءة السوق تتوقف على تحقق أهدافه في تمويل التنمية و توطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة من توفير السعر العادل للأوراق المالية المتداولة، الذي يعكس كافة المعلومات المتاحة وعدم وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة و تحليلها من أجل اتخاذ قرار الاستثمار.

✓ غياب التشريعات في بعض الدول الناشئة التي تلزم الشركات المدرجة أسواقها بالتقييد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، إذ نجد أن المعلومات المنشورة في الكشوف المالية لا تحتوي على الدرجة الكافية من الإفصاح التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية.

ثانيا: اقتراحات الدراسة

من خلال النتائج المتوصل إليها ومن خلال دراستنا لدور الإفصاح المحاسبي في تفعيل كفاءة سوق رأس المال، فإننا نقدم الاقتراحات والتوصيات التي نراها مناسبة لأسواق رأس المال الناشئة، حتى نتمكن من تحسين ورفع أداء الأسواق المالية عندنا، لتتحقق الكفاءة في أعلى درجاتها ونلحق بمصاف الدول المتقدمة فتكون أسواق رأس المال العربية أداة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية.

✓ استكمال الإطار التشريعي من خلال سن القوانين والتشريعات والية العمل المناسبة، وبأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق.

- ✓ العمل على رفع مستوى الإفصاح عن المعلومات الواردة في الكشوف المالية من خلال تضافر جهود الشركات المساهمة ومدققي الحسابات وهيئة الأوراق المالية، وتطوير التشريعات لمواكبة المستجدات وتعزيز عملية الإفصاح عن المعلومات بما يلبي احتياجات المستثمرين وترشيد قراراتهم.
- ✓ قيام الشركات المدرجة في البورصة بتوسع في الإفصاح عن المعلومات الواردة في الكشوف المالية لأن ذلك يعمل على زيادة ثقة المستثمرين فيها، وينعكس إيجابا على أسعار الأسهم في السوق مع ربحية الشركات وتوزيعاتها.
- ✓ مكنة أنظمة التداول وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الإفصاح والشفافية لدى المتعاملين.
- ✓ يجب على الجهات المستخدمة للمعلومات المحاسبية أن تهتم بالإضافة لهذه المعلومات إلى المعلومات الاقتصادية أو السياسية وكذلك اتجاه أسعار الأسهم في البورصة لأنها تؤثر بشكل كبير على حركة التداول.
- ✓ عدم التأخر في إصدار ونشر المعلومات المحاسبية وذلك لأن أي تأخير في نشرها يعطي مجالا كبيرا للإشاعات الكاذبة وهذا يؤثر على أسعار الأسهم وعلى الأداء الاقتصادي بشكل عام.
- ✓ ضرورة قيام الشركات المدرجة في البورصة بالعمل على رفع مستوى الحوكمة للحد من درجة المخاطرة في السوق، وتخفيض الأثر السلبي لحالة عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي، ولتعكس الأسهم قيمتها الحقيقية ولتشجيع المستثمرين على الاستثمار في السوق المالي في ظل عدم التأكد.
- ✓ يجب على المتعامل في السوق المالي، البحث دوما عن المعلومات التي تمكنه من إيجاد أسس صحيحة لمعرفة سلوك الأسعار.
- ✓ قبل اتخاذ القرار في السوق المالي يجب بذل أكبر جهد ممكن لإيجاد المعلومات الصحيحة التي على أساسها يتخذ المستثمر مركزه كبايع أو مشتري.
- ✓ ضرورة تشجيع الأبحاث والدراسات التي تهدف إلى إبراز دور الإفصاح المحاسبي في الشركات، وما له من تأثير على البيانات المالية، بالإضافة إلى إبراز فاعلية وقوة نظام الرقابة الداخلية، بهدف استفادة الجهات المستخدمة وزيادة قوة الشركات على المنافسة في الأسواق.
- ✓ على المؤسسات التعليمية كالجوامع والمعاهد التجارية تخصيص مساق علمي عن الإفصاح المحاسبي ومعايير الإفصاح كمادة علمية تدرس في الجوامع مما يؤدي إلى معرفة كل ما يتعلق بالإفصاح و السياسات المحاسبية بالإضافة إلى تحسين قدرات الطلبة الخريجين.

✓ تفعيل الإفصاح المحاسبي لا سيما الدول الناشئة من خلال تقليص فترة الإفصاح عن النتائج إلى نصف سنوية أو ربع سنوية، مثلما هو الحال في الدول المتقدمة.

