



كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم التجارية

التخصص: مالية الأسواق

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث ل.م.د.

عدم تناظر المعلومات وفعالية الأسواق المالية -دراسة حالة بورصتي ناسداك ونيويورك-

إشراف الأستاذ الدكتور: محمد رضا بوشياخي

إعداد الطالب: طيب قوادري هني

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة معسكر	أستاذ التعليم العالي	فيصل مختاري
مقررا	جامعة معسكر	أستاذ التعليم العالي	محمد رضا بوشياخي
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ التعليم العالي	صدوقي غريسي
ممتحنا	جامعة سعيدة	أستاذ التعليم العالي	محمد الأمين رماص
ممتحنا	المدرسة الوطنية المتعددة التقنيات وهران	أستاذ محاضر-أ-	صلاح الدين سفيان عماري
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ محاضر-أ-	صورية بيدي عيساوي

السنة الجامعية:

2023/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

كلمة التـشكرات

الحمد لله الذي وفقنا لإتمام هذا العمل المتواضع، إذ نتقدم
بجزيل الشكر والاحترام والتقدير إلى الأستاذ المشرف الدكتور بوشيخي
محمد رضا على النصائح والتوجيهات التي قدمها لي طوال فترة البحث
كما أتقدم بجزيل الشكر إلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد في
إتمام وإنجاز هذا العمل
كما أتقدم بالشكر والاحترام لأعضاء لجنة المناقشة
وشكرا.

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى:

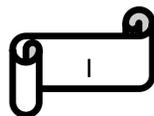
والداي الكريمين أطال الله في عمرهما ومتعهما بالصحة والعافية
إلى زوجتي الكريمة وأبنائي: يحي، دعاء وسجود حفظهم الله جميعا.
إلى إخوتي وأزواجهم وأبنائهم الذين أعانوني وساندوني في مشواري
الدراسي والمهني.

إلى كل من قدم لي نصيحة أو شجعتني ولو بكلمة طيبة.

إلى الأستاذ المشرف أقدم لك أسمى عبارات التقدير والاحترام

إلى كل أصدقائي.

فهرس المحتويات

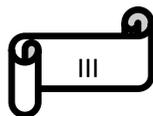


عدم تناظر المعلومات وفعالية الأسواق المالية

الصفحة	العنوان
	الشكر
	الإهداء
IV-I	فهرس المحتويات
VII-VI	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال
أ- ذ	مقدمة عامة
58-02	الفصل الأول: فعالية الأسواق المالية
02	تمهيد الفصل الأول
03	نشأة، مفهوم ومقومات الأسواق المالية
06	وظائف وأهمية السوق المالي
08	تقسيمات السوقي المالي
18	الأدوات الاستثمارية محل التعامل في بورصة الأوراق المالية
25	مفهوم كفاءة وفعالية الأسواق المالية
26	شروط إقامة بورصة أوراق مالية فعالة
35	الأسواق المالية الناشئة
41	التداول الإلكتروني
47	خصصة الشركات
58	خلاصة الفصل الأول
93-60	الفصل الثاني: مشكلة عدم تناظر المعلومات في بورصة الأوراق المالية
60	تمهيد الفصل الثاني
61	ماهية المعلومات، أنواعها ودورها في البورصة
66	تحليل المعلومات في البورصة
71	ماهية مشكلة عدم تناظر المعلومات

فهرس المحتويات

77	عدم تناظر المعلومات؛ أسباب ظهورها والمشاكل المرتبطة به
81	أشكال عدم تناظر المعلومات في البورصة
83	أساليب التضليل والتلاعب في البورصة
86	بعض التعاملات غير الأخلاقية في البورصة
87	أهم الشركات العالمية المتورطة في قضايا التلاعب والتظليل
90	أدوات قياس عدم تناظر المعلومات
93	خلاصة الفصل الثاني
131-95	الفصل الثالث: الحد من تأثير مشكلة عدم تناظر المعلومات على فعالية بورصة الأوراق المالية
95	تمهيد الفصل الثالث
96	انعكاسات مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة وفعالية بورصة الأوراق المالية
99	أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على بورصة الأوراق المالية
101	تحقيق كفاءة بورصة الأوراق المالية ودورها في الحد من مشكلة عدم تناظر المعلومات
108	خصائص ومتطلبات كفاءة بورصة الأوراق المالية
111	قياس كفاءة بورصة الأوراق المالية
112	تبنى حوكمة الشركات كآلية للحد من عدم تناظر المعلومات
119	خطوات تطبيق الحوكمة في بورصة الأوراق المالية
121	دور حوكمة الشركات في الحد من عدم تناظر المعلومات
131	خلاصة الفصل الثالث
165-133	الفصل الرابع: اختبار تأثير عدم تناظر المعلومات على فعالية بورصتي ناسداك ونيويورك
133	تمهيد الفصل الرابع
134	السوق المالية الأمريكية، خصائصها، وأهم مؤشراتهما
137	ماهية بورصة ناسداك
140	ماهية بورصة نيويورك
143	قياس تأثير مؤشر Chaikin على عوائد مؤشر ناسداك المركب



فهرس المحتويات

154	قياس تأثير مؤشر Chaikin على عوائد مؤشر بورصة نيويورك المركب
165	خلاصة الفصل الرابع
169-167	الخاتمة العامة
190-171	قائمة المراجع
201-192	قائمة الملاحق

قائمة الجداول

والأشكال

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
41	قائمة الأسواق المالية الناشئة	01
71	يمثل الفرق بين التحليل الفني والتحليل الأساسي	02
120	يبين الخطوات المتتالية للحوكمة الخاصة بالشركات أو المؤسسات المدرجة أوراقها المالية في البورصة	03
147	الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة مؤشر بورصة ناسداك المركب	04
148	اختبار استقرار السلسلة PP+ADF مؤشر بورصة ناسداك	05
149	تحليل الانحدار البسيط بطريقة المربعات الصغرى لمؤشر بورصة ناسداك المركب	06
150	نتائج اختبار Berush Godfrey لمؤشر بورصة ناسداك المركب	07
151	اختبار تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة ناسداك المركب Breusch-Pagan-Godfrey	08
152	اختبار تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة ناسداك المركب ARCH	09
156	الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لمؤشر بورصة نيويورك المركب	10
157	اختبار استقرار السلسلة PP+ADF لمؤشر بورصة نيويورك المركب	11
158	تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى لمؤشر بورصة نيويورك المركب	12
160	نتائج اختبار Berush Godfrey لمؤشر بورصة نيويورك المركب	13
161	اختبار تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة نيويورك المركب Breusch-Pagan-Godfrey	14
161	اختبار تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة نيويورك المركب ARCH	15

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
14	تقسيمات السوق المالي	01
29	شروط إقامة بورصة فعالة	02
54	مبادئ الخصخصة	03
65	استجابة الاسعار السوقية للمعلومات الجديدة	04
81	مشاكل نظرية الوكالة	05
83	أنواع عدم تماثل المعلومات	06
84	كيفية إخفاء الحقائق في البورصة	07
101	أثر عدم تماثل المعلومات على بورصة الأوراق المالية	08
117	مبادئ الحوكمة الصادرة عن منظمة التعاون والتنمية	09
118	أهمية حوكمة الشركات	10
129	أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة البورصة	11
139	توزيع قطاعات بورصة ناسداك	12
152	التوزيع الطبيعي للأخطاء لمؤشر ناسداك المركب	13
153	نتائج اختبار استقرارية النموذج Cusum لمؤشر بورصة ناسداك المركب	14
153	نتائج اختبار استقرارية النموذج CUSUM OF SQUARES لمؤشر بورصة ناسداك المركب	15
162	التوزيع الطبيعي للأخطاء لمؤشر بورصة نيويورك المركب	16
162	نتائج اختبار استقراريه النموذج CUSUM لمؤشر بورصة نيويورك المركب	17
163	نتائج اختبار استقراريه النموذج CUSUM Of Squares لمؤشر بورصة نيويورك المركب	18

ملخص: هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير عدم تناظر المعلومات على فعالية الأسواق المالية، وذلك من خلال دراسة انعكاسات تأثير عدم تناظر المعلومات في تحقيق كفاءة وفعالية الأسواق المالية، ولتحقيق ذلك أنجزت الدراسة على بورصتي ناسداك ونيويورك خلال الفترة الزمنية (2015-2022)، قصد معرفة نوعية المعلومات المتعلقة بتداول الأسهم والتي لها تأثير مباشر بقرار الاستثمار.

توصلت نتائج الدراسة إلى وجود فعالية في كل من بورصتي ناسداك ونيويورك، مما ينفي حالة عدم تناظر المعلومات لكلا من السوقين.

الكلمات المفتاحية: عدم تناظر المعلومات، كفاءة الأسواق، فعالية الأسواق المالية، القرار الاستثماري.

Abstract: This study aimed to test the effect of information asymmetry on the effectiveness of financial markets, by studying the implications of information asymmetry in achieving the efficiency and effectiveness of financial markets.

To achieve this, the study was conducted on the NASDAQ and New York Stock Exchanges during the time period (2015-2022), in order to know the quality of information related to stock trading that has a direct impact on the investment decision.

The results of the study concluded that there is an activity in both NASDAQ New York stock exchanges, which nullifies the case of information asymmetry in both markets.

Keywords: information asymmetry, market efficiency, financial market effectiveness, investment decision.

مقدمة عامة:

تعتبر الأسواق المالية من أهم أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية المعاصرة، لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه الاقتصادي لأفراده، فضلا عن كونها مرآة للوضع الاقتصادي العام للدولة، ونتيجة للروابط القوية بين الأسواق المالية والاقتصاد، بحيث يعتبر استقرار الأسواق المالية مقياسا لنجاح السياسات الاقتصادية العامة للدولة، وتعتبر مؤشرات أداء الأسواق من المؤشرات الاقتصادية المفيدة في تحديد اتجاهات النشاط الاقتصادي.

مع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي أضحت الضرورة إلى وجود أسواق مالية كبيرة، وباعتبار البورصة أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، فإن ذلك يقتضي توفر قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة، خاصة وأن أسعار الأوراق المالية تتقلب قيمتها من سنة إلى أخرى، وتتأثر في كثير من الأحيان بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق والشركة المصدرة لتنعكس مباشرة وبسرعة في أسعار الأوراق المالية المتداولة عند حدوث حركة عشوائية في شكل تقلبات سعرية صعودا مع الأنباء السارة، ونزولا مع الأنباء الغير سارة، ومع توسع حركة التحرر المالي في الاقتصاديات المتقدمة وزيادة تطور نشاط أسواقها المالية، أدركت الدول هذا التوجه الجديد وعملت على مواكبته، غير أنها لازالت تواجه جملة من المعوقات تحول دون كفاءتها وتتعلق أساسا بالإطار التنظيمي والتشريعي، وضيق نطاق السوق والأدوات المتداولة فيه، بالإضافة إلى ضعف نظام المعلومات وغياب الشفافية والإفصاح المحاسبي، كل هذه المعوقات وغيرها تحول دون كفاءة وفعالية وتطور الأسواق المالية.

تتبين أهمية ودور نظام المعلومات عن أن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلبا على قرارات المستثمرين من جهة، وعلى كفاءة الأسواق المالية ذاتها من جهة أخرى، أي أن عدم تماثل المعلومات بمعنى امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات معينة لا يمتلكها الآخرون، والذين يكتسبون معلومات معينة يتم حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية، فشعور أحد المستثمرين بعدم المساواة في الحصول عن المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة كفيل بأن يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن التعامل فيها، مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في السوق وتناقص حجم السوق كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة في لحظة ما، وبالإضافة إلى ذلك فإن عدم تماثل المعلومات في السوق المالي يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في

السوق، أي عدم توفر المعلومات أو توفرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين أو عدم توافر الأشخاص القادرين على تحليلها يحول السوق إلى سوق للمضاربة العشوائية تقود إلى تسعير خاطئ لا تبرره أساسيات الاستثمار في الشركة المصدرة للأسهم، مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفء للموارد المالية المتاحة.

وقد ترجع عدم كفاءة نظام المعلومات إلى التأخر في نشر المعلومات والبيانات مما يقلل من فائدة ما تتضمنه من معلومات للمتعاملين، ويتوقع هذه الحالة أن تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي تؤدي إلى تحقيق البعض لعوائد فائضة 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 لإغفال بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

- الإشكالية:

تعد العلاقة بين عدم تناظر المعلومات وفعالية الأسواق المالية من أهم المواضيع التي استقطبت اهتمام الباحثين، وذلك للتأثيرات السلبية لمشكلة عدم تماثل المعلومات والتي تحول دون تحقيق كفاءة وفعالية في الأسواق المالية.

إذ تطرح إشكالية المعلومات المطلوبة من طرف المستثمرين حول القيمة الحقيقية للأصول المالية والتي تكون غير متيسرة بسهولة لكافة المتعاملين.

هذا الإشكال دفعنا لمعالجة هذا الموضوع، وذلك من خلال الإجابة على السؤال المحوري الذي قمنا بصياغته على النحو التالي:

- باعتبار أن مشكلة عدم تناظر المعلومات لها تأثيرات سلبية على فعالية الأسواق المالية هل تعتبر الأسواق المالية محل الدراسة أسواق مالية فعالة؟

وبناء على السؤال الرئيسي يمكن طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية على النحو التالي:

- ماهي أهمية الأسواق المالية في الاقتصاد؟

- ماهي أسباب ظهور مشكلة عدم تناظر المعلومات على مستوى بورصة الأوراق المالية؟

- ماهي انعكاسات وتأثيرات مشكلة عدم تناظر المعلومات على أداء بورصة الأوراق المالية؟ وكيف

يمكن الحد من هاته الظاهرة؟

- هل تعتبر بورصتي ناسداك ونيويورك أسواقا فعالة؟

- فرضيات الدراسة

إجابة منا على السؤال الرئيسي والأسئلة الفرعية المترتبة عليه، وبناء على ما أسفرت عنه الدراسات السابقة قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- الفرضية الأولى: تساهم الأسواق المالية في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة، أي استخدام الأموال في الأنشطة المربحة التي تحقق أعلى عائد وأعلى قيمة مضافة.

- الفرضية الثانية: ترجع أسباب ظهور مشكلة عدم تناظر المعلومات في بورصة الأوراق المالية إلى عدة أسباب وتتمثل في؛ إخفاء الإدارة للمعلومات، اختلاف حجم المعلومات الداخلية والخارجية، إلى جانب ذلك وجود بعض المعاملات غير الأخلاقية.

- الفرضية الثالثة: هناك انعكاسات وتأثيرات سلبية لعدم التماثل في المعلومات وهي عديدة، وهو ما يحدث تشوهات في القرارات الاستثمارية، إذ تم في هذا الإطار اتخاذ آليات للحد من عدم تماثل المعلومات كتحقيق كفاءة الأسواق وحوكمة الشركات.

- الفرضية الرابعة: لا يمكن اعتبار كلا من بورصتي ناسداك ونيويورك أسواق فعالة، وذلك راجع للأسباب المتعلقة بالتأثيرات السلبية لعدم تناظر المعلومات.

- أهمية الدراسة

تبرز أهمية هذه الدراسة من خلال الاهتمام المتزايد بدراسة المشاكل المتعلقة بعدم تناظر المعلومات، وذلك ابتداء من مطلع السبعينات، إذ أصبحت إحدى أهم الركائز في دراسة الأسواق المالية، إذ حازت الدراسات النظرية والتطبيقية حولها على كثير من الاهتمام توجت بجائزة نوبل للاقتصاد سنة 2001 نتيجة لأعمال Stiglitz Joseph, Michael Spence, George Akerlof، كما تكمن أهمية الدراسة أنها تسلط الضوء على اختبار تأثير عدم تناظر المعلومات على فعالية الأسواق المالية محل الدراسة.

- أهداف الدراسة

تلعب الأسواق المالية دورا إيجابيا ومهما في عملية التمويل الاقتصادي، غير أن هذا الدور الإيجابي للأسواق المالية أصبحت تعترضها بعض التشوهات التي تحول دون تحقيق هدفها، وعليه فإن أهداف البحث تتمثل في النقاط التالية:

- معرفة المشاكل المتعلقة بعدم تناظر المعلومات، أسبابها، انعكاساتها وتأثيراتها على الأسواق المالية؛

- اختبار التأثيرات السلبية لمشكلة عدم تناظر المعلومات على فعالية الأسواق المالية محل الدراسة؛

- محاولة معرفة نوعية المعلومات المتداولة على مستوى الأسواق المالية محل الدراسة ومدى تأثيراتها على فعاليتها.

- منهج الدراسة

بالنظر إلى طبيعة الدراسة المتمحورة حول؛ عدم تناظر المعلومات وفعالية الأسواق المالية، فإن الأمر يقتضي استخدام مجموعة من النماذج والأساليب البحثية، حيث تم استخدام المنهج الوصفي: من خلال مراجعة المادة العلمية المستقاة من مختلف المراجع المتخصصة في مجال الأسواق المالية، إضافة إلى استخدام المنهج القياسي، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط، والتقدير كان بطريقة المربعات الصغرى، وذلك قصد اختبار تأثير عدم تناظر المعلومات على فعالية الأسواق المالية محل الدراسة.

- أقسام الدراسة: تنقسم الدراسة إلى أربعة فصول بالمحتويات التالية:

في الفصل الأول: تطرقنا إلى ماهية الأسواق المالية وتقسيماتها، ومن ثم تطرقنا إلى إبراز مفهوم كفاءة وفعالية الأسواق المالية، شروط إقامة بورصة أوراق مالية فعالة ومؤشرات تحقيق الفعالية، ثم إبراز بعض التحولات الحديثة التي تزيد من فعالية السوق.

في الفصل الثاني: تطرقنا للإطار المتعلق بماهية المعلومات ودورها في البورصة، ثم تطرقنا إلى مشكلة عدم تناظر المعلومات، وبعد ذلك تم إبراز أساليب التظليل المفتعلة في البورصة، ثم التطرق إلى طرق قياس عدم تناظر المعلومات.

في الفصل الثالث: تم التطرق في هذا الفصل إلى انعكاسات مشكلة عدم تناظر المعلومات وتأثيرها على كفاءة وفعالية البورصة، ثم تطرقنا إلى آليات الحد من عدم تناظر المعلومات والمتمثلة في تحقيق كفاءة الأسواق وكذا تبني حوكمة الشركات.

أما في الفصل الرابع: فقد قمنا بإجراء دراسة قياسية على بورصتي ناسداك ونيويورك، وذلك باستخدام النموذج القياسي باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط، وذلك لاختبار نوعية المعلومات التي بحوزة المستثمرين، والتي تؤثر على فعالية الأسواق المالية محل الدراسة.

- الدراسات السابقة: لتحديد معالم الدراسة قام الباحث بتحليل مجموعة من أهم الدراسات السابقة في الموضوع حسب ما تم الاطلاع عليه، وفيما يلي تقديم موجز لهذه الدراسات:

- Hadi M, Mahdi(2004), The importance Of accounting Information To The Investors In Banking Sector: Kuwait Evidence.

درس HADI مدى تأثير المعلومات المحاسبية في قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية بالكويت لعينة من 8 بنوك للفترة الممتدة من سنة 1997 إلى غاية 1999، اختار الباحث النسب المالية التالية لتمثيل المعلومات المحاسبية، العائد على إجمالي الأصول (ROTA)، هامش صافي الفائدة (NIM)، ربحية الأصول (EAR)، نسبة الخسارة (LR)، والعائد على ربحية الأصول (YOEO)، من أجل معرفة أثر المعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم العادية، استعمل الباحث نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير معنوي ايجابي للنسب المالية في تحديد أسعار أسهم البنوك محل الدراسة، وأن النسب المالية المستعملة في هذه الدراسة مفيدة للمستثمرين في بناء قراراتهم الاستثمارية، وتعتبر نسبة الخسارة (LR)، أكبر معنوية في التأثير على تحديد حركة وتقلبات أسعار أسهم البنوك محل الدراسة مقارنة بالنسب المالية الأخرى.

- دراسة بوكساني رشيد(2005-2006)، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، حاول الباحث من خلال هذه الدراسة للبحث عن المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالية وأوجه القصور في الأسواق المالية العربية وسبل تطويرها قصد ترابطها، خلصت الدراسة إلى أن تأخر تطور سوق الأوراق المالية العربية راجع إلى عدة أسباب أهمها الجانب التشريعي والتنظيمي، غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، كما قدم الباحث مجموعة من الاقتراحات أهمها استكمال الإطار التشريعي، تحفيز الادخار وتعزيز الشفافية والإفصاح.

- بن عيسى عبد الرحمان(2009)، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية -دراسة نظرية تطبيقية، مذكرة ماجستير، جامعة المدية، توصلت الدراسة إلى أن الحوكمة تعمل على الرفع من درجة كفاءة السوق المالي من خلال العمل على توفير المقومات الأساسية للكفاءة خاصة المعلومات عن طريق الالتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية، بالإضافة إلى ذلك فهي تعمل على الرفع من جودتها من خلال دور المراجعة في النظام اليدوي والآلي، كما تقوم بالحد من العوامل المؤثرة عليها

كالتداول الداخلي للمعلومات عن طريق الاعتماد على مبدأ حماية حقوق المساهمين ابتداء من حق الحصول على المعلومات في أي وقت من دون أي كلفة، وتقوم بتخفيض عدم تماثل المعلومات بين المساهمين من خلال مبدأ المعاملة المتساوية بينهم.

- دراسة بن اعمر بن حاسين، لحسين جديدين ومحمد بن بوزيان(2012)، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، قام الباحثون بدراسة الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في الدول النامية ومدى فعاليتها من خلال دراسة كفاءة الأسواق المالية لعينة من البلدان، وذلك من خلال تسليط الضوء على أدبيات كفاءة أسواق رأس المال في الدول النامية وتوضيح أساليب قياس فرضية السوق الكفاء وكذا أهمية ودور المعلومات في كفاءة السوق وكذلك تقييم كفاءة أسواق المال في كل من بورصة عمان، السعودية، تونس والمغرب باستعمال اختبارات الجذور الأحادية واختبارات التكامل المتزامن من أجل دراسة العلاقة بين اسعار الأسهم في المدى الطويل، وخلصت الدراسة إلى أن فعالية الأسواق المالية تتطلب توفر كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير، وتعتبر الأسواق المالية في الدول النامية ضعيفة وغير كفؤة نظرا لغياب متطلبات كفاءة السوق، كما أثبتت الدراسة القياسية عدم استقرار السلاسل الزمنية لأسعار أسهم بورصات العينة المدروسة ووجود عشوائية في حركة الاسعار مما يفسر حسب الصيغة الضعيفة عدم فعالية الأسواق في الدول النامية.

- دراسة بن اعمر بن حاسين(2012-2013)، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية- أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول ما إذا كانت الأسواق المالية في الدول النامية فعالة؟ وما هي متطلبات تفعيلها؟

قام الباحث من خلال الدراسة بتسليط الضوء على أدبيات كفاءة أسواق رأس المال في الدول النامية وتوضيح أساليب قياس فرضية السوق الكفاء وكذا أهمية ودور المعلومات في كفاءة السوق، ليتم بعد ذلك تقييم كفاءة أسواق المال في كل من بورصة عمان، السعودية، تونس، المغرب، مصر، البحرين ودبي في ضوء تلك الأدبيات باستعمال الجذور الأحادية واختبارات التكامل المتزامن من أجل دراسة العلاقة بين أسعار الأسهم في المدى الطويل.

- دراسة مازري عبد الحفيظ (2014-2015)، دور الحوكمة المالية في مواجهة مشكل عدم تناظر المعلومات -دراسة قياسية على مستوى بورصة NASDAQ، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، حاول الباحث معرفة الدور الذي من

الممكن أن تمارسه الحوكمة المالية في التأثير على مشكلة عدم تناظر المعلومات باستخدام التقنيات القياسية لبيانات بانل، حيث قام بدراسة عينة لمجموعة من المؤسسات المسعرة في بورصة NASDAQ للفترة الممتدة من 2003 إلى 2014، وتوصل في الأخير أنه بإمكان الحوكمة المالية في التخفيف من حدة مشكلة عدم تناظر المعلومات بشرط الالتزام بالتطبيق الجيد لآليات وقواعد الحوكمة التي ستكون المدخل الفعال لتحقيق جودة المعلومات، كما أن الحوكمة المالية تساعد على سد النقص الحاصل في جودة المعايير المحاسبية والمعلومات المصرح بها.

- دراسة مازري عبد الحفيظ (2016)، أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية، قام الباحث بدراسة الانعكاسات المترتبة عن مشكلة عدم تناظر المعلومات على مستوى الاسواق المالية، وذلك من خلال البحث في أثر المعلومات المرتبطة باتخاذ القرارات الاستثمارية الموزعة بشكل غير متناظر على كفاءة عمل الأسواق المالية، بحيث تتخذ الأطراف الأقل معرفة بالوضع الحقيقي لظروف صفقة ما باتخاذ وضعيات احترازية ودفاعية من أجل الوصول إلى تراض ما بين طرفي الصفقة وفق تصوراتهما التي تعكس حالة اللاتناظر، فيتم اتخاذ قرارات مالية تحاول تجاوز حالة التباين في نوعية وكمية المعلومات التي يحوزها كل طرف من أجل الوصول إلى أفضل تخصيص ممكن للموارد المالية المتاحة، وبالتالي زيادة كفاءة الأسواق المالية بشكل يمكن كل طرف من تحقيق مصالحه الذاتية دون التضحية بالتوازن القائم في السوق، وقد تم التوصل إلى نتيجة مفادها أن عدم تناظر في المعلومات المتوقعة للمستثمرين ينعكس غالبا في عدم تجانس التوقعات للبايعين والمستثمرين للأصول المالية.

- دراسة هدى بورفيس (2017-2018)، تأثير المعلومات على كفاءة الأسواق المالية -دراسة حالة بعض الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار-عنابة، حيث هدفت الدراسة إلى اختبار فرضية كفاءة الأسواق المالية عند المستوى الضعيف على مستوى مجموعة من الأسواق المالية الناشئة وذلك قصد معرفة مدى انعكاس المعلومات التاريخية على أسعارها الحالية، ولتحقيق ذلك تم إنجاز الدراسة على عينة من الاسهم المسعرة في بورصات محل الدراسة خلال فترة 2014-2017 من خلال دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لأسعار الاسهم محل الدراسة بالاعتماد على دالتي الارتباط الذاتي والجزئي واختبار جذر الوحدة.

توصلت الدراسة لوجود عشوائية في حركة الاسهم المدروسة اي أنها تتبع فرضية السير العشوائي فبموجب الصيغة الضعيفة تعتبر أسواق (الأردن، المغرب، ماليزيا والصين) أسواق كفؤة.

- دراسة بن لخصر مسعودة(2019-2020)، أثر تطبيق الإفصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية - دراسة مجموعة من الدول- أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، حاول الباحث من خلال الدراسة إبراز أثر تطبيق الإفصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لبورصات مجموعة من الدول النامية، وحتى يتم تحقيق أهداف الدراسة تم استخدام أسلوبين من أدوات البحث، تتمثل الأول في دراسة اختبارية للتعرف عن أهمية المعلومات المحاسبية وذلك من خلال تفسير العلاقة بين المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية لسنة 2018 كتغيرات مستقلة والقيمة السوقية لأسهم البورصات محل الدراسة كمتغير تابع ومدى تأثير تلك المعلومات على القيمة السوقية، فقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد، أما الأسلوب الثاني فقد تم استخدام منهجية دراسة الحدث للتعرف على كفاءة الأسواق المالية محل الدراسة، ومعرفة ما إذا كان هناك تأثير للإفصاح عن الكشوف المالية على أسعار الأسهم يوم الإعلان عن نشر هذه الكشوف، من خلال احتساب متوسط العائد غير العادي لأسهم عينة مكونة من 80 شركة مدرجة في كل من بورصة السعودية، الأردن ومصر، بالإضافة إلى جميع الشركات المدرجة في بورصة الجزائر عام 2018، لمدة خمسة أيام قبل تاريخ الإفصاح وخمسة أيام بعد تاريخ الإفصاح عن الكشوف المالية.

توصلت نتائج الدراسة بناء على نتائج الدراسة الاختبارية أن أهم المعلومات التي تهتم المستثمر السعودي متمثلة في الربحية ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، في حين يولي المستثمر الأردني أهمية للمعلومات المتعلقة بتوزيعات الأسهم ونسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول، أما المستثمر المصري فيعطي أهمية للمعلومات المتعلقة بالمديونية ونسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول، كما أثبتت الدراسة بعدم وجود أثر ذو دلالة احصائية عن العوائد غير العادية لأسهم البورصات محل الدراسة يوم الإعلان عن الكشوف المالية، مما يؤكد عدم كفاءة البورصات محل الدراسة عند المستوى الشبه القوي.

- دراسة دويس عبد القادر، بن ساحة إيمان(2020)، أهمية الحوكمة في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات المالية - دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة 2004-2018، تم من خلال الدراسة البحث عن دور الحوكمة في التأثير عن مشكلة عدم تناظر المعلومات، وتكمن أهميتها في كون أزمة الثقة في الأسواق المالية تتبع أساسا من جودة، صدق وصحة المعلومات المتداولة والتي تساهم في اتخاذ القرارات، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الإحصائي والمنهج الوصفي التحليلي، وتم الاستعانة في المعالجة الإحصائية للبيانات ببرنامج

EvIEWS9، وبالاعتماد على عينة لمجموعة من المؤسسات المسعرة في بورصة عمان للفترة 2004-2018 بعد اختبار فرضيات البحث تم التوصل إلى أن الإفصاح على الأرباح المحققة والموزعة والتنبؤ بها من أهم العوامل التي يحتاجها المتعاملون في الأسواق المالية، وأكثرها تأثيراً على الوضع المعلوماتي على مستوى السوق، حيث كلما زادت امكانية توزيع الأرباح فسوف يؤثر ذلك على القيمة الحقيقية للأوراق المالية في الأسواق المالية.

- دراسة محمد أمين محمد نور الكرخ(2022)، أثر عدم تماثل المعلومات في زيادة نشوء خطر انهيار سعر السهم-دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي، حاول الباحث إلى دراسة اختبار أثر عدم تماثل المعلومات في زيادة نشوء خطر انهيار سعر السهم للقطاع المالي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الربعية الممتدة من الربع الأول من عام 2019 إلى الربع الرابع من عام 2020، ولتحقيق هدف الدراسة تم توظيف عدم تماثل وخطر انهيار سعر السهم لاختبار الفرضية باستخدام الانحدار التجميعي للبيانات المقطعية ونموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية، إذ توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي لعدم تماثل المعلومات في زيادة نشوء مخاطر انهيار سعر السهم.

الفصل الأول

فعالية الأسواق

المالية

تمهيد الفصل الأول:

تعد الأسواق المالية من أهم الدعائم في تحريك عجلة التنمية الاقتصادية، إذ تعتبر المرآة العاكسة لحركة الأموال في الاقتصاد وما يقابلها من سلع وخدمات، لذا لا بد من تحقيق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي وصولاً إلى استقرار العملة ومنه إلى الاستقرار الاقتصادي، ليعبر بذلك أداء السوق المالي وكفاءته عن تحقيق الأهداف الاقتصادية بصفة عامة ومصالحة المتعاملين فيه على وجه الخصوص.

وكما أن السوق المالي يعكس الوضعية الاقتصادية للبلد فإن أداءه وكفاءته تتعكس كذلك على أداء المؤسسات المالية وعلى الاقتصاد ككل، مبرزة بذلك الدور المتبادل والمتكامل بين مختلف المؤسسات والهيئات الفاعلة في الاقتصاد على النحو التي تقتضيه السياسة المالية والنقدية المتبعة والقوانين المعمول بها وكذا النظام المالي الدولي.

وتبرز حركية السوق المالي وأدائه من خلال تنوع وكفاءة الأدوات المالية المتداولة فيه ومدى تحقيقها لرغبات واحتياجات المتعاملين والمستثمرين بأقل جهد ووقت وتكلفة، حيث تشكل الأسهم والسندات اللبنة الأساسية للتداولات داخل السوق المالي لتستخدم بقية الأدوات إما لغرض التحوط كالمشتقات المالية أو سعياً لتحقيق عوائد أكبر والاستثمار كأدوات المالية المركبة وصناديق ومحافظ الاستثمار، فاتحة بذلك المجال لاستحداث منتجات وأدوات مالية أخرى تواكب الاحتياجات المتعددة للمتعاملين بصفة خاصة وتحقق الأهداف الاقتصادية بشكل عام.

نتيجة للأهمية التي تحتلها الأسواق المالية، تم التطرق في هذا الفصل إلى العناصر التالية:

1- نشأة، مفهوم ومقومات الأسواق المالية؛

2- وظائف وأهمية الأسواق المالية؛

3- تقسيمات السوقي المالي؛

4- مفهوم كفاءة وفعالية الأسواق المالية؛

5- شروط إقامة سوق مالي فعال؛

6- مؤشرات فعالية الأسواق المالية؛

7- الأسواق المالية الناشئة؛

8- التداول الإلكتروني؛

9- خصخصة الشركات.

1- نشأة، مفهوم ومقومات الأسواق المالية

برز في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية كواحدة من أهم الأدوات المالية، حيث تلعب دورا حيويا في تعبئة الموارد والمدخرات وتهيئتها للاستثمار، وأصبحت مرآة عاكسة ومشخصة لحالات اقتصاديات معظم الدول، وتعتبر مؤشرا دقيقا وحساسا لسلامتها.

1-1 - نشأة الأسواق المالية

إن تتبعنا لتاريخ السوق المالية يكشف لنا أن نشوء هذه السوق وتطورها جاء انعكاسا للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها، فنشوء تلك الأسواق لم تكن من قبيل الصدفة وإنما كان لمقتضيات التطور التجاري والاقتصادي في تلك البلدان، ففكرة تلك الأسواق ظهرت منذ أن فكر الإنسان باستغلال مدخراته¹، إذ يرجع تطورها إلى تطور أسواق السلع والخدمات، وإن لم تكن تعرف بهذا الاسم²، فقد تم إنشاء أول سوق مالي سنة 1339 ببلجيكا، ثم انتقل إلى فرنسا بمدينة ليون سنة 1639، ثم إلى باريس وإلى أمستردام ولندن في القرن (19)، وفي فترة اكتشاف الأمريكيتين الشمالية والجنوبية وإبان الثورة الصناعية التي كان لها الأثر الكبير في تطور الفكر الاقتصادي، انتظمت الأسواق في حدود سنة 1890³.

وقد ارتبط ظهور الأسهم بالتطور الكبير في مجال الإنتاج والتبادل التجاري، وإنشاء المشروعات الكبيرة التي تعجز الموارد المالية للأفراد عن توفير الأموال اللازمة لها، حيث ظهرت شركات المساهمة التي تقوم على أساس مشاركة عدد كبير من المساهمين في ملكية مشروع معين، عن طريق قسمة رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة، يكتب فيها أولئك المساهمون.

كما ارتبط ظهور السندات بتوسع الدول في مشاريع التنمية، والإنفاق على الحروب، حيث كانت إحدى الوسائل التي لجأت إليها الحكومات للاقتراض من جمهور الناس، كما لجأت إليها الشركات لزيادة أموالها، وتوسيع أعمالها.

¹ عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص 114.

² رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعترف للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2005، ص 9.

³ لعصامي آمنة، تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات الأسواق المالية العربية -دراسة حالة السوق المالية السعودية وبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم مالية ومصرفية، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2020-2021، ص ص4-5.

وقد أصبحت هذه الأسهم والسندات سلعة كبقية السلع، يتداولها الناس فيما بينهم، وكان ذلك يتم في بادئ الأمر في الأماكن العامة، بل وعلى قارعة الطريق، فلما كثر عدد المتعاملين بهذه الأوراق أنشأوا أماكن خاصة لاجتماعاتهم، أطلق عليها بورصة الأوراق المالية¹.

1-2- تعريف السوق المالي

تعد الأسواق المالية نظاما أوسع وأشمل للأسواق، والتي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية، وهناك عدة تعريفات يمكن إعطاؤها للأسواق المالية، والتي تختلف باختلاف أنواعها، وعليه يمكن إبراز أهم تعريفاتها فيما يلي:

- **التعريف الأول:** هي هيئة منظمة تسمح بتسهيل عملية تدفق الأموال من وإلى الشركات والحكومات والأفراد من أجل تمويل الاستثمارات وفق منهج يعمل على إصدار وتداول أدوات مالية متنوعة تتراوح آجال استحقاقها من أقل من سنة إلى متوسطة وطويلة، وتوثيقها وفق قوانين وأنظمة وتعليمات وبما يتناسب مع تحقيق عوائد مرضية بأقل قدر ممكن من المخاطرة²؛

- **التعريف الثاني:** تعني الأسواق المالية العديد من المؤسسات المالية وبيوت السمسرة المالية، أو مجموعاتها المختلفة التي توفر الخدمات المالية للمقترضين³؛

- **التعريف الثالث:** السوق المالية هي وسيلة ينتفي فيها شرط المكان، يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية والنقدية، أو بالصرف الأجنبي بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية والمالية والنقدية... إلخ) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة الأجل)، اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات وإلى حد ما (عادات وتقاليد وأعراف) معتمدة محليا أو دوليا⁴.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن السوق المالي هو هيئة منظمة يتم فيه تداول منتجات مالية قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل وفقا لإجراءات تشريعية وتنظيمية محددة، يكون الاكتتاب فيه شرطا

¹ بسمة نزار، الحوكمة وإدارة المخاطر في الأسواق المالية -دراسة مقارنة لعينة من الشركات المدرجة في بورصتي عمان والجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد المنظمات، جامعة جيلالي ليايس بلعباس، الجزائر، 2018-2019، ص61.

² بن ابراهيم الغالي، الأسواق المالية الدولية -تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2019، ص21.

³ سالم صلال راهي الحسنوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، مؤسسة دار الصادق الثقافية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2017، ص 53.

⁴ هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار صفاء، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص58.

أساسيا بالنسبة للشركات المدرجة داخل هذه السوق، هذا الأخير يعمل على توفير الشروط الملائمة لقيام عمليات العرض والطلب على الأدوات المالية بدون أي قيد أو شرط، وتتم عمليات التداول من خلال الوساطة المتوفرة داخل هذا السوق الذي يضطلع به مختلف أنواع الوسطاء والسماسة.

1-3- مقومات الأسواق المالية:

يتطلب سوق المال توافر عدد كبير من المقومات الأساسية لكي يصبح سوقا فعالا قادرا على تحقيق الأهداف التي يقام من أجلها هذه المقومات يمكن حصرها فيما يلي¹:

- اعتناق فلسفة اقتصادية ليبرالية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من المنتج والمستهلك، المصدر والمستورد وغيرها من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي؛

- ضرورة وجود حجم كافي من المدخرات بشقيها الوطني والأجنبي المعروضة، وفي الوقت نفسه يقابلها طلب كاف عليها حتى لا يوجد فائض في الطلب دون أن يناظره العرض المتاح من المدخرات التي تتكفل بتغطيته، أو فائضا في العرض لا يوجد الطلب القادر على توظيفه في وجود الاستثمارات المالية المختلفة؛

- وجود فرص استثمارية كافية وقادرة على اجتذاب رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل المعروضة والباحثة في الوقت نفسه عن فرص جذابة للاستثمار؛

- إيجاد الإطار التشريعية والتنظيمية الفعالة من خلال مرونتها وقدرتها على التطور والتكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية القومية والدولية، فتوافر هذه التشريعات كافية وقادرة وتساعد كثيرا في تسهيل المعاملات وتحركات رؤوس الأموال من ناحية وفي الوقت نفسه توفر الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل في السوق المالي من ناحية أخرى؛

- توافر المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة حتى تؤدي دورها المطلوب في تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية، واستحداث وتوليد الفرص الاستثمارية وتجهيزها في شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى؛

فهذه المؤسسات المالية أو المصرفية تلعب دورا بارزا في عملية التوسط بين المدخرات والمنضمين لإيجاد التلاقي المطلوب بين عرض المدخرات والطلب عليها وعرض فرص الاستثمار والطلب عليها؛

¹ عصام لعياضي، دراسة تحليلية لواقع مساهمة الأسواق المالية في تنمية اقتصاد الشركات الرياضية، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 08، العدد 01، 2020، ص ص 135-136.

- وجود محفظة أوراق مالية جيدة ومتنوعة تحتوي على العديد من المزايا المتنوعة حتى تكون قادرة على جذب المتعاملين في السوق المالي، وفي الوقت نفسه تتضح أمامهم فرص كبيرة للاختيار من بينها؛

2- وظائف وأهمية السوق المالي

تلعب السوق المالية دور هام في تنمية الاقتصاد القومي، ولتحقيق هذا الدور، تقوم هذه السوق بعدة وظائف هامة تتجلى من خلالها أهميتها كمكون أساسي من مكونات النظام الاقتصادي الرأسمالي.

2-1 وظائف السوق المالي: تتمثل أهم وظائف السوق المالي فيما يلي:

- توفير السيولة السريعة للمستثمرين؛ حيث تساعد السوق على توفير السيولة السريعة لمن يحتاج هذه السيولة، من خلال بيع الأوراق المالية أو البعض منها في أي وقت وبأفضل أرباح ممكنة، وذلك إذا ما رغب المستثمر في استخدام حصيلة البيع في الحصول على النقدية اللازمة لشراء أصول ثابتة أو صكوك استثمار أو أوعية ادخارية أخرى في حالة اتجاه سعر الفائدة على هذه الأوعية إلى الارتفاع، أو عندما يرغب المستثمر في بيع بعض الأوراق المالية لشراء أوراق مالية أخرى بديلة باعتبارها أكثر جاذبية من تلك الأوراق التي في حوزته، حيث يحرص المستثمر عادة على إدارة محفظة استثماراته لتحقيق أعلى عائد ممكن وبأقل مخاطرة¹؛

- تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار؛ وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم²؛

- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية؛ وذلك عن طريق البنك المركزي، حيث يستعمل أسلوب عمليات السوق المفتوحة والمقصود بها: أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يسحب جزءا من الكتلة النقدية بأن يطرح في السوق المالي أدوات مالية (سندات أو أدونات خزينة) وبيعها بأسعار تعود على المشتريين بعوائد مغرية، وإذا أراد مكافحة الركود يطرح في السوق مزيدا من الكتلة النقدية عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى³؛

¹ بن لخضر مسعودة، أثر تطبيق الإفصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية -دراسة مجموعة من الدول النامية، أطروحة دكتوراه، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة المسيلة، الجزائر، 2019-2020، ص07.

² علام عثمان، حملة عز الدين، استخدام المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق المالي، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 6، العدد 2، 2016، ص153.

³ مازري عبد الحفيظ، دور الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات -دراسة قياسية على مستوى بورصة NASDAQ، أطروحة دكتوراه، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة تلمسان، الجزائر، 2014-2015، ص ص08-09.

- توفير البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة ومواقعها وتكاليفها؛ حيث يساعد وجود سوق مالي ناجح ومتطور في جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في مشروعات محلية، وذلك للمدى الذي تسمح به قوانين الاستثمار والشركات والإجراءات التنظيمية للنشاط الاقتصادي¹؛
- تساهم في رفع الكفاءة الاقتصادية بالمشروعات؛ وذلك لإصدار الشركات نتائجها المالية بصفة دورية، وتكون محل متابعة وتقييم من جانب المساهمين، كما تيسر تداول الأوراق المالية لمن يريد استثمارا حقيقيا أو ماليا، أو يريد سيولة سريعة مما يضيق الفجوة بين الاستثمار قصير وطويل الأجل².

2-2- أهمية السوق المالي

- تعتبر الأسواق المالية مكون أساسي من مكونات النظام الاقتصادي الرأسمالي، حيث تعد المكان الذي يلتقي فيه كل من عرض وطلب رؤوس الأموال، وتكتسب الأسواق المالية أهمية كبيرة في النظام الاقتصادي الرأسمالي للعديد من الأسباب أهمها³:
- تحفيز سلوك الاستثمار للأفراد والشركات من خلال انتشار نشاط الأسواق المالية من طرح الأسهم والسندات التي يصدرها المستثمرون أو وسطائهم لتمويل المشروعات وتنفيذ الأفكار الاستثمارية؛
- حشد الموارد المالية وتحفيز الادخار من خلال فاعلية الأسواق المالية وقدرتها على تقديم عائد مرتفع على الادخار، عندما تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين عن طريق الاكتتاب في الأسهم والسندات؛
- تعكس الأسواق المالية مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في مناخ الاقتصاد السائد، حيث إن إلزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التداول في السوق يعبران عن مناخ استثماري صحي وكفء؛
- يعتبر سوق الأسهم بالغ الأهمية من وجهة نظر المستثمرين وكذلك من وجهة القطاعات الإنتاجية المختلفة، ومن ثم هناك مجموعة من العوامل التي يمكن استخدامها كمقياس لتطور الأسواق المالية وتأثيرها المباشر بالنمو الاقتصادي للدولة، أهمها السيولة ورسملة السوق، بالإضافة إلى معدل دوران الأسهم في السوق؛

¹ عيسوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال -دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص10.

² حوحو فطوم ، سياسة تفعيل الأسواق المالية العربية -دراسة حالة السوق المالي السعودي، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص11.

³ محمد فتحي عبد الغني، دور سوق الأوراق المالية في تفعيل الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادي في مصر، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، المجلد 50، العدد 3، مصر، 2020، ص ص208-209.

- توفر مجموعة من الأدوات المالية التي تهيء للمستثمر خيارات أوسع في شتى مجالات الاستثمار، كما توجه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم، وترشيد الإنفاق الاستثماري، وتحذرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى¹.

3- تقسيمات السوق المالي

من خلال استعراضنا لأهم الوظائف التي تؤديها الأسواق المالية، نجد أنها في مجملها تركز أساسا على إيجاد الآلية للتمويل والاستثمار، وعليه فهي تنقسم حسب الأدوات المتداولة فيه وكيفية إتمام الصفقات، وبالتالي تصنف إلى الأسواق النقدية وأسواق رأس المال.

3-1- الأسواق النقدية Money Markets

هي أسواق مفتوحة تنافسية يتم فيها تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل التي لا تتجاوز السنة، وتتم بسرعة تحولها إلى سيولة، كما تتميز عن غيرها من الأسواق بأنها أسواق جملة، فهي تتم بأحجام كبيرة وقد تبلغ قيمتها مليون وأكثر مع وجود عدد كبير من المتعاملين لهذا يطلق عليها اسم الأسواق العميقة، وهذا ما يقلل أو يخفف بشكل كبير المخاطر المتعلقة بتدهور الأسعار وتخفيض تكاليف انجاز المعاملات، أي عمليات البيع والشراء، يتكون هذا السوق من البنوك التجارية والمركزية... إلخ التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل وهي تعتبر جزء مهم من السوق التمويلية².

3-1-1- أهمية السوق النقدي: تمارس أسواق النقد دورا اقتصاديا تتجلى أهميتها فيما يلي³:

- تأمين السيولة لعموم المتعاملين في السوق وبطريقة مأمونة وسائلة؛
- تمثل السوق النقدي الإطار العام لرسم السياسة النقدية للبلد والسيطرة على عرض النقد؛
- تلعب البنوك المركزية دورا بارزا في التأثير على السوق من خلال التأثير على حجم الائتمان عبر أدوات الكمية والنوعية؛
- يوفر السوق أدوات مالية خالية المخاطر في الغالب الأعم، لتمثل قنوات استثمارية مأمونة لبعض الأطراف التي ترغب في توظيف سيولتها الفائضة المؤقتة.

3-1-2- خصائصها: تكتسب الأسواق النقدية خصائص تميزها عن الأسواق المالية الأخرى، نذكر

أهمها فيما يلي¹:

¹ عابد فضيلة، أنس مملوك، تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية في جذب الاستثمار -دراسة ميدانية على سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 36، العدد 5، سوريا، 2014، ص340.

² مصطفى كولار وآخرون، الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالية، ألفا للوثائق، قسنطينة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2019، ص24.

³ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية -إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، صص60-61.

- يعتبر السوق النقدي سوق جملة من حيث كون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير ويتعاملون مع منشآت كبيرة ويتعاملون بنفوذ كبير، ويتعاملون عن طريق السماسرة، أما المستثمرون للوسطاء دورهم محدود؛

- أدوات الاستثمار في السوق النقدي تعتبر عالية، فالاستثمار في السوق النقدي يكون قصير الأجل قد يصل إلى يوم واحد؛

- يعتبر ميزان الاستثمار قليل المخاطر ودرجة المخاطرة النقدية التي قد تنشأ عندما يرغب المستثمرون بتحويل استثماراتهم إلى نقود منخفضة جدا، لأن أدوات الاستثمار في هذا السوق سريعة التداول وشبه مؤكدة للعائد، وأيضا مخاطرة الدين التي قد تنشأ من عدم قدرة المدين على الوفاء شبه معدومة في أدوات الاستثمار في السوق النقدي بأن تكون عادة صادرة عن حكومة أو مراكز كبيرة.

3-1-3- الأدوات المالية محل التعامل في سوق النقد: تتنوع الأدوات المالية في سوق النقد إلى ما يلي:

أولاً: أدوات الخزينة

هي تلك الصكوك التي تصدرها الحكومة للحصول على الأموال المدخرة بفائدة معينة، ولآجال لا تزيد عن سنة، وتستخدم الأموال التي تم الحصول عليها من بيع الأوراق المالية، أو الصكوك في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة²؛

ثانياً: شهادات الإيداع القابلة للتداول

تصدر البنوك التجارية شهادات الإيداع لصالح عملائها الراغبين في اقتناء أدوات مالية قابلة للتسييل، حيث يمكن بيعها في السوق الثانوية إذا كانت قابلة للتداول وعائدها غالبا ما يكون أعلى من العائد المستحق على سندات الخزنة نظرا لارتفاع درجة خطرها، وتستحق الدفع في تاريخ معين وبسعر فائدة محدد، تتأثر بالسياسة النقدية وفقا لسعر الفائدة³؛

ثالثاً: الأوراق التجارية/قصيرة الأجل

ويتم إصدار الأوراق التجارية عن طريق الشركات ذات السمعة الطيبة لتوفير سيولة أو تمويل استثمار الشركة في المخزون أو أوراق القبض، وبدأت بعض الشركات مؤخرا تقدم ضمانات لتلك الأوراق المالية

¹ جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص ص34-35.

² محمد عبد الحميد أحمد الإمبابي، سياسات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية -مدخل تقييمي تحليلي، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2018، ص74.

³ عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، صندوق النقد العربي، العدد 21، أبو ضبي، 2021، ص15.

باستخدام الأصول، وهنا يطلق على الورقة التجارية بالورقة التجارية المضمونة (بضمانات)، وقد يكون الضمان في شكل خطابات ائتمان من البنوك¹؛

رابعاً: القبولات المصرفية

عبارة عن أمر دفع قصير الأجل منخفض المخاطر، صدرته مؤسسة اقتصادية أو صاحب مؤسسة تجارية للبنك الذي يتعامل معه لتسديد مبلغ معين خلال مدة زمنية وتتأرجح في حدود (30-180) يوماً، ويقوم البنك بالتصديق عليها (قبولها) والالتزام بدفع قيمتها لحاملها عند تقديمها إلى البنك، وغالباً ما يستخدمها المستورد عند استيراده بضاعة ما من الخارج، إذ يتعهد بالدفع عند الطلب أو خصمها قبل تاريخ الاستحقاق، وتتداول هذه القبولات وبشكل واسع لأغراض تمويل التجارة الخارجية²؛

خامساً: اتفاقيات إعادة الشراء

اتفاقية إعادة الشراء هي اصطلاح يستعمل في السوق المالي، ويعني الحصول على الأموال عن طريق بيع الأوراق المالية مع إبرام اتفاقية في نفس الوقت، يتعهد فيها البائع بإعادة شراء هذه الأوراق بعد فترة محددة، غالباً ما تكون ليلة واحدة أو لأجل قصير وبسعر أعلى من سعر البيع الأول يتفق عليه، حيث يتم التسليم وإعادة الاستلام الفعلي لهذه الأوراق المالية عند عملية البيع وعملية إعادة الشراء. ويمكن أن يمتد عمل اتفاقيات إعادة الشراء لفترات أطول تصل إلى (30) يوماً أو أكثر، وهنا تسمى (Term Repos)، كما يمكن أن تكون عقود عمليات إعادة الشراء مستمرة (Continuing Contracts) بحيث تتكون من عمليات متابعة لعملية الاستثمار لليلة واحدة تتجدد يومياً بصورة تلقائية إلى أن تلغى من قبل أحد الطرفين³.

سادساً: البيع القصير (البيع على المكشوف)

يعد البيع على المكشوف استراتيجية استثمارية تقوم على (بيع بسعر عال أولاً ثم اشتر بسعر منخفض) تحويراً للأساس (اشتر بسعر منخفض أولاً ثم بيع بسعر مرتفع)، وتتم هذه العملية عند تعامل المستثمر بحساب هامشي، وتوقعه لاتجاه نزولي لأسعار الأوراق المالية محل الاستثمار.

¹ فريد راغب النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص185.

² عباس كاظم الدعي، مرجع سبق ذكره، ص157.

³ ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية - العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، منتدى سور الأزيكية، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الطبعة الأولى، 2003، صص 90-91.

يجري تنفيذ البيع على المكشوف عن طريق اقتراض وثائق أوراق مالية ثم سداد قيمتها في مرحلة لاحقة، لذلك فالقرض يمثل وثائقاً لملكية أوراق مالية وليس مبلغ مالي، يجري تسديده بإعادة الوثائق (أو يمكن حتى سداد قيمتها في تاريخ السداد) لذلك لا يترتب على عملية الاقتراض فائدة¹؛

سابعاً: ودائع العملات الأجنبية (سوق اليورو - الدولار)

لا يقتصر استخدام العملات على البلد المصدر لها وهذه هي سمة من السمات التي تتميز بها عملات البلدان الأكثر انفتاحاً على الاقتصاديات الأخرى، وخصوصاً تلك التي تصدر وتستورد منها، مما يتيح نمو أسواق هذه العملات خارج مواطنها الأصلية، وهذه الودائع تودع في بنوك ومؤسسات مالية أجنبية خارج البلد المصدر لها، وفي فروع لبنوك محلية تعمل في دول أخرى مثل ودائع الدولار والجنيه الاسترليني في البنوك والمؤسسات التجارية والمالية العاملة في بلدان الخليج العربي مثلاً، لذلك يسهم وجود مثل هذه الودائع في قيام أسواق لهذه العملات الأجنبية في البلدان المصدرة لها وتسمى (Euro Market)، ويعلل سبب تنامي هذه الأسواق للمهام التي تؤديها والتي أبرزها²:

- توفير الأموال من العملات العالمية الرئيسية للشركات الكبرى والحكومة وبكلفة أقل مقارنة بالقروض الممنوحة لها داخلياً؛

- تضاؤل أو غياب الضرائب المفروضة على مثل هكذا عملات خارج مواطنها؛

- المساعدة في توفير العملات الأجنبية التي تطلبها عمليات تمويل التجارة الدولية ما بين الدول؛

- يفضل فريق الأفراد والمؤسسات الاحتفاظ بالودائع بعملات أجنبية من منطلق الحيطة والحذر، طالما إنها (الودائع الأجنبية) تتسم بدرجة عالية من السيولة، إذ إنها توفر فرصة للمستثمرين المحليين من خلال إقراضها وتحويلها.

3-2- سوق رأس المال Capital Market

وتشتمل أسواق رأس المال على البورصات والبنوك التجارية، والتي تقوم بعمليات الاقتراض والإقراض متوسط وطويل الأجل، وفيما يلي أهم التعاريف لأسواق رأس المال وهي كما يلي:

- **التعريف الأول:** هي سوق الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل والتي تزيد مدة استحقاقها عن سنة واحدة، وقد تتجاوز أحياناً 25 سنة، وأغلب المتعاملين فيه هم من المشروعات الإنتاجية وشركات

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)، دار النشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية الأولى، 2005، ص 265.

² عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 158.

الاستثمار والتأمين والبنوك المتخصصة، بالإضافة إلى الوحدات الاقتصادية ذات النشاط المالي كالحكومة والأفراد الراغبين في منح التمويل مقابل الحصول على أصول مالية تولد إيرادات¹؛

- **التعريف الثاني:** يمثل سوق رأس المال المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب، للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، القروض بأنواعها... إلخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي، والذين هم في حاجة إلى الأموال، ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتقنون عليها، والتي تخص عائد كل الطرفين²؛

- **التعريف الثالث:** هو سوق الصفقات المالية طويلة الأجل، وهو السوق الذي يتعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل ورؤوس الأموال طويلة الأجل، والهدف من الاستثمار في السوق هو زيادة ثروة المستثمر ويمنح الأولوية لزيادة الدخل مقارنة بعنصر السيولة لسوق النقد، وطبيعة سوق رأس المال أكثر تنظيماً من سوق النقد، ويتعامل السوق بالإصدارات الجديدة ويسمى السوق الأولي، وبالإصدارات القائمة حالياً (Out Standing Issues) ويسمى السوق الثانوي، وإن طبيعة المتعاملين فيه أكثر تخصص وكفاءة وقدرة مالية، وحتى ينشط سوق رأس المال لابد من استقرار تدفق الأموال التي تبحث عن الاستثمارات، مع وجود مشاريع قادرة على استيعاب هذه الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات المربحة والآمنة³.

بعد التعرف على هيكل السوق المالية الذي يشكل من سوق النقد وسوق رأس المال، نستنتج أن المدى الزمني للأصول هو الذي يفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال (أسواق الأوراق المالية). تنقسم سوق رأس المال من حيث معيار زمن التنفيذ إلى؛ أسواق حاضرة (بورصة الأوراق المالية) وأسواق آجلة (أسواق العقود المستقبلية أو أسواق المشتقات المالية)⁴.

أولاً: بورصة الأوراق المالية (سوق حاضرة): تشير بورصة الأوراق المالية إلى تلك الأسواق التي تؤدي فيها عمليات البيع والشراء إلى تسوية فورية للصفقة، وذلك من خلال إتمام التسوية النقدية وتسليم الأصول المالية وقت عقد الصفقة، حيث يتم فيها التعامل على الأوراق المالية طويلة الأجل والمتمثلة في الأسهم والسندات ووحدات صناديق الاستثمار القابلة للتداول، والاستراتيجيات الممكن استخدامها في هذه السوق محدودة، ففي حالة حدوث حركة تصاعدية في سعر الورقة المالية، يمكن للمستثمرين شراء الأوراق المالية

¹ حيدر عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفشل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2016، ص 28.

² F. Leroux, *Marchés internationaux des capitaux*, Montréal, 2eme éditions, 1995, P 03.

³ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 242.

⁴ بوعبد الله علي، أثر الأسواق المالية على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014، ص 4.

على أمل إعادة بيعها بسعر أعلى في المستقبل، لكن في حالة حدوث حركة هبوطية في سعر الورقة المالية، لا يكون لدى المستثمرين إلا إمكانية الانسحاب من السوق لتجنب الخسائر، فمن المستحيل الاستفادة من انخفاض الأسعار في هذه السوق¹.

ثانياً: سوق المشتقات المالية (سوق آجلة): تعد سوق المشتقات المالية أحدث أنواع الأسواق المالية الدولية، إذ بدأ التعامل بأدواتها بعد التقلبات الحادة التي شهدتها كثير من أسواق المال العالمية وبالخصوص في الجانب المتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، فقد نشأت هذه الأسواق للتحوط من مخاطر تقلبات الأسعار²، وتشير سوق المشتقات المالية إلى تلك الأسواق التي يتم فيها تأجيل تسوية الصفقات المبرمة على الأصول المالية المدرجة في الأسواق الفورية، إلا أن تسليم الأصل يكون في تاريخ لاحق، وعلى عكس الأوراق المالية، يمكن من خلال هذه السوق استخدام استراتيجيات مختلفة للاستفادة من ارتفاع أو انخفاض أو استقرار الأسعار³.

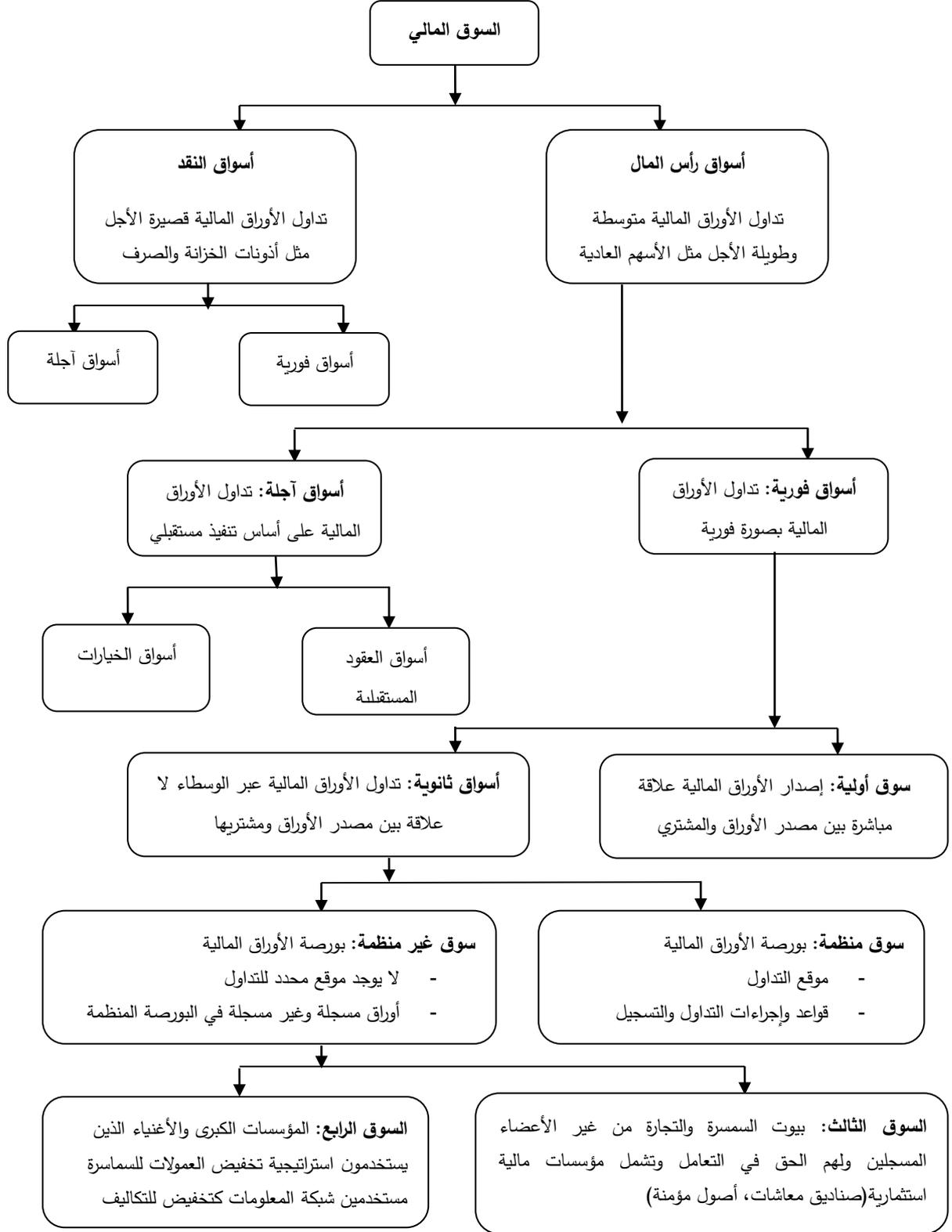
¹ Jérémy Morvan, **Marchés Instruments financiers**, Dunod, 3eme Edition, Paris, France, 2017, P: 5.

² نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية: الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري العملية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الثانية، عمان، 2015، ص 119.

³ Jérémy Morvan, **Op-cit**, P: 5.

وفيما يلي تلخيص لما تطرق إليه سابقا فيما يخص تقسيمات السوق المالي:

يوضح الشكل رقم (01): تقسيمات السوق المالي



3-2-1- بورصة الأوراق المالية ومكوناتها

بعد تطرقنا إلى تقسيم سوق رأس المال، سنركز دراستنا على بورصة الأوراق المالية، والتي تعتبر من أهم أقسامه من خلال دراسة أهم تعاريفها وأيضاً مكوناتها:

- **التعريف الأول:** يمكن تعريف بورصة الأوراق المالية بأنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً، وتكمن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي¹؛

- **التعريف الثاني:** وتعرف بورصة الأوراق المالية بأنها عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً، على نحو تشكل به إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع، مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي²؛

- **التعريف الثالث:** كما تعرف أيضاً على أنها تلك الأسواق التي يتم من خلالها ربط الأشخاص الذين لديهم رأس مال ويريدون استثماره مع أولئك الذين يحتاجون إلى الأموال لأغراض إنتاجية، حيث يتم ذلك عن طريق خلق وبيع الأدوات المالية في السوق الأولية، مع خلق سيولة لهذه الأدوات بإتاحة فرصة إعادة بيعها في السوق الثانوية³؛

- **التعريف الرابع:** وتعرف بأنها تلك السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان منظم يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم يتكون من عدد من التجار والسامسة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع بوجود المستثمرين الأجانب، وتداول فيها أوراق مالية للمنشآت وهيئات من دول أجنبية⁴.

¹ عاطف وليد اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008، ص21.

² طارق ابراهيم محمد أحمد أبو شوك، معوقات الإدراج في بورصة قطر: البواعث والحلول، رسالة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، جامعة الجزيرة، السودان، 2016، ص19.

³ He Weiping, **The Regulation of securities Markets in China**, Nature America Inc, Palgrave Macmillan, New York, USA, 2018, P: 1.

⁴ ضياء مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات، منشورات، 1998، صص6-7.

بناء على التعاريف السابقة يمكن استنتاج التعريف التالي:

تتمثل بورصة الأوراق المالية في الآلية التي يتم من خلالها ربط أصحاب الفوائض المالية بأصحاب العجز المالي، وذلك من خلال استخدام الأوراق المالية كأداة أو سلعة يتم التعامل عليها بيعا وشراء بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض، مع إتاحة فرصة إعادة بيعها في السوق الثانوي، بحيث يتمكن أصحاب الفوائض المالية من تداولها فيما بينهم.

3-2-2- مكونات بورصة الأوراق المالية: من أجل أن تؤدي سوق الأوراق المالية دورها على أكمل

وجه فهي تتكون من:

أولاً: السوق الأولية

تسمى أيضا سوق الإصدار، وهي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب الأول فيها، وقد يكون الاكتتاب مغلقاً (بمعنى ألا يتم السماح لأي أحد غير مؤسسي الشركة بشراء أوراقها)، وقد يكون الاكتتاب مفتوحاً (بمعنى فتح باب الاكتتاب للجماهير).

وتوجد بيوت خاصة تقوم بعملية تقديم النصح والمشورة للشركات من حيث تحديد أنسب الأوقات للاكتتاب، والسعر الأمثل للإصدار، وأحسن الأوراق المالية التي ينبغي أن تصدرها الشركة، وتقوم بهذه العملية البنوك في حالة عدم تواجد هذه البيوت، ويجب على هذه الجهة المصدرة أن تقوم بإصدار نشرة اكتتاب، توضح فيها جميع البيانات اللازمة لضمان حقوق حاملي الأوراق التي تصدرها¹.

ثانياً: السوق الثانوي (سوق التداول)

يجري التعامل في هذه الأسواق على الأوراق المالية التي سبق إصدارها من قبل سوق الإصدار، حيث يكون أطراف التعامل في هذه السوق هم حملة الأوراق المالية من جمهور المستثمرين سواء كانوا أفراداً أو شركات أو صناديق استثمار، ومن أهم خصائص هذه السوق؛ توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حتى يتمكنوا من بيع ما لديهم من أسهم أو سندات عند الحاجة إلى قيمتها نقداً، وتجدر الإشارة إلى أهمية سوق التداول ومدى تأثيره على سوق الإصدار، حيث قد يحجم المستثمرين عن دخول السوق الأولي، وبالتالي شراء الإصدارات الجديدة²، كما أن سوق التداول يلعب دوراً هاماً من خلال الوظائف التالية³:

¹ محمد عبد الحميد أحمد الإمبابي، مرجع سبق ذكره، ص ص 88-89.

² محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 28.

³ حسان طاهر شريف، مرجع سبق ذكره، ص 85.

- تحديد سعر عادل للأوراق المالية محل التداول فيما يسمى بعملية استكشاف السعر؛
 - اتمام المعاملات عند ذلك السعر بسرعة ويسر (توفير السيولة)؛
 - المساعدة على اتمام المعاملات عند أدنى قدر ممكن من التكلفة.
- تنقسم السوق الثانوية كذلك بدورها إلى سوقين:

أولاً: السوق المنظمة (السوق الرسمية)

وهي على عكس الأسواق الغير منظمة، حيث تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، أن التعامل في الأوراق المالية يتطلب ضرورة أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق¹؛

ثانياً: السوق الغير منظمة (السوق الغير الرسمية)

تمثل أسواق تداول الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة، وأحياناً يتم التعامل فيها في أوراق مالية مسجلة في البورصة مثل السندات الحكومية وسندات شركات الأعمال، وإلى جانب ذلك تشمل أسواق تداول أسهم الشركات الصغيرة التي تبحث عن تمويل محدود في السوق.

ويطلق اصطلاحاً الأسواق الغير منظمة على العمليات التي تتم خارج صالة البورصة من خلال بيوت السمسرة المختلفة، حيث لا يوجد مكان ولا زمان محدد لهذه العمليات، بل يتم من خلال الاتصالات التلفزيونية أو الإلكترونية، ويعتبر كل تاجر في أسواق الغير منظمة بمثابة صانع السوق للأوراق المالية التي يتم التعامل فيها، يتم تحديد سعر الورقة المالية بالتفاوض، كما يطلق على هذا النوع من الأسواق مصطلح الأسواق الموازية²، وتوجد داخل هذا السوق نوعان من الأسواق هما:

أولاً: السوق الثالث

وهو قطاع من السوق الغير منظم، بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة (أي السوق المنظمة)، ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم، وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، وكذلك نجد أنه من حق أعضاء بيوت

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص38.

² مداني أحمد، الأزمات المالية لأسواق الأوراق المالية العربية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2018، ص ص126-

المستمرة هذه التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم، بينما أعضاء السوق المنظمة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المالية المسجلة فيها¹.

ثانياً: السوق الرابع

ويقصد بها المعاملات التي تتم مباشرة دون وجود وسطاء بين المؤسسات الاستثمارية الكبرى والأفراد خاصة الأثرياء منهم الذين يتعاملون فيما بينهم، وتكون المعاملات بحجم كبير، ويتم إبرام الصفقات بواسطة شبكة اتصالات إلكترونية بسرعة وبتكلفة أقل².

4- الأدوات الاستثمارية محل التعامل في بورصة الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها الشركات السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في بورصات الأوراق المالية، وعادة عند التكلم عن الأوراق المالية ينظر إلى الأسهم والسندات، وذلك لأنها النوع الأكثر شيوعاً، إلا أن هناك أدوات مالية أخرى تسمى كذلك بالأدوات المالية الحديثة (المشتقات المالية)³. إذ سيتم فيما يلي التطرق إلى ماهية الأسهم والسندات، باعتبارهما الأكثر تداولاً:

4-1- الأسهم: سنوجز فيما يلي أهم التعاريف المتعلقة بالأسهم:

- **التعريف الأول:** عرفت الأسهم على أنها أوراق تشهد بمساهمة صاحبها في رأس مال منشأة معينة، إن في وسيلة قرض للنشاط، ولصاحبها الحق في التصويت يوم اجتماع المساهمين، والحق في انتخاب مجلس إدارة المنشأة، وترجع على صاحبها بعائد سنوي هو نصيبه في ربح المنشأة، فيقسم على المساهمين، ويأخذ كل واحد منهم مبلغاً تابعاً لعدد الأسهم التي يملكها، ويكون هذا النصيب متغيراً على حسب حجم الربح المحقق، والأسهم تباع وتشتري في السوق المالية، أي تسمح بتداول ملكية رأس مال المنشأة وقيمة السهم مرتبطة بالنصيب الذي يستفيد منه صاحبها، أي مرتبطة بصحة المنشأة وقدرتها على توزيع أرباح معتبرة⁴؛

¹ عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، السلسلة الحديثة للبنوك وصناديق الاستثمار والبورصة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، الطبعة الثانية، القاهرة، 2010، ص ص51-52.

² إيمان رحال، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية لتمويل مشاريع النمو الاقتصادي، أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 10، العدد 01، 2016، ص65.

³ مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتب العصرية، بيروت، 2013، ص114.

⁴ أحمد هني، العملة والنقود، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1991، ص81.

- **التعريف الثاني:** السهم عبارة عن صك يمثل مشاركة في رأس مال شركة المساهمة، أو إحدى شركات الأموال عموماً، ومن ثم يعتبر المساهم شريكاً في الشركة بقيمة الأسهم التي شارك بها، أي أن السهم هو صك يمثل حصة المساهم في رأس مال الشركة¹؛

- **التعريف الثالث:** تمثل الأسهم صكوك ملكية تقوم الشركات بطرحها وبيعها في السوق للمساهمين عند التأسيس، أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي².

من خلال ما سبق يتضح أن السهم يمثل حصة الشريك في شركة المساهمة، أي أنه عبارة عن صك ملكية قابل للتداول في السوق المالي، ويمثل حصة رأس مال الشركة.

4-1-1- القيم المختلفة للسهم: يتم التمييز بين خمس قيم للسهم هي:

أولاً: القيمة الاسمية: تتمثل القيمة الاسمية للأسهم العادية بالقيمة المثبتة في عقد المنشأة عند تأسيسها، وغالباً يكون لها قيمة اسمية واحدة³؛

ثانياً: القيمة الدفترية: وهي القيمة التي تحدها قائمة المركز المالي والتي تتمثل في حاصل قسمة حقوق المساهمين (رأس المال والاحتياطات والأرباح الموزعة) على عدد الأسهم المعلنة والمكتتب بها⁴؛

ثالثاً: القيمة السوقية (الحقيقية): تزداد القيمة السوقية لأسهم الشركة كلما كانت هناك مؤشرات مستقبلية ايجابية حول أداء الشركة وتطورها؛

رابعاً: القيمة التصفوية: القيمة التصفوية لكل سهم عادي هي القيمة الحقيقية للسهم العادي التي يمكن الحصول عليها إذا تم بيع جميع أصول الشركة بقيمتها السوقية وتم سداد جميع التزاماتها بما فيها الأسهم الممتازة، وما تبقى من أموال يتم تقسيمها بين المساهمين العاديين (كل حسب ما يمتلكه من نسبة أسهم في الشركة)، هذا المدخل أكثر واقعية من مدخل القيمة الدفترية لأنه مبني على أساس القيمة السوقية الحالية لأصول الشركة ولكنه مازال غير قادر على أخذ أرباح الشركة المستقبلية بعين الاعتبار⁵؛

¹ مستجير رمزي شاعر، دور سوق المال وبورصة الأوراق المالية في تشجيع الاستثمارات، دار الكتاب الحديث، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، مصر، 2010، ص 39.

² محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 57.

³ علي محمد حسن الكشوان، محمد علي إبراهيم العامري، استخدام نموذج خصم المقسوم DDM في تقييم الأسهم بإطار التضخم دراسة تطبيقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، مجلد 11، العدد 35، جامعة بغداد، العراق، 2016، ص 4.

⁴ نعاس مريم نجاة، استراتيجية التنوع الاستثماري كألية لإدارة المخاطر في محفظة الأوراق المالية -حالة البورصات العربية، أطروحة دكتوراه، تخصص محاسبة، مالية وبنوك، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2017، ص 22.

⁵ مناصرية خولة، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية -دراسة حالة الأردن 1990-2014، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة بسكرة، الجزائر، (2015-2016)، ص 115.

4-1-2- أنواع الأسهم: تختلف الأسهم باختلاف المعايير المتبعة في عملية التقسيم، وفيما يلي الأنواع المختلفة للأسهم:

- تقسيم الأسهم من حيث الحصة التي تدفع مقابلها: هناك ثلاثة أنواع¹:

أولاً: الأسهم النقدية: هي تلك الأسهم التي يتم الحصول عليها بشكل نقدي، أو هي الأسهم التي يتم سداد قيمتها نقداً، ويتم ذلك إما دفعة واحدة أو على أقساط؛

ثانياً: الأسهم العينية: هي تلك الأسهم التي يتم الحصول عليها بشكل عيني وليس نقدي كالتنازل عن حصة عينية مقابل الحصول على السهم، ولقد اشترط القانون أن يتم سداد قيمة هذه الأسهم بالكامل عند الاكتتاب، وفي الغالب يتم سداد قيمة هذه الأسهم بالكامل عند الاكتتاب وفي الغالب يتم إصدار هذه الأسهم للمؤسسين أصحاب فكرة تأسيس الشركة؛

ثالثاً: الأسهم المجانية: هي الأسهم التي توزع على قدامى المساهمين كبديل عن نصيبهم في الأرباح (التوزيعات النقدية)، ويتم ذلك بتحويل جزء من الاحتياطات أو الأرباح المحتجزة إلى رأس المال.

- تقسيم الأسهم من حيث الحقوق المترتبة عنه: تنقسم الأسهم من حيث الحقوق المترتبة عنها إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

أولاً: الأسهم العادية:

يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدرها شركة مساهمة ما بقيمة إسمية معينة ثابتة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكها، وتطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، بحيث تخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وعلى الرغم من أن القيمة الإسمية للسهم يحددها العقد التأسيسي إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال تجزئة قيمة السهم الواحد مع الإبقاء على رأس المال الأساسي دون تغيير، مما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم المؤسسة وزيادة قاعدة الملكية وتسمى هذه الطريقة باشتقاق الأسهم Stock Splits، ويقابل ذلك دمج الأسهم Stock Consolidation حيث ترفع القيمة الإسمية لكل سهم إلى الضعف مع بقاء رأس المال الإسمي دون تغيير.

ويتم التعامل بهذه الأسهم في السوق من خلال الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية في مرحلة أولى ثم تداولها بيعاً وشراءً في السوق الثانوية¹.

¹ محمد عبد الحميد محمد عطية، مرجع سبق ذكره، ص 36.

ثانياً: الأسهم الممتازة

تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، أي أنها تشترك مع كل منها في بعض الخصائص، فهي تشبه السندات في أن لها توزيعات أرباح ثابتة تدفع دورياً (كل سنة عادة) وتشبه الأسهم العادية في أنها لا تحمل فترة استحقاق محددة وأن أصحابها يعتبرون ضمن مالكي الشركة، ومن الناحية الأخرى تختلف الأسهم الممتازة عن السندات في أن توزيعات الأرباح الدورية الثابتة تدفع من صافي الربح بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى (ما عدا توزيعات الأسهم العادية)، وأن هذه التوزيعات ليست ملزمة للشركة مثل فوائد السندات، كما تختلف الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية في أن أصحاب الأسهم الممتازة ليس لهم حق التصويت مثل أصحاب الأسهم العادية².

يمكن تقسيم الأسهم الممتازة إلى عدة تقسيمات يمكن تناولها كالاتي³:

أولاً: الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح

وهي الأسهم التي يكون لحاملها حق المطالبة بالكوبونات التي لم يعلن عنها في السنوات السابقة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية؛

ثانياً: الأسهم الممتازة القابلة للتحويل

وهي فرصة تحويل الأسهم إلى أسهم عادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي فيحقق عائداً جيداً مع مراعاة الظروف المحيطة؛

ثالثاً: الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح

وهي الأسهم التي لا يكون لحاملها حق المطالبة بالكوبونات التي لم يعلن عنها في السنوات السابقة؛

رابعاً: الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح

وهي الأسهم التي يحصل حاملها على نصيب تلك الأسهم في الأرباح وبعدها يشارك حملة الأسهم العادية في التوزيعات المقررة لهم؛

¹ رشيد حفصي، نبيل حليمي، دور السوق المالي في تمويل النمو الاقتصادي بالجزائر، الملتقى العلمي الوطني حول النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، يومي 04/05 فيفري 2019،

² أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص 42.

³ محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة: سوق المال - التحليل الأساسي - أدوات التحليل المالي - التحليل الفني - مؤشرات أداء السوق - اتجاهات الأسعار - محفظة الاستثمار، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2011، ص 39.

خامسا: الأسهم الممتازة القابلة للتحويل

وهي الأسهم الممتازة التي يحق لحاملها تحويلها إلى أسهم عادية أو سندات، وذلك وفقا لإجراءات محددة مسبقا؛

سادسا: الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء

وهي الأسهم الممتازة التي يحق للشركة استردادها من حاملها مقابل سعر استرداد محدد مسبقا يكون عادة أكبر من سعر إصدار السهم.

- تقسيم الأسهم من حيث تداولها: هناك ثلاثة أنواع:

أولا: أسهم إسمية

هي أسهم تحمل اسم صاحبها، وعند عملية البيع يتم تسجيل المشتري أو المالك الجديد للسهم، ويسجل اسمه أيضا في دفاتر الشركة المصدرة لهذه الأسهم؛

ثانيا: أسهم لحاملها

هي أسهم لا يذكر فيها اسم المساهم ويعتبر حاملها مالكا، كما يمكن التنازل عنه من شخص إلى آخر، ولا تلتزم الشركة إلا بمالك واحد فقط للحصول على حقوقه وهو الحائز حتى لو حصل عليه بطرق غير قانونية¹؛

ثالثا: أسهم لأمر

قد تصدر الشركة أسهم لأمر يشترك أن تكون كاملة الوفاء، بمعنى أنه على المساهم أن يدفع كل القيمة الاسمية للسهم عند الاكتتاب، لأن الشركة في هذه الحالة لا يمكنها أن تتعقب تداول السهم، وبالتالي لا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم بالقيمة المستحقة والمتبقية من قيمة السهم².

4-2- السندات

يعتبر السند من أهم أدوات المديونية، إذ تمثل إحدى الطرق التي تسلكها الشركات والحكومات للحصول على رؤوس الأموال طويلة الأجل عندما لا تكفي الأموال الخاصة للمساهمين وبخاصة منها المتعلقة بتمويل خطط التوسع، وتتميز أدوات المديونية المتداولة في سوق رأس المال العائد المترتب عنها وتدني درجة مخاطرتها، وفيما يلي بعض التعاريف الخاصة بمفهوم السند.

¹ أحمد محمد فهمي سعيد البرزنجي، مدخل في التمويل والاستثمار، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، الطبعة الأولى، بغداد، 2014، ص 40.

² بوترية وهيبية، علاقة البنوك بالبورصة والأزمات المالية -دراسة حالة أزمة الرهن العقاري 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة وهران2، الجزائر، (2015-2016)، ص40.

- **التعريف الأول:** يعرف السند بأنه أداة دين يتعهد مصدرها بالوفاء بدفع قيمتها للمقترض، وما مصدرها إلا مدين مقترض، يعتبر وعده تعهداً بأن يدفع للمقترض أو قل للمستثمر المبلغ المحدد إضافة إلى الفوائد المترتبة عليه خلال سنوات القرض، بغض النظر عن تطورات أسواق السندات وتعدد المستثمرين، ومن حيث التطورات فإن الفضل يعود لعولمة أسواق المال التي لم يقتصر دورها على توسيع قاعدة السندات وتعدد أصنافها، بل تجاوزه إلى حجم الأموال التي تضخ في أسواق المال العالمية من خلال أدوات الدين بما فيها السندات¹؛

- **التعريف الثاني:** هو عقد بين الشركة المصدرة للسند والمستثمر، وبمقتضى هذا العقد يقترض الطرف الأول مبلغاً محدد للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه².

4-2-1- خصائص السندات: تتميز السندات بمجموعة من الخصائص وهي كالتالي:

- هي عبارة عن أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المقترض والمستثمر؛
- تتعرض السندات لمخاطر عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض أسعارها؛

- تحمل السندات مخاطر أكبر عند طول فترة السداد وأسعار الفائدة الأدنى؛
إضافة إلى وجود خصائص أخرى:

- **قابلية الاستدعاء:** بموجب هذه الخاصية يعطي الحق للجهة المصدرة للسند بإطفاء قيمة هذا السند قبل تاريخ استحقاقه بسعر يسمى سعر الاستدعاء، ويكون في الغالب أكبر من القيمة الإسمية تعويضاً لحملة السند عن الخسارة في أسعار الفائدة، ويلجأ إليه في حالة انخفاض سعر الإقراض في السوق؛

- **قابلية التحويل إلى أسهم عادية:** والتي تسمح لحاملي السندات بالاستفادة من فروقات العوائد والامتيازات التي يمكن أن يحصلوا عليها من عملية التحويل، كما أن عملية التحويل تنقل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات؛

- **قابلية التسديد الجزئي:** تتعهد الجهات المصدرة للسندات باستعادتها لتسديد جزء من قيم السندات المعنية سنوياً وقبل الموعد النهائي لإطفاء القيم الكلية¹.