أولاً: الكتب

1- الكتب باللغة العربية:

- 1- أحمد أبوعمر، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية و التداول في البورصات العالمية، ط1، دار الرضا للنشر، دمشق، 2003.
- 2- أحمد لطفي أمين السيد، نظرية المحاسبة: القياس والإفصاح والتقرير المالي، ط2، الدار الجامعية مصر، 2007.
- 3- أحمد لطفي أمين السيد، نظرية المحاسبة: القياس الإفصاح والتطور المالي، ط2، الدار الجامعية الإسكندرية، 2007.
- 4- أحمد لطفي أمين السيد، إعداد وعرض القوائم المالية في ضوء المعايير المحاسبية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2008.
- 5- أحمد نور، المحاسبة المالية وفقا للمعايير الدولية والعربية والمصرية: القياس والتقويم والإفصاح الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 6- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، ط1، دار قباء الحديث، القاهرة، 2007.
- 7- إسماعيل أحمد الشناوي، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية 2000.
- 8- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 9- جبار محفوظ، تنظيم وإدارات البورصة، ط1، دار هومة للنشر والتوزيع، مصر، بدون سنة.
- 10- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار الصفاء، عمان، 2003.
- 11- حميد محمد عمان، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، 1993.
- 12- حنان رضوان حلوة، النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير: دراسة معمقة في نظرية المحاسبة، ط2، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.

- 13- حنان رضوان حلوة وآخرون، أسس المحاسبة المالية، ط1، دار الحماد للنشر والتوزيع، الأردن 2004.
- 14- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2000.
- 15- طارق عبد العال حماد، التقارير المالية: أسس الإعداد العرض والتحليل، الدار الجامعية، مصر 2002.
- 16- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات: مفاهيم تجارب وتطبيقات، ط1، الدار الجامعية، مصر 2005.
- 17- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، ط1، دار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 18- كمال الدين مصطفى الدهراوي، محمد السيد سرايا، دراسة متقدمة في المحاسبة والمراجعة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006.
- 19- كمال عبد العزيز النقيب، مقدمة في نظرية المحاسبة، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2004.
- 20- محمد المبروك أبوزيد، المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية، إيتراك للطباعة والنشر مصر، 2008.
- 21- محمد الصرفي، البورصات، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 22- محمد صالح، إدارة الأسواق المالية والبورصات، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
- 23- محمد صلاح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط2، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1997.
- 24- محمد صلاح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 25- محمد عوض عبد الجواد، الاستثمار في البورصة، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 26- محمد محمود الداغر، الأسواق المالية، ط2، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007.

- 27- محمد محمود الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات أسواق بورصات، ط2، دار الشروق للنشر والتوزيع عمان، 2007.
- 28- محمد مطر، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 29- محمود صبح، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، ط1، دار وائل للطباعة والنشر، عمان 2001.
- 30- منير إبراهيم هندي، الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.
- 31- منير إبراهيم هندي، إدارة المنشأة المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994.
- 32- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ط1، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 33- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، ط1، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 34- منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، ط1، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995.
- 35- ناظم محمد نوري الشمري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط1، دار وائل للنشر، عمان 1999.
- 36- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، ط1، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، 2005.
- 37- عاطف وليم أندراوس، سوق الأوراق المالية والنقدية، ط1، المعترف للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 38- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط1، الدار الجامعية الإسكندرية، 2001.
- 39- عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط1، الدار الجامعية الإسكندرية، 2007.
- 40- عبد الغفار حنفي، البورصات، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 41- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.

- 42- عبد النافع عبدالله الرّازي، الأسواق المالية، ط1، دار وائل للنشر، عمان، 2001.
- 43- عبد النافع عبدالله الرّازي، غازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001.
- 44- عبد الفتاح وصفي أبو المكارم، المحاسبة المالية المتوسطة، الإدارة الجامعية الجديدة للنشر الإسكندرية، 2000.
- 45- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 46- عوض خلف العيساوي، الفرضيات والمبادئ والمحددات الأساسية، دار دجلة للنشر والتوزيع، الأردن بدون سنة.
- 47- فؤاد أرشد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية: تحليل وإدارة، ط1، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 48- فداغ الفداغ، المحاسبة المتوسطة: نظرية وتطبيق، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان 1999.
- 49- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط1، دار وائل للنشر، الأردن 2008.
- 50- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، ط1، دار عالم الكتب، الإسكندرية، 2003.
- 51- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، ط1، المعتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 52- رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999.
- 53- رضوان سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، ط1، دار النشر للجامعات، مصر، 2004.
- 54- خالد وهيب الرّاوي، الاستثمار: مفاهيم تحليل استراتيجية، ط1، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة عمان، 1999.