¹ محمد بن مسلم الراددي، إدارة البنوك الإسلامية بعد عولمة أسواق المال، الطبعة الأولى، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2002، ص46.

² رياض دهال، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية: سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، الكويت، المعهد العربي للتخطيط، مارس، 2004، ص06.

4-2-2- أنواع السندات: من أهم أدوات المديونية السندات ما يلي:

أولاً: سندات الشركات

يمثل السند Bonds مستند مديونية تصدره الشركة أو أية هيئة أخرى، وهو بمثابة اتفاق أو عقد بين المدخر المقرض والشركة المقترضة، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الأول مبلغا محددًا للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه في تواريخ استحقاق محددة سلفاً². ويعطي السند لحامله الحق في استرجاع قيمته الإسمية (أصل القرض) في تاريخ لاحق، وحق الأولوية في الحصول على فائدة دورية تتحدد بنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسند تدفع مهما كانت نتيجة الدورة المالية للشركة، على عكس الأسهم التي ترتبط عوائدها بنتائج الشركة وسياسة مجلس الإدارة فيما يتعلق بالتوزيعات، كما يتيح السند لحامله حق الأولوية في استيفاء حقوقه إذا ما تمت تصفية أصول الشركة، ولا يعد حامل السند شريكا في الشركة المصدرة له، وتبعاً لذلك لا يحق له التدخل في إدارتها أو حضور جمعيتها العمومية.

يتميز التمويل بواسطة السندات مقارنة بالقرض التقليدي بمرونة التسييل العالية، إضافة لإمكانية تحقيقه للمكاسب الرأسمالية خلال عملية التداول، وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تتساوى مع قيمته الإسمية، وتحدد القيمة السوقية للسند على ضوء درجة المخاطر التي يتعرض لها، والتي تتوقف بدورها على المركز المالي للشركة والظروف الاقتصادية السائدة، وبخاصة معدلات الفائدة والعائد على الفرص البديلة المتاحة في السوق³.

ثانياً: السندات الحكومية

تمثل السندات الحكومية أداة دين طويلة الأجل شأنها شأن السندات التي تصدرها شركات الأعمال، وتسعى الحكومة من وراء إصدارها للسندات إلى تمويل احتياجاتها الجارية والاستثمارية ذات المنافع الاجتماعية، أو لمواجهة عجز الموازنة العامة، أو كسياسة لاستهداف التضخم وامتصاص سيولة الفائض في الاقتصاد، وفضلاً عن ذلك تمنح السندات الحكومية لحاملها الحق في استعادة أصل القرض مع الفائدة المتفق عليها، وتعتبر السندات الحكومية أكثر ضماناً وأقل مخاطرة من تلك التي تصدرها شركات

¹ عبو عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية، أطروحة دكتوراه، تخصص العلوم الاقتصادية، جامعة حسينية بن بوعلي الشلف، الجزائر، (2015-2016)، ص ص76-77.

² رياض دهاال، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، 2004، ص6.

³ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشاكلها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2003، ص ص66-67.

الأعمال، إذ غالبا ما يكون البنك المركزي أو وزارة المالية هي جهة الإصدار للسندات الحكومية، ويمكن أن تتولى الحكومات المحلية أو حكومات الأقاليم (الحكومات الفيدرالية) بإصدارها كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا، وحسبما يدل عليها اسمها لا يمكن للشركات الخاصة إصدار مثل هذه السندات، إلا أنه بإمكان المستثمرين تداولها في بورصة الأوراق المالية¹.

5- مفهوم كفاءة وفعالية الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية في ميدان الحياة الاقتصادية دورا حيويا، إذ تدور أكبر الصفقات التجارية، والتي تمثل الجزء الأكبر من ثروة البلاد، ولها دور حيوي وفعال في خدمة التمويل والاستثمار²، إذ تختلف الأسواق المالية من حيث مستوى الكفاءة والفعالية، ويعود ذلك في الإمكانيات المتاحة والمتوفرة للاستخدام من قبل المتعاملين مع مثل هذه الأسواق³، إذ يقصد بالسوق الكفؤة "السوق التي تعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة سواء تمثلت تلك المعلومات في القواعد المالية أو في المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأسهم في الفترات الماضية أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم نتيجة لقرارات بعض المستثمرين"⁴، وعليه فإن كفاءة بورصة الأوراق المالية تتحقق وفقا لما يلي⁵:

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع و بدون تكاليف؛
 - عدم وجود أي قيود على المعاملات من تكاليف أو ضرائب ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه أو شرائه أي كمية من الأسهم للشركة التي يرغب فيها؛
 - عدد المستثمرين كبير إذ لا يستطيع أي منهم التحكم لوحده بأسعار الأوراق المالية المتداولة؛
 - رشادة المستثمرين وسعي الجميع لتحقيق أعظم المنافع.
- أما مصطلح فعالية الأسواق فيقصد بها قدرة السوق المالية على القيام بدورها الايجابي في الاقتصاد⁶، وتقاس فعالية السوق بالآتي¹:

¹ محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، الجزء الثاني، الجزائر، 2002، ص 62.

² علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص 25.

³ يمينة خنروسي، متطلبات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بالاعتماد على التجربة الماليزية والبحرينية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2016-2017، ص 25.

⁴ Efficient capital Markets : Areview of theory and empirical Work, Journal of finance 25, 1970, P383.

⁵ لحسين عبد القادر، الهندسة المالية وتطوير أدوات التمويل -مدخل لتحسين كفاءة أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، الجزائر، (2015-2016)، ص 49.

⁶ البراوي شعبان محمد اسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي -دراسة تحليلية نقدية، الطبعة الأولى، دمشق، دار الفكر، 2002، ص 42.

- مقياس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات؛
- مقياس الدقة والصحة، وعدم حدوث الخطأ أو السماح لاحتمالاته أن تظهر؛
- مقياس الفاعلية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري وسريع.

6- شروط إقامة بورصة أوراق مالية فعالة

لإقامة بورصة أوراق مالية فعالة تقوم بدور حيوي وفعال في خدمة التمويل والاستثمار وتحقق وجودها وتأثيرها الإيجابي لابد من توفر الشروط الآتية:

- 1- وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل²؛
- 2- توفرها على الاستمرارية والتنظيم، فلا بد أن تكون البورصة سوقا مستمرة، وذلك من خلال ما يلي³:
 - وجود عدد كاف من المتعاملين فيها يضمن الاستمرارية من ناحية والاستقرار من ناحية أخرى، لأنه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين؛
 - وجود الحرية التامة بين المتعاملين والمعاملات التي تجري فيه؛
 - إجراء عمليات كثيرة ومتكررة؛
- تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة عن طريق زيادة عدد الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية، وزيادة عدد المتعاملين فيها، وبذلك تكتسب هذه السوق فاعليتها من نمو وازدياد حجم التداول والتعامل فيها، بالإضافة إلى توفر التنظيم الذي تنتقي معه المشاكل المصدرة للأوراق المالية المتداولة، مشكلة تسهيلات نقل ملكية الورقة محل التداول، ومشكلة تحديد العمولة والمصاريف الأخرى.
- 3- سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، وكذلك تكون بورصة الأوراق المالية مجهزة بأجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات؛
- 4- وجود مؤسسات متخصصة في أمور بورصة الأوراق المالية والتعامل فيها من شركات ومؤسسات مالية مثل بيوت الإصدار والسماسة؛
- 5- إدراج الشركات المساهمة في بورصة الأوراق المالية: في ظل الاندفاع لإنشاء بورصة أوراق مالية قد تقع الأخطاء، وفي مقدمتها وضع شروط متساهلة تسمح بتسجيل منشآت صغيرة لا تقوم على أسس متينة، فللتسجيل شروط ضرورية ينبغي توفرها لضمان فعالية السوق، منها ما يتعلق بعدد المساهمين

¹ علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 27.

² بهوري نبيل، بوفاسة سليمان، مستقبل أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية ومتطلبات تفعيلها، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02، العدد 17، 2017، ص 62.

³ يمينة ختروسي، مرجع سبق ذكره، ص ص 26-27.

ومنها ما يتعلق بحجم المنشأة وربحيتها، وكل هذه الشروط تهدف أساسا إلى ضمان حد أدنى من التعامل على الورقة المالية التي تصدرها المنشأة، وذلك تحقيقا لمبدأ عمق السوق، فلا جدوى من تسجيل الكثير من المنشآت التي تتميز سوق أوراقها المالية بالضحالة، حيث تعاني السوق غير العميقة من عدم استمرارية أوامر البيع والشراء، ومن ثم فإن الخلل في التوازن بين العرض والطلب من شأنه أن يؤدي إلى تغير كبير في سعر الورقة المالية، وبالطبع هذا التغير لا يكون ناتجا عن تغير في القيم الحقيقية¹؛

6- النظام البنكي: يعتبر الجهاز البنكي المتطور والسليم شرطا هاما لنجاح بورصة الأوراق المالية، وتتبع هذه الأهمية من الدور الذي تقوم به البنوك في تحويل الادخارات إلى استثمارات، والمساهمة في قيام شركات الأموال، بالإضافة إلى أن جميع العمليات المالية للمستثمر ستمر عبر البنك. وتظهر أهمية البنك المركزي والبنوك المتخصصة من خلال الآتي²:

6-1- البنك المركزي:

- توفير التشريع اللازم لتحقيق التحرير المالي بالشكل الذي يتيح للبنوك توسيع نشاطاتها الائتمانية لتشمل الائتمان متوسط وطويل الأجل؛

- تفعيل أدوات السياسة النقدية بهدف معالجة الاختلالات في الاقتصاد الوطني؛

- السماح للبنوك بالمشاركة في ملكية وإدارة مشاريع ثبتت جدارتها الاقتصادية.

6-2- البنوك المتخصصة:

- تمويل صفقات بيع وشراء الأوراق المالية: أي منح القروض بضمان الأوراق المالية، مما يساعد على تنمية المعاملات داخل السوق، ويمثل التمويل النقدي الجزئي أسلوبا لسداد قيمة الصفقات، حيث يقوم المستثمر بسداد جزء من قيمة الصفقة نقدا، والباقي يتم سداه بأموال يقترضها من البنك بضمانه الأوراق المالية محل الصفقة، ومقابل فائدة معينة؛

- إنشاء صناديق الاستثمار: حيث تظهر أهمية إنشاء عدد من صناديق الاستثمار لما تقوم به من عملية ربط للمدخرات الوطنية بأسواق المال وتمكين صغار المستثمرين من الاستثمار بالأوراق المالية بطريقة أكثر سهولة وكفاءة؛

- تدوير محافظ الأوراق المالية: حيث تقوم البنوك بتنمية محافظ الأوراق المالية والاهتمام بالمستثمرين في الأوراق المالية وتطوير وسائل الحماية وغيرها من الخدمات التي تنشط سوق التداول.

¹ يمينة ختروسي، مرجع سبق ذكره، ص 27.

² يمينة ختروسي، مرجع سبق ذكره، ص 28.

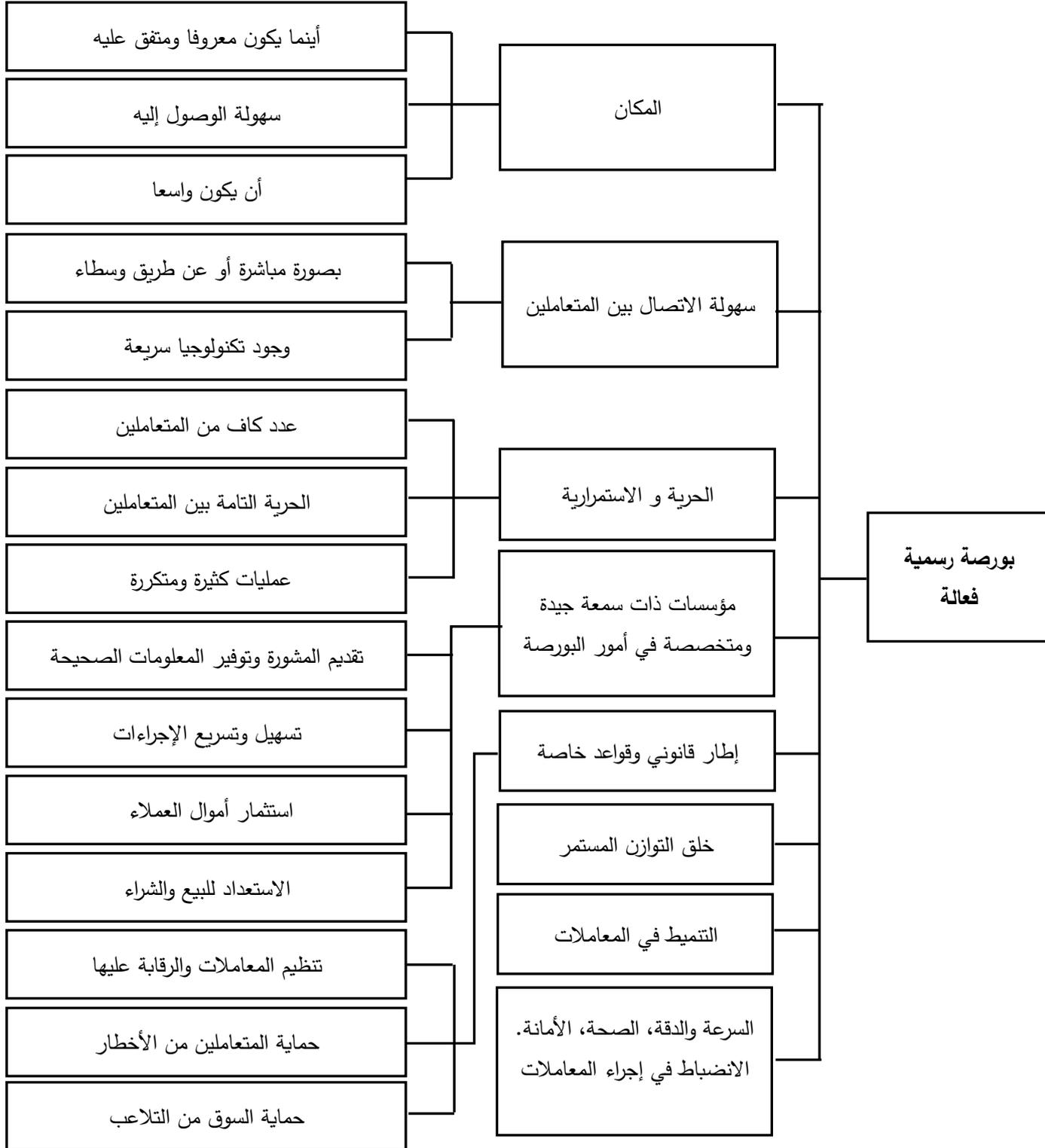
7- يجب أن يكون لها قواعد مستقرة للتعامل فيها وداخلها وبشكل معروف ومحترم وملتزمة به من قبل الجميع، كما تحتاج البورصات إلى توافر أداة رقابية سواء داخلية أو خارجية حتى لا تتحازر عن أداء رسالتها أو يساء استخدامها بشكل كبير¹؛

8- تنميط جميع العقود والمعاملات في السوق، والتنميط هو الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية للأوراق المالية، ومن ثم توفير عنصر السيولة للمستثمر².

¹ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 29.

² يمينة ختروسي، مرجع سبق ذكره، ص 28.

الشكل رقم (02): شروط إقامة بورصة فعالة:



المصدر: شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، دار

الفكر، دمشق، سوريا، 2002، ص 40.

6- مؤشرات فعالية بورصة الأوراق المالية

يعرف المؤشر على أنه: قيمة عددية يقاس بها التغيير في بورصات الأوراق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق... إلخ، ارتفاعا وانخفاضا، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهاتها، أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معيارا لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل¹، حيث تعمل هذه المؤشرات على تلخيص الوضعية العامة للسوق من خلال دلالات رقمية معبرة قابلة للمقارنة والتحليل، تعطي انطباعات استنباطية حول سلوك السوق واتجاهاته وتغيرات الأسعار والتنبؤ بها في المستقبل.

وتختلف أنواع المؤشرات باختلاف استخداماتها والهدف منها، وقد قسمت الأدبيات المالية مؤشرات البورصة وفق معيارين أساسيين: معيار وظيفتها ومعيار إمكانية تداولها، بحيث تختلف أنواع هذه المؤشرات وطرق حسابها بحسب الوظيفة المرجوة منها، فالمؤشرات التي تقيس أداء البورصة تعتبر مؤشرات أساسية للحكم على فعالية هذه الأسواق في أداء وظائفها²، والتي تقسم إلى مجموعات محددة:

6-1- مؤشر حجم السوق

يعتبر حجم السوق من أهم المؤشرات التي تقيس درجة نمو وتطور أداء بورصة الأوراق المالية، ويمكن تحديد هذا المؤشر إما عن طريق معدل الرسمة السوقية أو عدد الشركات المدرجة في السوق.

6-1-1- معدل رسمة السوق

يطلق على القيمة السوقية برسمة السوق أو الرسمة البورصية، وتعد مقياسا جيدا لقياس حجم السوق، وتعتبر الرسمة مؤشرا جيدا لقياس سيولة السوق عند أخذها كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، أي أن النسبة تمثل حجم السوق إلى الاقتصاد، وهي بذلك تعكس مدى مساهمة السوق في الناتج المحلي الإجمالي، وتعرف نسبة الرسمة إلى الناتج المحلي الإجمالي بمعدل الرسمة، وتعني القيمة السوقية للأسهم المدرجة خلال فترة ما نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي لنفس الفترة، يحسب كما يلي:

$$\text{معدل الرسمة} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المدرجة/الناتج المحلي الإجمالي}}{100} *$$

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية - البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 35.

² سليمان بن بخمة، الشريف ربحان، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية - دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودي للفترة 2007-2016، مجلة العلوم التجارية والتسيير، المجلد 13، العدد 1، 2017، ص 42.

يعكس هذا المؤشر مدى قدرة البورصة على تعبئة الموارد المالية (المدخرات) وتوجيهها نحو الاستثمار، غير أن هذا المؤشر يعاني من بعض القصور التي تحول دون الاعتماد عليه كليا للدلالة على درجة تنمية السوق، حيث أن بعض البورصات تتميز بارتفاع نسبة رأس مال السوق غير أن حجم التعاملات بها صغيرا، بمعنى قد تكون بورصة الأوراق المالية واسعة وفقا لمؤشر نسبة رأس مال السوق لكنها غير نشيطة¹.

6-1-2- عدد الشركات المدرجة في البورصة

يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في البورصة كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق، فالزيادة في عدد الشركات المدرجة بالسوق تدل على انتعاش الثقافة المالية في هذه السوق، ويعني هذا أيضا أن عدد كبير من الشركات قد أصبحت تعتمد في تمويلها على بورصة الأوراق المالية، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة اقبال المستثمرين على السوق لتنوع الشركات المسجلة فيها ومن ثم يزيد حجم العمليات التي يجرونها عليها من شراء وتبادل الأوراق المالية لهذه الشركات، إلا أن ما يعاب على هذا المؤشر فقد يفقد دلالاته إن لم يصاحبه استخدام مؤشر رسملة، إذ يمكن أن نجد سوق مالي به عدد كبير من الشركات المدرجة فيه لكن معدل الرسملة السوقية لتلك الشركات صغير نسبيا².

6-2- مؤشر سيولة السوق

تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة، وهناك مؤشران لقياس السيولة هما:

6-2-1- مؤشر حجم التداول (TV) Trading Volume Index

يقصد بحجم التداول (TV) قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هنا مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ يعكس الأخير حجم السوق، على الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، على الرغم من أن السوق قد

¹ جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي -دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016)، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة سطيف1، الجزائر، (2017-2018)، ص 53-54.

² مراد بوسعدية، محمد لحسن علاوي، تأثير تحرير حساب رأس المال على أداء أسواق الأوراق المالية للدول الناشئة -دراسة قياسية لعينة من أسواق الدول الناشئة للفترة (1990-2018)، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد 05، العدد 02، 2021، ص 96.

تكون كبيرة، إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن بورصة الأوراق المالية المحلية¹.

6-2-2- مؤشر معدل الدوران (Share Turnover Ration %)

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق (القيمة السوقية) خلال العام أو خلال أي مدة زمنية وكالاتي:

$$\text{معدل دوران السهم} = \text{إجمالي الأسهم المتداولة} - \text{حجم التداول/رسملة السوق} - \text{القيمة السوقية.}$$

ويستخدم هذا المؤشر في الغالب مقياسا لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة، إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض.

6-3- مؤشر درجة التركيز

تعني بدرجة التركيز هذه السيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، ويحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق بالنسبة إلى إجمالي القيمة السوقية، وكلما انخفضت هذه النسبة تعد أحسن وأكثر كفاءة².

6-4- مؤشر درجة التذبذب

من أهم المؤشرات التي تقيس استقرار السوق، حيث أن تذبذب الأسعار المعبر عنها بدرجة تشتت العائد على مر الزمن والتي تقاس من خلال الانحراف المعياري للعوائد المحققة، حيث أنه كلما زادت درجة تشتت العائد دل ذلك على وجود احتمال مخاطر كبيرة قد تكون عائقا أمام عمليات الاستثمار في هذه السوق وهذا نتيجة عدم استقرار السوق (تذبذب) وبالتالي عدم استقرار الأسعار زمنيا بين فترة الشراء وفترة البيع وبالتالي وجود صعوبات في تقدير العوائد المحتملة، ويمكن قياس مستويات التذبذب سواء من خلال معامل الاختلاف أو من خلال الانحراف المعياري³.

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص ص 179-180.

² دريش زهرة، أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية الناشئة دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية ونقود، جامعة سيدي بلعباس، الجزائر، (2019-2020)، ص 72.

³ سليمان بن بخمة، الشريف ربحان، مرجع سبق ذكره، ص 44.

6-5- مؤشر كفاءة تسعير الأصول الرأسمالية

يقصد بكفاءة تسعير الأصول الرأسمالية استجابة سعر الورقة المالية أو مؤشر السوق لكافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية بسرعة وبدقة، بحيث لا يترك ذلك لبعض المستثمرين فرصة لتحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، ولا ريب أن تطور البنية التنظيمية الحاكمة لنظام المعلومات في السوق، كالصحف المالية والمجلات والتقارير الدورية الصادرة عن الشركات، وتقارير مستشاري الاستثمار له دور هام في تطوير كفاءة التسعير.

ولاختبار هذا المؤشر، يمكن الاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يسمح بمقارنة العائد الفعلي R بالعائد المتوقع من الاستثمار $E(R)$ ، فإذا كان العائد المتوقع من الاستثمار أعلى من العائد الفعلي فذلك يعني أن الورقة المالية تباع بسعر يقل عن القيمة الحقيقية، مما يتيح لحاملها فرصة لجني المكاسب، لاحتقال ارتفاع السعر مستقبلاً، وتقتضي الصيغة القوية لكفاءة التسعير انعدام الفرق بين المعدلين السابقين؛ $(E(R)-R=0)$ تعبيراً عن الاستيعاب التام لسعر الورقة المالية للمعلومات الواردة إلى السوق¹.

6-6- مؤشر مدى توفر العوائق على الاستثمار الأجنبي وتحويل رؤوس الأموال

حيث يعمل هذا المؤشر على دراسة التشريعات الخاصة بإعادة توطين الأرباح ورؤوس الأموال والسماح للأجانب بالاستثمار في السوق المحلية، فحسب هذا المؤشر تصنف الدول إلى دول ذات حرية تامة في حركة دخول وخروج رؤوس الأموال، ودول مقبولة في تقييدها الجزئي للتدفقات الرأسمالية ودول مقيدة لحركة رؤوس الأموال، وتؤدي القيود إلى وجود مجموعتين من الأصول المالية: الأولى غير مقيدة على المستثمرين المحليين، ويمثل الفرق سعري بين الأصول المقيدة وغير المقيدة شريطة تساوي عوائدها مقياساً مباشراً لتأثير القيود على رأس المال، ومن ثم درجة اندماج السوق المحلية للأوراق المالية في السوق الدولية.

وقد قدم (1996) a. robert et korajczyk مؤشراً لقياس درجة اندماج البورصات، من خلال قياس انحراف عوائد الأصول المالية بتلك الأسواق عن عوائد الأصول المالية المحددة وفق نموذج توازني، يعرف بنموذج تسعير المراجعة المتعدد العوامل الدولية المتعدد العوامل International Arbitrage Pricing Model (LAPM)، والذي يشير إلى أن القدرة على تنويع الخطر من خلال الاستثمار في محفظة أوراق

¹ رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، الجزائر، (2014-2015)، ص ص 25-26.

مالية تتصف بالتنوع الدولي يمكن أن تؤثر على قرارات الاستثمار، وبالتالي على معدلات النمو في الأجل الطويل، وأن العوائق أمام تدفقات رأس المال الأجنبي تحد من قدرة المستثمرين على تنوع المخاطر على الصعيد الدولي¹.

6-7- مؤشّر تطور البنية والمؤسسية والتشريعية للسوق

يتأثر أداء البورصة بدرجة كبيرة بالعوامل التشريعية والمؤسسية السائدة في السوق، فوجود القوانين والتشريعات الملزمة للشركات ومؤسسات الوساطة المالية بالإفصاح عن المعلومات اللازمة للاستثمار في الأوراق المالية يعزز ثقة المتعاملين في السوق، وإلى جانب ذلك تؤثر إجراءات التسوية والمقاصة والإدراج وهيكل الضرائب وتكاليف الصفقات على قرارات الاستثمار في البورصة، فالتباطؤ في تنفيذ وتسوية الصفقات لا يشجع المستثمر على التوسع في استثماراته، وفي المقابل فإن وجود القوانين الكفيلة بحماية المستثمرين من تلاعبات بعض الأطراف المشاركة في السوق، كقوانين حضر ومعاينة كل من يسيء استغلال المعلومات المتاحة للأغراض الخاصة، إضافة إلى وجود هيئة تسهر على تطبيق القوانين يمكن أن يحفز على الاستثمار بدل المضاربة العشوائية المعرّقة لنظام التداول والتسعير الكفؤ.

وقد أشار كلا من Demirguk Kunt et Levine في دراستهما لتطور البورصة والوساطة المالية إلى ثلاثة مؤشرات لقياس مدى تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي بورصة الأوراق المالية، وهي²:

- مؤشّر مدى نشر الشركات المدرجة في السوق للمعلومات المتعلقة بالسعر والعوائد والمخاطر، وتقييم الدول وفقاً لهذا المؤشّر بالدرجة "1" في حالة نشرها للمعلومات وبدرجة "0" في حالة عدم إفصاحها عن المعلومات الضرورية للاستثمار في البورصة؛

- مؤشّر مدى تطبيق معايير المحاسبة الدولية، إلى جانب مؤشّر مدى توافر القوانين التي تحمي المستثمرين وتقييم الدول وفقاً لهذين المؤشّرين بقيم تتراوح بين درجتَي "0" و"1"؛

- مؤشّر مدى توفر العوائق على الاستثمار الأجنبي وتحويل رؤوس الأموال، ويعمل هذا المؤشّر على دراسة التشريعات الخاصة بإعادة توطين الأرباح ورؤوس الأموال، والسماح للأجانب بالاستثمار في الأسواق المحلية، وتصنف الدول حسب هذا المؤشّر إلى دول ذات الحرية التامة في دخول وخروج رؤوس الأموال، ودول مقيدة لحركة رؤوس الأموال، ودول مقبولة في حالة تقييدها الجزئي للتدفقات الرأسمالية من وإليها.

¹ جهرة شناعة، مرجع سبق ذكره، ص 62.

² رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص ص 26-27.

7- الأسواق المالية الناشئة

يعتبر التحول إلى الأسواق المالية الناشئة من التحولات التي تزيد من نشاط وفعالية الأسواق التي تعاني ركوداً، إذ ارتبط ظهور الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية والتي شهدت طفرة من النمو والتطور في الحجم بعدما كانت تعاني من ركود، وتمتلك قدرات تؤهلها لمواصلة النمو والتطور ورفع درجة كفاءتها وفعالية أدائها الاقتصادي لنتحول إلى مركز جذب رؤوس الأموال المحلية والدولية من خلال العوائد المرتفعة التي تحققها¹، وعليه ومما سبق ذكره حول أهمية الأسواق المالية الناشئة كمؤشر للتحول والتطور، الأمر الذي يتطلب إبراز ماهيتها ودورها كآلية من الآليات التي تزيد من نشاط الأسواق الأقل تطوراً.

7-1- مفهوم الاسواق المالية الناشئة:

تعود كلمة "ناشئة" في الأصل إلى بنوك الاستثمار الأمريكية التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من أجل الاستفادة من العوائد المرتفعة فيها، وتجدر الإشارة هنا إلى نقطة هامة تتعلق بمسألة استخدام مصطلح الأسواق الناشئة، فالمقصود بذلك ليس حداثة نشأة السوق وإنما يمكن أن نجد من الأسواق ما تأسس منذ زمن طويل وتندرج تحت هذا الإطار، كبورصة الهند التي تأسست عام 1875 وبورصة القاهرة التي تأسست عام 1904، غير أن التسمية تطلق على مجمل أسواق الأوراق المالية التي سجلت نشاطاً ملحوظاً في العشريتين الأخيرتين ابتداءً من 1990².

وقد أستخدم مصطلح الأسواق المالية الناشئة لأول مرة سنة 1981 من طرف مؤسسة التمويل الدولية، وهو يطلق على أسواق الأوراق المالية التي تمر بمرحلة انتقالية، ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد³.

ومن الواضح أن أغلبية الاسواق المصنفة حالياً كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها حيث في بداية القرن العشرين

¹ ساسية جدي، دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية -دراسة تحليلية قياسية لبعض مؤشرات البورصات: بورصة ماليزيا واندونيسيا من 2007-2017، أطروحة دكتوراه، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، (2021-2022)، ص36.

² عبد الصمد سعودي، بن لخضر مسعودة، دور السياسة النقدية في تفعيل أداء الأسواق المالية الناشئة، مجلة الحدث للدراسات المالية والاقتصادية، المجلد 3، العدد 2، 2020، ص ص60-61.

³ شارفي سامية، تطبيق الاقتصاد الإسلامي في الأسواق المالية الناشئة -التأمين التكافلي نموذجاً، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المجلد 3، العدد 2، 2019، ص 177.

كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر الأمريكي، بينما السوق اليابانية أعدت ناشئة في الستينات والسبعينات¹.

هناك عدة تعريفات للأسواق المالية الناشئة:

- **التعريف الأول:** تعرف الأسواق المالية الناشئة على أنها: أسواق الأوراق المالية التي هي في مرحلة

انتقالية، تتميز بزيادة الحجم، النشاط ومستوى التطور، فهي تتصف بمعدلات مرتفعة في قيمة رسملتها

السوقية أو في قيمة التداول، لكن تبقى نسبة هذه المؤشرات إلى الدخل الوطني الإجمالي محدودة لا سيما

عند مقارنتها مع مثيلاتها في الأسواق المالية المتطورة²؛

- **التعريف الثاني:** وتعرف أيضا بأنها: تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدما، وتنتمي إلى

دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في

القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة³؛

- **التعريف الثالث:** عرفها صندوق النقد الدولي في تقرير الاستقرار المالي العالمي لعام 2004 بأنها:

البلدان النامية التي أسواق أوراقها المالية أقل تطورا من مثيلاتها في الدول المتقدمة، ولكن تتيح

للمستثمرين الأجانب الاستثمار في عدد كبير من المجالات⁴؛

- **التعريف الرابع:** عرفها خبراء مؤسسة التمويل الدولية: هي تلك الأسواق الموجودة في دول منخفضة

ومتوسطة النمو وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والنشاط، وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو

والتقدم⁵؛

من خلال التعاريف السابقة للأسواق المالية الناشئة يمكن القول أنه يطلق على سوق الأوراق المالية في

أي دولة لفظ سوق ناشئ إذا انطبق عليه على الأقل أحد المعيارين التاليين⁶:

- إذا تواجد هذا السوق في اقتصاد نام؛

¹ عبد الصمد سعودي، بن لخضر مسعودة، مرجع سبق ذكره، ص 61.

² مراد بوسعدية، محمد لحسن علاوي، مرجع سبق ذكره، ص 95.

³ الجوزي غنية، انعكاسات العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة -دراسة حالة سوق أوراق ماليزيا، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، (2018-2019)، ص 131.

⁴ لعبني سارة، دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في ترقية الاستثمار -دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية وبنوك، جامعة الجزائر 03، الجزائر، (2016-2017)، ص 148.

⁵ العماري الطاهر، زروقي براهيم، واقع حوكمة الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الناشئة، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 8، العدد 1، 2021، ص 48.

⁶ لعبني سارة، مرجع سبق ذكره، ص 148.

- إذا كان السوق ذاته بصدد النمو.
- 7-2- سمات الأسواق المالية الناشئة: اتفق الباحثون على عدة سمات متى توفرت في سوق ما عدت سوق ناشئة، وتتمثل أهمها فيما يلي¹:
- أن تتسم هذه الأسواق بارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم، وتطوير اللوائح التنظيمية لعملها، مما يساعد على سهولة وصول الاستثمارات الخارجية لهذه الأسواق؛
- أن هذه الأسواق لم تصل بعد إلى مرحلة النضج، ولا يزال في بيئتها بعض الهشاشة وعدم اليقين بسبب بعض العوامل السياسية والاقتصادية الداخلية والخارجية؛
- الدول التي لم تدخل مجموعة 15، أو خارج منطقة التعاون والتنمية الاقتصادية (O.C.D.E) بدأت التحول إلى مجتمع اقتصادي صناعي؛
- أيضا من سمات الأسواق الناشئة أنه بالرغم من أنها ليست على درجة عالية من الكفاءة، لكنها تعود على المستثمرين بمردودات مرتفعة، وتتيح لهم فرصا متنوعة للربح؛
- اقتصاديات الدول التي توجد بها الأسواق المالية الناشئة، تتميز بمعدل تضخم منخفض، واستقرار نسبي في سعر الصرف، مع وجود نظام مالي وبنكي متقدم؛
- الأسواق الناشئة تتميز بأن دولها أتبعَت برامج إصلاح اقتصادي اشتملت على برامج للخصخصة، أدت إلى بيع كثير من الشركات عن طريق أسهمها في بورصة الأوراق المالية، وقد ساهمت هذه العملية في زيادة رسملة السوق ونشاطها، عن طريق توفر الأسهم، وزيادة عمق أسواق المال المحلية؛
- تتميز هذه الأسواق بأن العائدات السوقية بها أقل تقلبا، مع حدوث زيادة سريعة في نشاط التداول، وحجم الأسهم المصدرة، وزيادة حجم التعاملات بصورة ملموسة.
- 7-3- عوامل نمو الأسواق المالية الناشئة: يمكن إرجاع عوامل النمو في هذه الأسواق إلى مجموعة من العوامل؛ عوامل داخلية وعوامل خارجية:
- 7-3-1- العوامل الداخلية (عوامل الجذب): وتمثل مختلف الإصلاحات الاقتصادية التي تضعها اقتصاديات الأسواق المالية الناشئة لكي تحسن من البنية التحتية المؤسسية لأسواقها لكي تساعد على جذب الاستثمارات خاصة الدولية منها، ومن بينها²:

¹ شارفي سامية، تطبيق الاقتصاد الإسلامي في الأسواق المالية الناشئة -التأمين التكافلي نموذجا، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المجلد 3، العدد 2، 2019، ص 178.

² دريش زهرة، مرجع سبق ذكره، ص ص84-85.

- **سياسات الإصلاح الاقتصادي:** قامت معظم الدول النامية بإجراء تعديلات فيما يخص السياسات الاقتصادية المطبقة والغرض منها توفير مناخ استثماري ملائم، بالإضافة إلى تعزيز دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، كذلك تسعى هذه الدول الى تحقيق استقرار في أسعار الصرف لأن تقلب هذا الأخير يؤثر سلبا على الاستثمارات الأجنبية؛

- **ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي:** ويعتبر هذا العامل من العوامل الأساسية التي شجعت الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة، ومثال على ذلك: تايلندا، أندونيسيا وكوريا، حيث حققت هذه الدول معدلات نمو اقتصادي أعلى من معظم الدول المتقدمة، مما دفع المدراء والمحافظين الماليين الاستثمار في مثل هذه الأسواق، لأن التوقعات تدل على أن ارتفاع معدلات النمو فيها، ومن بين التوقعات أنه بحلول عام 2040 ستكون أكثر من 50% من مكونات أي محفظة استثمارية دولية عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة النمو في آسيا (الأسواق الناشئة)؛

- **إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية:** فمن بين الإصلاحات المالية التي قامت بها اقتصاديات الأسواق الناشئة، تحرير أسعار الفائدة والتخلي عن الأثمان الموجه، وضع بنية أساسية لتعميق الأسواق المالية، إدخال الصكوك المالية كأداة جديدة للاستثمار، تبسيط إجراءات قيد الشركات، تخفيض الضرائب، والرسوم والخدمات، فمثلا في الهند ألغت الحكومة مكتب مراقبة حسابات إصدارات رأس المال، وسمحت للشركات بتحديد سعر وتوقيت الإصدارات الجديدة، كذلك ساهمت عملية الخصخصة في رفع كفاءة الأسواق المالية الناشئة من خلال زيادة العرض في الأسواق المالية؛

- **انخفاض معدلات التضخم:** يعتبر انخفاض معدلات التضخم واحدة من أهم الأهداف التي سعت برامج الإصلاح الاقتصادي بالدول النامية إلى تحقيقها نظرا لآثاره الايجابية على الاقتصاد الكلي¹.

7-3-2- العوامل الخارجية (عوامل الدفع): من الأسباب الرئيسية لنمو الأسواق المالية الناشئة، وهي كما يلي:

- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، ومثال على ذلك انخفاض معدلات الفائدة المطبقة في البنوك الفيدرالية في م أ م من 9.8% سنة 1989 إلى 2.9% في سنة 1992، مما عزز الأسواق المالية الناشئة، وأصبح فرصة الاستثمار فيها كبيرة خاصة أن العائد فيها كان مرتفع؛

¹ الجوزي غنية، انعكاسات العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة -دراسة حالة سوق أوراق ماليزيا، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، (2018-2019)، ص 138

- يعتبر الركود الاقتصادي الذي شهده العالم وخاصة الدول الصناعية في أوائل التسعينات خاصة عند انفجار أزمة 1929 السبب المهم وراء توجه الاستثمارات العالمية إلى مثل هذه الأسواق خاصة، وأن تلك الدول انخفض فيها الطلب على الأموال؛

- التغييرات المؤسسية والقانونية التي مستها الدول المتقدمة؛

- زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية للمستثمرين مثل: شركات التأمين، صناديق المعاشات، حيث يفضل المستثمرون ذوي الطابع المؤسسي في الو.م.أ الاستثمار في الأوراق المالية لأمريكا الجنوبية، بينما يفضل البريطانيون الاستثمار في الأوراق المالية لدول أوروبا الشرقية، أما المستثمرون المؤسسين في اليابان فيفضلون في الأوراق المالية لجنوب شرق آسيا؛

- كما ساهم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة إلى تحسين كفاءتهم من خلال الاتصال المباشر مع المؤسسات الأجنبية التي تستعمل التكنولوجيا المتطورة، الأمر الذي ساعد في الانتقال إلى مثل هذه الأسواق.

7-4- معايير تصنيف الأسواق المالية إلى أسواق ناشئة: وهي مجموعة من المقاييس الكمية والنوعية، يمكن من خلالها الحكم على طبيعة السوق الناشئة ومستويات تطورها:

7-4-1- المعايير الكمية: فيما يلي المعايير الكمية التي يمكن من خلالها الحكم على أنه سوق ناشئ وهي كما يلي¹:

- أن يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد أقل من 10.000 دولار، وذلك حسب تعريف مؤسسة التمويل الدولية؛

- هي البلدان التي لم تدخل إلى مجموعة 15 أو خارج منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية أو أيضا خارج مؤشر مورقان ستانلي أو خارج مؤشر فاينانشل تايمز؛ حيث يمثل معدل النمو الاقتصادي أحد أهم المعايير الكمية؛

- الانتقال من اقتصاد زراعي إلى اقتصاد صناعي؛

وكل هذه المعايير في الحقيقة تقوم على مجموعة من مؤشرات اقتصادية وأخرى مالية من أجل تصنيف الأسواق المالية، ولكنها في الواقع معايير غير كافية، إذ لم تشر إلى معيار إمكانية الدخول في السوق وإلى قوة هيكل البورصة، وحتى المعايير الجغرافية التي تصنف الأسواق حسب موقعها الجغرافي

¹ بن عبد الله رشيدة رشا، أهمية استخدام الهندسة المالية في الأسواق المالية الناشئة، مجلة الاقتصاد والقانون، المجلد 8، العدد 1، 2018، صص 278-279.

ليست وجيهة، فمنذ 1990 دخلت بعض بلدان إفريقيا وأوروبا الشرقية مثل بولونيا وجمهورية التشيك وقبرص في إطار الأسواق الناشئة مما يقضي بضرورة إعادة النظر في مسألة اقتصار صفة "النشوء" على بلدان آسيا وأمريكا الجنوبية؛

7-4-2- المعايير النوعية: هناك معايير نوعية التي يمكن على أساسها تصنيف الأسواق المالية كأسواق ناشئة المتمثلة فيما يلي¹:

- هي سوق ليست على درجة عالية من الكفاءة ولكنها تعود بمردود مرتفع؛
- تتيح فرصة متنوعة للربح أمام المستثمرين الدوليين، وأكثر أهمية من تلك المتاحة في الأسواق المتقدمة؛
- تواجد السوق في اقتصاد نامي، وأنه في حالة نمو وتطور نسبي؛
- اتصاف هياكل السوق المالية في البلدان الناشئة ببعض النقص وقلة الكفاءة بالمقارنة مع أسواق الدول المتقدمة؛

- أن مصطلح (الأسواق الناشئة) لا يرتبط بمدى حداثة السوق، أي الأسواق حديثة النشأة، فهو يستخدم أو يطلق على الأسواق المقامة مؤخرا مثل البحرين، غانا، باناما، وسلوفاكيا مع بداية التسعينات 1990، كما يطلق أيضا على الأسواق القديمة مثل سوق بومباي 1887، ريو دي جانيرو 1845، و سان باولو 1890، وهي كغيرها من الأسواق في البلدان النامية حيث نشطت بورصاتها بشكل كبير في الماضي ثم عقلت نشاطاتها لتظهر ثانية مع بداية التسعينات، وهي أسواق مالية نشأت قديما وهي لا تزال في مرحلة النشوء أو التطور.

7-5- مزايا ومخاطر الأسواق المالية الناشئة: تتميز الأسواق المالية الناشئة بعدة مزايا كما أنها تتعرض للمخاطر، كما يلي²:

7-5-1- المزايا: من بين المزايا التي يمكن أن يجدها المستثمرون في الأسواق الناشئة ما يلي:
أولاً: الاستفادة من النمو الاقتصادي في الدول النامية: تسارع النشاط الاقتصادي وزيادة الثروة وكذا التحسين في المستوى المعيشي في هذه الدول من شأنه أن يزيد في الطلب الاستهلاكي المحلي وفرص العمل بمعدلات غير مسبوقه مع تحسين في الأداء لأسواق الأسهم؛

¹ بن عبد الله رشيدة رشا، مرجع سبق ذكره، ص 279.

² حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية -دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 03، (2017-2018)، ص ص 119-120.

ثانياً: التنوع في المحفظة الاستثمارية: والذي يهدف من خلاله المستثمر إلى التنوع في المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها من خلال استثمار كل أمواله في ورقة مالية واحدة.

7-5-2- المخاطر: الاستثمارات بصفة عامة تتعرض إلى العديد من المخاطر، فسواء كانت هذه الأسواق متقدمة أو ناشئة فكلاهما يتعرض إلى المخاطر، إلا أن الأسواق الناشئة تنفرد ببعض المخاطر التي تكون أكثر وضوح فيها، ويمكن تحديد هذه المخاطر على النحو التالي:

- التقلبات؛

- مخاطر المعلومات والتكاليف؛

- إعادة رأس المال إلى البلد الأصلي؛

- مخاطر السيولة؛

- مخاطر العملات؛

- المخاطر السياسية.

الجدول رقم (01): قائمة الأسواق المالية الناشئة.

أوروبا	إفريقيا	أمريكا اللاتينية	شرق آسيا	جنوب آسيا	الشرق الأوسط
روسيا	نيجيريا	برازيل	الصين الشعبية	باكستان	مصر
المجر	جنوب إفريقيا	الشيلي	الفيليبين	الهند	البحرين
بولونيا	تونس	المكسيك	تايبان	ماليزيا	عمان
اليونان		البيرو	تايلاندا	أندونيسيا	إيران
التشيك		الأرجنتين	كوريا الجنوبية	الأردن	المملكة العربية السعودية
		كولومبيا	سيرلانكا		

Source: Société financière internationale (www.ifc.org), 22/02/2023.

8- التداول الإلكتروني

إن التحول من النظام التقليدي للبورصات إلى النظام الحديث للتداول الإلكتروني وما له من دور في تحقيق نتائج أفضل وأدق كالسرعة القياسية في إجراء عمليات البيع والشراء وتوفير المعلومات حول

الأوراق المالية المتداولة في أي لحظة... إلخ¹، على عكس ما لم يحققه النظام التقليدي، الأمر الذي يشجع إلى تبني النظام الإلكتروني، وهذا ما سيتم إبرازه في هذا المطلب كآلية من التحولات التي تزيد من تفعيل بورصة الأوراق المالية.

8-1- ماهية نظام التداول الإلكتروني:

لقد ساهمت تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في توسيع وزيادة استعمال الأنترنت وفتحت أمام البورصات أبواب جديدة وذلك بظهور مفهوم "التداول الإلكتروني"، وهو عبارة عن إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية أو مشتقاتها إلكترونياً من أي مكان عبر شبكة الإنترنت أو المعلومات، موفرة الوقت والجهد بطريقة فعالة لكافة المستخدمين²، ففكرة التداول الإلكتروني ليست بالفكرة الجديدة، فقد اقترح فيشر بلاك عام 1971 مراحل أتمتة البورصات في إطار شبكة من الاتصالات الإلكترونية تدار بواسطة محطات طرفية من الحواسيب المربوطة بحاسوب مركزي، من أجل تخفيف الضغط على المتخصصين وصناع السوق، وبعبارة أخرى فإن الابتكارات والإبداعات في تكنولوجيا الاتصال هو محور تركيز أتمتة عمليات تداول الأوراق المالية، وتعد ناسداك رائدة في إحلال التداول الإلكتروني محل التداول التقليدي³، إذ ينظر إلى التداول الإلكتروني كنظام يتكون من مجموعة من المحطات الطرفية المحوسبة، ترتبط فيما بينها وبين الحاسوب المركزي بخطوط اتصال ذات سرعة عالية، حيث يتم إدخال الأوامر إلكترونياً عبر المحطات الطرفية وإرسالها إلى الحاسوب المركزي لغرض إجراء عمليات التداول ومقابلة الأطراف مع بعضها، فهو آلية لتسهيل تنفيذ الصفقات عبر أنظمة اتصال متطورة تستعمل لإرسال الأوامر من قبل الوسطاء وثبيتها في شكل عروض وطلبات يتم تنفيذها وفق قواعد تنتهي بالمقاصة وتسوية الصفقة، لتتحول بعد ذلك إلى معلومات تنشر عبر شاشات العرض الخاصة بالوسطاء المرخص لهم بولوج النظام⁴، ويعرف أيضاً على أنه "نظام تقني متطور يتم من خلاله تنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية عبر الإنترنت من خلال برمجيات آمنة وموثوقة ومبرمجة في العديد من الأسواق العالمية والعربية ومتخصصة بهذا النوع من التداول عن بعد لتنفيذ عمليات التداول بنسبة (100%) دون تدخل بشري، كما يتيح هذا النظام إمكان إدارة شؤون المحفظة الاستثمارية في السوق المالية ومتابعة الاستثمارات

¹ حسان طاهر شريف وآخرون، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية - دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 15، العدد 20، 2019، ص 123.

² نفس المرجع أعلاه، ص 120.

³ جبار صحن عيسى سماري، استعمال التداول الإلكتروني وتأثيره في تحسين أداء سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 86، بغداد، العراق، 2016، ص 533.

⁴ نفس المرجع والصفحة سابقاً.

مباشرة، ويعد نظام التداول الإلكتروني نظاما للتداول يتم من خلاله إدخال كافة أوامر البيع والشراء عن طريق أجهزة الكمبيوتر الموجودة في مكاتب وشركات الأوراق المالية، ومن ثم يتم مقابلة العرض والطلب للأوراق المالية وتحديد السعر وتنفيذه إلكترونياً¹.

8-2- تقسيم نظام التداول الإلكتروني: يمكن تقسيم نظام التداول الإلكتروني إلى أربع مكونات²:

8-2-1- نظام توجيه الأوامر

من يحق له إدخال أمر في النظام، ونوع الأوامر المقبولة، وكيفية تجميع الأوامر في سجل الأوامر المقيدة Limit Order Book أو سجل الأوامر اختصاراً، ومن ثم إعدادها لمرحلة التنفيذ؛

8-2-2- نظام المعلومات

ويوفر نظام المعلومات وضع العروض والطلبات القائمة، وأسعار الصفقات السابقة وكمياتها، وعادة ما تعرض محتويات سجل الأوامر للمتداولين في صورة عروض مرتبة تنازلياً وطلبات مرتبة تصاعدياً، وتختلف أنظمة التداول فيما بينها من حيث حجم المعلومات التي تسمح للمتداولين بالاطلاع عليها، ومن حيث سرعة نشرها، كما قد تزود بعض الأنظمة المتداول بمعلومات أخرى عن تاريخ الشركات المساهمة وبياناتها المالية، وآخر الإعلانات المتعلقة بها، وربما زودت المتداول ببرامج إضافية تساعد على اتخاذ القرار المناسب؛

8-2-3- نظام تنفيذ الأوامر

ويحدد نظام تنفيذ الأوامر الآلية التي يتم من خلالها تحويل الأوامر إلى صفقات، ويجب أن تحدد هذه الآلية ما إذا كان سيتم تنفيذ الأوامر من خلال سوق نداء أو سوق مستمرة، والقواعد التي تحكم أولوية التنفيذ، وتستخدم معظم الأسواق آلية سوق النداء لافتتاح السوق أو استثناها بعد توقف طارئ، قد تكون سوقاً مستمرة بعد ذلك، آخذة بأولوية السعر ثم الوقت، وعادة ما يطلب كبار المستثمرين (مثل المؤسسات المالية) آلية خاصة لتنفيذ أوامره التي تتصف عادة بكونها كبيرة³؛

¹ هشام طلعت عبد الحكيم، عماد عبد الحسين دلول، نظام التداول الإلكتروني وانعكاسه في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية - دراسة تحليلية على سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 92، 2016، ص 254.

² حسان طاهر شريف وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 122.

³ محمد بن إبراهيم السحبياني، عبد الله بن محمد العمراني، قواعد التداول الإلكتروني في الأسواق المالية ونظرات في مستنداتها القانوني، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 14، العدد 2، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2008، ص 72.

8-2-4- مرحلة التسوية ونقل الملكية

وتعقب مرحلة التنفيذ ويمكن في النظام الإلكتروني أن تكون التسوية آنية، فيكون وقت التنفيذ هو وقت نقل الملكية، وفي العادة تأخذ إجراءات التسوية يوماً إلى يومين وقد تستغرق وقتاً أطول¹.

8-3- المتطلبات التقنية للتداول الإلكتروني: للاستخدام الأمثل لبرامج التداول الإلكتروني لابد من توافر ثلاث عناصر أساسية هي كما يلي²:

8-3-1- جهاز الحاسوب

من الأفضل أن يكون للمستثمر جهاز كمبيوتر يتميز بخصائص عالية نسبياً (Pentium 4) على الأقل، وسعة القرص الصلب (40 GB) على الأقل ويفضل تجنب تحميله ببرامج لا أهمية لها، كي لا تؤثر على عمليات التداول، أما سعة الذاكرة (RAM) فمن المستحسن أن تكون على الأقل (1GB)، وأن يكون الجهاز مزوداً بمعالج ثنائي النواة لتكون عوناً كبيراً خاصة إذا اقتضت إليه تطبيقات التداول، كما يجب أن تكون شاشة الجهاز واضحة جداً وذات حجم كبير للسماح بفتح عدة نوافذ والاطلاع عليها، ويمكن استعمال العديد من الشاشات لمتابعة بيانات السوق، والمؤشرات الفنية ومعلومات أخرى في نفس الوقت، ويجب أن تكون بنية الجهاز مناسبة لتشغيل جميع الشاشات، إلى جانب ذلك كله لابد من أن يكون للجهاز وافي فيروسات، كما يمكن استعمال الهواتف الذكية لقدرتها على تسيير مثل هذه العمليات الخاصة بالتداول الإلكتروني؛

8-3-2- شبكة الإنترنت

جاء التزايد المستمر لعمليات التداول نتاج التوسع في استخدام الإنترنت، بالإضافة إلى كون الفرد يستطيع القيام بنفسه بتسيير استثماراته المالية عبر الويب، انطلاقاً من منزله أو مكتبه، حيث يتابع المستثمر أسعار أسهمه المفضلة على موقع ما، ويقرأ آخر الأخبار بمجرد وصولها، ويحصل على تحليلات مالية لأفضل الخبراء، ولذلك فمن الضروري أن يملك المستثمر وصل إنترنت عالي السرعة للحصول على معلومات بصفة حينية، كما يمكنه طلب إبلاغه بواسطة البريد الإلكتروني عن بعض الأمور والأحداث التي تهمه بشكل خاص، ويفضل استخدام الإنترنت السلكية بدلاً من اللاسلكية، لأن

¹ حسان طاهر شريف، دور تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في رفع كفاءة الأسواق المالية العربية - دراسة تجارب دولية، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة مالية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2020، ص 196.

² حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 2، العدد 4، 2013، ص ص 120-121.

الاتصال بالإنترنت من خلال اللاسلكي قد لا يوفر الاستقرار اللازم وتدفق البيانات الثابتة اللازمة لعملية تداول آمنة وفعالة؛

8-3-3- السمسار الإلكتروني

التعامل مع سمسار جيد من خلال مواقع شركات السمسرة على الإنترنت، ويوجد نوعان من السمسرة، النوع الأول من السمسرة هو الذي يعطي المشورة والنصح من خلال توفير خدمات للعميل كتقديم تحاليل حول أفضل الأسهم والأوقات المناسبة للشراء أو البيع، ويمكن أن يقوم بمسؤولية إدارة حافظة الأوراق المالية، أما النوع الثاني، فيتمثل في شركات التنفيذ فقط التي تباع وتشتري حسب الطلب، ولا تقوم بأكثر من ذلك، ويكون كل سمسرة الإنترنت أو الهاتف من النوع الثاني.

8-4- أهداف التداول الإلكتروني

يسعى نظام التداول الإلكتروني في بورصة الأوراق المالية لتحقيق هدفين أساسيين رغم اختلاف قواعد التداول فيها ويتمثل هذان الهدفان فيما يلي¹:

8-4-1- توفير السيولة

وذلك من خلال جذب أكبر قدر ممكن من المستثمرين وتوفير آلية لاكتشاف أفضل الأسعار، بحيث تعكس أسعار السوق المعلومات المتاحة حالياً عن الأصل المالي محل التداول، في الواقع يوجد ارتباط قوي بين سيولة السوق وتكلفة التداول، فكلما كانت السوق أكثر سيولة أدى ذلك إلى تقليل تكلفة التداول، فزيادة السيولة تعني مزيداً من الكميات المعروضة والمطلوبة وبالتالي مزيداً من التنافس على توفير السيولة عند أسعار أفضل، مما يقلل من الفرق بين أفضل العروض والطلبات، وهو ما يؤدي إلى تقليل تكلفة التداول، حيث يتمكن المتداول من تنفيذ أمره، لو كان كبيراً، بسرعة وبتكلفة أقل؛

8-4-2- اكتشاف الأسعار

يعد اكتشاف الأسعار هدفاً رئيساً لقواعد التداول الإلكتروني لأنه يجعل السوق أكثر كفاءة من حيث قدرته على دمج المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية في أسعارها بأقل وقت ممكن، مما يقلل من الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها، فيقل احتمال الغبن وتزداد ثقة المتداولين بالسوق.

¹ مصطفى آمال فراح، عيسى نجاه، فعالية التداول الإلكتروني في تحسين مؤشرات كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية - دراسة حالة سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، المجلد 12، العدد 2، 2018، ص ص 287-288.

8-5- أهمية نظام التداول الإلكتروني في تطوير مؤشرات البورصة

مرت عملية تداول الأوراق المالية في البورصة بتطورات كبيرة أدت إلى انتقال العملية من التسجيل والتسوية وتنفيذ الأوامر يدويا والإعلان عن أسعار الأوراق المالية بأسلوب المناقشة، بحيث اتصف هذا الأسلوب بعدم الكفاءة كونه يستغرق وقتا طويلا لتنفيذ الصفقات، ليتم بعد ذلك تعديل هذه الأنظمة بالاعتماد الكامل على تكنولوجيا المعلومات في كل إجراءات تسجيل أوامر البيع والشراء المختلفة وإجراء التسويات الفورية بصورة إلكترونية كاملا لا تستغرق إلا أجزاء الثانية الواحدة، الأمر الذي ساهم في زيادة كفاءة تنفيذ الأوامر وتحقيق العدالة بين المتعاملين وزيادة سهولة التداول فضلا عن زيادة شفافية السوق، بما يساعد على إيجاد سوق تلبية متطلبات المستثمرين وجذب شريحة جديدة من المستثمرين لم تكن متواجدة من قبل في ساحة الأوراق المالية¹.

8-6- إيجابيات وسلبيات التداول الإلكتروني

إن لاستعمال نظام التداول الإلكتروني في البورصة إيجابيات وسلبيات يمكن تلخيصها فيما يلي:

8-6-1- الإيجابيات: عرفت تعاملات خدمة التداول الإلكتروني ارتفاعا ملحوظا سواء من ناحية العمليات أو عدد العملاء، أو كميات الأسهم المتداولة، وكننتيجة لذلك عمل هذا النظام على جذب المستثمرين والممولين بمزاياه العديدة والتي من شأنها تعزيز كفاءة بورصة الأوراق المالية والتي يمكن تلخيصها فيما يلي²:

- ساهم نظام التداول الإلكتروني على تعزيز وتحقيق عدالة السوق وشفافية عملية التداول؛
- إمداد المستثمرين ببيانات السوق لحظيا وإتاحة الفرصة لهم لمراقبة تنفيذ تعاملاته ومتابعة استثماراتهم في أي وقت ومن أي مكان دون الحاجة للوصول إلى مبنى السوق؛
- تسهيل عملية التداول وزيادة فعاليتها من خلال القدرة على استيعاب وتنفيذ أحجام تداول كبيرة وتقليل الاعتماد على الوسطاء؛
- انخفاض تكلفة العمولة التي يدفعها المستثمر إلى الوسيط لقاء تزويده بالخدمة مقارنة مع العمولة التي يدفعها المستثمر فيما لو قام الوسيط في تنفيذ العملية؛
- إزالة العوائق التقليدية أمام المستثمر المتعلقة بشراء وبيع الأوراق المالية، الأمر الذي يعمل على زيادة حجم التعاملات في بورصة الأوراق المالية بسبب انخفاض الرسوم المفروضة على هذا النوع من التداول؛

¹ مصطفى آمال فراح، عيسى نجاة، مرجع سبق ذكره، ص ص286-287.

² نفس المرجع السابق، ص 288.

- إجراء عملية التسوية بسرعة قياسية من خلال الربط الآلي بين السوق ومركز الإيداع والتحويل؛
 - إمكانية فتح عدة أسواق في آن واحد وتسهيل الإدراج المشترك فيما بينها؛
 - سهولة حساب مؤشر السوق سواء القطاعي أو العام؛
 - تسهيل عملية استخراج ونشر المعلومات والتقارير، مع إمكانية عالية للتحكم في التقارير المستخرجة والمعلومات المنشورة.
- 8-6-2- سلبيات التداول الإلكتروني:** يمكن حصر أهم سلبيات تطبيق نظام التداول الإلكتروني في البورصة فيما يلي¹:
- على المستثمر توخي الحذر عند الضغط على زر الحاسبة إذ أن سهولة تحقيق الربح تقابلها هولة حدوث الخسارة؛
 - الأعطال المحتملة لأجهزة الحاسبة الإلكترونية أو حدوث تزامن على الشبكة نتيجة وجود طلبات كثيرة على الموقع سواء بالبيع أو الشراء وهو ما يعطي فرصة أقل لإتمام الصفقة أو عدم إمكانية تنفيذها من قبل المستثمر، وبذلك تحدث بعض الخسائر مما يتطلب البحث عن وسائل بديلة لإتمام الصفقة؛
 - تغير السوق في ظل نظام التداول الإلكتروني بسرعة عالية جداً، إذ يجب أخذ الاحتياطات اللازمة كي لا يتعرض المستثمر إلى أزمات سيولة، أو إلى دفع أكثر مما يرغب؛
 - صعوبة الاتصال بالوسيط بسبب ضعف نظام الاتصالات.

9- خصخصة الشركات

يعتبر توجه الكثير من بلدان العالم إلى تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص وما تتميز به هذه الطريقة في زيادة عدد المساهمين وتضاعفها بالمقارنة بالعدد الأصلي، وتميز التداول بالحيوية والنشاط، واتسام الأسهم المسجلة بوجودتها في السوق، كل هذا جعل الكثير من دول العالم في اتخاذ البورصة كطريق رئيس لتحويل الملكية، وبخاصة دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية O.C.D.E ودول أمريكا اللاتينية، وبعض بلدان أوروبا الشرقية كالمجر وبولونيا².

¹ دعاء نعمان الحسيني، عدنان سالم قاسم، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على عائد ومخاطر الاستثمار بالأوراق المالية -دراسة تطبيقية على عينة من أسهم الشركات المسجلة في سوق المال السعودي للفترة 2002-2003، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 21، جامعة تكريت، العراق، 2011، ص 56-57.

² حميدة مختار، الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية - المبررات وشروط النجاح، مجلة الباحث، المجلد 1، العدد 7، 2009-2010، ص 303.

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى إبراز أهمية الخصخصة ودورها في تعزيز وتنشيط البورصة كعامل من عوامل الرفع من أدائها.

9-1- مفهوم الخصخصة:

تعتبر كلمة "Privatization" من الكلمات الحديثة التي ظهرت كأول مرة في قاموس 1983، وهو مصطلح غربي ظهر في الأدبيات الاقتصادية الغربية، بعد استخدامه من قبل الحكومة البريطانية في عهد السيدة تاتشر، ليحل محل مصطلح إلغاء التأميم "Denationalization" الذي كان مستخدماً بنفس المعنى¹، يعد Ducker أول من استعمل مصطلح الخصخصة -الخصخصة- وكان يرى أن الدولة مشغل غير ناجح، وقد سبقه ابن خلدون إذ قال: "إذا تعاطى الحاكم التجارة فسد الحكم وفسدت التجارة"²؛

لقد ظهرت تعريفات كثيرة للخصخصة تدور معظمها حول فكرة التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص باختلاف أساليب وطرق هذا التحول، وفيما يلي استعراض لمجموعة من التعريفات:

- **التعريف الأول:** تعرف الخصخصة على أنها: توسيع الملكية الخاصة وإعطاء القطاع الخاص دوراً متزايداً ضمن النشاط الاقتصادي، من خلال تصفية القطاع العام كلياً أو جزئياً³؛

- **التعريف الثاني:** عرفها عبد الله التميمي على أنها تحويل ملكية المنشأة أو إدارتها وتشغيلها وصيانتها إلى القطاع الخاص بدلاً من القطاع الحكومي العام⁴؛

- **التعريف الثالث:** يعرف البنك الدولي الخصخصة بأنها تعني زيادة مشاركة القطاع الخاص في إدارة ملكية الأنشطة والأصول التي تسيطر عليها الحكومة أو تمتلكها⁵؛

تعتبر التعاريف السابقة للخصخصة ضيقة المفهوم، لأن مفهوم الخصخصة لا يقتصر فقط على نقل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص، بل يأخذ مفهوم أوسع من ذلك، وفيما يلي أهم التعاريف الموسعة للخصخصة:

- **التعريف الأول:** يقصد بالخصخصة زيادة فاعلية ودور قوى السوق، من خلال التحرر من القيود التي تتعلق بكفاءة المؤسسات العمومية وتحويلها إلى حوافز للقطاع الخاص¹؛

¹ إبراهيم عواد المشاقبة، أثر الخصخصة على إدارة تطوير المنتجات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 28.

² أنطوان الناشف، الخصخصة، التخصيص: مفهوم جديد لفكرة الدولة ودورها في الإدارة، المنشورات الحالية القومية، لبنان، 2000، ص 102.

³ أحمد ماهر، دليل المدير في الخصخصة، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1996، ص 22.

⁴ إبراهيم عواد المشاقبة، مرجع سبق ذكره، ص 29.

⁵ خالد عبد الحفيظ محمد حمد، الإصلاحات الهيكلية للاقتصاد الكلي في البنيان الاقتصادي-الخصخصة نموذجاً، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد

22، العدد 01، 2020، ص 125.

- **التعريف الثاني:** وعرفها علي فلاح المناصير بأنها؛ مجموعة السياسات المتكاملة التي تستهدف آليات السوق ومبادرات القطاع الخاص، والمنافسة من أجل الوصول بالقدرات الإنتاجية والأنظمة الخدمية إلى أعلى درجات الكفاءة الاقتصادية وتخفيف العبء وعن كاهل الموازنة العامة، وتقليل الديون العامة، إطلاق الموارد الحكومية لتمويل الحاجات الأساسية وإعادة بناء مرافق الإنتاج والخدمات لتحقيق أهداف التنمية والعدالة الاجتماعية²؛

- **التعريف الثالث:** وتعني أيضا: مجموعة السياسات المتكاملة التي تستهدف الاعتماد الأكبر على آليات السوق ومبادرات القطاع الخاص والمنافسة من أجل تحقيق التنمية والعدالة الاجتماعية، وبالتالي فلا يقتصر مفهوم الخصخصة على بيع وحدات القطاع العام الخاسرة أو الرابحة إلى القطاع الخاص³.
من خلال التعاريف السابقة، يتضح أن الخصخصة هي وسيلة لزيادة فاعلية ودور قوى السوق، من خلال التحرر من قيود القطاع العام، وذلك من خلال نقل الملكية المؤسسة كليا أو جزئيا إلى القطاع الخاص.

9-2- دوافع الخصخصة: يمكن تلخيص الدوافع والأسباب التي دعت الحكومات لتبني الخصخصة كما يلي⁴:

- تراكم المديونيات الخارجية للدول المدينة والعجز في ميزانيتها، نتيجة لتزايد نفقاتها بمعدلات تفوق كثيرا عوائدها وإيراداتها، فضلا عما يعبر عنه ذلك الوضع من عدم الاستخدام الملائم للموارد لتوفير مصادر عوائد وإيرادات إضافية كما ونوعا؛

- الضغط الذي يمارسه صندوق النقد الدولي والبنك الدولي والمؤسسات المالية الأخرى المنتشرة في الدول الصناعية الرأسمالية على تلك الدول نتيجة تراكم مديونياتها من قبل الجهات السابقة⁵؛

¹ المرسي السيد حجازي، الخصخصة: إعادة ترتيب دور الدول ودور القطاع الخاص، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، بيروت، 2001، ص 14.

² ابراهيم عواد المشاقبة، مرجع سبق ذكره، ص 29.

³ شهاب حمد شبحان، إشكالية الخصخصة وانعكاساتها في رفع كفاءة الأداء الاقتصادية - دراسة تحليلية تطبيقية، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 1، العدد 2، 2008، ص 3.

⁴ شوقي دنيا، الخصخصة وتقليص دور القطاع العام وموقف الاقتصاد الإسلامي، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 2003، ص ص 11، 9.

⁵ سليمة شارف بن حليلة، دور الخصخصة في تحقيق الكفاءة الاقتصادية في المؤسسات العامة: دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص 25.

- التدني المتواصل في أداء المشروعات العامة وتدهور أوضاعها ومستوى خدماتها، وذلك لعدم وجود إدارات قيادية قادرة على إدارة تلك المشروعات بعقلية استثمارية، مما أدى إلى زيادة البطالة وانعدام الكفاءة وارتفاع الكلفة؛

- تضائل قدرة الحكومات على التوسع في الاستثمار ومواكبة التكنولوجيا الحديثة ومجاراة القطاع الخاص المحلي والأجنبي في العملية الانتاجية¹؛

- التوجه نحو العولمة والانفتاح والتحرر الاقتصادي وإزالة الحواجز أمام حركة السلع والخدمات²؛

- والذي يجب ملاحظته في شكل خاص هو الاختلاف الجوهري في طريقة التحول نحو الليبرالية في شكلها الأصولي بين البلدان الصناعية المتقدمة والبلدان النامية، حيث يحصل التحول في البلدان المتقدمة بفعل الأزمات الاقتصادية وتفاعلاتها الداخلية على المستويين السياسي والفكري، غير أن هذا التحول في مجموعة الدول النامية يأخذ مجراه بتأثير من الخارج بشكل رئيسي، وتحديدًا من خلال سياسات رسمتها لهذه البلدان هيئات دولية كصندوق النقد الدولي ومن خلفه القوى الكبرى في العالم بحكم مصالحها وسياساتها، وذلك نتيجة لأزمة المديونية التي تعانها غالبية الدول النامية³، والجدير بالذكر أنه على تداعيات الأزمة المالية العالمية الأخيرة 2008 والتي ما يزال العالم يعيش آثارها، ظهرت أصوات في العالم تنادي بضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية وعدم ترك الحرية الكاملة لقوى السوق، وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على أهمية دور الدولة في الاقتصاد كموجه وناظم.

9-3- أهداف الخصخصة: إن من بين أهم الأهداف التي يرى الكثيرون أن عملية الخصخصة قادرة على تحقيقها ما يلي⁴:

9-3-1- زيادة المنافسة وتحسين الأداء

إن تحقيق الكفاءة الاقتصادية وتحسين الأداء يرتبط ارتباطًا وثيقًا بزيادة المنافسة، إذ أن المنافسة تدفع المشروعات الاقتصادية إلى العمل على تحسين مستوى المنتجات وخفض تكاليف الإنتاج وهما عاملان مهمان في تحقيق الكفاءة الاقتصادية، وقد وجد أن المشروعات الخاصة أقدر من المشروعات العامة على العمل بهذا الاتجاه؛

¹ صلاح الدين حسن السيسي، الأسواق المالية "الأزمات المالية العالمية"، دار الفكر العربي، 2008، القاهرة، ص 137.

² سليمة شارف بن حليلة، مرجع سبق ذكره، ص 26.

³ أنطوان الناشف، مرجع سبق ذكره، ص 300.

⁴ نزار ذياب عساف، أحمد عباس عبد الله المحمدي، تجارب الخصخصة في بعض البلدان العربية وإمكانية التطبيق في الاقتصاد العراقي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 4، المجلد 2، العراق، 2010، بدون صفحة.

9-3-2- توسيع قاعدة الملكية

لما كانت الخصخصة هي في الجزء الكبير منها تحويل ملكية القطاع العام إلى القطاع الخاص فإن ذلك يعني توسيع قاعدة التملك بين الأفراد من خلال طرح أسهم الاكتتاب العام، الأمر الذي يشجع المستثمرين الصغار على الدخول إلى المشروعات المخصصة، فضلا عن عمليات البيع المباشر لتلك المشروعات إلى أفراد المجتمع أي القطاع الخاص؛

9-3-3- إعادة توزيع الأدوار بين القطاع العام والقطاع الخاص

من بين الأهداف التي تتحقق عند عملية التحول نحو القطاع الخاص هو تراجع الدولة من بعض الأنشطة الاقتصادية وفسح المجال تدريجيا أمام القطاع الخاص، الأمر الذي يشجع على إطلاق المبادرات الخاصة، وبالتالي تنمية القدرات الذاتية بهذا القطاع بما يؤدي إلى خلق مناخ استثماري أكثر انفتاحا بما يهيئ الفرص إلى جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية¹؛

9-3-4- الاستقرار المالي

يتحسن الوضع المالي للحكومات التي تتبنى الخصخصة لسببين؛ الأول هو الحد أو استبعاد النفقات التي كانت تتكبدها الدولة في تدعيم عمل الشركات المملوكة لها وتغطية خسائرها، الأمر الذي يحد من ضغوط التضخم التي تخلخل النظم الاقتصادية، والثاني هو تمكن الحكومات من الحصول على عائد ينتج من بيع شركات الدولة، ففي روسيا على سبيل المثال ضخ بيع العديد من الشركات الصغيرة المملوكة لأجهزة الحكم المحلية عائد كبير²؛

9-3-5- تنشيط وتطوير أسواق المال

حيث يسعى المستثمرون ورجال الأعمال الحصول على مصادر تمويلية لاستثماراتهم الجديدة أو لإنشاء شركات جديدة، وذلك عن طريق البنوك أو البورصة، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على النقود، وزيادة عرض الأوراق المالية للاكتتاب العام في البورصة مما يساهم في تنشيطها³.

9-4- أساليب الخصخصة

هنالك العديد من أساليب الخصخصة المستخدمة من قبل الدول لتطبيق عملية الخصخصة، ولكن هناك تباين في الأساليب المستخدمة من دولة لأخرى، ويرجع السبب في ذلك إلى سياسة الدولة، والظروف

¹ نزار ذياب عساف، أحمد عباس عبد الله المحمدي، مرجع سبق ذكره، بدون صفحة.

² خصخصة الشركات المملوكة للدولة، مركز المشروعات الدولية الخاصة، القاهرة، ص 8.

³ محمد عبد الله شاهين، الأسواق المالية العربية - التكامل - التحديات - فرص النمو، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2016، ص

الاقتصادية والاجتماعية في الدول المطبقة لعملية الخصخصة، فقد يفضل بعض الدول البيع المباشر لمؤسساتها، بينما يفضل البعض الآخر أسلوب غير ذلك¹، وفيما يلي استعراض لأساليب الخصخصة:

9-4-1- طرح الأسهم في اكتتاب عام (الطرح الكلي أو الجزئي)

يقصد بالطرح العام قيام الحكومة بطرح كل أو جزء من أسهم رأسمال المنشأة للجمهور، من خلال بورصة الأوراق المالية، ويعتبر هذا الأسلوب أفضل الأساليب من وجهة النظر الاقتصادية، لما يؤدي هذا الأسلوب من توسيع نطاق الملكية وقاعدة المنافسة، وفي حالة قيام الحكومات ببيع نسبة من أسهمها في الشركة، فإن النتيجة هي أن تصبح الشركة مختلطة "حكومية/ قطاع خاص"، وقد يكون الغرض من هذا التصرف تنفيذ سياسة التحرير الاقتصادي أو الرغبة من جانب الحكومة في الاحتفاظ بوجود لها في الشركة، أو أن يكون بمثابة الخطوة الأولى نحو الخصخصة الكاملة لها²؛

9-4-2- طرح الأسهم في اكتتاب خاص

يقصد بالطرح الخاص بيع أسهم المنشأة أو جزء منها لمستثمر واحد أو مجموعة مختارة من المستثمرين، ويمكن التمييز بين أسلوبين شائعين للطرح الخاص هما المعطاءات والتفاوض المباشر، ويفضل هذا الأسلوب في حالة الشركات ذات الأداء الضعيف، أو الشركات التي تحتاج إلى مالكين أقوياء تتوافر لديهم الخبرات الصناعية والمالية والتجارية اللازمة لنجاح الشركات، وكذلك الدعم المالي القوي.

كما يلاحظ أن هذه الطريقة قد تكون هي الطريقة المجدية الوحيدة في حالة غياب سوق أسهم، حيث لا توجد آلية يمكن من خلالها الوصول إلى جمهور المستثمرين، علاوة على أن إجماع بعض الشركات قد لا يكون من الكبر بحيث يبرر الاكتتاب العام³؛

9-4-3- بيع أصول الشركة بالمزاد العلني

والمقصود بهذا الأسلوب أن تعلن الحكومة عن نيتها في بيع أسهم المؤسسة بالتزايد وعلى كل من يريد الاكتتاب أن يحدد عدد الأسهم التي يرغب في شرائها ويقترح السعر، وفي يوم المزادة تقبل قائمة المكنتبين الذين اقترحوا السعر الأعلى، والتي تغطي كل الأسهم المصدرة للاكتتاب فيشترون الأسهم

¹ خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم سلوم، الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال "التحديات - الفرص - الآفاق"، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، 2009، ص 11.

² بن وارث حجيلة، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2016-2017، ص 177.

³ شيماء مبارك، استراتيجية الخصخصة في المؤسسة الجزائرية، مجلة العلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد 8، العدد 26، 2016، ص 440.

بالسعر الأكثر انخفاضا في قائمتهم، ويتميز هذا الأسلوب بأنه يحيل للبورصة تحديد قيمة المؤسسة بدلا من تحديدها من طرف بيوت الخبرة المالية، فقد لجأت بريطانيا إلى استعمال هذه الطريقة لتجنب بيع الأصول العمومية بأسعار رخيصة، فتبين لها نظريا أن البورصة تسمح عن طريق المزايدة بتحديد الأسعار الحقيقية¹؛

9-4-4- إضافة استثمارات خاصة جديدة في المؤسسة

تحدث هذه الطريقة عندما تعاني المؤسسة المراد خصصتها من قصور في رأس مالها، وتكون الدولة، غير راغبة في إضافة المزيد من رأس المال إلى المؤسسة التي تملكها، لذلك تفتح باب المساهمة أمام شركات القطاع الخاص²؛

9-4-5- البيع للعاملين أو الإدارة

هذه الطريقة تسمح بتمليك العمال أو الإداريين جزء من رأس مال المؤسسة العمومية، وذلك بتحويل المؤسسة كليا أو جزئيا، ومع الاحتمالات الواردة بعدم قدرة العاملين على شراء أسهم الشركة، إذ تحتاج هذه الطريقة إلى شرط ضروري وهو توافر طرف ثالث يوفر للإداريين أو العاملين الحصول على الائتمان، كالبنك، أو مستثمر يدخل كمقرض أو ضامن للعمالة، وفي نفس الوقت يمتلكون جزءا من أسهم الشركة³؛

9-4-6- عقود الإيجار والإدارة

يتضمن هذا الأسلوب التعاقد مع خبراء من القطاع الخاص لتسيير وإدارة الوحدات الاقتصادية المملوكة للدولة مقابل مبالغ مالية معينة⁴، ويتم ذلك كما يلي⁵:

أولا: عقود الإدارة: وهي العقود التي تبرمها الحكومة، أو الجهة مع المؤسسات والأفراد المحليين والأجانب لإدارة المنشأة العامة، لقاء أجور محددة أو نسبة من العائدات، أو حصص من رأس مال المنشأة؛

ثانيا: عقود الإيجار: تتيح عقود التأجير استثمار الموارد والأصول من قبل القطاع الخاص لقاء رسوم أو أجور محددة من قبل الدولة، وفي هذه الحالة قد يطالب المستأجر بتخفيض عدد العاملين واستبدال عناصر الإدارة العامة بعناصره.

¹ حميدة مختار، مرجع سبق ذكره، ص 296.

² شيماء مبارك، مرجع سبق ذكره، ص 442.

³ مختار حميدة، الأسواق المالية وخصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية ودور العملية في إحداث التنمية -دراسة حالة بعض الشركات العربية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص 55.

⁴ نزار ذياب عساف، أحمد عباس عبد الله المحمدي، مرجع سبق ذكره، بدون صفحة.

⁵ خالد عبد الحفيظ محمد حمد، مرجع سبق ذكره، ص 128.

9-5- مبادئ الخصخصة: إن العنصر الأساسي في عملية الخصخصة يتمثل في تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص، لذلك يعتمد هذا العنصر على مجموعة من المبادئ نلخصها فيما يلي¹:

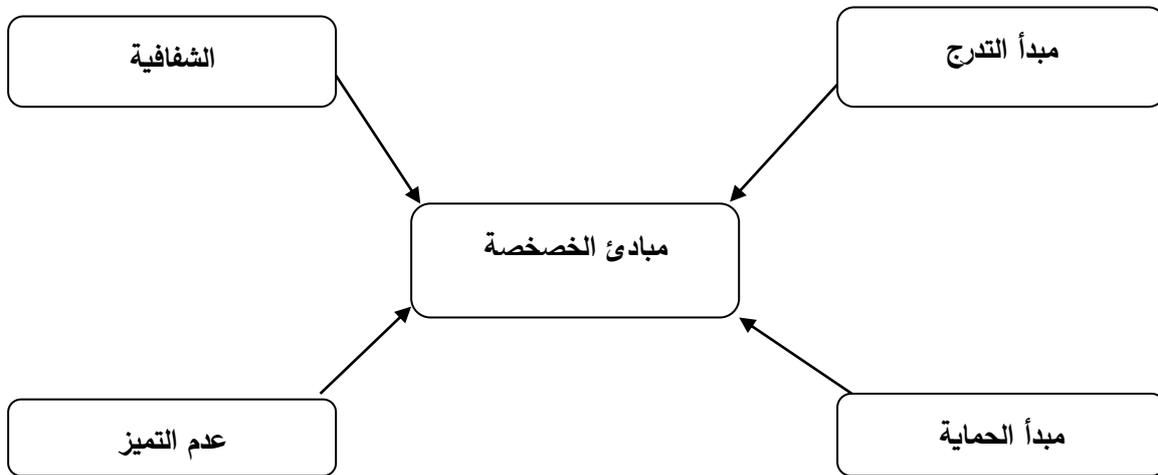
9-5-1- مبدأ التدرج: أي أن عملية الخصخصة تتم بطريقة تدريجية بحيث تقوم المؤسسات القابلة للخصخصة، ويتم إدراجها ضمن برنامج الحكومة حتى تقدم شكل مضبوط؛

9-5-2- حماية مصالح الدولة: أي أن تخضع عملية التقييم لمعايير موضوعية من شأنها الحفاظ على مصالح الخزينة العمومية، فلا تباع الشركات بأثمان بخسة، وتوضع دفاتر للشروط تحدد التزامات المشترين أو على العموم، في حالة الخصخصة الجزئية، عن طريق المحافظة على الأسهم العينية؛

9-5-3- الشفافية: وتضمن عملية الشفافية باطلاع الجمهور وكل المعنيين بأي صفة تحويل ملكية عن طريق الإشهار الواسع وتخضع بجميع الأحكام القانونية والتنظيمية السارية المفعول، ومن ثم يرجع في هذا المجال إلى كامل المنظومة القانونية سواء في القانون المدني أو التجاري المتعلق بعقد البيع؛

9-5-4- عدم التمييز: وهي عدم التفرقة بين الفئات الاجتماعية وهو أمر لا يتناقض مع بعض الامتيازات الخاصة والمتعلقة بالإجراءات الواردة في هذا القانون².

الشكل رقم (03): مبادئ الخصخصة



المصدر: من إعداد الباحث.

¹ خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم سلوم، مرجع سبق ذكره، ص ص 7-9.

² شيماء مبارك، مرجع سبق ذكره، ص 437.

9-6- مبررات الخصخصة ودورها في تنشيط البورصة

لاشك أن اللجوء لقناة البورصة لبيع المؤسسات العمومية بما يشتمل عليه من زيادة نسبة الأسهم المسجلة أو قيد أسهم جديدة لم تكن مسجلة من قبل يؤدي إلى التأثير على شقي السوق "الإصدار و التداول".

فبالنسبة لسوق الإصدار، فإنها تؤثر عليها من جهتين، الأولى تنشيط العرض، إذ تغذي السوق بحصص ضخمة من الأسهم، ترجع لضخامة رؤوس أموال هذه المؤسسات، والثانية تنشيط الطلب إذ أن إصدار تلك الأسهم من خلال السوق يؤدي إلى حدوث طلب إضافي من المستثمرين القدامى في السوق ووصول أفواج جديدة من المستثمرين الراغبين في الاستثمار في تلك الأسهم، وتنمية الطلب بهذه الصورة يرجع أساسا لما تتميز به تلك الأسهم من جاذبية خاصة باعتبارها من الأسهم الجيدة، إضافة إلى إصدارها بأسعار أدنى من القيمة نسبيا فتحتوى من ثم على علاوة السوق.

وهكذا بفضل هذا الطريق يتسم زيادة إعداد المساهمين، وأحيانا قد تتضاعف بالمقارنة بعددهم الأصلي، أما بالنسبة لسوق التداول فإن معاملاتها تكتسب قدرا أكبر من الحيوية والنشاط، يرجع ذلك إلى أن تلك الأسهم تعد من أحسن الصكوك المسجلة في السوق، لذلك فإنها تصنف عادة في قسم الأسهم الأكثر نشاطا إذا نظرنا إلى حجم المعاملات اليومية التي ترد عليها.

لكل هذه الأسباب لجأت كثير من الدول إلى اتخاذ البورصة كطريق رئيس لتحويل الملكية، وبخاصة دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية O.C.D.E ودول أمريكا اللاتينية، وبعض بلدان أوروبا الشرقية كالمجر وبولونيا¹.