2- الكتب باللغة الأجنبية:

- 55- Béchu Therry, Bertrand Eric, **l'analyse Techniques et méthodes**, 5^{me} édition économique, Paris, 2003.
- 56- Georages Depallans, **Gestion financière de l'entreprise**, édition Sirey, Paris 1983.
- 57- Hammid temar, **doctrine et méthodologie de la comptabilité de l'entreprise** opu, Alger, 1983.
- 58- J. Francis, **Investments: Analysis and Management**, New York, MC Gau-Hill Inc, 1976.
- 59- Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Flirence Delahaye, **Gestion Financière** 13^{eme} édition, Dunod, Paris, 2004.
- 60- Nacer Eddine Sadi, **analyse financière d'entreprise et outils d'analyse et de diagnostic en nomes françaises**, Le Harmattan, Paris, France, 2009.

ثانيا: الرسائل والمذكرات:

- 61- بن عمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية**، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة تلمسان، 2012.
- 62- زخروفة بوعكة، **دور التقارير المالية في تقييم وتحسين الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2001.
- 63- طلبة أميرة، **أثر الإفصاح المالي والمحاسبي على القيمة السوقية للسهم**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009.
- 64- محمد العليمات نوفان حماد، **القياس المحاسبي لتكاليف أنشطة المسؤولية الاجتماعية والإفصاح عنها في القوائم المالية الختامية**، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة دمشق، 2010.
- 65- رفيق مزاهدية، **كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2006.
- 66- رشيد بوكساني، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسير تفعيلها**، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.

ثالثاً: المجلات والمقالات العلمية:

1- المجلات والمقالات العلمية باللغة العربية:

- 67- أحمد العيسى ياسين، أهمية المعلومات المالية ومدى توافرها في التقارير المالية المنشورة لشركات المساهمة في الأردن، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات، المجلد 6، العدد 2، 1991.
- 68- أحمد السيد، مدى أهمية المعلومات المحاسبية للمستثمرين : منهج مقترح لتطوير الإفصاح المحاسبي لتنشيط سوق المال المصري، مجلة البحوث التجارية، جويلية 1993.
- 69- أشرف محمد عبد البديع، دور الإفصاح الفترى عن المعلومات وتقارير الفحص المحدود عليها في تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية: دراسة اختيارية، المجلة العلمية، كلية التجارة، جامعة أسيوط، العدد الثالثون، 2001.
- 70- إبراهيم صالح رضا، دور البيانات المحاسبية في سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية على المملكة العربية السعودية، المجلة العلمية، التجارة والتمويل، جامعة طنطا، العدد 1، 2000.
- 71- إبراهيم فريد محمد أمين، المعلومات المحاسبية ومداخل تحليل الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة المال والتجارة، العدد 18، 1984.
- 72- إبراهيم ندا محمد صبري، أثر القوائم المالية المنشورة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر، مجلة الفكر المحاسبي، جامعة عين شمس، العدد 1، 1997.
- 73- الزبيدي، مدى فهم واستخدام المعلومات المحاسبية من قبل المستثمرين الأفراد في سوق بغداد جرش للبحوث والدراسات، المجلد 4، العدد 2، 1991.
- 74- طه عبد الجبار، الإفصاح المحاسبي ودوره في تنشيط الأسواق المال العربية، مجلة مركز صالح كمال للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، العدد 09، 1999.
- 75- لطيف زيود وآخرون، دور الإفصاح المحاسبي في الأوراق المالية في ترتيب قرارات الاستثمار، مجلة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية، المجلد 29، العدد 01، 2007.
- 76- اللوغانى نبيل عيسى وآخرون، الأداء لاسثماري لأسهم القيمة وأسهم النمو في سوق الكويت للأوراق المالية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، المجلد الثامن، العدد الثاني، ماي 2001 .
- 77- محمد مطر، تقييم مستوى الإفصاح الفعلي في القوائم المالية المنشورة للشركات المساهمة العامة الأردنية في ضوء قواعد الإفصاح المنصوص عليها في أصول المحاسبة الدولية، مجلة دراسات الجامعة الأردنية، المجلد 2000، العدد الثاني، أبريل 1993.

78- عبد القادر عبدالله، العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، الإمارات العربية المتحدة، العدد 9، 1993.

79- علي حسن هويدي، تحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة والعاقد المتوقع على الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية، المجلة العلمية الاقتصادية والإدارية جامعة عين شمس، العدد 2، 2000.