9-7- صعوبات تطبيق برنامج الخصخصة

إن تطبيق برنامج توسيع قاعدة الملكية الخاصة يواجه بطبيعة الحال بعدة صعوبات تختلف نسبتها في حالة تنفيذ البرنامج في الدول النامية عما هي الحال في الدول المتقدمة، وذلك لأسباب عديدة ولكن الصعوبات تبرز بنسبة أكبر في الدول النامية عموما، والأقطار العربية منها بشكل خاص، وذلك كما يلي²:

¹ حميدة مختار، مرجع سبق ذكره، ص 302-303.

² خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص 21، 19.

- الخسائر المتراكمة في بعض منشآت القطاع العام قد جعلت هذه المنشآت مرفوضة أو غير جذابة غالبا من قبل المستثمرين الأفراد وخاصة عندما تكون المنشآت المعنية كبيرة الحجم وتنتسم بارتفاع معدلات المخاطر فيها؛
- صعوبة تقدير الأصول الرأسمالية سواء نتيجة انعدام دقة المعلومات المحاسبية أو انعدام شفافية الأسواق في الدول العربية، وذلك لتقدير قيمة هذه الأصول من منظورها الاقتصادي، فضلا عن أن انعدام هذه الشفافية تؤثر في كفاءة تشغيل المشاريع التي تم تحويلها إلى القطاع الخاص؛
- تواجه عمليات التحول أطرا قانونية مختلفة وأساليب إجرائية متنوعة يصعب تحديدها والبحث عن أفضليتها لاعتمادها بوصفها إحدى أدوات التغيير الهيكلي في اقتصاد تام، ولا سيما أن الاقتصاديات يسودها قدر من الضبابية في هذا المضمار؛
- حدوث تخفيض في قيمة العملة الوطنية للدول التي تطبق برنامج الخصخصة خلال مراحل عديدة منه، وذلك لأن العملات الوطنية للدول النامية لا يتوافر لها في أغلب الحالات غطاء ذهبي أو قوة تصاعدية كافية لدعم قيامها في بورصة الأوراق المالية المختلفة؛
- عدم توفر الأجهزة والإدارات المتخصصة بعمليات نقل ملكية المؤسسات العامة إلى القطاع الخاص؛
- عدم توفر البيئة الاجتماعية والاقتصادية والسياسية في العديد من الأقطار العربية وحتى في حالة توفرها لدى أقطار أخرى، فأنها تعتبر غير ملائمة لنقل الملكية العامة إلى القطاع الخاص؛
- لا تعطي الدول النامية بشكل عام أهمية كبيرة للقطاع الخاص من أجل رفع مستوى أنشطتها الاقتصادية وكفاءتها؛
- عدم تلقي برنامج نقل ملكية القطاع العام إلى القطاع الخاص تأييدا أساسيا بصورة عامة في العديد من الدول النامية؛
- ارتفاع أسعار بعض المواد في حالة إلغاء دعم الدولة، وبخاصة تلك التي سيتم تحرير أسعارها ضمن البرنامج القومي لمراجعة سياسات التسعير؛
- ضعف القطاع المحلي وقلة المدخرات الوطنية اللازمة لشراء المنشآت المعروضة قد يفتح الباب أمام رؤوس الأموال الأجنبية والشركات متعددة الجنسيات للسيطرة على المنشآت الاقتصادية ذات الطابع الاستراتيجي، مع احتمال تحويل أرباح تلك المنشآت إلى الخارج، دون استثمارها محليا فضلا عن تأثير تلك الشركات في سياسات البلد القومية؛

- أيضا من العقبات الرئيسية لعمليات نقل الملكية العامة، نقص التمويل من وكالات الإقراض الدولية، والبنوك الدولية، حيث يبدو أن الكثير منها يفضل تحصيل المدفوعات من الحكومات بدلا من المخاطرة بأموالهم لدى المنظمين الخاصين، وهذه الوكالات تعد المصدر الوحيد للتمويل فعلا في الدول لا توجد بها أسواق مالية متقدمة.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال دراسة الإطار النظري للأسواق المالية، يمكن استخلاص أن السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يتم من خلاله انتقال الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى الجهات أصحاب العجز المالي، وتنقسم إلى قسمين أسواق النقد وأسواق رأس المال.

تعتبر أسواق رأس المال عن البنوك التجارية والبورصات التي تقوم بعمليات الإقراض والاقتراض متوسط وطويل الأجل، أما بورصة الأوراق المالية فهو سوق للتعامل بالأوراق المالية المختلفة متوسطة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات.

تتميز بورصة الأوراق المالية بالتنظيم مقارنة بالأسواق الأخرى، ومن أهم وظائفها أنها تعتبر حلقة تمويل الاقتصاد الوطني.

تم من خلال هذا الفصل التطرق إلى أهمية فعالية بورصة الأوراق المالية، لما لها من دور حيوي في ميدان الحياة الاقتصادية، كما تم التطرق إلى بعض التحولات التي تزيد من فعالية هاته الأسواق، كالتحول مثلا إلى مصاف الأسواق المالية الناشئة، خصخصة الشركات وما ينعكس إيجابا على نسبة الشركات المدرجة، والتحول إلى نظام التداول الإلكتروني بدل النظام التقليدي.

وحتى يتم التداول بفعالية في بورصة الأوراق المالية، تطرح إشكالية عدم تناظر المعلومات وما يترتب عنها من انعكاسات سلبية تحول دون تحقيق بورصة فعالة، وهذا ما سيتم التطرق إليه في الفصل الثالث.

الفصل الثاني

مشكلة عدم تناظر

المعلومات في

بورصة الأوراق المالية

تمهيد الفصل الثاني:

تمثل المعلومات المحدد الرئيسي لكفاءة بورصة الأوراق المالية، حيث أنه تتحدد أسعار الأصول المالية في السوق بناء على نوعية وحجم ما ورد من معلومات مختلفة، سواء المتعلقة بالسجل التاريخي للأسعار، أو في القوائم المالية، أو تحويلات وتقارير حول الوضعية الاقتصادية العامة للمنشأة، وبذلك تكون الأسعار السوقية للأصول المالية مساوية لقيمتها الحقيقية، مما يعزز من كفاءة السوق ويدعم عملية الاستثمار في الأصول المالية المختلفة، والعكس غير صحيح، وعلى هذا الأساس تم طرح إشكالية المعلومات في الأسواق المالية حول عدم تناظرها بين المشترين والبائعين.

سيتم من خلال هذا الفصل التطرق إلى إشكالية عدم تناظر المعلومات في البورصة من خلال النقاط

التالية:

- 1- ماهية المعلومات، أنواعها ودورها في البورصة؛
- 2- تحليل المعلومات في البورصة؛
- 3- ماهية مشكلة عدم تناظر المعلومات؛
- 4- عدم تناظر المعلومات؛ أسباب ظهورها والمشاكل المرتبطة به؛
- 5- أشكال عدم تناظر المعلومات في البورصة؛
- 6- أساليب التضليل والتلاعب في البورصة؛
- 7- بعض التعاملات غير الأخلاقية في البورصة؛
- 8- أهم الشركات العالمية المتورطة في قضايا التلاعب والتضليل؛
- 9- أدوات قياس عدم تناظر المعلومات.

1 - ماهية المعلومات، أنواعها ودورها في البورصة

تعتبر المعلومات من العوامل الرئيسية التي تؤثر على البورصة، حيث تلعب دورًا حاسمًا في اتخاذ القرارات الاستثمارية، إذ تتنوع المعلومات التي يمكن أن تؤثر على البورصة، وتشمل المعلومات الاقتصادية والمالية والسياسية والاجتماعية والتقنية والقانونية وغيرها، فعلى سبيل المثال يمكن أن تشمل المعلومات الاقتصادية معدلات التضخم والفائدة والنمو الاقتصادي، بينما يمكن أن تشمل المعلومات المالية تقارير الأرباح والخسائر والتوقعات المستقبلية للشركات، كما يمكن أن تشمل المعلومات السياسية الأحداث الدولية والقرارات الحكومية والتغيرات السياسية.

وتؤثر المعلومات على البورصة بشكل مباشر عبر تغييرات الأسعار وحجم التداول، حيث يقوم المستثمرون بتحليل المعلومات المتاحة لهم لاتخاذ قرارات الشراء والبيع، وبالتالي فإن جودة المعلومات المتاحة وسرعتها ودقتها تعتبر من الأساسيات التي يعتمد عليها السوق.

وبشكل عام، فإن المعلومات تلعب دورًا حاسمًا في البورصة، وتؤثر على أداء الشركات والصناديق المالية والأسهم والسندات والعملات وغيرها من الأصول المالية، ولذلك فمن المهم توفير معلومات دقيقة وشفافة ومتاحة للجميع لضمان عملية تداول عادلة وشفافة ومنصفة في السوق.

1-1-1 ماهية المعلومات: تعد المعلومات من أهم الأركان الساندة لنجاح وتطور البورصة، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفؤ للموارد، "المعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات".

وفي هذا الإطار فإن المعلومات تستخدم من قبل المستثمرين والمتعاملين في البورصات في صياغة القرارات الاستثمارية، لا سيما على صعيد الاستثمار بالأوراق المالية¹.

1-1-1- خصائص المعلومات: تتميز المعلومات بمجموعة من الخصائص حسب احتياجاتها واستخدامها من طرف المستفيد منها، وتتمثل هذه الخصائص فيما يلي²:

أولاً: خصائص التوقيت: بحيث يجب أن تقدم في الوقت المناسب، أي وقت الحاجة إليها حتى تكون مفيدة ومؤثرة؛

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2004، ص 132.

² مبارك بن زايد، دور المعلومات في تعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة دفاقر اقتصادية، المجلد 7، العدد 1، 2016، ص 247.

ثانيا: خصائص المحتوى: يجب أن تكون المعلومات ملائمة ومرتبطة بموضوع القرار ومتخذة، أي يجب أن تتماشى مع الغرض الذي أعدت من أجله؛

ثالثا: خصائص الشكل: يجب أن تكون المعلومات واضحة ومفهومة لمستخدمها، أي لا تتطوي على عبارات وألفاظ ورموز غير مفهومة بالنسبة لمستخدمها.

1-1-2- مصادر المعلومات: تتعدد مصادر المعلومات، وتتمثل في¹:

أولاً: التقارير التي تنشرها الشركات

وتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها... إلخ بشكل سنوي، أو في شكل نشرات إخبارية؛

ثانيا: التقارير التي تنشرها شركات السمسرة

تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية؛

ثالثا: المعلومات مدفوعة الثمن

وتتمثل في الصحف والمجلات وخدمات الإرشاد الاستثماري؛

رابعا: قواعد البيانات

تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر للتعرف على التغيير في سعر الأوراق المالية المتداولة، ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم دليل المستثمر الفرد للاستثمار عن طريق شبكة الكمبيوتر التي تتيح له المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة.

1-1-3- الجهات المهمة بالمعلومات: تتعدد الجهات المهمة بالمعلومات، ومن أهم الأطراف المهمة بذلك نجد²:

أولاً: المستثمرون

أكثر الأطراف حاجة للمعلومات لارتباطهم الشديد بالشركة وتحملهم للعواقب في حالة الربح أو الخسارة، حيث تمكنهم المعلومات من تقييم فرص الاستثمار والمفاضلة بينها وكذلك المتابعة المستمرة لمعرفة مجريات الأحداث واتخاذ قرار البقاء أو الرحيل؛

¹ بن اعمر بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 1، العدد 2، 2012، ص 241.

² طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 55، 51.

ثانيا: الإدارة

تحتاج الإدارة للمعلومات وتقوم بتحليلها للرقابة على أعمال الشركة وتقييمها كطرف خارجي مهتم بالشركة للتمكن من اتخاذ الاجراءات المناسبة لمواجهة أي طارئ في الوقت المناسب؛

ثالثا: الجهات الحكومية

تهتم بالمعلومات بغية وضع سياسات على المستوى الكلي، كذلك مديرية الضرائب تهتم بالمعلومات المالية للشركة لتقدير الضرائب الواجب دفعها؛

رابعا: مراقبي الحسابات

يهتمون بمدى إظهار القوائم المالية للشركة للحقائق والمعلومات بعدالة وموضوعية، ومدى تطابقها مع المبادئ المحاسبية.

1-2- المعلومات المتداولة في البورصة

تمثل البورصة مصدرا مهما لجمع الأموال طويلة الأجل لتمويل النشاط الاقتصادي، كما يمثل كذلك مصدرا لتبادل المعلومات، من خلال عمله كمنصة أو منتدى لتبادل المعلومات المتعلقة بالأصول الحقيقية للمشروعات المصدرة لها، وتتجم عن ظاهرة عدم تناظر المعلومات لدى مختلف المتعاملين في بورصة الأوراق المالية عندما يكون لدى أحد أطراف صفقة معينة، معلومات جوهرية ومهمة عن هذه الصفقة أكثر من الطرف الآخر، وهو ما يضع الطرف الأقل حيازة للمعلومات في وضعية غير ملائمة ومع مواجهة مخاطر إضافية¹، إذ تكون المعلومات المتداولة في السوق على ثلاث أشكال وهي:

1-2-1- المعلومات التاريخية: وتشمل كافة البيانات التاريخية عن أسعار الأوراق المالية؛ في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية²؛

1-2-2- المعلومات العامة: تشير المعلومات العامة إلى ما يتعلق بالاقتصاد الكلي الذي يتعدى مستوى الوحدات الانتاجية والمنشآت، ويدخل ضمن ذلك المعلومات المتعلقة بالقطاعات المكونة لمجمل الاقتصاد، وتؤثر المعلومات الكلية كالتغيرات الحادثة في الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم، ومعدل الانفاق الحكومي عند نشرها غالبا على السوق المحلية، وقد تمتد الآثار أحيانا إلى الأسواق العالمية؛

¹ Yoke Yue Kan, **Capital market offenses in Malaysia**, Emerald publishing Limited: Qualitative Research in financial Market, Vol 10, N°2, Bingley, England, 2018, P173.

² Yoke Yue Kan, P: 173.

1-2-3- المعلومات الخاصة: تشير المعلومات الخاصة إلى الأخبار ذات السمة والنطاق المحدد والمتعلقة بالتطورات الحادثة في الشركات المحلية، مثل اصدار الشركات ونشرها تقارير ربع السنوية، أو تقاريرها السنوية، أو أخبار صحفية مفصلة عنها، ورغم أن مثل هذه الأخبار يمكن أن تخلف آثار نسبية واسعة على البورصة، خصوصا إذا كانت المعلومات تتعلق بشركة رائدة، إلا أن المعلومات الجزئية غالبا ما تقتصر آثارها على الشركة المستهدفة من تلك الأخبار، وربما تمتد إلى منافسيها الرئيسيين في القطاع¹.

1-3- دور المعلومات في البورصة

تتوقف كفاءة البورصة على كفاءة نظام المعلومات المالية، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها، وتؤدي المعلومات دورا هاما في البورصة، إذ تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات بيع وشراء الأوراق المالية المختلفة لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، إذ تتوقف كفاءة السوق على مدى توافر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وكذلك على قدرة هؤلاء المستثمرين على تحليل وتفسير هذه المعلومات.

يمكن القول أن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة المخاطر المرتبطة بها، أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توفر المعلومات يؤدي دورا هاما في تحقيق آلية الخاصة ببورصة الأوراق المالية من حيث التوازن بين العائد والمخاطرة، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار (Guitman, Laurence 2003)، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وعدد المتعاملين، وبالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية في الدولة، وكلما ازدادت درجة الاعتماد على المعلومات، كلما ازدادت ثقة وصناع السياسات 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 الاستثمار².

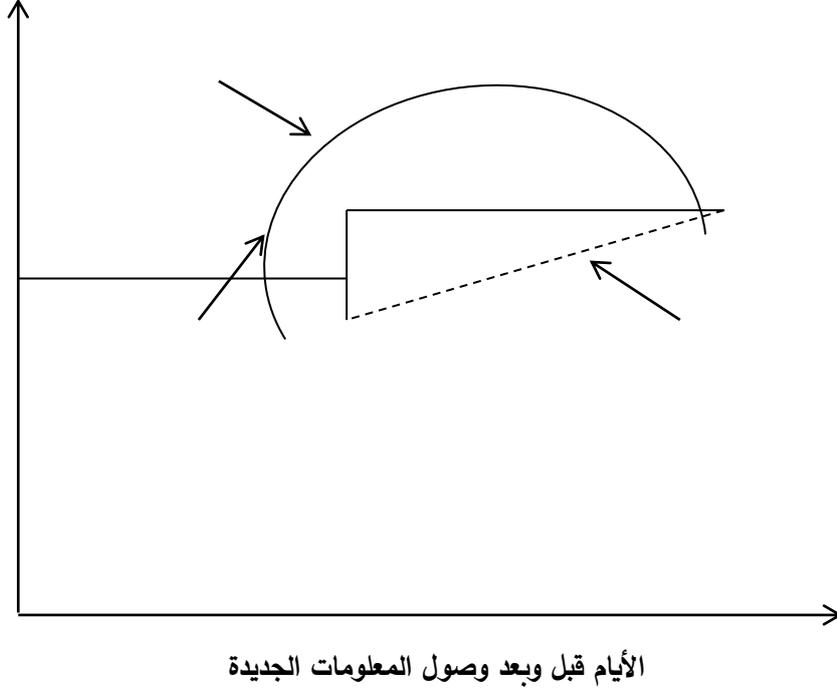
¹ بداوي مصطفى، دور المعلومة في دعم وتعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة الإبداع، المجلد 5، العدد 5، 2015، ص 239.

² بن امر بن حاسين وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 244.

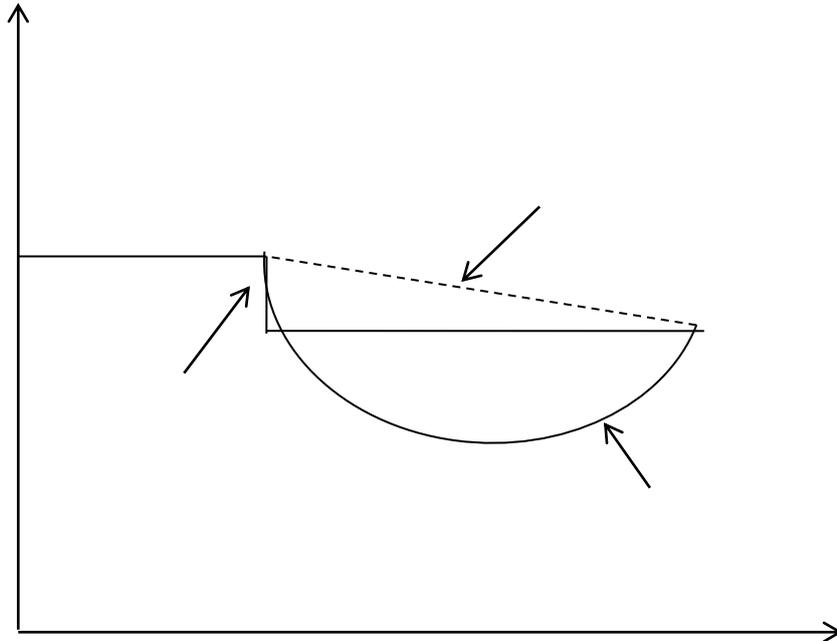
الشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (04): استجابة الاسعار السوقية للمعلومات الجديدة .

1- حالة المعلومات الجيدة :



2- حالة المعلومات غير الجيدة:



يتضح من خلال الشكل رقم (04) أنه حين وصول المعلومات الجيدة إلى السوق، تكون الاستجابة مبالغاً للبعض، أي مغايرة لقيمة المعلومات، فيرتفع سعر الورقة المالية، مما ينفي كفاءة السوق، من جهة أخرى يقوم البعض بالتحليل، ويتم الاستجابة بتأني، بغض النظر عن كيفية الاستجابة فإن السوق يرجع لحالة الكفاءة الكاملة بعد تحليل المتعاملين للمعلومات وأخذ القرار، إذ تم تشبيه السوق بالشخص المخمور من قبل الإحصائي المعروف كارل بيرسون، لأن الشخص المخمور سيتحرك دون وجهة معلومة ثم يعود لمكانه وإن لم تجده إما جاء أحد وأخذه لبيته هذا في حالة المعلومات السارة، أو جاء شرطي وأخذه للتحقيق وهذا في حالة المعلومات السيئة، فالسوق كالشخص المخمور تركز حركة الأسعار به على المعلومات فإذا كانت جيدة تحسن السعر وتوجه للارتفاع أما إذا كانت سيئة يتوجه للانخفاض¹.

2- تحليل المعلومات في البورصة

البيانات والمعلومات التي قد تتاح لجمهور المستثمرين، عادة ما تكون في صورة خام، كما أن معظمها ينصرف إلى الماضي وليس إلى المستقبل الذي هو بيت القصيد في اتخاذ قرارات الاستثمار، وحتى يمكن الانتفاع بتلك المعلومات، فإنها تحتاج إلى تحليل عميق يساعد في استخلاص النتائج التي تساهم في رؤية ما يحتمل أن يكون عليه المستقبل، وتمهد بالتالي لاتخاذ قرارات استثمارية ملائمة.

ويحدثنا الفكر الاقتصادي في مجال الاستثمار في الأوراق المالية عن وجود نوعين من التحليل؛ التحليل الأساسي والتحليل الفني، حيث يهتم التحليل الأساسي بدراسة الظروف المحيطة بالشركة، بهدف الكشف عن معلومات قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح التي يتوقع أن تتولد من عمليات الشركة والتي تعتبر محددًا أساسيًا للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره، أما التحليل الفني فيركز على دراسة السجل الماضي للتغير في السعر الذي يباع به السهم، بهدف اكتشاف نمط لهذا التغير يمكن المحلل من خلاله استخلاص نتائج تفيد في التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل².

2-1- التحليل الأساسي

هو تقنية تستعمل لدراسة الجوهر الأساسي للعوامل التي تؤثر في الاقتصاد (اقتصاد أي كيان سواء دولة أو مؤسسة)، الغاية من استخدام هذه الطريقة هي محاولة الحصول على أسعار السوق واتجاهاته من

¹ هدى بورفيس، مرجع سبق ذكره، ص 58-59.

² عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص

خلال شرح وتحليل المؤشرات الاقتصادية والسياسية والعوامل الاجتماعية وترجمة هذه المعلومات الى استراتيجية في الاستثمار بالسوق¹.

2-1-1- مداخل التحليل الأساسي: يوجد أسلوبان متعارف عليهما لدى المحللين في تتبع أسلوب التحليل الأساسي، وهما أسلوب التحليل الكلي فالجزئي، وأسلوب التحليل الجزئي فالكلي.

أولاً: أسلوب التحليل الكلي فالجزئي

ويطلق عليه التحليل من أعلى إلى أسفل، تكون نقطة البداية في هذا الأسلوب هي الظروف الاقتصادية وأن تكون نقطة النهاية هي تحليل ظروف المنشأة ذاتها، وفي المرحلة الأولى من هذا التحليل يكون التركيز على تحليل الظروف الاقتصادية بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية في الدولة، والتأثير المحتمل لتلك التغيرات على بورصة الأوراق المالية، يتبع ذلك تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواعدة، إما بسبب الظروف الاقتصادية التي يحتمل أن يكون له تأثير على الصناعة.

وفي المحطة الأخيرة يأتي التحليل على مستوى المنشأة بهدف معرفة أفضل المنشآت داخل الصناعات الواعدة التي يوصي المحلل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها².

ثانياً: أسلوب التحليل الجزئي فالكلي

أو التحليل من أسفل إلى أعلى، تكون نقطة البداية فيه هي تحليل ظروف المنشآت الفردية، يتبعه تحليل الصناعة أو القطاع الذي تتبعه المنشأة، وبذلك تكون المحطة الأخيرة هي تلك الظروف الاقتصادية التي في ظلها تمارس الصناعات المختلفة نشاطها.

ولاختيار أحد الأسلوبين أو الجمع بينهما يجب على المحلل الأخذ بعين الاعتبار نقطتين أساسيتين هما:
- أن يراعي قيد تكاليف العملية، حيث يحاول استعمال الأسلوب الذي يتيح له الوصول الى اكتشاف الاستثمارات ذات الجاذبية وبأقل التكاليف الممكنة، كون أن زيادة هذه الأخيرة ستقلل من هامش الأرباح المتوقعة؛

- و 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 عامين لدى المتعاملين في السوق، سواء كانوا

¹ راند محمود طربوش، الاحتيال والبورصة العالمية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص 31.

² سعدي حنان، حشماوي محمد، أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي، مجلة المدير، المجلد 5، العدد 1، 2018، ص 178.

المستثمرين أو المحللين الماليين، لأنه إن لم يدرك السوق -فيما بعد- بأن القيمة الحقيقية هي تلك القيمة المتوصل إليها في تحليله فإنه لا يمكنه تحقيق أرباح إضافية¹.

2-2- التحليل الفني:

يعتبر التحليل الفني بأنه دراسة حركة السوق من خلال استخدام الرسوم والخرائط البيانية بشكل أساسي، وذلك بغرض التنبؤ باتجاهات السعر المستقبلية، إذ يرجع تاريخ التحليل الفني بمفهومه الحديث إلى الصحفي الأمريكي "تشارلز داو"، الذي قام بتأسيس شركة "داو جونز" للمعلومات المالية والإخبارية عام 1882م مع زميله "الوارد جونز" و "تشارلز بيرجستريسر" ثم أسس بعدها أول صحيفة اقتصادية في العالم وهي جريدة "وول ستريت" والتي بدأ فيها بكتابة مقالات متخصصة عن المتاجرة في سوق الأسهم اعتمد فيها على ما أسماه بنفسية السوق².

يقوم التحليل الفني على إمكانية تتبع حركة أسعار الأوراق المالية التاريخية صعودا ونزولا، من أجل تحديد أنماط واتجاهات معروفة، ويمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأوراق المالية، لأن مثل هذه الحركة تساعد في إمكانية التنبؤ بحركتها في المستقبل³، ويقوم التحليل الفني على عدة مبادئ وهي كالتالي⁴:

2-2-1- حركة السوق تحسم كل شيء

يؤمن المحلل الفني بأن أي شيء يمكنه أن يؤثر على السعر (سواء اقتصاديا أو سياسيا أو نفسيا أو أي عنصر آخر) وهو في الحقيقة ينعكس تماما على سعر السوق، فمن خلال دراسة الرسومات البيانية للسعر مع دعم هذه الدراسة بالمؤشرات الإحصائية الفنية، فإن المحلل يجعل السوق يحادثه ويخبره هل هو متوجه ارتفاعا أو نزولا؛

¹ سعيدي حنان، حشماوي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 178.

² أحمد الفريح، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودية، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية-دراسات اقتصادية، المجلد 3، العدد 3، 2009، ص 190.

³ مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، دمشق، 2014، ص 303.

⁴ ربيعة عيو، استخدام الخرائط البيانية للتحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالتطبيق على سهم سابك وسهم مصرف الراجحي السعودي، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 8، العدد 2، 2022، ص 98.

2-2-2- الأسعار تتحرك في اتجاهات

إن السوق لا يتحرك عشوائياً وإنما هناك علاقة منتظمة بين الأسعار التاريخية والأسعار المستقبلية يعبر عنها التحليل الفني باتجاه السعر، والغرض الرئيسي من دراسة سلوك السوق هو التعرف على اتجاهات السعر في أوقات مبكرة من خلال تطورها لغرض المتاجرة مع هذه الاتجاهات؛

2-2-3- التاريخ يعود نفسه

يمكن تغيير عبارة التاريخ يعيد نفسه بأن المستقبل هو مجرد تكرار لما حصل في الماضي إذا ما توافرت نفس الظروف، فالمحلل الفني يبحث عن نماذج معينة شكلت مسبقاً أثناء حركة الأسعار على أمل أن تكرر هذه النماذج نفس السلوك السابق في المستقبل.

2-3- نظرية داو

تعد نظرية داو واحدة من أقدم وأهم أدوات التحليل الفني ومرجع هذه النظرية، والذي يستند إليه مؤشر داو جونز الشائع الاستعمال في بورصة نيويورك لتحديد متوسط الصناعة، وخضعت قواعد نظريته إلى التطور والتعديل من قبل هيئة تحرير صحيفة ديل ستريت، والتي كان داو أحد أهم المحررين فيها، ورغم أن الفكرة الأساسية لنظرية داو هي وضع الأساس اللازم للتنبؤ بالتغيرات التي تحصل في الأنشطة الاقتصادية المهمة إلا أنها أصبحت أهم أداة تتسم بشيوع الاستعمال للبحث بتغير حركة أسعار الأسهم بل الرائدة في هذا المجال خصوصاً بعد نجاحها في التنبؤ بأزمة سوق رأس المال التي حدثت في الثلاثينات، والتي نجم عنها ما يعرف في الفكر الاقتصادي والمالي بالكساد العظيم¹، تقوم نظرية التحليل الفني على أربعة فروض أساسية وهي²:

- نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب يتم تحديد القيمة السوقية؛
- العوامل التي تؤثر على قوى العرض والطلب متعددة منها المنطقي وغير المنطقي؛
- تتحرك الأسعار في اتجاهات معينة، وتميل إلى الاستمرار في نفس اتجاهها وعدم تغييره؛
- التغيرات التي تطرأ على قوى العرض والطلب في القيمة السوقية هي نفس اتجاهها وعدم تغييره؛
- التغيرات التي تطرأ على قوى العرض والطلب في القيمة السوقية هي نفسها التي تغير من اتجاه الأسعار.

¹ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص 93.

² طلال حسن محمد سليمان، مخاطر استخدام التحليل الفني في اتخاذ القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية - دراسة حالة سهم الشركة السعودية للصناعات الأساسية سابقاً، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 3، العدد 1، 2019، ص 15.

2-3-1- أدوات التحليل الفني: نظم نوعين من الأدوات:

أولاً: أدوات التحليل الفني لأسعار السوق

يعمل على قياس اتجاهات الصعود والهبوط لأسعار السوق، من أهم مقاييسه اتجاه المستثمرين الذي يمثل مؤشراً لتحركات الأسهم مستقبلاً، ومن أبرز المؤشرات مؤشر الثقة¹.

مؤشر الثقة = عدد السندات مرتفعة الجودة/عدد السندات متوسطة الجودة*100

في حالة ثقة المستثمرين بالسوق يزيد الطلب على السندات كبيرة المخاطر، وبالتالي ترتفع قيمتها ويقل عائدها مما يقرب المؤشر من نسبة 100% والعكس صحيح.

ثانياً: أدوات التحليل الفني لسعر الورقة المالية: أهمها؛ مؤشر القوة النسبية، خريطة القوة النسبية للسهم، مؤشر المتوسط المتحرك، خرائط الشمعدان².

2-3-2- انتقادات نظرية داو: تعرضت نظرية داو لمجموعة من الانتقادات أهمها: تكشف اتجاه السعر المستقبلي، تعتمد على التغيرات الأساسية في الأسعار، البطء في الكشف عن التغيرات الأساسية، إهمالها لتغيرات السعر الواقعة من يوم لآخر³.

¹ ايهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص49.

² محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العيد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001/2002، ص 172.

³ هدى بورفيس، تأثير المعلومات على كفاءة الأسواق المالية،-دراسة حالة بعض الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية، محاسبة، والتسويق في المؤسسات، جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر، 2017/2018، ص 55.

الفصل الثاني: مشكلة عدم تناظر المعلومات في بورصة الأوراق المالية

الجدول رقم (02): يمثل الفرق بين التحليل الفني والتحليل الأساسي.

التحليل الفني	التحليل الأساسي	من حيث
أن القيمة السوقية للأسهم تتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب التي تتحكم بها عوامل منطقية وغير منطقية، حيث سوق رأس المال غير كفؤة، ويؤمن بنظرية المالية السلوكية.	أن يكون سوق رأس المال كفؤ على الأقل في شكله الضعيف، كما أنه يعتبر أن الأسعار تسير بشكل عشوائي	الافتراضات
يبحثون مقدار حركة الأسعار، مداها المدة المستغرقة، حجم التداول، أثر الحركة على وضع السوق عامة باستعمال بيانات السوق الماضية، ما هو توقيت الشراء والبيع؟	يبحثون عن أسباب حركة الأسعار في اتجاه معين من خلال تحليل العوامل المؤثرة في الأسعار، وما هي الأوراق المالية التي يجب الاستثمار فيها؟	أساس الدراسة
يقوم بالتنبؤ بالأسعار باعتبار أن الأسعار تعكس كل المؤشرات، ويترك للسوق عملية ارشاده إلى الحركة المستقبلية	يقوم بحساب القيمة العادلة لسهم ما ويتوقع أن يتحرك السوق إلى هذه القيمة.	التنبؤ
يستغرق وقت قصير	يستغرق وقت طويل	الزمن
لا يكون له دراية ولا وجود لدراسة طويلة	يكون له دراية وخبرة في القطاعات	المحللين
يعتمد على الرسوم والخرائط	البيانات الاقتصادية والتحليل المالي	الأدوات
متحركة أي تعتمد على الشراء والبيع لتحقيق عائد في وقت قصير	ساكنة أي الشراء والاحتفاظ تحقيق عائد طويل المدى	استراتيجية الاستثمار

المصدر: آيت بشير ليندة، التحليل الفني ودوره في التنبؤ بحركة بورصة الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، تخصص

الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، جامعة الجزائر 3، 2018، ص ص 68-69.

3- ماهية مشكلة عدم تناظر المعلومات

إن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات من شأنه أن يؤثر سلبا على سير أداء السوق، ففي حالة عدم تكافؤ فرص حصول المتعاملين على المعلومات في السوق تسمى هذه الحالة بعدم تناظر المعلومات، أي امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون، مثلا يحوز كبار موظفي

المؤسسة على معلومات معينة يستطيعون حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي لحسابهم الخاص، وذلك قبل نشرها في التقارير المالية¹.

سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى مفهوم مشكلة عدم تناظر المعلومات، نظرية عدم تماثل المعلومات، عدم تماثل المعلومات والنظرية المالية.

3-1- مفهوم مشكلة عدم تناظر المعلومات

شاع مصطلح عدم تناظر المعلومات Information Asymmetry بصورة كبيرة في دراسات التمويل والمحاسبة عقب فوز الاقتصادي Akerlof بجائزة نوبل في عام 1970 بعد بحثه الشهير The Market For Lemons Quality Uncertainly And Market Mecahnism، والذي قام بتطبيق مفهوم عدم تماثل المعلومات بين البائعين والمشتريين على سوق السيارات المستعملة، مبينا كيف يمكن أن تؤدي عدم تماثل المعلومات بين البائعين والمشتريين في هذا السوق إلى بيع السيارات المستعملة ذات الجودة المنخفضة مقارنة مع بيع السيارات المستعملة ذات الجودة المرتفعة في السوق².

يشير عدم تماثل المعلومات إلى وجود طرفين غير متماثلين من حيث المعلومات التي بحوزة كل منهما، حيث تحدث حالة عدم تماثل المعلومات من خلال امتلاك طرف لمعلومة بحكم موقعه في المنشأة، وعدم امتلاكه من قبل الطرف الثاني الذي يحتاج إلى ذات المعلومة، فمثلا الإدارة من خلال موقعها في المنشأة لديها معلومات خاصة قد لا تكون متاحة للغير من الأطراف الخارجية³.

عرف العديد من الباحثين عدم تناظر المعلومات من خلال عدة وجهات نظر متعددة، وفيما يلي أهم التعاريف وفيما يلي أهم التعاريف:

- **التعريف الأول:** تعرف حالة عدم تناظر المعلومات بالحالة التي تكون فيها المعلومات متاحة ومعروفة لطرف واحد، لكن الطرف الثاني لا تتوفر لديه مثل هذه المعلومات، وتؤدي هذه الحالة إلى عدم كفاءة الأسواق المالية لأن معظم المستثمرين سيكونون غير قادرين على الوصول إلى المعلومات التي يحتاجون إليها في عملية اتخاذ القرارات، وفي ظل العلاقة التعاقدية بين الأصيل والوكيل لنظرية الوكالة هناك حالة من عدم تماثل المعلومات، إذ أن الاتصال سيكون غير كفء بين الأصيل والوكيل، ويؤثر عدم تناظر

¹ بداوي مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 240.

¹ بن امر بن حاسين وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 241.

² George Akerlof, **The Market For Lemons: Quality Uncertainly And The Market Mecahnism**, The Quarterly Journal Of Economics, Vol.84, N°03,1970, P: 488.

³ يوسف علي، المدخل المعاصر للتحليل المالي ودوره في الأسواق المالية، المركز العربي للتعريب والترجمة والتأليف والنشر، دمشق، 2013، ص 15.

المعلومات على الكثير من القرارات المالية مثل سياسات توزيع الأرباح والتمويل والإعلان عن الأرباح... إلخ¹؛

- **التعريف الثاني:** حيافة الإدارة أو الأطراف الداخلية على معلومات حول الأداء الاقتصادي الحالي والمستقبلي للمنشأة، بشكل أكبر من حيافة الأطراف الخارجية لها²؛

- **التعريف الثالث:** يقصد بعدم تماثل المعلومات حيافة أحد الفئات المتعاملة في بورصة الأوراق المالية دون غيرها من الفئات الأخرى لكمية من المعلومات ذات جودة مرتفعة والتي تؤثر بدورها على اتخاذ القرارات في بورصة الأوراق المالية³؛

- **التعريف الرابع:** عرفها Cohen&Dean عام 2005 على أنها قدرة إدارة المنشأة على استغلال ما تمتلكه من معلومات خاصة في القيام ببعض التصرفات النفعية بغية تحويل الثروة من المستثمرين إليها، مثلاً قيام الإدارة باستغلال معلوماتها الداخلية في عمليات التداول على الأوراق المالية للمنشأة وتحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين في السوق، كما بين كل منهما أن عدم تماثل المعلومات في السوق يعتبر دافعاً أساسياً لقيام إدارة المنشأة بممارسات إدارة الأرباح بهدف زيادة الربح وبالتالي زيادة مكافأتها، أو بهدف التأثير على أسعار أسهم المنشأة في السوق وخصوصاً في الفترات التي يتسم فيها أداء تلك الأسهم بالضعف، أو في حال قيام المنشأة بطرح أسهم جديدة في السوق⁴.

بناء على التعاريف السابقة، يمكن القول أن حالة عدم تناظر المعلومات في بورصة الأوراق المالية تعني توافر المعلومات حول صفقة معينة لطرف ما في السوق قبل إتمام هذه الصفقة، وغيابها عن الأطراف الأخرى التي تهتم بالحصول على هذه المعلومات، وبالتالي استغلال هذه المعلومات لتحقيق منافع شخصية.

¹ دويس عبد القادر، بن ساحة إيمان، أهمية الحوكمة في مواجهة مشكل عدم تناظر المعلومات المالية -دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2004-2018)، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 23، العدد 02، 2020، ص 1152.

² Fadi jamaan, **The Role Of Accounting Information Quality In Reducing Information Asymmetry In Damascus Exchange Market**, Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol.42, N° 2, 2020, P: 34.

³ حاتم عبد الفتاح الشعراوي، أثر مستوى الإفصاح عن معلومات الحوكمة في الحد من عدم تماثل المعلومات -دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، مصر، المجلد 4، العدد 1، 2022، ص 514.

⁴ Cohen, Bayd, et Al, **Information Asymmetry And Investor Valuation of IPO: Top Management team legitimacy as capital market signal**, Strategic management journal, Vol.26, N°7, 2005, P: 683.

3-2- نظرية عدم تماثل المعلومات

ظهر مفهوم عدم تماثل المعلومات لأول مرة في سنة 1970، ضمن مقال رائد للاقتصادي الأمريكي Akerlof، تناول فيه تحليل سلوكيات المشتريين والبائعين في سوق السيارات المستعملة، وذلك في ضل التخلي عن فرضية تماثل المعلومات وكمال السوق التي بنيت عليها النظريات السابقة، كما افترض في المقابل أن المبادلات بين البائعين والمشتريين تتم في ضل فرضية عدم تماثل المعلومات وأن الفئة الأولى تمتلك معلومات أكثر من تلك التي تمتلكها نظيرتها الثانية، وواقع الحال في سوق السيارات المستعملة، أن البائعين يعرفون الخصائص التقنية للسيارات التي يعرضونها للبيع، في حين يجهل المشتريين خصائص السيارات المستعملة التي يودون شرائها، وبذلك يصبح عدم التماثل المعلوماتي بين طرفي المبادلات في الأسواق هو الذي يحدد شكلها ويفسر خصائصها.

وعلى أساس هذا المفهوم الجديد الذي جاء على أنقاض مفاهيم كمال السوق، تماثل المعلومات وتجانس التوقعات، أجريت العديد من الدراسات والأبحاث في العديد من المجالات ذات الصلة، لاسيما تلك المتعلقة بسلوك الشراء وأثر مصاريف الإشهار، النظرية المالية، نظرية المنظمات... الخ¹.

تنقسم المعلومات الغير المتناظرة في السوق المالي من حيث المصدر²:

3-2-1- المعلومات الداخلية Inside Information

والمقصود بذلك توفر المعلومات لدى إدارات الشركات أو الأطراف الداخلية بالشركات، في الوقت الذي لا تتوافر فيه مثل هذه المعلومات للأطراف الخارجية مثل المستثمرين، المقرضين، والمحللين الماليين، وغيرهم من المشاركين في السوق، حتى وإن توفرت المعلومات للأطراف الخارجية، فلن تتوفر لديهم في نفس توقيت توفرها لدى إدارة الشركة (وجود فاصل زمني)، وهو الأمر الذي يخلق حالة من عدم تناظر المعلومات بين كلا من الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية؛

¹ عمر قيرة ، الهندسة المالية وإدارة مخاطر تبيع رأس المال في المؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة شركات مؤشر CAC 40، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف 1، الجزائر، (2017-2018)، ص 26.

² ابراهيم محمد الكريم الطحان، أثر الإفصاح الاختياري عن معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات على عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية - دراسة نظرية وتطبيقية، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة جامعة كفر الشيخ، مصر، المجلد 5، العدد 1، 2018، ص 24-25.

3-2-2- Private Information الخاصة بالمعلومات الخاصة

تنشأ المعلومات الخاصة نتيجة امتلاك المشاركين في السوق الأكثر اطلاعا معلومات خاصة متفوقة نسبيا عن الشركة بالمقارنة بغيرهم من المشاركين الأقل اطلاعا، ويترتب على وجود تلك المعلومات الخاصة لدى بعض المشاركين في السوق دون غيرهم زيادة احتمال تعرض المشاركين الأقل اطلاعا لمشكلة الاختيار العكسي، ومن ثم امكانية تحقيق هؤلاء المتعاملين عوائد أقل أو خسائر أكبر حال قيامهم بعمليات التداول على الأوراق المالية في السوق مقارنة بالمتعاملين الأكثر اطلاعا.