80- عدنان الملحم، معوقات وأسباب عدم الالتزام بالتطبيق الكلي لمتطلبات الإفصاح المحاسبي في شركات المساهمة السعودية، دراسة ميدانية، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد السادس، العدد الأول 2003.
2- المجالات و المقالات العلمية باللغة الأجنبية :

81- A. Frederick and J. Richard Taffler, **The information content of firm financial disclosures**, Journal of Business Finance & Accounting, 1995.

82- Baker and haslem, **information needs of individual investors**, journal of accountancy, vol 136, November 1973.

83- G. foster, **stock market reaction to estimates earning per share by company officials**, journal of accounting research, vol 11, spring 1973.

84- G.waymire, **additional evidence on the information content of management earnings forecasts**, journal of accounting research, vol 22, 1984.

85- H. Stephen Bryan, **Incremental information Content of required disclosures Contained in management discussion and analysis**, Accounting Review, April 1997.

86- J. francis, **the stock response to earnings announcements released during trading versus no trading periods**, journal of accounting research, vol 30 autumn 1992.

87- J. Hand , R.M. **A test of the extended Functional Fixation hypothesis**, The Accounting Review, October 1990.

88- Jiangli, Unal Yom, **Relationship Lending Accounting Disclosure and Credit Availability during Crisis**, Federal Deposit Insurance Corporation Washington DC, 2004.

89- K, Kwaku Opong, **The Information Content of interim financial reports: UK evidence**, Journal of Business Finance & Accounting, March 1995.

90- M. Hossain and A.R. Rahman, **Voluntary disclosure in the annual reports of New Zealand Copanies**, Journal of International Financial Management and Accounting, Spring 1995.

- 91- Mike Wirght, and Robbie Ken , **Venture capitalists, unquoted equity investment appraisal and the role of accounting information**, Accounting and Business Research, Spring 1996.
- 92- Pingyang, **Keynesian Beauty Contest Accounting Disclosure and Market Efficiency**, The University of Chicago -Graduate School of Business, 2007.
- 93- R. Ball and P. Brwon, **An Empirical Evaluation of Accounting Income** Journal of Accounting Research, Autumn, 1968.
- M. SehaTinic, **A Perspective on the Stock Market's Fixation on Accounting Numbers**, The Accounting Review, October 1990.
- 94- Smith Molcolm and Richard Taffler, **The Incremental effect of Narrative accounting information in Corporate annual reports**, Journal of Business Finance & Accounting, December 1995.
- 95- T.S. Harris, **Accounting disclosures and the market's valuation of oil and gas properties**, The Accounting Review, October 1987.
- 96- w. beaver, **the information content of annual earnings announcements** journal of accounting research, supplement, vol 6, 1968.
- 97- w. beaver, **the information content of annual earnings announcements** journal of accounting research, supplement, vol 6, 1968.
- 98- W, teets, **the association between stock market responses to earnings announcements and regulation of electric utilities**, journal of accounting research, vol 30, autumn 1992.

رابعاً: الملتقيات والمحاضرات:

- 99- أحمد طرطار، شوقي حباري، الإفصاح المحاسبي في قائمة نفقات الخزينة، مداخلة في ملتقى وطني بعنوان: معايير المحاسبة الدولية والمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، متطلبات التوافق والتطبيق، المركز الجامعي سوق أهراس، ماي 2010.
- 100- وليد الحوطي، الشفافية والإفصاح في تعاملات سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أوضاع سوق الأوراق المالية في الكويت، 19 ديسمبر 2005، ص ص 112-114.
- 101- محمد الفضل مؤيد وآخرون، العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكل من حجم الشركة وأسهمها في السوق المالية، دراسة ميدانية في الطرق، مؤتمر المحاسبة في بيئة متغيرة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة اليرموك، الأردن، 2000.

102- مسعود علي ناجي، المعلومات المحاسبية وأهميتها في السوق الفعّال، ملتقى وطني حول دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، جامعة الفاتح، 2008.

خامسا: القوانين والتشريعات

103- القرار المؤرخ في 23 رجب 1429 الموافق لـ 26 يوليو 2008 المتضمن قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية الجزائرية العدد 19.

سادسا: المواقع الإلكترونية

104- منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، مبادئ حوكمة الشركات، www.OECD.org

قائمة الأشكال:

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
15	أقسام السوق المالي	01
37	نموذج عن سلوك الأسعار في ظل الأشكال الثلاثة لكفاءة سوق رأس المال	02

قائمة الجداول:

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
42	تصنيف لأهم المؤشرات العالمية على أساس معامل الترجيح	01
54	أوجه الاختلاف بين التحليل الأسي والتحليل الفني	02
66	تصنيف الجهات المستفيدة من المعلومات المحاسبية	03
82	المعلومات الموجودة في الملحق	04