3-3- عدم تماثل المعلومات والنظرية المالية

لقد شكلت النظرية المالية واحدة من المجالات الأكثر استخداما لنظرية عدم تماثل المعلومات، حيث ومنذ سنة 1970 أصبحت البحوث التي تتم في هذا المجال تتبنى فرضية عدم تماثل المعلومات، مما أدى إلى قلب الكثير من المسلمات في النظرية المالية ولعل أهمها، صلاحية نماذج تقييم الأصول المالية، هيكل تمويل الشركات وهيكل ملكيتها، سياسة توزيع الأرباح في الشركات...إلخ.

3-3-1- تقييم الأصول المالية:

حيث أن كل نماذج تقييم الأصول الرأسمالية والمتمثلة في نموذج تسعير الأصول المالية (MEDAF)، نموذج تسعير المراجعة (APM) ونموذج تسعير الخيار (OPM)، قد تم تطويرها في ظل افتراض كمال الأسواق وتماثل المعلومات، خاصة أنها مبنية على افتراض ثبات الخطر (المقدر بالانحراف المعياري للعوائد) ومعرفته من طرف جميع الأطراف، وبالتالي فإن التخلي عن هذه الفرضيات سوف يؤدي بكل وضوح إلى وضع صلاحية وجدوى هذه النماذج في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية، موضع شك.

3-3-2- تحويل المعلومات من خلال الأسعار

إذ أنه في ظل التخلي عن فرضية عدم تماثل المعلومات، تفقد الأسعار خاصية التعبير عن القيم الحقيقية للأصول المالية، ومن ثم لا يمكن لها أن تضل كأداة صالحة لتحويل المعلومات من أعوان إلى آخرين، كما أنه في ظل سيادة هذا الوضع تصبح المعلومة مكلفة مما يلقي بضلال من الشك حول مدى قبول خاصية كفاءة الأسواق المالية، حيث توصل كل من Grossman&Stiglitz سنة 1980، أنه عندما تكون المعلومة مكلفة لا يمكن أن تكون الأسواق كفؤة كما لا يمكن تحويل المعلومات العامة والخاصة من خلال السعر¹.

¹ Sanford Grossman, Joseph Stiglitz, On The Impossibility Of Informationally Efficient Market, The American Economic Review, 1980, PP: 393,408.

3-3-3- هيكل تمويل الشركات والإشارات المالية:

في هذا الإطار يؤدي عدم توفر المعلومات لدى المساهمين والدائنين بنفس القدر مما هي متوفرة لدى الإدارة في الشركة، إلى عدم تمكنهم من تقييم قدرة الشركات التي يمولونها على خلق الأرباح وسداد الديون، ومن ثم يصبح من الضروري على الشركات الباحثة عن التمويل أو تطور سياسة إرسال إشارات إلى حملة الأسهم والسندات، تسمح لها بتبليغ المعلومات التي تريد إيصالها إلى جمهور الممولين والتميز عن الشركات الأخرى الأقل جودة من حيث القدرة على توليد الأرباح وسداد الديون، حيث أنه وفي ظل غياب هذه السياسة سوف يتوجه التمويل إلى الشركات ذات الأداء الرديء وتطرده هذه الأخيرة الشركات الجيدة من سوق التمويل.

تبدأ نظرية الإشارة من افتراض أن الأسواق نادرا ما تكون متوازنة، والحصول على البيانات له كلفة محددة، ووجود هذه النظرية كأساس يمكن المديرين من الوصول إلى المعلومات التي لا يمكن للمستثمرين من الوصول إليها، ومن هذا كان الاهتمام بالحصول على المعلومات قبل الآخرين¹.

وهذا يجعل المديرين في موقف أفضل لقبليتهم على توقع التدفقات المستقبلية، ويشير (Mark&sheric, 2006) إلى أن نسبة الدين إلى حق الملكية تنقل المعلومات للمستثمرين لسببين، السبب الأول يتعلق بالآزمات، حيث يتجنب المديرون من زيادة نسبة المديونية إذا كانت عندهم معلومات تشير إلى تعرض الشركة إلى صعوبات مالية وبالتالي تؤدي إلى إفلاس الشركة وبذلك يتعرض مديرو الشركة المفلسة إلى عقوبات اصدار الدين، لهذا يكون للمديرين حافز قوي على ارسال إشارة صحيحة بعد أن يكونوا على قناعة لقابلية الشركة على إعادة الدين، وهذا يعني أن زيادة الدين إشارة إلى المستقبل المالي الجيد للشركة، كالشركات التي ترغب في مستويات عالية من الدين عندما تتوقع أنها تحقق تدفقات نقدية من الوفورات الضريبية، أما السبب الثاني، إذا أصدرت الإدارة الأسهم العادية فهذه معلومة للمستثمرين أن أسهم الشركة مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية، وهذه إشارة سلبية تؤدي إلى انخفاض سعر سهم الشركة، وان إصدار الأسهم الجديدة هي لمشاركة المستثمرين الجدد في الخسارة².

¹ Mirela V, Duiku S, **Overview Of The company's Financial** , structure Journal: Lex et scientia, Vol.19, N°01, 2012, PP:181,186.

² Akinmulegun, Sunday, **The effect Of financial Leverage On corporate Performance Of Some Selected Companies In Nigeria**, Journal Canadian Social science, Vol.08, N°01, 2012, PP; 85,91.

3-3-4- عدم تماثل المعلومات والسندات القابلة للتحويل:

حيث وبناء على فرضية عدم تماثل المعلومات قام هاريس ورفيف Harris&Raviv سنة 1985 ببناء نموذج يرتكز على نظرية الألعاب، ومن خلال هذا النموذج تم وضع قواعد تأخذ بعين الاعتبار الأثر المعلوماتي لقرار استدعاء السندات القابلة للتحويل، حيث يشكل هذا القرار إشارة عن أفق واعد للشركة وذلك على الرغم من أثر التمييع الذي يمكن أن يحدثه.

3-3-5- سياسة توزيع الأرباح:

إن إدخال فرضية عدم تماثل المعلومات في التحليل، أدى إلى إعادة صياغة النتائج التقليدية المتوصل إليها فيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح في الشركة، ففي ظل امتلاك الإدارة لمعلومات أكثر من تلك المتوفرة للمساهمين تصبح سياسة التوزيع عبارة عن إشارة مالية حول العديد من المؤشرات، لاسيما فيما يخص مبلغ الأرباح المحققة، السياسة التمويلية والسياسة الاستثمارية للشركة، حيث تشير في هذا الصدد دراسة لميلر وروك Miller&Rock أجريت سنة 1985، إلا أنه عندما لا تتوفر للمساهمين معلومات سابقة عن الشركة فهم ينضرون إلى سياسة التوزيع على أنها مؤشر على حجم الأرباح المحققة¹.

4- عدم تناظر المعلومات؛ أسباب ظهورها والمشاكل المرتبطة بها

إن حالة عدم التناظر هي الحالة التي تكون فيها المعلومات متاحة ومعروفة لطرف واحد، لكن الطرف الثاني لا تتوفر لديه مثل هذه المعلومات، وتؤدي هذه الحالة إلى عدم كفاءة البورصة لأن معظم المستثمرين سيكونون غير قادرين للوصول إلى المعلومات التي يحتاجون إليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية²، وعليه وما تم إبرازه من تأثيرات سلبية لعدم تناظر للمعلومات، الأمر الذي يجعلنا إلى التطرق إلى الأسباب التي أدت إلى ظهور هاته المشكلة، وكذا التطرق إلى المشاكل المرتبطة بعدم تناظر المعلومات

¹ عمر قيرة، مرجع سبق ذكره، ص ص28-29.

² دويس عبد القادر، بن ساحة ايمان، مرجع سبق ذكره، ص1152.

4-1- الأسباب التي أدت إلى ظهور مشكلة عدم تناظر المعلومات: تتلخص أسباب ظهور مشكلة عدم تناظر المعلومات فيما يلي¹:

- نقص المعلومات والذي يرجع لعدم كفاية المستثمرين والمستفيدين من المعلومات التي تحجبها عنهم الإدارة، وهي المعلومات الداخلية وهم مطالبون باتخاذ قرارات استراتيجية رشيدة عن الأرباح المحاسبية والقرارات الاستثمارية؛

- تظهر بسبب تنوع المعلومات التي تصل الى المستثمرين أو المستفيدين سواء كانت معلومات داخلية أو أي معلومات أخرى يتحقق من استخدامها مكاسب غير عادية؛

- تسبب ظاهرة عدم تماثل المعلومات فجوة معلوماتية وهي ناتجة عن اختلاف حجم المعلومات الداخلية والمعلومات المنشورة للجميع؛

- إخفاء الإدارة معلومات قد تعتقد أنها تعتبر بالمركز التنافسي لها مثل الأرباح المحققة والفعلية، حيث يستخدمها المنافسين في تعديل الخطط الإنتاجية أو القرارات الاستثمارية؛

- تحدث نتيجة حدوث مقابلة مالية بين طرفين على الأقل بشرط وجود تعارض في مصالح هذه الأطراف؛

- تتغير توقعات المستثمرين والمساهمين بمجرد وصول المحتوى المعلوماتي الجديد التي يشتمل على اعلانات عن خطط الربح المحاسبي.

4-2- المشاكل المرتبطة بمشكلة عدم تناظر المعلومات: ترتبط مشكلة عدم تناظر المعلومات بمجموعة من المشاكل، لكن قبل التطرق إليها نفترض وجود أطراف يرغبون في جمع أموال لتمويل مشاريعهم ولا يملكون التمويل اللازم، تبرز هذه المشاكل بما يلي:

4-2-1- مشكلة الاختيار العكسي Adverse Selection

والتي تفسر قيام المديرين باستغلال ميزة المعلومات الداخلية المتوفرة لديهم والتصرف بطريقة انتهازية بغرض الحفاظ على مراكزهم مقابل تضليل المساهمين، وقد يكون ذلك عن طريق اكتساب بعض المخصصات أو الحوافز أو الحصول على معاشات وتعويضات مبالغ فيها أو اتخاذ قرارات استثمارية غير صحيحة أو اختيار هؤلاء المديرين لعملياتهم التجارية بطريقة أفضل نظرا لتوافر مثل هذه المعلومات، علاوة على ذلك يكون لدى المستثمرين الأكثر اطلاعا قدرة أفضل على تعديل محافظهم الاستثمارية بناء على المعلومات الخاصة المتفوقة لديهم بالمقارنة بغيرهم من المستثمرين الأقل اطلاعا، ووفقا للتفسير

¹ عمر قيرة، مرجع سبق ذكره، ص ص 28-29.

الذي قدمته هذه الفرضية، فإنه من المتوقع أن تزداد حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات في بورصة الأوراق المالية نتيجة استغلال الأطراف الداخلية بالشركات أو المشاركين في السوق الأكثر اطلاعا لميزة المعلومات المتفوقة الخاصة بهم من أجل تحقيق عوائد مرتفعة أو تجنب الخسائر عند تعاملهم في بورصة الأوراق المالية بالمقارنة بغيرهم من الأطراف الخارجية أو المشاركين الأقل اطلاعا¹.

4-2-2-2- مشكلة سوء النية- الخطر الأخلاقي- Morad Hazard

حتى إذا لم يتعرضوا لمشكلة الاختيار السيء فإنهم عرضة بعد إتمام الصفقة المالية لمخاطر سوء النية كأن تستخدم الأموال في أنشطة غير منتجة أو مرتفعة المخاطر مما يجعل غالبية المدخرين يحجمون عن التعامل مع بورصة الأوراق المالية، مما يقلص دور هذه الأسواق في تعبئة المدخرات وتوجيهها لفرص إنتاجية تساهم في زيادة النمو الاقتصادي وتحقيق الرفاهية للمجتمع.

إذن مشكلة عدم تماثل المعلومات يترتب عليها تقليص دور بورصة الأوراق المالية نتيجة إجماع المدخرين عن التعامل معها، انخفاض كفاءة الأسواق نتيجة دخول بعض المدخرين لاستثمار أموالهم في هذه الأسواق دون توافر معلومات كافية، ارتفاع تكاليف عقد الصفقات، عدم القدرة على تنويع الاستثمارات ومخاطر السعر².

4-2-3-3- مشكل تكاليف المراقبة The Costly State Verification Problem

لفهم هذه المشكلة نعتبر الآن أن مردودية المشاريع (R) مستقلة وتخضع لنفس قوانين التوزيع الاحتمالية، وبالنسبة لمختلف المستثمرين وفي الوقت نفسه معروفة من طرف المقرض فضلا عن أن المقرض بإمكانه التأكد من وجهة القرض وبالتالي فإن المقرض لا يواجه مشكلتي الاختيار العكسي وسوء النية، كما سوف نفترض أن مردودية المشروع ملاحظة فقط من طرف المستثمر، مما يعطيه الدافع لعدم التصريح بحقيقة مردودية مشروعه، هنا لابد للمقرض من أن يتحمل تكاليف لمراقبة مردودية المشروع في صورة إرسال مراقبين ومدققين لمؤسسة المستثمر³؛

4-2-4-4- مشكل الوكالة The Agency Problem

موازاة مع التحديات التي فرضتها التطورات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والثقافية المصاحبة للثورة الصناعية في أوروبا وأمريكا انطلقا من النصف الثاني للقرن 18، ظهرت أشكال جديدة من الشركات

¹ ابراهيم محمد الطحان، مرجع سبق ذكره، ص 25-26.

² عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2015، ص 92.

³ مازري عبد الحفيظ، مرجع سبق ذكره، ص 63.

الاقتصادية القادرة على تلبية حجم الطلب المتزايد على مختلف المنتجات، ولأنها في الغالب شركات كبيرة فهي تشغل عددا كبيرا من العمال، وتستثمر رؤوس أموال ضخمة وفق هيكلية مالية أكثر تعقيدا، الأمر الذي يتطلب خبرة وكفاءة في إدارة شؤونها من أجل ضمان مسيرتها للتطورات التي يفرضها المحيط، ما نتج عنه بروز ما سمي بطبقة المدراء، وبه انفصال ملكية الشركة عن إدارتها.

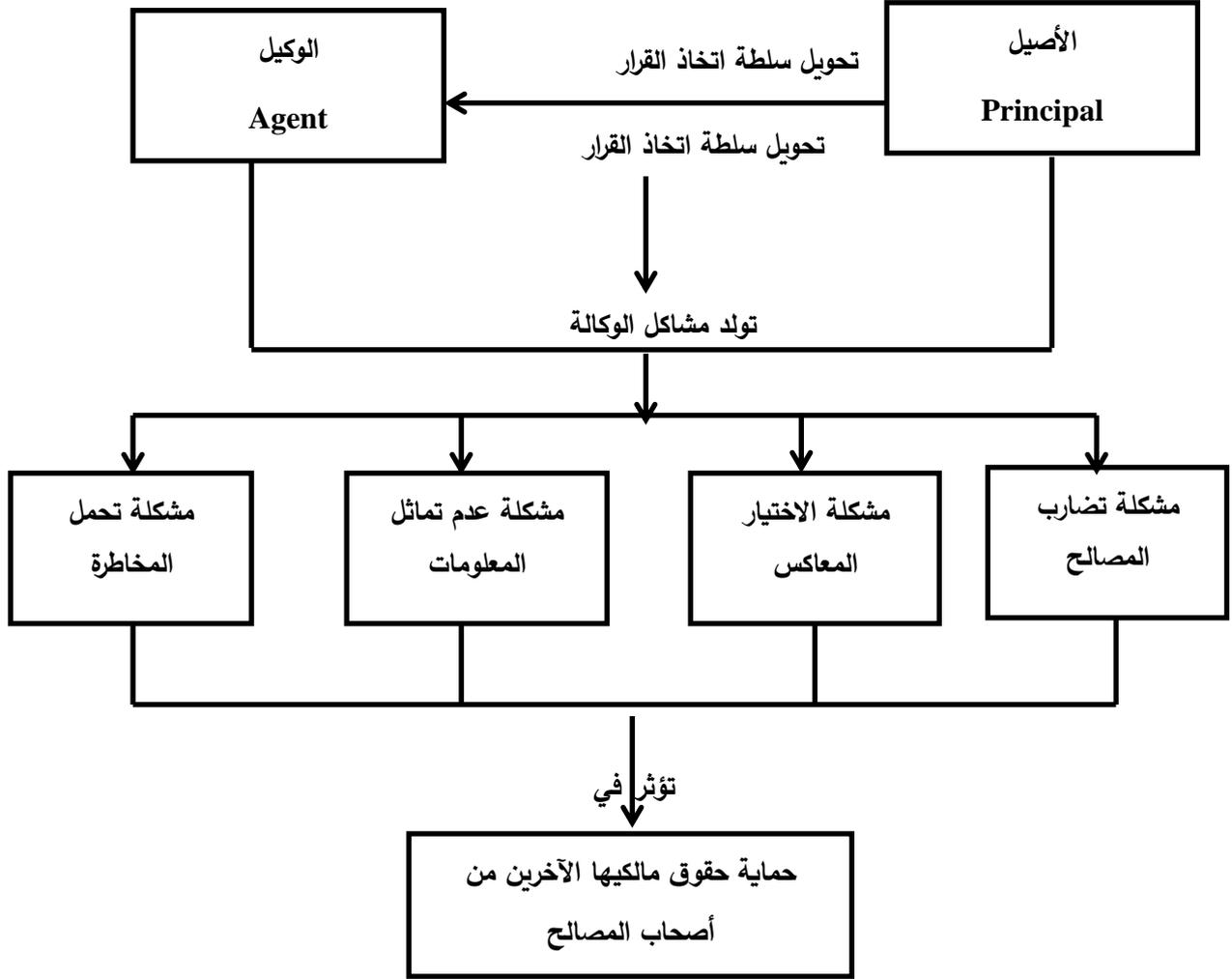
بالرغم من كون آدم سميث أول من أشار إلى المشاكل المحتملة للفصل بين ملكية الشركة وإدارتها، إلا أن الباحثين (Berle And Means) هما أول من قاما بدراسة حول الظاهرة سنة 1929 شملت 20 شركة في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث أشارا إلى أن انفصال ملكية الشركات عن إدارتها في البلدان الصناعية من شأنه أن يؤدي إلى تركيز السلطة الفعلية في أيدي المدراء، وهو ما يمكن استغلاله لخدمة مصالحهم الشخصية على حساب مصالح الملاك، الأمر الذي يستلزم إقامة أنظمة إشراف ورقابة ذات كفاءة من أجل ضمان استمرارية الشركة وتحسين أدائها¹، ومن بين المشاكل التي تواجه نظرية الوكالة وهي كالتالي:

- المنافع والمزايا المادية والغير مادية التي يحصل عليها الوكيل مقارنة مع المنافع والمزايا التي يحصل عليها الأصل لو كان المالك هو المدير؛

- عدم قدرة الأصل مراقبة أداء الشركة أو تصرفات الوكيل نتيجة عدم تماثل المعلومات المقدمة مع واقع الشركة بينما يكون الوكيل أكثر دراية بواقع أداء الشركة وأكثر سيطرة من الأصل؛
- قد يلجأ بعض المدراء إلى تمويل الشركة عن طريق الديون لتمويل مشاريع ذات ربحية ومخاطر قليلة من أجل إظهار الشركة بأنها جيدة نتيجة نقل الثروات من المقرضين إلى المساهمين لحصول المدير على المكافآت والحوافز، بينما هذه الديون لها تأثير مباشر على القيمة السوقية للشركة عندما يقوم الدائنين بالمطالبة بتسديد الديون، وهذا قد يؤدي إلى الإفلاس.

¹ كموش عبد المجيد، دور مؤشرات حوكمة الشركات في التنبؤ بالتعرض المالي للشركات -دراسة حالة مجموعة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، 2021، ص 10.

الشكل رقم (05): مشاكل نظرية الوكالة



المصدر: ناطق جبار سالم الخفاجي، حيدر عطا زبين، نوفل حسين عبد الله، استعمال آليات حوكمة الشركات للحد من ادارة الأرباح في ظل نظرية الوكالة، مجلة كلية مدينة العلم، المجلد 13، العدد 1، 2021، جامعة واسط، كلية الادارة والاقتصاد، ص 210.

5- أشكال عدم تناظر المعلومات في البورصة

إن مشكلة عدم تماثل المعلومات هي المشكلة التي تنشأ نتيجة لعدم إمام أحد الأطراف التي تتعامل مع الوحدة الاقتصادية بالمعلومات الكافية التي تمكنه من اتخاذ القرارات السلبية، ويترتب على وجود عدم تماثل المعلومات ظهور نوعين من المشاكل:

5-1- مشكلة الاختيار السيء (المعاكس)

تظهر مشكلة الاختيار المعاكس عندما يمتلك الوكيل المعلومات التي تثبت أنها مفيدة له لاتخاذ القرارات، وأن الأصل لا يعرفها، لذلك فإن الأصل لا يستطيع معرفة إذا كان الوكيل قد اتخذ قرارات ملائمة في ضوء المعلومات التي تمت معالجتها من خلال الوكيل لأن الأصل لا يمتلك هذه المعلومات. ولمعالجة هذه المشكلة حدد (Spence 1973) آليتين للمعالجة؛ الأولى هو أن يتم اختيار المدراء ذوي الخبرات القابلة للتطوير وتطوير قدراتهم من خلال التعلم مع مراعاة محدد(التكلفة/ المنفعة)، أما الثانية لمعالجة مشكلة الاختيار المعاكس وهي عملية الانتقاء، ففي ظل هذه الحالة يستعمل الأصل مجموعة من الخصائص التي يمكن ملاحظتها والتي ترتبط بمقاييس المنفعة، لينتقي من هم أكثر ملاءمة لأداء العمل المتوقع على أساس المهارات المتوفرة، ويمكن للأصل أن يلاحظ الخصائص لعدد من المدراء وينتقي الأفضل¹.

5-2- الخطر الأخلاقي (سوء النية)

يتعلق الخطر الأخلاقي بسلوك الفرد ونيته في إتمام العقد، إذ هناك من يطلق عليه بالخطر المعنوي، وهو المشكل الذي غالبا ما يظهر بعد إبرام العقد، إذ يتعلق ببعض التصرفات السلبية للأفراد، والتي قد يكون لها تأثيرات كما أن هذه التصرفات قد لا تكون مراقبة من طرف الوكيل وهو ما يفتح المجال أمام الانتهازية، ومنه يمكن أن نحدد وضعيتين²:

- حالة الانتهازية أين يستغل الموكل جهل الوكيل لبعض المعلومات فيعمل على تحقيق مصلحته الشخصية؛

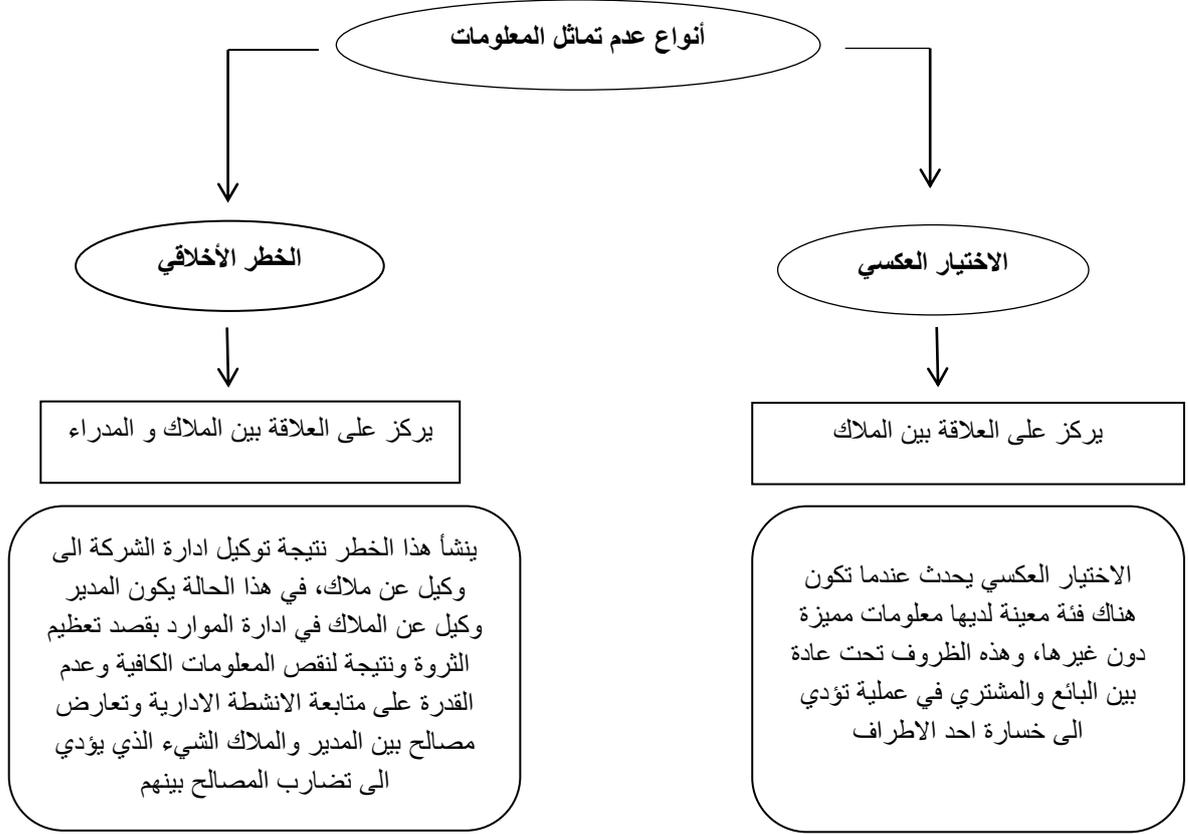
- الحالة التي لا يمكن للوكيل متابعة تصرفات الموكل رغم علمه بها وذلك لعدم معرفة الظروف التي يعمل فيها.

¹ صبيحة بوزان فهود، عدم تماثل المعلومات المحاسبية - الأسباب والمعالجات المقترحة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 87، 2016، ص 490.

² إلياس بن ساسي، خيرة الصغيرة كماسي، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات، ملتقى وطني حول آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة، ورقلة، الجزائر، يومي 25/26 نوفمبر 2013، ص 638.

والشكل الموالي يوضح أنواع عدم تماثل المعلومات:

الشكل رقم (06): أنواع عدم تماثل المعلومات.



Source: Vahabe rostami And mahdi Salhi, Necessity For Reengineering The Qualitive Characteristics Of Financial Reporting Arrangement In The Reduction Of Information Asymmetry: an evidence of Iran, African journal of business management vol 5 181, 18 avril 2011, P327.

6- أساليب التضليل والتلاعب في البورصة

تتعدد أساليب التضليل وتغيير الحقائق والتلاعب المالي في بورصة الأوراق المالية والهدف واحد من ذلك، ولعل أهم هذه الأساليب والتي سنوجزها فيما يلي:

6-1- غش القوائم المالية

وهي محاولة متعمدة من قبل القائمين على الشركة لتضليل أو خداع مستخدمي القوائم المالية المنشورة، خاصة المستثمرين، الدائنين، من خلال إعداد ونشر قوائم مالية بها تحريفات جوهرية، وترجع أسباب غش القوائم المالية إلى ضعف هيكل الرقابة الداخلية للشركة، حوكمة الشركة الأقل كفاءة، ضعف أساليب المراجعة، ويتمثل غش القوائم المالية في أحد الصور الآتية:

- التحريف، التلاعب في السجلات المالية الأساسية، والمستندات المؤيدة لمعاملات الشركة؛

الفصل الثاني: مشكلة عدم تناظر المعلومات في بورصة الأوراق المالية

- تحريف جوهرى متعمد في القوائم، حذف، سوء توجيه للأحداث، التعاملات، الحسابات، أو معلومات هامة لإعداد القوائم المالية؛

- تعمد سوء التطبيق، قصد سوء التفسير، أو تنفيذ غير شرعي للمعايير المحاسبية، المبادئ، السياسات، أو طرق القياس، الاعتراف، والتقرير عن الأحداث الاقتصادية ومعاملات الشركة؛

- حذف أو تقديم إفصاح غير كافي للإفصاحات المتعلقة بالمعايير المحاسبية، لكنها تسمح للشركة بإخفاء عناصر اقتصادية من أداؤها، ويعتبر غش القوائم المالية في حد ذاته جريمة؛

6-2- تضليل القوائم المالية

يجدر بالذكر أن الهدف الأساسي من نظام حوكمة الشركات هو الحفاظ على مصالح المساهمين وكذا الأطراف الأخرى، فكل شركة ملزمة قانونا بإعطاء معلومات ضرورية، صادقة وكافية لكل المتعاملين، إلا أنه عمليا هناك عدة طرق ووسائل يلجأ إليها معدو وعارضوا التقارير والنشرات المالية والمحاسبية التي تسمح بالتلاعب بالبيانات، وتغيير الحقائق أي التضليل بهدف التأثير على اتجاه السوق وقرار المستثمر، ولكل شركة في ذلك أسلوبها الخاص¹، ومن بين تلك الطرق ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (07): كيفية إخفاء الحقائق في البورصة



المصدر: دبله فاتح، بن عيشتي بشير، حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية واثرها على مستوى أداء الاسواق، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، يومي 6-7 ماي 2012، جامعة بسكرة، ص 8.

¹ سامية شارفي، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية العربية -حالة الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه، تخصص محاسبة مالية وبنوك، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2018، ص ص88-89.

كما نلاحظ المسؤولين عن بعض الشركات يلجؤون لتعمد إخفاء بعض الحقائق عن المستثمرين، ويشمل ذلك ما يلي¹:

6-2-1- التلاعب في إعلان نتائج الأعمال بإصدار الصحيفة قبل نشر القوائم المالية

تقوم بعض الشركات بإصدار بيانات صحفية في نهاية كل فترة محاسبية لإعلان نتائج أعمالها، وذلك قبل نشر القوائم المالية، وفي بيانات هذه الصحيفة يتم الإعلان عن مسميات للربح مختلفة عن المسميات المحددة بمعايير المحاسبة (صافي الربح) مثل صافي الربح قبل المصروفات غير العادية، وصافي الربح قبل خصم مصروف الاهتلاك (الأصول الثابتة والأصول غير الملموسة)، وقد يترتب على ذلك التباس في سوق المال نظرا لأن الفرق بين قيمة الأرباح المعلنة بهذه المسميات وصافي الربح طبقا لقائمة الدخل قد يكون جوهريا، ومن أمثلة ذلك قيام إحدى الشركات بإعادة تبويب جزءا كبيرا من مصروفاتها التسويقية، وتسجيلها على أنها مصروف اهتلاك، ثم قيامها بالإعلان عن صافي الربح قبل خصم مصروف الاهتلاك (الأصول الثابتة والأصول غير الملموسة) في بيان صحفي لها، مما يوحي بتحسين نتائج أعمالها على غير الحقيقة.

6-2-2- عدم كفاية الإفصاح عن المعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة

تتطلب معايير المحاسبة، وكذلك القوانين والقواعد المنظمة لبورصة الأوراق المالية أن تصحح الشركة عن معاملاتها مع الأطراف ذوي العلاقة، فضلا عن المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة والمديرين وأقاربهم وكل مساهم مستفيد يملك جزءا من الأسهم العادية لرأس مال الشركة، فعدم كفاية الإفصاح عن تلك المعاملات قد يكون مؤشرا على وجود ضعف في نظم الرقابة الداخلية وإجراءات الالتزام بقواعد حوكمة الشركات، وفي بعض الحالات يقوم المسؤولون بالشركات بتنفيذ معاملات تقييم غير عادلة (مغالي فيها) بين الشركة وشركاتهم الخاصة، أو شركات أقاربهم، ويستولون من خلال تلك المعاملات على أموال الشركة أو يحققون منافع خاصة على حساب الشركة والمساهمين فيها؛

6-2-3- عدم كفاية الإفصاح بتقرير مجلس الإدارة

تتطلب قوانين وقواعد الأوراق المالية بالبورصة أن تقدم الشركة علاوة على القوائم المالية المدققة، تقريرا من مجلس الإدارة يستعرض فيه الموقف المالي والتشغيلي لها، وسياستها المستقبلية والمخاطر المحيطة بأنشطتها، حيث أن الالتزام بمعايير المحاسبة في إعداد وعرض الإفصاح بالقوائم المالية قد لا يكون كافيا في حد ذاته لإعطاء صورة كاملة عن الموقف المالي والتشغيلي؛

¹ سامية شارفي، مرجع سبق ذكره، ص 90.

7- بعض التعاملات غير الأخلاقية في البورصة

تعتبر الممارسات غير الأخلاقية من الطرق الملتوية من أجل تحقيق أهداف خاصة، وذلك قصد تحقيق عائد على حساب الآخرين، ومن بين هاته الممارسات ما يلي:

7-1- البيع الصوري أو المظهري

عبارة عن تعامل وهمي، يقوم به أحد المستثمرين على ورقة مالية معينة، بهدف تحقيق مصالح خاصة له على حساب الآخرين، وذلك من خلال إيهام المتعاملين في السوق بزيادة الطلب على ورقة معينة، فيقبلون على شرائها، فيرتفع سعرها فيبيع الكمية التي يمتلكها بسعر مرتفع عن القيمة الحقيقية للورقة، والتي تعود اليها الورقة في اليوم التالي¹؛

7-2- اتفاقيات التلاعب في الأسعار

وتتم هذه الاتفاقيات عن طريق شخصين أو أكثر، وتستهدف إحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية لتحقيق الربح، وذلك من خلال حالة منشأة معينة، بالإيعاز للعملاء بالتخلص من ورقة مالية معينة، فيندفع العملاء للتخلص من تلك الورقة بأدنى خسارة، حتى تصل قيمتها السوقية لأدنى حد ممكن، وعندئذ يسعى هؤلاء المتآمرون لشرائها، ثم يبدؤوا بعد ذلك بنشر معلومات بتحسين أداء المنشأة مصدرة هذه الورقة، فتبدأ القيمة السوقية للورقة بالارتفاع، ويقوموا بإبرام صفقات صورية ليسود اعتقاد بأن هناك تعاملًا نشطًا على تلك الورقة فيزيد التحسن في قيمتها، وعندما تصل القيمة السوقية للورقة لأقصاها يبدؤوا ببيعها محققين ربحًا على حساب المستثمرين حسني النية²؛

7-3- الاحتكار

يتم من خلاله حبس ورقة مالية معينة في يد أحد المتعاملين المحترفين، للتحكم في سعرها، ويقوم هذا الشخص بالضغط على ملاك الشركة، لشراء الأسهم التي يمتلكها، والتي تمثل نسبة كبيرة من أسهم الشركة، حتى لا يتلاعب بسعرها في البورصة وبالتالي تنهار الشركة، مما يضطرهم إلى شرائها بسعر أعلى بكثير من السعر العادل أو الحقيقي لها للحفاض على الشركة³.

¹ محمد عبد الحميد أحمد الإمبابي، مرجع سبق ذكره، ص 92.

² بشرى أسامة محمد علي مشعل، صباح الدين زعيم، كفاءة أسواق رأس المال والممارسات الغير أخلاقية فيه، مجلة العلوم الانسانية والطبيعية، المجلد 4، العدد 2، 2023، ص ص 207-208.

³ محمد عبد الحميد أحمد الإمبابي، مرجع سبق ذكره، ص 92.

7-4- اتفاقيات التلاعب: وهو قيام تنظيمات واتفاقيات بين العديد من الأشخاص بهدف ممارسة عمليات الخداع في بورصة الأوراق المالية، وذلك في دفعك لحب اللعبة واكتسابا للمزيد من القوة والقدرة على التلاعب، وإيقاع المزيد من الأضرار بالغير.

7-5- التلاعب من خلال الإعلانات المضللة وبث المعلومات الخاطئة المغايرة للواقع: وفي ضوءها يندفع المتعاملون، بائعين أو مشتريين لهذه الورقة، مما يؤثر في سعرها؛ هبوطاً أو صعوداً، فينقض المتلاعب، مشترياً أو بائعاً.

7-6- خيانة الأمانة واستغلال ثقة العملاء: وعادة ما يتم ذلك من خلال الوكلاء والسماسرة، حيث تدفعهم مصلحتهم في جني العمولات على حجم عدد الصفقات إلى خداع الغير، وإيهامهم بأن مصلحتهم في التعامل على الورقة، بيعاً أو شراءً بالسعر السائد دون أن يكون لذلك مصداقية من الواقع، وفي حالات كثيرة تصل الممارسة إلى حد ابتزاز العميل¹.

8- أهم الشركات العالمية المتورطة في قضايا التلاعب والتظليل

لم تكن المشكلة الرئيسية في فشل العديد من الشركات تتعلق بوجود قصور في المعلومات المحاسبية أو معايير التدقيق المطبقة، بل انحصرت في تدني أخلاقيات المهنيين، إضافة إلى القصور الواضح من طرف البورصة كجهاز للرقابة على الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية، وفيما يلي إبراز أهم الشركات العالمية المتورطة في قضايا التلاعب والتظليل في بورصة الأوراق المالية:

8-1- شركة الاتصالات وورلدكوم World Com:

بدأت شركة وورلدكوم نشاطها بولاية ميسيسيبي عام 1983، تحت شركة الخدمات المحدودة للاتصالات للمسافات البعيدة، وفي عام 1989 اندمجت مع مؤسسة الشركات المتميزة وتحولت إلى شركة عامة وتم قيدها في البورصة سنة 1995، وعمدت هذه الأخيرة في الفترة الممتدة ما بين سنة 1999 وسنة 2002 إلى استخدام حيل محاسبية بهدف إخفاء مركزها المالي²، ويعود السبب في انهيارها إلى ما يلي³:

¹ شوقي أحمد دنيا، التلاعب في الأسواق المالية، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، للفترة الممتدة من 25-29 ديسمبر 2010، ص12.

² ريمة مناع، لعراية مولود، أثر جودة المعلومات المالية والاقتصادية على استقرار النظام المالي، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 1، 2014، ص 237.

³ بوراس بودالية، آليات حوكمة الشركات ودورها في الحد من الفساد الإداري والمالي، أطروحة دكتوراه، مالية وإدارة أعمال، جامعة بلحاج بوشعيب عين تموشنت، (2021-2022)، ص ص11-12.

الفصل الثاني: مشكلة عدم تناظر المعلومات في بورصة الأوراق المالية

- استخدمت الشركة خدع محاسبية للتغطية على وضعها المالي المتدهور من خلال الممارسات المحاسبية غير الصحيحة والتلاعب في حسابات التدفقات النقدية للشركة لكي تظهر بشكل يتماشى مع توقعات المستثمرين في البورصة؛
- إعلان الشركة تحقيق أرباح وهمية بأكثر من 9 مليار دولار في ميزانيتها؛
- إنفاق مليارات الدولارات كنفقات تشغيلية في محاولة لإطفاء خسائرها إذ اعترفت الشركة أنها سجلت مبلغا يوازي 4 مليار دولار في خانة النفقات لتعزيز سجلات أرباحها؛
- تسريب بعض المعلومات والبيانات الخاصة عن الشركة بواسطة جهات لها سمعتها في السوق الأمريكي والتي تتضمن معلومات إدارية خاصة إلى المستثمرين الخارجيين أدت إلى عقد صفقات وهمية مما رفع أسعار سهم الشركة في السوق المالي؛
- استغلال فترة انتقال الحكم بين الرئيس الأمريكي بل كلنتون وجورج بوش وانشغال القضاء بها وغيابه عن مراقبة أعمال هذه الشركة وفي تداول أسعار أسهمها في البورصة؛
- استغلال الشركة لمركزها المالي الائتماني الكبير وسمعتها الممتازة مما ولد عامل جذب شديد دفع المقرضين إلى منحها مبالغ هائلة بصورة خاطئة؛
- تواطؤ شركة Arthur Andersen وبعض أعضاء لجنة مراقبة سوق نيويورك SEC مع مدراء ورؤساء وورلدكوم منهم Bernard Ebbers (المدير التنفيذي للشركة) و Scott Sullivan (المدير المالي للشركة) للتغطية على هذه المخالفات؛
- دور الوسطاء الماليين في حث وتشجيع المستثمرين لشراء أسهم شركة وورلدكوم، حيث عمد وسيط البورصة Jack Groubman وأكبر مساهم في الشركة لحث المستثمرين على شراء أسهم الشركة ويوفر لها قروض ويخفي خسائرها، فضلا عن تدخله في اجتماعات مجلس الإدارة وتعيينه للموظفين وكذا تحديده للخيارات الاستراتيجية.

8-2- شركة إنرون للطاقة Enron

تعد شركة إنرون من أكبر الشركات في أمريكا المتخصصة في الطاقة، ولذلك فإن إفلاسها يعد ضربة موجعة للاقتصاد الأمريكي والعالمي ككل¹، إذ يعد انهيار الشركة نهاية عام 2001 من أبرز وآخر الشركات التي سقطت نتيجة العديد من العوامل لعل من أبرزها عدم تطبيق أو انعدام أخلاقيات المهنة

¹ لعلا رضاني وآخرون، إرساء دعائم الحوكمة المؤسسية لمواجهة الأزمات - دراسة لأهم الأزمات والفضائح المالية لكبرى الشركات العالمية، المجلد 3، العدد 3، الأردن، 2017، ص 275.

والأعمال، حيث سقطت الشركة العملاقة بأصول تقدر قيمتها 4.63 مليار دولار الأمر الذي شكل أكبر إفلاس لشركة أمريكية.

قام مجلس إدارة شركة أنرون (Enron) بتشكيل لجنة تحقيق للوقوف على حقيقة ما حدث بالضبط، وقد قدمت اللجنة فعلا تقريرها الضخم الذي ألقى الضوء على العمليات التي تمت بين شركة أنرون وبعض شركات الاستثمار، والتي كانت مداراة من قبل (Andrew & Fastow) الذي كان يعمل كذلك في منصب مساعد رئيس مجلس الإدارة ورئيس القسم المالي لشركة أنرون.

تضيف اللجنة بأن إدارة الشركة (Enron) استخدمت تلك الشركات الاستثمارية في عمليات عديدة لم يكن من الواجب أو الضرورة الدخول فيها أصلا، إذ أن أغلب تلك العمليات صممت بشكل متقن بهدف التلاعب وإظهار القوائم المالية بشكل متقن بهدف التلاعب وإظهار القوائم المالية، بشكل جيد يخدم مصالح خاصة وابتعدت تلك العمليات عن هدف المنفعة الاقتصادية أو التحوط لمخاطر مستقبلية¹.

3-8- شركة آرثر أندرسون Arthur Anderson

لقد أظهر انهيار شركة Enron للطاقة فضائح مكاتب المحاسبة، كون إن محاسب شركة آرثر أندرسون أخفت خسائر ما يقارب 1.2 مليار دولار والمتعلقة بشركة أنرون، وهذا ما بينته لجنة التحقيق إذ وبعد الفحص والتحري تبين أن العمليات المحاسبية الأصلية بالتعامل مع شركات LJM1 و LJM2 و Chew co والتي أدت إلى الانهيار كانت عمليات ذات هيكلية مغلوبة ومخالفة للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها، وهذه العمليات المغلوبة تمت تحت موافقة وإشراف مدققي ومستشاري الشركة الخارجيين Anderson والدليل على ذلك المبلغ المدفوع لهم مقابل تلك الاستشارات والبالغ 5.8 مليون دولار، والذي جاء ذكره ضمن تقرير مجلس الإدارة.

وعند حدوث كارثة Enron، فتحت الحكومة تقريرا حول هذا الأمر ولاكتشاف مختلف التلاعبات المالية، قام السيد ديفيد دنكن الشريك المسؤول في مؤسسة اندرسون عن مراجعة حسابات Enron، وقد زعم أنه تلقى نصيحة في بريده الإلكتروني من المحامية نانسي تمبل العاملة بالمؤسسة تنصحه بالتخلص من المستندات إلا أن المحامية أنكرت ذلك، وقد قامت الشركة بفصل السيد دنكن، وقد تمت إدانة الشركة بالانتهاكات المنسوبة إليها، وسحبت هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية رخصتها في 31 أوت 2003، وعاد الترخيص للشركة بحكم المحكمة العليا في 31 ماي 2005، إلا أنها لم تعد ذلك الصرح

¹ خرخاش جمال، أثر تطبيق حوكمة الشركات في تفعيل أنظمة الرقابة الداخلية لدى البنوك التجارية الجزائرية -دراسة استشرافية، أطروحة دكتوراه، تخصص بنوك مالية ومحاسبة، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، (2017-2018)، ص 15.

العظيم ، فقد فقدت الشركة عددا من عملائها، انخفض عدد عمالها من 28 ألف داخل الولايات المتحدة الأمريكية 85 ألف حول العالم إلى 200 موظف¹.

9- أدوات قياس عدم تناظر المعلومات: توجد عدة مقاييس شائعة الاستخدام لقياس عدم تناظر المعلومات أهمها ما يلي:

9-1- مقياس مدى السعر Bid-Ask Spread

يقصد بمدى السعر الفرق بين أعلى سعر يرغب مشتري السهم بدفعه وأدنى سعر يمكن أن يقبله بائع السهم²، يعتمد هذا المقياس على قياس الفرق بين أعلى طلب وأدنى عرض لسعر شراء الأسهم، والذي يعد من المتغيرات التي تدل على وجود ظاهرة عدم تناظر المعلومات، حيث يقوم المستثمرون ببورصة الأوراق المالية بحماية أنفسهم من تصرفات الإدارة عن طريق أسعار أسهم أقل ومن ثم يزداد مدى السعر، والفرق بين أعلى سعر للشراء وأقل سعر للبيع للسهم في السوق في حالة غياب ظاهرة عدم تناظر المعلومات يشير إلى أن كل المستثمرين لديهم نفس حجم المعلومات، وبالتالي فإن مدى السعر في هذه الحالة يجب أن يساوي صفرا والعكس صحيح فإنه مع زيادة عدم تناظر المعلومات تزداد قيمة مدى السعر، بمعنى أن هناك علاقة ايجابية بين مستوى عدم تناظر المعلومات ومدى السعر.

ويتم حساب مقياس مدى السعر عن طريق قسمة (أسعار الطلب على الأسهم مطروحا منها أسعار العرض على الأسهم) على متوسط سعر العرض والطلب³؛

وعليه ومما تقدم ذكره يتضح أنه كلما ازداد مدى السعر كان ذلك دليلا على زيادة عدم تماثل المعلومات في السوق⁴، وتجدر الإشارة إلى أن مقياس مدى السعر يعتبر من أكثر المقاييس شيوعا لقياس عدم تناظر المعلومات⁵.

9-2- مقياس حجم تداول المعلومات

يتم قياس تذبذب أسعار الأسهم من خلال التباين أو الانحراف المعياري لأسعار الأسهم، يعتمد هذا المقياس على أنه ومن الناحية النظرية فإن سعر الأسهم يتحدد من خلال التدفقات النقدية المتوقعة من

¹ لعلا رضاني وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 277.

² Mohamed, R.H. **Electronic Disclosure in the financial statements And its Role in reducing Asymmetry of accounting information-A survey Study of the Opinions of a Sample Of Investors And Financial Analysts In The Iraq Stock Exchange** , Tikrit Journal For administrative And Economic Sciences, Vol.1, N°37, 2017, P: 587.

³ Lei Zhou, **The value of Security Audits, Asymmetric Information and Market Impacts of Security breaches**, 2004, P: 20.

⁴ Mohamed, R.H, P:587.

⁵ Lei Zhou, P: 20.

الأسهم (التوزيعات) مخصومة وفق معدل خصم معين، بناء على ذلك فإن هناك عاملان يؤثران على سعر السهم وهما؛ التوقعات المتعلقة بمعدل الخصم، والتوقعات المتعلقة بحجم التدفقات النقدية المتوقعة من الأسهم مستقبلا، وبالتالي فإن اختلاف تحليل المستثمرين للمعلومات المحاسبية الواردة في القوائم المالية سيؤدي إلى اختلاف توقعاتهم للتدفقات النقدية للأسهم وإلى تذبذب في أسعار الأسهم في السوق، وهذا يعد دليلا على وجود عدم تناظر المعلومات في بورصة الأوراق المالية¹؛

9-3- مقياس درجة تذبذب أسعار الأسهم

يتم قياس تذبذب أسعار الأسهم من خلال التباين أو الانحراف المعياري لأسعار الأسهم، إذ يعتمد هذا المقياس على أنه ومن الناحية النظرية فإن سعر الأسهم يتحدد من خلال التدفقات النقدية المتوقعة من الأسهم (التوزيعات) مخصومة وفق معدل خصم معين، بناء على ذلك فإن هناك عاملان يؤثران على سعر السهم وهما: التوقعات المتعلقة بمعدل الخصم، والتوقعات المتعلقة بحجم التدفقات النقدية المتوقعة من الأسهم مستقبلا، وبالتالي فإن اختلاف تحليل المستثمرين للمعلومات المحاسبية الواردة في القوائم المالية سيؤدي إلى اختلاف توقعاتهم للتدفقات النقدية للأسهم وإلى تذبذب في أسعار الأسهم في السوق، وهذا يعد دليلا على وجود عدم تماثل المعلومات في بورصة الأوراق المالية²؛

9-4- مقياس تنبؤات المحللين الماليين

ويشير هذا المقياس إلى أخطاء التنبؤ التي تكتنف تنبؤات المحللين الماليين عند قيامهم بالتنبؤ بربحية شركة ما³، بحيث يعد عدم تماثل المعلومات سببا رئيسا لاختلاف تنبؤات المحللين الماليين، حيث إن تنبؤات المحللين تعتمد على معلومات عن المنشأة، وازدياد درجة الاختلاف في هذه التنبؤات يعني عدم توافر معلومات بنفس الكمية والأهمية لجميع المحللين⁴؛

9-5- مقياس مدى تتبع المحللين الماليين

يعتبر مدى تتبع المحللين الماليين للشركة مقياس لعدم تناظر المعلومات، حيث يوجد ارتباط ايجابي بين عدد المحللين الماليين الذين يتابعون شركة ما وحالة عدم التأكد المحيط بتلك الشركة، كما يعد ذلك مؤشرا على مستوى عدم تناظر المعلومات المحيط بتلك الشركة، كما يعد ذلك مؤشرا على مستوى عدم تناظر

¹ Fadi Jamaan, PP :35-36.

² Sadka G, **Understanding stock price volatility: The role of earnings**, Journal of Accounting Research, USA, Vol.45, N°1, 2007,PP: 35-36.

³ ابراهيم محمد الكريم الطحان، مرجع سبق ذكره، ص35.

⁴ Orlando B, Renzi A, Sancetta G, **Dispersion In Analysts Forcasts and stock prices: An Empirical Test** , China-USA Business Review, Vol.11, N°09, 2012, PP: 1199,1204.

المعلومات المحيط بتلك الشركة، فالشركات التي لديها مستوى منخفض من عدم تناظر المعلومات تكون آراء المحللين الماليين حولها متقاربة، وبالتالي لا تحتاج لمزيد من التحليل، الأمر الذي ينتج عنه انخفاض عدد المحللين الماليين حولها متقاربة، وبالتالي لا تحتاج لمزيد من التحليل، الأمر الذي ينتج عنه انخفاض عدد المحللين الماليين الذين يقومون بمتابعة أو تغطية أخبار الشركة، عل خلاف الشركات التي لديها مستوى مرتفع من عدم تناظر المعلومات، والتي تحتاج لمزيد من التحليلات والتنبؤات، وذلك لمحاولة الوصول لمعلومات أكثر دقة، بالإضافة إلى ندرة المعلومات حول الشركة يزيد من قيمة المعلومة، ومن ثم زيادة عدد المحللين الماليين المهتمين بمتابعة الشركة¹؛

9-6- مقياس ربحية التداول الداخلي

ويعتمد مقياس ربحية التداول الداخلي كمقياس لعدم تناظر المعلومات على أن الأرباح الداخلية ذات صلة بالمعلومات المتاحة للمستثمرين في بورصة الأوراق المالية، حيث ترتبط أرباح التداول من الداخل بدرجة التباين في المعلومات بين المديرين والمستثمرين من الخارج، حيث تكون أرباح التداول من الداخل صفرا في حالة امتلاك المستثمرين في بورصة الأوراق المالية نفس المعلومات الموجودة لدى المديرين. ويعتبر مقياس مدى السعر من أكثر مقاييس عدم تناظر المعلومات شيوعا واستخداما وملاءمة، لذا تتم استخدامه كمؤشر لقياس عدم تناظر المعلومات في هذه الدراسة، بينما يعتبر مقياس معدل تداول الأسهم الأقل استخداما وشيوعا بسبب وجود مجموعة من العوامل التي تؤثر في السهم، والتي قد لا تكون مرتبطة بالمعلومات مثل سيولة الأسهم والتغيرات الخاصة بتفضيلات الخطر وموازنة المحفظة المالية، كما يعتبر مقياس درجة تقلبات عوائد وأسعار الأسهم من أقل المقاييس شيوعا لعدم تناظر المعلومات، وذلك لتأثره بعدة عوامل قد تكون بعيدة الصلة عن موضوع عدم تناظر المعلومات، حيث أن عوائد وأسعار الأسهم قد تتعرض لبعض التغيرات².

¹ حاتم عبد الفتاح الشعراوي، مرجع سبق ذكره، ص 515.

² Frankel R & Lix, **Characteristics Of A Firm Information Environment And the information asymmetry between Insiders**, Journal of accounting and Economics, Vol.37, 2004.

خلاصة الفصل الثاني:

إن التشوه الذي يطرأ على البورصة نتيجة إخفاء أو احتكار جانب من المعلومات المتعلقة بالصفقة هو ما يمكن أن نطلق عليه بعدم تناظر المعلومات، وهي الحالة التي يمتلك فيها أحد الطرفين للمعلومات المتعلقة بالصفقة على حساب الطرف الآخر وبدون تكلفة، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات اقتصادية غير سليمة، بحيث تصبح السوق في ظل مشكلة عدم تناظر المعلومات سوقاً غير قادرة على كسب ثقة المستثمرين، وذلك راجع للانعكاسات السلبية التي تفرزها مشكلة عدم تناظر المعلومات التي تحول دون تحقيق بورصة أوراق مالية كفؤة، وهو ما يبرز التأثيرات السلبية لعدم تناظر المعلومات على فعالية الأسواق.

إن تعدد أساليب التظليل والتمويه في بورصة الأوراق المالية وتورط كبريات الشركات العالمية في قضايا التلاعب والتظليل، الأمر الذي يطرح إشكالية الآليات التي تحد من هاته الظاهرة، وهو ما يمكن التطرق إليه في الفصل الثالث.

الفصل الثالث

الحد من تأثير مشكلة

عدم تناظر

المعلومات على

فعالية البورصة

تمهيد الفصل الثالث:

تعتبر مشكلة عدم تناظر المعلومات من أكبر التحديات التي تواجهها البورصات، والتي تحد من فعاليتها، إذ تؤثر سلباً على نشاط البورصات، وتحول دون تحقيق هدفها، فشعور أحد المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة كفيء بأن يؤدي إلى إجمام المستثمرين عن التعامل فيها، مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في السوق وتناقص حجم السوق كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة في لحظة ما، وبالإضافة إلى ذلك فإن عدم تناظر المعلومات في البورصة يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر، مما يؤدي إلى زيادة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق، أي عدم توفر المعلومات أو توفرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين أو عدم توافر الأشخاص القادرين على تحليلها سوف يحول السوق 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 للموارد المالية المتاحة.

وقد ترجع عدم كفاءة 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 تناظر المعلومات التي تؤدي إلى تحقيق البعض لعوائد فائضة 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، الأمر الذي يتطلب البحث في إيجاد جو استثماري خال من أساليب الاحتيال وتضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين، مما يعزز الثقة والتقليل من التقلبات الحادة لأسعار الأوراق المالية.

إذا بتوفر المعلومات المفيدة بشكل كاف وشفاف، يمكن الحد من ظاهرة عدم تناظر المعلومات، ولن يتحقق ذلك إلا بتوفير مجموعة من الآليات التي تزيد من نشاط البورصة، وسيتم من خلال هذا الفصل التطرق إلى النقاط التالية:

- 1- انعكاسات مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة وفعالية بورصة الأوراق المالية؛
- 2- أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على بورصة الأوراق المالية؛
- 3- تحقيق كفاءة بورصة الأوراق المالية ودورها في الحد من مشكلة عدم تناظر المعلومات؛

4- خصائص ومتطلبات كفاءة بورصة الأوراق المالية؛

5- قياس كفاءة بورصة الأوراق المالية؛

6- تبني حوكمة الشركات كآلية للحد من عدم تناظر المعلومات؛

7- خطوات تطبيق الحوكمة في بورصة الأوراق المالية؛

8- دور حوكمة الشركات في الحد من عدم تناظر المعلومات؛

1- انعكاسات مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة وفعالية بورصة الأوراق المالية

إن اكتساب المقرض لمعلومات إضافية حول وضعيته وعدم التصريح بها يدفع المقرض إلى اتخاذ تدابير وآليات لحماية نفسه من الوقوع في الانعكاسات السلبية لمشكلة عدم تناظر المعلومات، ولعل أثر ذلك على مستوى البورصات يبرز من خلال ما يلي:

1-1- ترشيد القروض (تقنين الائتمان)

عند حصول المقرض على المعلومات المتاحة بخصوص المقرضين فإنه يسعى لفرض معدل فائدة أعلى على المشاريع ذات المخاطرة المرتفعة، لكن في ظل عدم تناظر المعلومات قد يكون معدل الفائدة آلية عكسية للتفرقة بين المقرضين الجيدين والسيئين، بحيث أن فرض معدلات فائدة مرتفعة على المشاريع ذات المخاطرة المنخفضة (المقرضين الجيدين) سيدفع بهم إلى الامتناع عن الاقتراض، لكن ليست هذه المشكلة الوحيدة للمقرض (بل سيمول محفظة قروض مرتفعة المخاطر) لأنه ستبقى فقط المشاريع ذات المخاطرة المرتفعة (المقرضين السيئين).

المشكلة الأساسية للمقرض ينشأ عندما لا تستطيع المشاريع ذات المخاطرة المرتفعة تحقيق أرباح من خلال معدل الفائدة السائد، ويقع المقرض في لغز ارتفاع معدل الفائدة السائد، ويقع المقرض في لغز ارتفاع معدل الفائدة (اقصاء المقرضين الجيدين) وانخفاض دخله المتوقع.

في الحالة التي تفوق فيها الآثار الايجابية لمعدلات الفائدة المرتفعة (زيادة دخل المقرض من المشاريع الناجحة) الآثار السلبية لتمويل مشاريع ذات مخاطرة مرتفعة نكون بصدد ما يسمى بتقنين الائتمان.

تقنين الائتمان ليست آلية فعالة (Efficient Mechanism) ولكنه حل عملي (Handy Mechanism) للحد نسبيا من الخطر الذي يواجهه المقرض¹.

¹ مازري عبد الحفيظ، أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، الجزائر، المجلد 2، العدد 06، 2016، ص 40.

1-2- نظرية الإشارات

يظهر مفهوم معنى نظرية الإشارة من اسمها، أي "الإشارة" المستمدة من الفعل أشار، يشير، بمعنى دل على شيء، أي بمعرفة شيء ما فهو يدلنا بالضرورة على شيء أو عدة أشياء أخرى¹، إذ تركز نظرية الإشارة على مشاكل عدم تناظر المعلومات في الأسواق، حيث تفترض أنه يمكن تخفيض عدم تناظر المعلومات من خلال إرسال المعلومات التي يمتلكها الطرف ذو المعلومات الأكثر إلى الطرف أو الأطراف الأخرى²، تركز نظرية الإشارة على فكرتان رئيسيتان تعتمد عليهما هذه النظرية وهما³:

- أن نفس المعلومة لا يمتلكها كل الأطراف حيث يمكن أن يتوفر المسيرين على معلومات ليست بحوزة المستثمرين؛

- حتى وإن كانت المعلومة متوفرة عند كل الأطراف، فإنها لا تستقبل بنفس الطريقة. وعليه من الواضح أن المقترضين منخفضي المخاطر يتأثرون سلبيا بنقص معلومات المقرض، ولتجاوز هذه المشكلة يعتمد على بعض الإشارات (Signal) ذات المصادقية، والتي يكون مصدرها الأصداء المتأتمية من المشروع من أجل تجاوز الرفع من معدل الفائدة بسبب مشكلة عدم تناظر المعلومات. تعتبر هذه الاستراتيجية منخفضة التكلفة وبالإمكان تطبيقها مع أي مقترض مهما كانت نوعية مشروعه، الإشارات تعتبر حلا جزئيا لمشكلة نقص المعلومات ولنفترض بداية أن المشاريع السيئة يتصرف أصحابها مثل أصحاب المشاريع الجيدة ما داموا يحصلون على أرباح، ومن بين الإشارات المهمة التي يستعملها المقرض⁴:

1-2-1 - الضمانات

الضمان هو من ممتلكات المقترض التي تحول مباشرة للمقرض في حالة العجز أو التوقف عن التسديد، في ظل مشكلة الاختيار العكسي المستفيد الأساسي من الوضع هم المقترضون الجيدون على أساس أن منح الضمانات يعطي الانطباع حول نوعية المشروع وبالتالي عدم تحملهم لمعدلات فائدة مرتفعة طالما أن الضمان يغطي على مسؤولية المقترض في حالة حدوث نتائج غير مرغوبة، أيضا فإن

¹ شوقي بورقية، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 10، العدد 10، 2010، ص 144.

² أميمة عبد الناصر محمد مصطفى، التقارير المتكاملة وتخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات المحاسبية بسوق الأوراق المالية المصري - دراسة نظرية، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، المجلد 6، العدد 3، 2022، كلية التجارة، الإسكندرية، ص 314.

³ شوقي بورقية، سليمة حشايشي، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، الملتقى الوطني الثاني، أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، جامعة سطيف، الجزائر، 2007، ص 190.

⁴ مازري عبد الحفيظ، مرجع سبق ذكره، ص ص 40-41.

المقترضين المستعدون لمنح الضمانات يتمتعون باحتمالات نجاح مرتفعة، يحاول المقترضون السيئون أن يظهروا في مثل وضع المقترضين الجيدين ويتصرفون بمثل تصرفاتهم إلى غاية حد معين (إلى غاية تلاشي الربح الذي من الممكن أن يحققوه)، الضمانات تمثل إشارة فعلية عندما يضطر المقترضون السيئون إلى الانسحاب من السوق، وهذا من شأنه إبعاد أي مشكل يتعلق بمشكلة عدم تناظر المعلومات.

1-2-2- استعمال التمويل الذاتي

يعتبر الاعتماد على التمويل الذاتي إشارة أخرى للفرقة بين نوعية المقترضين، إذ ترتفع الثقة في المقترضين الذين يعتمدون على جزء أكبر من التمويل الذاتي لمشاريعهم ما يعطي الانطباع بارتفاع احتمال نجاح مشاريعهم.

1-3- الأدوات التمويلية البديلة

في عقود التمويل يحتاج المقرض إلى تقييم قدرة المقترض على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتسديد أقساطه ومن الطرق المعتمدة للحد من المشكل المتعلقة باكتساب المعلومة ربط قدرة المقترض على التسديد بجزء من ممتلكاته بما يسمح بإنتاج تدفقات بدرجة عالية من الثقة بغض النظر عن فعالية أو سلوك المقرض وهذا ما يصطلح عليه بالهندسة المالية، ومن أمثلة ذلك¹:

1-3-1- التوريق: يقوم المقرض بعزل بعض الأصول المضمونة الدخل (الذمم التجارية مثلا) وبيعها

بعد توريقها وبالتالي التفريق بين الخطر العام للمؤسسة وخطر الأصول المورقة بما يسمح للمقرض بالحصول على قروض منخفضة التكلفة (معدل فائدة منخفض) مقارنة بالقروض العامة للمؤسسة؛

1-3-2- عقد الايجار (الليزنج): يسمح عقد الايجار للمستأجر (المقرض) باستعمال أصول مملوكة

لطرف آخر المؤجر (المقرض)، والذي يملك قانونيا الأصل ويحصل على دفعات دورية، يتمثل ضمان هذا العقد في الأصل بحد ذاته، حيث يمكن للمقرض تملك الأصل في حالة توقف المقرض عند التسديد، مقارنة بالضمان العادي، تتمثل الميزة الأساسية لقرض الايجار في أن الأصل نفسه يمثل ضمانا ومولدا لتدفقات نقدية إضافية ولأن الأصل ملك للمقرض فإن إعادة تملكه في حالة توقف المقرض عن التسديد يتم بتكلفة أقل مقارنة بالضمان العادي، بشكل عام يسمح عقد قرض الإيجار بتحسين الوصول إلى التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات التي لا تملك سجلا تاريخيا في الاقتراض أو التي لا تملك ضمانات.

¹ مازري عبد الحفيظ، مرجع سبق ذكره، ص 40.

1-4- الآليات الردعية

يرى البعض ضرورة إدخال عقوبات ردعية على المقترضين الذين يتسببون في إحداث نتائج غير مرضية للمقرضين بسبب احتكارهم للمعلومات وإخفائها على المقرضين، حيث أن المطلوب هو الحفاض على سمعة المؤسسة (المقرض) من أجل الحصول على قروض جديدة وإلا فإن الماضي السيء للمقرض لن يسمح له بالحصول على تمويل مجدداً، بما يحد من قدرة هؤلاء المقرضين على الوصول إلى تمويل مشاريعهم مستقبلاً، بسبب سمعتهم السيئة¹.

2- أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على بورصة الأوراق المالية

تقوم المعلومات بدور هام في سوق الأوراق المالية بحيث تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات الشراء والبيع المختلفة لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وتتوقف كفاءة السوق المالي على مدى توافر هذه المعلومات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها وتكاليف الحصول عليها، وعدالة فرص الاستفادة منها، فالمعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في بورصة الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقاً لدرجة الخطر المرتبطة بها، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عنه اتساع حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين وزيادة حجم التعامل، ويؤدي ذلك كله في النهاية إلى جمع المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، لكن في المقابل فإن أي عدم تكافؤ في الحصول على المعلومات سيؤثر سلباً على قرارات المستثمرين وعلى كفاءة السوق المالي نفسه.

كأن يتسنى لبعض المستثمرين كالمدراء والعاملين بالمنشأة المصدرة للأوراق المالية التي يكتبون فيها الاطلاع على بعض المعلومات التي تعتبر أسرار المنشأة بالشكل الذي يمكنهم من تحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيرهم من المستثمرين، وهو ما يعكس عدم تماثل المعلومة والذي من شأنه أن يأخذ سعر الورقة المالية بعيداً عن سعر التوازن، وهو ما يسمح للبعض بتحقيق عوائد تفوق ما يحققه البعض الآخر.

- فعدم توفر المعلومة أو توفرها بطريقة غير عادلة سيجعل الكثير من الأفراد يمتنعون عن التعامل في سوق الأوراق المالية، تراجع عدد المتدخلين في السوق، بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة المعاملات، وهي كلها أمور تقلل من كفاءة السوق².

هناك العديد من الآثار الناجمة عن الظاهرة عدم تماثل المعلومة نذكر منها كالاتي:

¹ مازري عبد الحفيظ، مرجع سبق ذكره، ص ص 41-42.

² بن لخضر مسعودة، مرجع سبق ذكره، ص 121.

2-1- انخفاض كفاءة بورصة الأوراق المالية

يترتب على وجود عدم تماثل المعلومات ظهور عدد من المشكلات، والتي تعتبر من أهم أسباب انخفاض كفاءة البورصة ومنها:

- التوجه الخاطئ للاستثمارات من جانب المستثمر، فقد يحدث قبل الاستثمار، ونتيجة لعدم تماثل المعلومات بين المستثمرين قد يحدث إما بالإحجام عن الاستثمار من قبل المستثمر أو عرض أسعار خاطئة للأوراق المالية؛

- عدم التخصيص السليم للأموال المستثمرة من جانب الشركة لعدم توافر المعلومات لدى حملة الأسهم عن كيفية استخدام أموالهم بواسطة مديري الشركات يجعلهم أكثر عرضة لعدم التخصيص السليم¹.

2-2- تؤدي حالة عدم تماثل المعلومات إلى زيادة تكلفة التمويل

يحتاج المستثمرون إلى المعلومات لتقييم المخاطر والعوائد الناتجة على قراراتهم الاستثمارية، وفي حال عدم توافر هذه المعلومات بشكل دقيق فإن ذلك سيوجد حالة من عدم التأكد لديهم، وهذا سيؤدي بدوره إلى زيادة في تكاليف التمويل نتيجة الزيادة في مخاطر المعلومات التي يتحملها المستثمرون².

2-3- خلق فجوة قيمة بين قيمة السهم وسعر السهم

تشير فجوة القيمة إلى الاختلاف أو الفرق بين قيمة المنشأة السوقية وتوقعات الإدارة للقيمة الأساسية لأسهم الشركة، وهذا ما يؤدي إلى حدوث مسافة كبيرة بين أسعار التعامل على أسهم الشركة وأسعارها الأساسية.

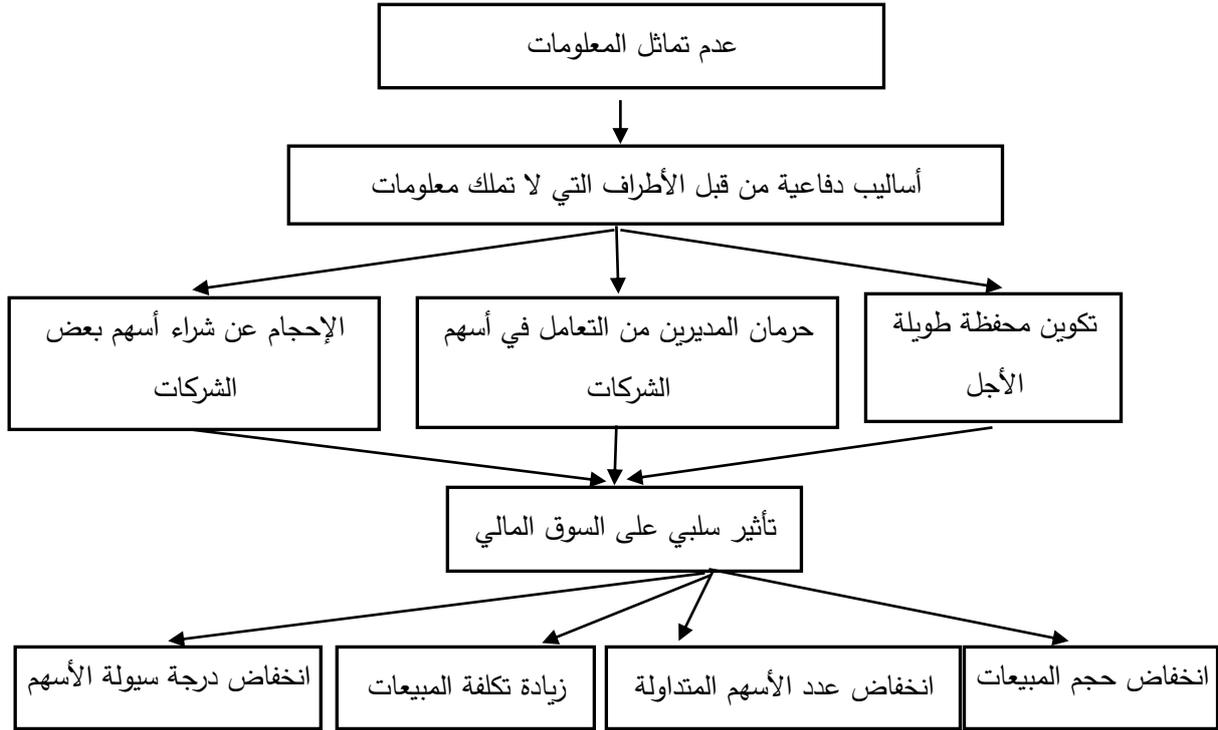
وعليه ومن أجل القضاء على ظاهرة عدم تماثل المعلومات المحاسبية وتنشيط كفاءة بورصة الأوراق المالية، على الشركة الإدلاء بأي بيانات أو معلومات تؤثر على أوضاعها أو مركزها المالي للمحللين والشركات المالية والمستثمرين وأصحاب المصالح، مما يضمن إفصاح سليم وصحيح وفي أي الوقت المناسب³.

¹ عرفات حمدي عبد النعيم، دور تقرير تعليقات الإدارة في تخفيض عدم تماثل المعلومات في سوق المال المصري، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الدولي الأول المنعقد في جامعة بني سويف بعنوان "تفعيل آليات المحاسبة والمراجعة لمكافحة الفساد المالي والإداري"، يومي 7-8 أبريل 2013، جامعة بني سويف، ص ص10،12.

² Fadi jamaan, P 35.

³ عرفات حمدي عبد النعيم، مرجع سبق ذكره، ص12.

الشكل رقم (08): أثر عدم تماثل المعلومات على بورصة الأوراق المالية



المصدر: بسبع عبد القادر، بن عيسى بن علي، دور الإفصاح في ظل المعايير الدولية للتقارير المالية وأثره على زيادة كفاءة الأسواق المالية، مجلة البحوث والدراسات التجارية، المجلد 1، العدد 1، 2017، ص 63.

3- تحقيق كفاءة بورصة الأوراق المالية ودورها في الحد من مشكلة عدم تناظر المعلومات

تعتبر نظرية كفاءة الأسواق من النظريات التي أثارت جدلاً كبيراً بين المهتمين بالبورصات، حيث أنه ووفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأصول المالية في السوق وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، يكون من شأنها تغيير نظرتهم وتصرفاتهم اتجاه المنشأة المصدرة للأصل المالي، وبما أن المعلومات سواء كانت تتمثل في القوائم المالية، أو السجل التاريخي لأسعار الأصول في الماضي، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة حول المؤسسة، ترد إلى السوق مستقلة عن بعضها البعض، وفي أي وقت، مما يؤدي إلى حركة عشوائية للأسعار حيث ترتفع مع ورود المعلومات الحسنة وتتخفض مع ورود المعلومات غير الحسنة.

وفي ظل المنافسة الحرة والشديدة بين المتعاملين في البورصة للحصول على المعلومات الجديدة فلن يتمكن أي واحد منهم من تحقيق سبق في الحصول على تلك المعلومات أو في تحليلها، وبالتالي فلن تتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين¹.

¹ مبارك بن زايد، مرجع سبق ذكره، ص 244.

مما سبق نتضح أهمية تحقيق كفاءة الأسواق للمتعاملين لما له من تأثير إيجابي في تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية وبالتالي على قراراتهم المالية.

3-1- مفهوم كفاءة الأسواق، أهميتها، أنواعها ومستوياتها

يعتبر مفهوم كفاءة السوق الأساس القاعدي للنظرية المالية الحديثة، ورغم عدم الاتفاق في تحديد معناها ومدى جدواها، فإنها تبقى محل جدل كبير وما تزال موضوع اختلاف بين الأكاديميين والاقتصاديين المختصين في الأسواق، إذ تعد نظرية كفاءة الأسواق من النظريات البسيطة إلا أن امتداداتها معقدة، لذا تعددت تعاريف الكفاءة وتطورت بمرور الزمن.

ولقد نشأت فرضية كفاءة السوق نتيجة جهود بحوث كثيرة للعديد من الباحثين والاقتصاديين المختصين في دراسة أداء البورصة، فكان جذور هذه النظرية ابتداء من القرن 16 في عام 1564م، أين أشار عالم الرياضيات "Girolamo Cardano" في كتابه "لعبة الحظ"، أن المبدأ الأساسي في لعبة القمار هو تساوي الظروف والشروط عند كل خصم حتى بأصغر التفاصيل، بينما لاحظ سمسار الأسهم الفرنسي "Jules Regnault" في عام 1863، أنه كلما تم الاحتفاظ بالورقة المالية لمدة أطول زاد احتمال الحصول على ربح أكبر أو خسارة أكبر وأن الانحراف في السعر يتناسب طردياً مع الجذر التربيعي للزمن، وأيضاً قام كل من البريطاني الفيزيائي "Lord Rayleigh" والفيلسوف "John Ven" في عام 1888م، بالتعرض لمفهوم السير العشوائي بشكل عام، حيث أن أسعار الأسهم لا تتبع نمطاً معيناً لتسلكه، بل تكون حركتها عشوائية يصعب التنبؤ بها¹.

مع بداية القرن العشرين قام عالم الرياضيات الفرنسي "Louis Bachelier" في رسالة الدكتوراه حول نظرية المضاربة، بإجراء أول تحليل دقيق لعوائد الأسهم في عام 1900م، حيث توصل إلى وجود استقلالية إحصائية في سير عوائد الأسهم، بمعنى أن أسعار الأسهم تعتمد على أسس اقتصادية تنعكس في حركتها، وبهذا عارض الفكرة التي سيطرت فيما قبل والتي كانت وليدة اقتراحات الاقتصادي الشهير جون كينز في كون أسعار الأسهم مبنية على أساس المضاربة أكثر منها على أساس اقتصادية².

¹ Martin Sewell, **History Of Efficient Market Hypothesis**, UCL Department Of Computer Science, RESEARCH Note RN/11/04, 2011, P02.

² Louis bachelier, **Théorie de la spéculation, Analyse scientifique de L.E.N.P**, 03° Série, 1900, P21.

*Eugene Fama: من مواليد 14 فيفري 1939، عالم اقتصادي أمريكي، حاصل على جائزة نوبل للاقتصاد، اشتهر بأبحاثه النظرية والتجريبية في نظرية المحفظة وتسعير الأصول المالية، كما حصل على شهادة جامعية في اللغة الفرنسية من جامعة تافتس عام 1960م، وماجستير إدارة أعمال، ودكتوراه في الاقتصاد والتمويل من جامعة شيكاغو، فاز بجائزة المالية والاقتصاد من دويتش بنك منحت له سنة 2005م، اشتهر بتطويره

وفي عام 1965م قام "Eugene Fama"* بدراسة "سلوك سعر السهم السوقي"، إذ تعتبر الدراسة من أهم الدراسات الرائدة التي عالجت الموضوع، حيث قام Fama بدراسة سلوك أسعار الشركات المدرجة في سوق نيويورك لعينة مكونة من 30 مؤسسة مدرجة في NYSE في الفترة 1960-1961، وقام باستخدام التحليل الاحصائي من أجل اختبار السير العشوائي للأسعار، وتوصل الباحث أن التغيرات في الأسعار تخضع للتوزيع الطبيعي وأن التغيرات مستقلة عن بعضها البعض¹.

ويأتي بعد هذا العمل دراسة كل من "Paul Samuelson" عام 1965، و"Mandelbort Beuot" عام 1966 ليؤكد على أن الاستثمار في البورصة لعبة عادلة، مما يعني أنه لا يمكن للمستثمر التفوق على أداء السوق، إن لم يكن بحوزته معلومات يستفيد منها في ذلك، كما أن أسعار الأسهم تعكس توقعات المستثمرين في ضوء جميع المعلومات المتاحة².

وفي عام 1970 قام Eugene Fama بنشر مقال من مقالاته الشهيرة فرضية السوق الكفاء، تم من خلال هذه الورقة تبيان الجانب النظري والتطبيقي لنموذج كفاءة الأسواق المالية، الأول المستوى الضعيف، الثاني المستوى الشبه القوي، والأخير المستوى القوي، وبين نوع المعلومة لكل مستوى التي تتوافق معه³.

تعددت التعاريف الخاصة بكفاءة السوق، غير أن جلها يصب في مفهوم واحد ويمكن إبراز أهمها فيما يلي:

- **التعريف الأول:** عرف Fama كفاءة السوق المالي في 1965 بقوله: يكون السوق المالي كفاء إذا كانت كل المعلومات المتعلقة بأي أصل مالي موجود في هذا السوق متوفرة، وتعكس سعر هذا الأصل⁴؛
- **التعريف الثاني:** عرف Philippe Gillet السوق الكفاء بأنها: تلك السوق التي فيها جميع البيانات المتاحة في السوق والخاصة بكل أصل مالي مدمجة وبسرعة في سعر ذلك الأصل¹؛

لفرضية كفاءة السوق المالي، نال جائزة نوبل للاقتصاد سنة 2013، إلى جانب كل من روبرت شيلر، لارس بيتس هانسن، حول بحثه عن التحليل التجريبي لأسعار الأصول المالية.

¹ سعيدة بن ثابت، محمد قويدري، محاولة تقييم كفاءة سوق الأوراق المالية السعودية عند المستوى الضعيف للفترة 2010-2019، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 24، العدد 1، 2021، ص 69.

² العمري صفية، سبل تفعيل كفاءة أسواق الأوراق المالية لجذب الاستثمارات المالية لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية -دراسة حالة أسواق الأوراق المالية لدول المغرب العربي، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد مالي وتقنيات كمية، جامعة الجزائر 3، 2017-2018، ص 26.

³ سام سعد محمد، عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 41، العدد 2، 2014، ص 5.

⁴ بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، مجلد 3، العدد 1، 2017، ص 88.

- **التعريف الثالث:** عرف مثنى عبد الإله ناصر السوق الكفاء هو السوق الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها²؛

- **التعريف الرابع:** عرف ديلكوي السوق الكفاء بأنها: السوق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماما لقيمتها الحقيقية وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها، ويلاحظ وجود علاقة كبيرة بين أسعار الأوراق المالية وبصفة خاصة الأسهم، وبين البيانات والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق مما أثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها على سوق رأس المال، وتسمية هذه العلاقة بكفاءة سوق رأس المال³؛

- **التعريف الخامس:** عرف فيصل محمود الشواورة بأن "السوق الكفاء تعد المقياس الحقيقي للقيمة، فمن غيرها لا يمكن ضمان التخصيص الأمثل للموارد والتشغيل الكفاء لعمليات البيع والشراء والانتقال الكفاء للأموال ممن يملكونها إلى من هم في حاجة إليها بعدالة⁴؛

- **التعريف السادس:** عرف عصام حسين السوق الكفاء على أنه "السوق الذي يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية، معلومات بثتها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو تحليلات و تقارير حول الحالة الاقتصادية العامة حول أداء المنشأة⁵.

¹ Philip Gillet, L'Efficienc des marchés Financiers, 2emeEdition, Paris, Economica, 2006, P11.

² مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية - دراسة حالة الجزائر، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 5، العدد 2، 2014، ص 10.

³ بن فريحة حسام، بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم مالية، جامعة الجبالي اليابس، سيدي بلعباس، الجزائر، ص 165-166.

⁴ الجوزي جميلة، العمري صفية، تأثير استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال على كفاءة الاسواق المالية الخليجية: دراسة حالة بورصة (الإمارات، السعودية، الكويت)، مجلة الاقتصاد الجديد، مجلد 2، العدد 17، 2017، ص 119.

⁵ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 163.

- **التعريف السابع:** عرف أحمد عكاشة عزيزي وآخرون السوق الكفاء بأنه: ذلك السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات¹.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن كفاءة الأسواق يقصد بها 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 نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة.

3-2- أهمية كفاءة الأسواق: تكمن أهمية كفاءة الأسواق في تحقيق عدة دلالات بخصوص الاستثمار

المالي، من بين تلك الدلالات يمكن إحصاء التالي²:

- السوق الكفاء يعكس القيمة العادلة للأسعار؛

- جميع المعلومات المتوفرة تنعكس على الأسعار؛

- غياب التظليل في الأسعار؛

- تماثل توقعات المتعاملين نظرا لحصولهم على نفس المعلومات؛

- توازن الأوامر الواردة للسوق؛

- تحقيق التخصيص الأمثل للموارد.

3-3- أنواع كفاءة الأسواق: توجد في هذا الإطار نوعين من الكفاءة هما:

3-3-1- الكفاءة الكاملة للسوق:

عندما ينعدم الفاصل الزمني بين تحليل المعلومات التي ترد إلى السوق عن الجهة المصدرة للأسهم واستجابة السهم للتغير في قيمته السوقية وبسرعة وفق تلك المعلومات، يشار إلى هذه السوق بأنها سوق ذات "كفاءة كاملة"، حيث تضمن هذه السوق حصول كل المستثمرين على المعلومات، ومن ثم تتاح لأي من حملة الأسهم فرصة مماثلة لما يمكن أن تتاح للمستثمرين الآخرين نتيجة تماثل التوقعات وغياب تكاليف الحصول على المعلومات³، ويقتضي وجودها توفر شروط أساسية أهمها¹:

¹ أحمد عكاشة عزيزي وآخرون، كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة قياسية للفترة 2010-2020، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 12، العدد 4، 2021، ص 279.

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 50-51.

³ مداني أحمد، أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات - حالة الأسواق الناشئة، أطروحة دكتوراه، نقود ومالية، جامعة الشلف، الجزائر، (2013-2014)، ص 75-76.

الفصل الثالث: الحد من تأثير مشكلة عدم تناظر المعلومات على فعالية البورصة

- أن تسود البورصة حالة المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من البائعين والمشتريين، وتتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية، وذلك حتى فرص نشوء الاحتكار؛
- أن توفر البورصة خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها، وبتوفير خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية، بالكلفة المناسبة والوقت المناسب وبالسرعة المناسبة؛
- أن تتوفر للبورصة وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل؛
- توفر عنصر الشفافية وعدم احتكار المعلومات، وإتاحة الفرصة لكل المتعاملين في السوق؛
- توفير التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات، وذلك بالإضافة إلى مجموعة متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفر النصيحة والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء؛
- كما يشترط أن تكون للبورصة والمتعاملين فيها هيئة مشرفة تعرف بهيئة إدارة السوق، ولكي تتوفر في هذه الهيئة صفة الفاعلية يشترط فيها أن تكون محايدة أولاً ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانياً.

3-3-2- الكفاءة الاقتصادية

في ظل هذا المفهوم يفترض وجود فاصل زمني بين ورود المعلومات الجديدة إلى السوق وانعكاس تلك المعلومات في الأسعار مما يجعل قيمة الورقة المالية أكبر أو أقل من قيمتها الحقيقية، الأمر الذي لا يسمح بأن يحقق المستثمر أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل، واستناداً إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية فإن السوق الكفء هو ذلك "السوق الذي يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، وهو ما يؤدي في النهاية إلى تحقيق تعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية"².

3-4- مستويات كفاءة الأسواق

تتخذ كفاءة الأسواق أشكالاً ثلاثة في ضوء سعة المعلومات وشموليتها، مما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، وسيتم توضيح الأساليب الإحصائية التي تسمح باختبارها وهذا استناداً إلى فرضية السير العشوائي لحركة الأسهم، فكلما كانت المعلومات ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي (غير

¹ مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، سوريا، دمشق، 2009، ص 46-47.

² أحمد مداني، مداح عبد الهادي، دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الإمارات للأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 2، العدد 1، 2016، ص 133.

منظم)، والأخبار التي تنطوي عليها قد تكون سارة أو غير سارة، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق، فالحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ لا بد أن تكون عشوائية. تتباين درجة كفاءة السوق حسب طبيعة المعلومات وحيث أن الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلق، قام كل من Eugene Fama, Harry Robert بتقسيم كفاءة السوق إلى ثلاث مستويات (صيع)، المستوى الضعيف، المتوسط والقوي.

3-4-1- السوق الضعيف للكفاءة

وهو المستوى الأدنى للكفاءة، حيث يعرف السوق على أنه كفاءة إذا كانت الأسعار الحالية تعكس بالكامل جميع المعلومات التي تحتويها الأسعار الماضية (التاريخية)، وبالتالي لا يمكن استخدامها أداة للتنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية للأسهم، ولذلك ليس من الممكن للمتعاملين في السوق أن يحققوا عوائد فوق عادية باستخدام الأسعار التاريخية للأسهم¹؛

3-4-2- السوق شبه القوي

وتقتضي بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كفاءة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية ظروف الصناعة أو المنشأة التقارير المالية وغيرها)، وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء²؛

3-4-3- السوق القوي

وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته، وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار وبدلالة نوعية المعلومات

¹ منصورى حاج موسى، دادن عبد الغاني، كفاءة الأسواق المالية عند المستوى الضعيف دراسة حالة السوق المالي الكويتي، مجلة الحقيقة، المجلد 16، العدد 2، 2018، ص 639.

² سالم محمد عبود، احمد محمد فهمي سعيد، الاستثمار وأدواته في الأسواق المالية - دراسة تحليلية لواقع السوق المالية العراقي والعربي والأمريكي، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، الطبعة الأولى، بغداد، 2014، ص 128.

المرتبطة بالاستثمارات فإن الشكل القوي للكفاءة يتحقق عندما لا يستطيع أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة لوجود المعلومات الخاصة¹.

4- خصائص ومتطلبات كفاءة بورصة الأوراق المالية

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية².

بناء على مفهوم الكفاءة سنتطرق من خلال هذا المطب إلى خصائصها ومتطلبات تحقيق كفاءة الأسواق.

4-1- خصائص البورصة ذات الكفاءة

مما سبق ذكره حول كفاءة الأسواق، يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء:

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم؛
- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة؛
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول؛
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق؛
- فبمثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً مرتفعاً يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط؛

¹ خضير عقبة، رضا زهواني، اختبار كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2013-2017)، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 2، العدد 1، 2019، ص 104.

² عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية بتنظيم جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية، عمان، في الفترة من 16-18/03/1426هـ، ص9.

كذلك تتميز كفاءة البورصة بـ:

أولاً: **السيولة**: تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين، وتعني السيولة المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة، أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل، طالما لم تظهر أي معلومات جديدة تستوجب تغير السعر، والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة، فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق وصار من المطلوب إعطاء خصومات أو عمولات أكبر عليه لبيعه بسرعة؛

ثانياً: **استمرارية السعر**: تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة، وتعني استمرارية السعر أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدة من صفقة إلى أخرى هي سوق تتميز بالسيولة؛

ثالثاً: **عمق السوق**: تتطلب الأسواق التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق، والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر بيع) والمشتريين (أوامر الشراء) المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (حصل أي تغير بسيط في سعر الورقة المالية)، دخل هؤلاء البائعين والمشتريين المحتملين إلى السوق فوراً للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى تقليص أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية (السوق لا تحتاج إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين من مستثمرين ومضاربيين)¹.

4-2- متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق: لكي تتحقق كفاءة السوق يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين وهما:

4-2-1- كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير Price Efficiency بالكفاءة الخارجية External Efficiency عند وصول المعلومات الجيدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير، وهذا يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة، وبذلك يكون التعامل في السوق مباراة عادلة وأما الأرباح غير العادية فتتراجع إلى إمكانية البعض في الحصول على المعلومات قبل غيره، وفي ظل السوق الكفاء قلما تحدث مثل هذه الأرباح.

¹ بسمة نزار، مرجع سابق، ص ص 103-104.

وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل لأسباب التالية¹:

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظرا لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته؛
- قد تستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية غير أن هذا ما يحدث في عدد قليل من المستثمرين ولمرات معدودة.

هذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

4-2-2- كفاءة التشغيل

يطلق على كفاءة التشغيل الكفاءة الداخلية، وتعني قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد فيه المتعاملين تكاليف عالية للسمررة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق ربح أو هامش مبالغ فيه.

تتحقق الكفاءة التشغيلية من خلال الحفاظ على استقرار السوق من قبل التجار وصناع السوق من خلال مواجهة حالات الطلب الكبيرة وامتصاص العرض الكبير من الأوراق المالية عن طريق شرائها لحسابهم الخاص وبهامش منخفضة.

أما فيما يتعلق بصفوية تكاليف المعاملات فالمقصود بها هنا هو أن تكون كلفة تنفيذ صفقات البيع والشراء ذو كلفة تنافسية بين المشتركين في السوق وضمن مستويات مقبولة، بحيث تضمن توافر عمليات البيع والشراء بسرعة وبأدنى تكلفة للصفقة الواحدة، كذلك فإن التكلفة التنافسية للمعاملات تدفع بمعدلات العمولة والهوامش التي يتقاضاها المشاركين في السوق باتجاه منخفض باستمرار.

وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد بدرجة كبيرة على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى².

¹ محمد عبد الله شاهين، مرجع سبق ذكره، ص 151.

² سامية شارفي، مرجع سبق ذكره، ص 77-78.

5- قياس كفاءة بورصة الأوراق المالية

وضع Fama الإطار النظري لفرضية السوق الكفاء وشبهه باللعبة العادلة، أي أن الأسعار تعكس جميع المعلومات المتوفرة حول الأوراق المالية محل التداول مما يعكس مخاطر الاستثمار بها، حيث سعر الورقة المالية يعكس المعلومات المتوفرة عند اللحظة الزمنية (+) ويتغير عند توافد معلومة جديدة بين اللحظتين (+) و(1++) ليصل الى (P_{T+1}) الذي يعكس أثر المعلومات المتوافدة، وهو ما يسمى بالحركة العشوائية، أي توقعات المتعاملين في اللحظة الزمنية $(T + 1)$ لا توافق أسعار التداول في نفس اللحظة أحيانا ويسمى الفرق الملاحظ بخطأ التنبؤ وهو موضح كالآتي¹:

$$\xi_T + 1 = P_T + 1 - E_T(P_T + 1)$$

حيث:

$$\xi_T + 1: \text{حد الخطأ العشوائي}$$

P_{T+1} : سعر تداول الورقة المالية الفعلي عند النقطة الزمنية $(T + 1)$

$E_T(P_{T+1})$: السعر المتوقع من قبل المتعامل في $(T + 1)$ والذي وضعه في اللحظة (T)

وهناك نموذج اقتصادي لحساب العوائد المستقبلية طبقا للمعلومات وهو موضح كما يلي:

$$\$_P(R_T + n/\Omega_{TP}) = \$(R_T + n/\Omega_T)$$

حيث أن:

Ω_T : جميع المعلومات التاريخية والحالية.

Ω_{TP} : المعلومات المتوفرة للجميع في نفس اللحظة الزمنية

سير المعلومات للسوق يكون بصورة عشوائية مما يشكل فرق في التنبؤ بين العائد والعائد الفعلي وهو ما

يسمى بخطأ التنبؤ، ويصاغ كالآتي:

$$M_T + 1p = R_T + 1 - E^P(R_T + 1\Omega_{TP})$$

حيث أن:

$M_T + 1p$: خطأ التنبؤ في اللحظة الزمنية $(T + 1)$ ويعبر عن الربح او الخسارة الغير عادي.

R_{T+1} : معدل العائد الفعلي للاستثمار في اللحظة الزمنية $(T + 1)$

¹ بن اعمر بن حاسين وآخرون ، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 1، العدد 02، 2012، صص 250-251.

$E^P(R_T + 1\Omega_{TP})$: معدل العائد المتوقع في اللحظة الزمنية $(T + 1)$

أخيرا يوضح نموذج قياس الكفاءة كالتالي : $P_T = a + b\theta + et$

حيث:

P_T : سعر الأوراق المالية في اللحظة الزمنية T .

θ : المعلومات .

e_t : الخطأ العشوائي.

a : معدل العائد الفعلي للاستثمار في الزمن "T"

b : معدل العائد المتوقع في اللحظة "T"

كما يوجد نموذج «Earch» لقياس الكفاءة والذي قدمه «Engle 1982» وقام بتطويره «Bollerslev» لاحقا، حيث يقدم النموذج إطار للعلاقة بين العائد المتوقع والتغيرات في المخاطر أو تذبذب عائد الأصول وفقا لنظرية المحفظة، ويوضح النموذج في المعادلة التالية:

$$Y_t = u_t + \delta 1h_t^{1/2} + \xi_T$$

حيث:

Y : عائد الأوراق المالية.

U : تقديرات المعلومات السابقة.

ξ_T : الخطأ العشوائي للمعلومات السابقة .

H_t : تباين الخطأ.

يبرز من خلال هذا النموذج الارتباط بين العائد والمخاطر، وتدني درجة تقلب العائد وأهمية استجابة الأسعار للمعلومات لتحقيق كفاءة السوق.

6- تبني حوكمة الشركات كآلية للحد من عدم تناظر المعلومات

تسعى الحوكمة دائما إلى تشجيع الاستثمار في البورصات من خلال تحقيق أفضل مستويات الجودة في المعلومات المحاسبية، من حيث الملاءمة والقابلية للمقارنة وزيادة الفهم والتفسير في ضوء احتياجات بيئة الاستثمار، بالإضافة إلى تحقيق أفضل مستويات الاكتمال في هذا المحتوى من المعلومات والإفصاح الحيادي عنها وتخفيض عدم تماثلها لكافة الأطراف التي تشكل بيئة استثمارية من خلال تعزيز الإفصاح

المحاسبية والشفافية¹، إذ تعتبر الشركات المدرجة بالبورصة بمثابة مقياس لمقدار الثقة التي من الممكن أن تصل إليها التعاملات المالية وشركاتها المدرجة فيها بمجموعة من العلاقات التعاقدية التي تربط بين إدارة البورصة أو الشركات المساهمة وأصحاب المصالح فيها، وذلك عن طريق الإجراءات والأساليب التي تستخدم لإدارة شؤون البورصة أو الشركة، وتوجيه الأعمال من أجل ضمان تطوير الأداء والإفصاح والشفافية والمساءلة بها وتعظيم فائدة المساهمين على المدى الطويل ومراعاة مصالح الأطراف المختلفة².
مما سبق نتضح أهمية حوكمة الشركات بما تحمله من معاني الإفصاح والشفافية وضمن لحقوق المساهمين كآلية للرفع من كفاءة الأسواق وأدائها وتعظيم قيمة الشركات والعمل على التقليل من إخفاق وتعثر هذه الشركات.

6-1- نشأة ومفهوم حوكمة الشركات:

نشأت حوكمة الشركات زمن الثورة الصناعية، والتي ساهمت في توسع الشركات، مما نجم عنه انفصال الملكية عن الإدارة، والتي يعرف بمفهوم الوكالة، الأمر الذي أدى إلى وجود تصادم وتقارب هام بين الإدارة والمساهمين، ولكن الحوكمة لم تكن ظاهرة بشكل كبير كما هو عليه الحال الآن، وذلك بسبب عولمة الاقتصاد واشتداد المنافسة واتساع حركة رؤوس الأموال "أسواق المال والمصارف"، فتحوّلت بعض الشركات إلى جزء من الشركات المتعددة الجنسيات، في حين واجه بعضها الآخر خطر خروجها من السوق فخفضت هذه الأخيرة إلى عملية دمج طوعية، نجم عنها تفجر العديد من الفضائح المالية التي أصابت الشركات العالمية عموماً والأمريكية خصوصاً، وبناء عليه فقد شكلت هذه الفضائح عنواناً هاماً لضرورة وجود مجموعة من الضوابط الأخلاقية، والمبادئ المهنية التي تحقق عناصر الثقة، والمصادقية في البيانات والمعلومات التي يحتاج إليها عالم المال والاستثمار، وتعد فضيحة أنرون Enron الأمريكية للطاقة وما تبعها من انهيار أكبر شركة تدقيق في العالم آرثر أندرسون لثبوت تورطها بانهيار شركة أنرون أهمية إيجاد معايير لممارسات وإجراءات أفضل في الإدارة والتنظيم والمراقبة والإشراف الفعال على المؤسسات مما يضمن تحقيق الأهداف الموضوعية، والالتزام بالأنظمة الداخلية والخارجية المنظمة لأعمال المؤسسات أو ما يطلق عليها؛ حوكمة الشركات³.

¹ Charles Amo Yartey, **The stock Market and the Financing Of Corporate Growth In Africa: The Case Of Ghana**, IMF Working Paper, September 2006, P: 05.

² عامرة نبيلة، حاكمي بوحفص، حوكمة السوق المالية ومشكلة عدم تناظر المعلومات، مجلة المالية والأسواق، المجلد 4، العدد 7، 2017، ص 89.

³ المطيري عبيد بن سعد، تطبيق الإجراءات الحاكمة في السعودية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، المجلد 10، العدد 03، جامعة الكويت، 2003، ص ص281،305.

يعتبر حوكمة الشركات (Corporate Governance) أو ما يطلق عليه مصطلح "أسلوب الإدارة الرشيدة" من المواضيع التي تستحوذ اهتمام الباحثين والمتخصصين في العقود القليلة الماضية خاصة بعد الانهيارات والأزمات الاقتصادية والمالية التي شهدتها عدد من دول العالم، ولعل من أول هذه الأزمات أزمة شركتي أنرون و وورلد كوم في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 2001، وما تبع ذلك حتى في وقتنا الحاضر، وكذلك اتجاه كثير من دول العالم إلى التحول إلى النظم الاقتصادية الرأسمالية التي يعتمد فيها بدرجة كبيرة على الشركات الخاصة لتحقيق معدلات مرتفعة ومتواصلة من النمو الاقتصادي، وما شهده العالم من تحرير للأسواق المالية من الأسباب التي زادت من الاهتمام بموضوع حوكمة الشركات، ونظرا لذلك زاد الاهتمام بمفهوم الحوكمة، فقد حرص عدد من الهيئات والمؤسسات الدولية على دراسة هذا المفهوم وتحليله ووضع معايير محددة لتطبيقه كمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، بنك التسويات الدولية، ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي... إلخ¹.

وفيما يلي رصد لأهم التعاريف على سبيل المثال لا الحصر:

-**التعريف الأول: تعريف البنك الدولي:** عرفها أول مرة سنة 1989 على أنها "ممارسة السلطة السياسية لإدارة شؤون الدولة"²، ثم عرفها سنة 1992 لما أعطى للبعد السياسي للمفهوم أهمية على أنها "الطريقة التي تمارس بها السلطة لأجل زيادة كفاءة الموارد الاقتصادية والاجتماعية لأي بلد من أجل التنمية"³، وبذلك يعتبر البنك الدولي أن التسيير الجيد للاقتصاد ما هو إلا مرادف للحوكمة الجيدة؛

-**التعريف الثاني: تعريف لجنة كادبوري البريطانية للحوكمة:** هي النظام الذي يتيح للمساهمين توجيه وإدارة ومراقبة شركتهم عن طريق تعيين أعضاء مجلس الإدارة، واختيار المراقب الخارجي، كما تشمل الحوكمة تنظيم الحقوق والمسؤوليات المنوطة بالأطراف ذات العلاقة بالشركة⁴؛

التعريف الثالث: تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCED): تشير حوكمة الشركات إلى "العلاقات بين إدارة الشركة، مجلس إدارتها، مساهميها، وباقي أصحاب المصالح، بحيث تحدد أيضا هيكل تعيين الأهداف والطرق والوسائل لبلوغها لضمان متابعة للنتائج المحققة¹؛

¹ صدوقي غريسي، بوشخي محمد رضا، حوكمة الشركات بين البعد النظري والواقع -قراءة في المبادئ ومؤشرات القياس، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 16، العدد 1، 2021، ص ص84-85.

² شعبان فرج، الحكم الراشد كمدخل حديث لترشيد الانفاق العام والحد من الفقر -دراسة حالة الجزائر(2000-2010)، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، 2012، ص 8.

³ The World Bank, **Governance and development**, Washington, D.C, 1992, P: 03.

⁴ Report Of The Bank, **Governance And Development**, The World Bank, Washington, D.C, USA, April 1992, P:1.

التعريف الرابع: تعريف مؤسسة التمويل الدولية (IFC 2007): عرفت مؤسسة التمويل الدولية حوكمة الشركات بأنها نظام يتم من خلاله التحكم في أعمال الشركة وإدارتها².

من خلال التعريف السابقة نقول أن حوكمة الشركات بشكل بسيط هي: الإدارة الرشيدة للشركات من خلال توفير الإرشادات والمقترحات لبورصات الأوراق المالية والمستثمرين والشركات والأطراف الأخرى، كل هذا من أجل تحقيق هدف نشر الإفصاح والشفافية في الحكم.

6-2- خصائص وركائز حوكمة الشركات: تتميز حوكمة الشركات بمجموعة من الخصائص والركائز، والتي سنوجزها من خلال النقاط التالية:

6-2-1- خصائص حوكمة الشركات: يمكن إدراج خصائص حوكمة الشركات من خلال النقاط التالية³:

أولاً: الانضباط: أي اتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح؛

ثانياً: الشفافية: أي تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث؛

ثالثاً: الاستقلالية: أي أنه لا توجد أي تأثيرات أو ضغوط غير لازمة للعمل؛

رابعاً: المساءلة: أي إمكانية تقييم وتقدير أعمال مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية؛

خامساً: المسؤولية: أي وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف ذوي المصلحة في المؤسسة؛

سادساً: العدالة: أي يجب احترام حقوق مختلف المجموعة أصحاب المصلحة في المؤسسة؛

سابعاً: المسؤولية الاجتماعية: أي النظر إلى الشركة كمواطن جيد.

6-2-2- الركائز الأساسية لحوكمة الشركات: تتمثل أهم الركائز الأساسية لحوكمة الشركات فيما يلي⁴:

أولاً: الرقابة: تمثل أهم ركيزة، وتمثل مجموعة من الآليات الرقابية الداخلية والخارجية لتفعيل المساءلة؛

ثانياً: الإفصاح: والذي يهدف إلى تفعيل الشفافية وتجنب عدم التأكد؛

ثالثاً: إدارة المخاطر: ويمكن من خلالها تجنب الأزمات، وضمان حقوق أصحاب المصالح.

¹ زبير عباس وآخرون، أهمية حوكمة الشركات في مواجهة مشكل التضليل والإفصاح عن المعلومات المالية - دراسة قياسية لسوق الأوراق المالية دبي خلال الفترة 2000 - 2019، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 11، العدد 2، 2021، ص 168.

² بلال نصيرة، عطا الله عمر، دور آليات حوكمة الشركات في الحد من ممارسات المحاسبة الإبداعية -دراسة ميدانية ببعض الشركات المسعرة في البورصة بالجزائر، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 7، العدد 1، 2022، ص 384.

³ لعلا رضاني وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 272.

⁴ أيمن تيريرات، عمار شلابي، أثر تطبيق آلية حوكمة الشركات على ممارسات التحفظ المحاسبي في القوائم المالية، مجلة أرساد للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 5، العدد 1، 2022، ص 04.

6-3- مبادئ، أهمية وأهداف حوكمة الشركات

6-3-1- مبادئ حوكمة الشركات حسب منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية

يتم تطبيق الحوكمة وفق خمسة معايير توصلت إليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية سنة 1999، وتمت مراجعتها وتعديلها في سنة 2004 لتشمل آخر التطورات في الدول الأعضاء وغير الأعضاء في المنظمة وهي كما يلي¹:

- **المبدأ الأول: ضمان وجود إطار فعال لحوكمة الشركات؛** حيث يجب أن يتضمن إطار حوكمة الشركات تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها، كما يجب أن يكون متناسقا مع أحكام القانون وأن يحدد بوضوح هيكل المسؤوليات وتوزيع السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة.

- **المبدأ الثاني: حماية حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية؛** وتشمل نقل ملكية الأسهم واختيار مجلس الإدارة والحصول على عائد في الأرباح ومراجعة القوائم المالية، وحقوق المساهمين في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العامة.

- **المبدأ الثالث: المساواة في التعامل بين جميع المساهمين؛** وتعني المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وحقوقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية، والاطلاع على كافة المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين.

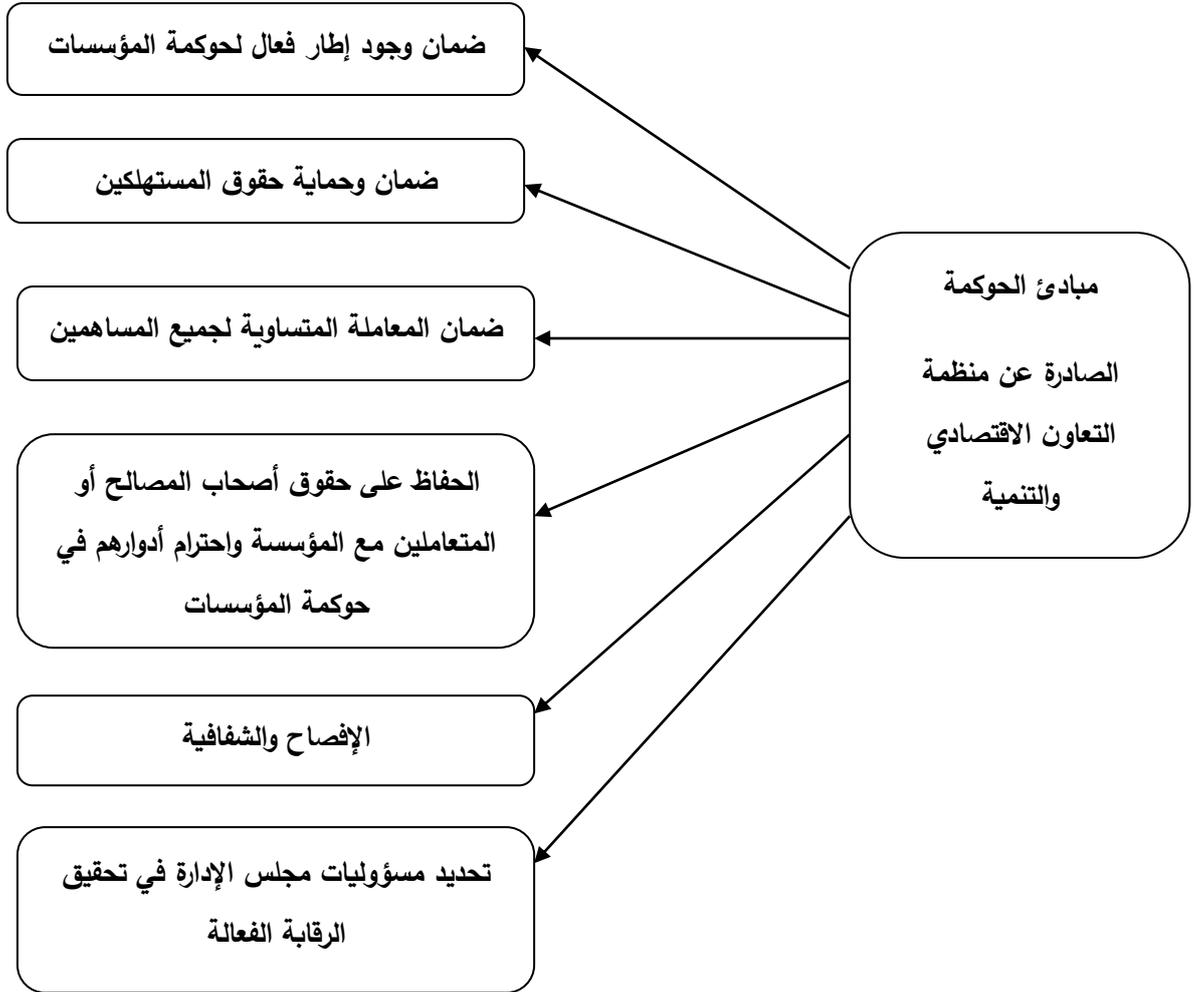
- **المبدأ الرابع: دور أصحاب المصلحة أو الأطراف المرتبطة بالشركة؛** وتشمل احترام حقوقهم القانونية والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق، وكذلك آليات مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة، والإفصاح والشفافية عن المعلومات الهامة والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، ويتم ذلك بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب ودون تأخير.

- **المبدأ الخامس: الإفصاح والشفافية؛** ينص هذا المبدأ على أنه ينبغي نشر المعلومات الصحيحة في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بالشركة، خاصة الوضع المالي، النتائج، المساهمون... إلخ.

- **المبدأ السادس: مسؤوليات مجلس الإدارة؛** وتشمل رقابة فعالية التسيير، هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

¹ ياسمينة عامرة، رباب زارع، مقارنة بين حوكمة الشركات حسب منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وميثاق الحكم الراشد للشركات الجزائرية، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 3، العدد 1، 2018، ص ص 123-124.

الشكل رقم(09): مبادئ الحوكمة الصادرة عن منظمة التعاون والتنمية



المصدر: أحمد علي خضر، حوكمة الشركات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2014، ص 173.

6-4- أهمية حوكمة الشركات: تتضح أهمية حوكمة الشركات فيما يلي¹:

- أنها تمكن من رفع الكفاءة الاقتصادية للشركة بتحديد أسس العلاقة بين مديري الشركة ومجلس الإدارة والمساهمين؛
- أنها تضع الإطار التنظيمي الذي يحدد أهداف الشركة وسبل تحقيقها بتحديد الحوافز المناسبة لأعضاء مجلس الإدارة، والإدارة التنفيذية لتحقيق أهداف الشركة التي تحقق مصلحة المساهمين؛
- أنها تساعد في محاربة الفساد المالي والإداري بالشركة، والتأكيد على الالتزام بالقوانين والتشريعات؛
- أنها تؤدي إلى الانفتاح على أسواق المال العالمية وجذب قاعدة عريضة من المستثمرين، وبالأخص المستثمرين الأجانب لتمويل المشروعات الاستثمارية التوسعية؛

¹ حاتم عبد الفتاح الشعراوي، مرجع سبق ذكره، ص 509-510.

الفصل الثالث: الحد من تأثير مشكلة عدم تناظر المعلومات على فعالية البورصة

- أنها تدعم وتؤكد إلى زيادة جودة درجة الإفصاح والشفافية في القوائم المالية، والتأكيد على الالتزام بمعايير المحاسبة والمراجعة؛
- أنها تزيد من ثقة مستثمري الشركات التي تطبق قواعد الحوكمة حيث أن تلك القواعد تضمن حماية حقوقهم ومصالحهم؛
- أنها تضمن حصول المساهمين على حقوقهم كحق التصويت والمشاركة في القرارات الهامة التي تؤثر على أداء الشركة في المستقبل.

الشكل رقم (10): أهمية حوكمة الشركات



المصدر: ميكرا كراسيني، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة-نصائح ارشادية لتحقيق الإصلاح، مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 2008، ص 6.

الفصل الثالث: الحد من تأثير مشكلة عدم تناظر المعلومات على فعالية البورصة

6-5- أهداف حوكمة الشركات: يمكن إجمال أهم الأهداف التي تسعى حوكمة الشركات إلى تحقيقها فيما يلي¹:

- تخفيض المخاطر المتعلقة بالفساد المالي والإداري التي تواجهها الشركات؛
 - تدعيم عنصر الثقة في كافة معاملات وعمليات الشركة، خاصة في إجراءات المحاسبة والمراجعة المالية بالشكل الذي يمكن من ضبط الفساد في أي مرحلة؛
 - ضمان وجود هياكل إدارية يمكن معها محاسبة إدارة الشركة أمام مساهميها، مع ضمان وجود مراجعة مستقلة وصولاً إلى قوائم مالية ختامية على أساس مبادئ محاسبية عالية الجودة؛
 - تعميق ثقافة الالتزام بالمبادئ المتفق عليها، وخلق أنظمة للرقابة الذاتية ضمن إطار للرقابة الذاتية ضمن إطار أخلاقي نابع من العمل والأخلاق السائدة في المجتمع وآدابه ومبادئه؛
 - حماية المساهمين بصفة عامة مع تعظيم عائداتهم وضمان حسن استخدام أموال الشركة؛
 - وضع أنظمة يتم بموجبها إدارة الشركة وفقاً لهيكل يحدد توزيع كل من الحقوق والمسؤوليات فيما بين المشاركين (مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية)؛
 - منع المتاجرة بالسلطة في الشركة؛
 - تعظيم قيمة أسهم الشركة وتدعيم تنافسيتها في أسواق المال العالمية؛
 - تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية بما يعمل في تدعيم استقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد، وبالتالي عدم حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية أو بورصات الأوراق المالية.
- 7- خطوات تطبيق الحوكمة في بورصة الأوراق المالية

يحدد مركز المشروعات الدولية الخاصة "CIPE" مجموعة من الخطوات المتتالية للحوكمة الخاصة بالمؤسسات أو الشركات المدرجة أوراقها المالية في البورصة، وسنفضلها في الجدول التالي:

¹ قويدري قوشيح بوجمعة وآخرون، حوكمة الشركات ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 2، العدد 1، 2020، ص ص150-151.

الفصل الثالث: الحد من تأثير مشكلة عدم تناظر المعلومات على فعالية البورصة

جدول رقم (03): يبين الخطوات المتتالية للحوكمة الخاصة بالشركات أو المؤسسات المدرجة أوراقها المالية في البورصة.

المستوى (04) القيادة	المستوى (03) الإسهام الأساسي في حوكمة الشركات على المستوى القومي	المستوى (02) الخطوات الإضافية لضمان تحقيق حوكمة الشركات	المستوى (01) ممارسة حوكمة الشركات المتعارف عليها	السمات
- الشركة معترف بها دولياً بوصفها زعيم قومي لها موقع بين رواد العالم في حوكمة الشركات.	- الالتزام بجميع التوصيات المتعلقة بميثاق أفضل الممارسات القائم في الدولة. - احتواء مجلس الإدارة على لجنة الحوكمة.	- تحديد موظف مسؤول عن ضمان الالتزام بميثاق الحوكمة. - الإفصاح بشكل دوري للمساهمين عن ميثاق حوكمة الشركات.	- التأكد من ممارسة الجوانب الشكالية للحوكمة. - تحتفظ الشركة بميثاق الحوكمة.	الالتزام بحوكمة الشركات
يتكون معظم مجلس الإدارة من أعضاء مستقلين.	- يتضمن لجنة المراجعة أعضاء مستقلين فقط. - تعيين لجنة من لجان المجلس تعمل على إقرار جميع الصفقات المبرمة مع التابعين للمساهمين. - توجد لجنة متخصصة تابعة للمجلس تختص بموضوعات فنية أو فض النزاع.	- يتضمن عضوين أو ثلاثة مستقلين عن الإدارة. - لدى المجلس لجنة مراجعة محاسبية. - تناسب تكوين مجلس الإدارة مع مهام الإشراف المتصل بالتقييم.	- ينعقد بشكل دوري. - يحصل أعضائه على معلومات مناسبة ووقت كاف للتحليل والتشاور. - لا يشمل أعضائه الموظفين التنفيذيين.	هيكل مجلس الإدارة وعمله
- الإفصاح عن الشؤون المالية وغير المالية وفق أعلى المعايير الدولية. - إتاحة صور الإفصاح والاتصالات بالمساهمين على شبكة الإنترنت.	- الإفصاح عن الشؤون المالية وغير المالية وفق أعلى المعايير الدولية. - إتاحة صور الإفصاح والاتصالات بالمساهمين على شبكة الإنترنت.	- نشر التقارير الربع السوية. - إعداد القوائم المالية والتقارير بناء على معايير المراجعة الدولية تراجعها شركة مراجعة معترف بها دولياً.	- إعداد القوائم المالية وفق نظام دولي للمحاسبة. - لدى الشركة نظام قائم من الضوابط الداخلية والمراجعة المحاسبية. - الالتزام الكلي بشروط الإفصاح.	الشفافية والإفصاح

الفصل الثالث: الحد من تأثير مشكلة عدم تناظر المعلومات على فعالية البورصة

<p>- تاريخ الشركة في المساواة يشهم التزام يتسق مع توقعات السوق الدولية.</p>	<p>- امتلاك الشركة آليات فعالة للتصويت من أجل حماية أقلية المساهمين من التصرفات التي تتسم بالتحيز ضدهم عند تركيز الملكية أو تضارب مصالحهم مع مساهمين المسيطرين.</p>	<p>- التمثيل الجيد في آليات التصويت. - وضع سياسات للتعامل معهم عند تغيير السلطة. - تبني الشركة سياسات واضحة وإفصاح تام فيما يتعلق بكافة الطبقات أو التعاملات مع الشركات التابعة للمساهمين المسيطرين. - الإفصاح عن المخاطر الرئيسية التي تواجه أقلية المساهمين في التقرير السنوي.</p>	<p>- إخبارهم باجتماعات المجلس والسماح لهم بالتصويت. - المعاملة بالتساوي في التصويت والاكنتاب ونقل الملكية والإفصاح عن المعلومات. - الحصول على معلومات دقيقة حول تركيز الملكية.</p>	<p>معاملة المساهمين الأقلية</p>
---	---	--	--	---------------------------------

المصدر: عمارة نبيلة، حاكمي بوحفص، مرجع سبق ذكره، ص ص 94-95.

8- دور حوكمة الشركات في الحد من عدم تناظر المعلومات

تعتبر الحوكمة ومن خلال المبادئ إلى تحقيق الشفافية والجودة والإفصاح، وبالتالي تعمل على الحد من مختلف التلاعبات والممارسات غير الأخلاقية بفرض الرقابة على منتجي المعلومات والعمل على تحسين إجراءات تقديمها للمتعاملين، وضمان حصولهم على قدر أكبر من المعلومات المالية، وتوفير السيولة اللازمة، وفيما يلي إبراز دور الحوكمة في الحد من مشكلة عدم تناظر المعلومات.

8-1- دور الحوكمة في تحقيق تناظر المعلومات

لا ريب أن أهم العوامل التي ظهرت من أجلها حوكمة الشركات، هو إعادة الثقة للمتعاملين في أسواق المال، وذلك بعد سلسلة الانهيارات التي طالت الكثير من الشركات العالمية، والتي يمكن أن نؤكد أن معظمها افتقدت إلى دقة وصحة المعلومات المحاسبية، هذه المعلومات تهدف إلى إعطاء تمثيل للواقع الاقتصادي للشركة، وعلى هذا الأساس جاء مبدأ الإفصاح والشفافية كمبدأ رئيسي تعتمد عليه حوكمة الشركات، والذي ينطوي على إعداد ومراجعة المعلومات المحاسبية والإفصاح عنها بما يتوافق مع المعايير المتعارف عليها¹.

¹ دويس عبد القادر، بن ساحة إيمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 1152-1153.

8-1-1- دور الإفصاح المحاسبي في تحقيق تناظر المعلومات في البورصة

يلعب الإفصاح المحاسبي دورا هاما في تحقيق تناظر المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية، وهناك ثلاث نظريات حديثة تفسر سلوك الإدارة بالنسبة للإفصاح المحاسبي¹:

أولاً: نظرية التعاقدات المثالية

وفقا لهذه النظرية فإن هناك حافز تعاقدى للأطراف المختلفة يحكم عملية الاختيار بين الطرق المحاسبية، ويؤثر كذلك على درجة الإفصاح المحاسبي، وتفترض هذه النظرية أن الإفصاح المحاسبي يتم بصورة تؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة، وقد بين (Letwicz 1983) تصرفات الأطراف الداخلية والملاك ومحاولتهم تعظيم منفعتهم على حساب الدائنين مما يجعلهم يطلبون شكلا معينا من الإفصاح يحد من إمكانية استغلال المديرين والملاك، وقد تناول (Watts 1977) الحوافز لدى الأطراف المختلفة لتخفيض التعارض في المصالح بينهم، وقد اختبرت بحوث عديدة صحة فروض هذه النظرية ووجدت أن درجة الإفصاح المحاسبي تزداد بزيادة درجة التعارض في المصالح بين الأطراف المختلفة.

لقد تم قياس درجة التعارض في المصالح بمتغيرات مختلفة مثل حجم المؤسسة، معدل المديونية، درجة تشتت الملكية ومدى سيطرة المديرين على أمور المؤسسة، وقد وجدت هذه البحوث أن درجة الإفصاح المحاسبي تزداد بزيادة حجم المؤسسة وارتفاع معدل المديونية، وكذا كلما زادت سيطرة المديرين على أمور المؤسسة.

ثانياً: نظرية السلوك الانتهازي

تفترض هذه النظرية أن اختيار الطرق المحاسبية وشكل الإفصاح يتأثر بالسلوك الانتهازي للمديرين، وقد افترضت هذه النظرية أن المديرين يحاولون تعظيم ثروتهم المتمثلة في ملكيتهم للأسهم والمكافآت التي يحصلون عليها، وبالتالي يختارون الطرق المحاسبية، تلك التي تزيد من الأرباح الحالية على حساب الفترات المستقبلية، ومن أهم البحوث التي تطرقت إلى هذا الغرض نذكر (Watts 1977)، (Hauthansen 1981)، (Healy 1985)، إذ توصلت هذه الأخيرة أن المؤسسات كبيرة تحاول تخفيض الأرباح الحالية لتفادي التكاليف السياسية الناتجة عن التدخل الحكومي وزيادة الضرائب المفروضة عليها.

¹ نورة محمد، نورة ناصر حسان، مساهمة الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات والحد من تضارب مصالح مختلف الأطراف الفاعلة مع المؤسسة، مجلة دفاقر اقتصادية، المجلد 13، العدد 2، 2022، ص 341.

ثالثا: نظرية توفير المعلومات

لاقت هذه النظرية قبولا واسعا في السنوات الأخيرة وتفترض هذه النظرية أن إدارة المؤسسة تختار الطرق المحاسبية بما يؤدي الإفصاح عن توقعاتها بالنسبة للتدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، ويلاحظ أن نظرية التعاقدات والمعلومات تتوافقان في أن كلاهما يربط بين الطرق المحاسبية والتدفقات النقدية ولكنهما تختلفان في علاقة السببية بين الطرق المحاسبية والتدفقات النقدية، فنظرية التعاقدات تقترح أن الطرق المحاسبية يتم اختيارها لتؤثر على التدفقات النقدية للمؤسسة، أما نظرية توفير المعلومات فتقترح أن اختيار الطرق المحاسبية يقدم معلومات عن التدفقات النقدية دون التأثير عليهما مباشرة.

8-1-2- أهمية الشفافية في الحد من عدم تناظر المعلومات المالية في البورصة

إن الحوكمة تقوم بأداء دورها والوصول إلى مستوى عال من الشفافية في توفير المعلومات من خلال ما يلي¹:

أولا: المساءلة والرقابة

وقد أكدت على ضرورتها العديد من تقارير التنظيمات الدولية كمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD، وذلك لضمان شفافية تدفق المعلومات بين المساهمين والمستويات المختلفة من الإدارة، من خلال معرفة وقيام كل طرف بمسؤولياته وحقوقه، حيث يتقيد مجلس الإدارة بتقديم المعلومات ذات الجودة للمساهم الذي يقوم بدوره بتفعيل مشاركته ورقابته في مختلف القرارات المتخذة ومساءلته لمجلس الإدارة في حين يكثف هذا الأخير رقابته ومتابعته للإدارة التنفيذية؛

ثانيا: الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة

وهذا من خلال تطبيق المعايير الدولية موحدة وذلك لتسهيل وتوحيد قراءة القوائم المالية وضمان وصول معلومات ممثلة كل الأفراد حيث يعتبر السعي نحو تطبيق معايير المحاسبة الدولية من أهم مظاهر تجسيد حوكمة الشركات.

ثالثا: دور المراجع الخارجي

يعتبر تفعيل دور المراجع الخارجي من أهم متطلبات الحوكمة إلى جانب كونه العنصر الكمي في القضاء على عدم تناظر المعلومات لما يضيفه من ثقة ومصداقية على معلومات كما أن رأيه المحايد

¹ دويس عبد القادر، بن ساحة إيمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 1153-1154.

يساعد على الحد من التعارض بين المساهمين والإدارة والحد من المخاطر الأخلاقية الناتجة عن عدم تناظر المعلومات.

رابعاً: دور لجان المراجعة

تؤكد الحوكمة على ضرورة وجود لجان مراجعة كونها الإطار الذي يضمن أكثر ثقة وموثوقية للقوائم المالية، إذ تقوم عن الاشراف على كل من المراجعة الداخلية والخارجية، كما أنها لجان مستقلة هي الأخرى ومن خلالها يمكن تقييم مستويات الحوكمة المطبقة وما يمكنها أن تؤثر على حركة أسهم المؤسسات في الأسواق المالية.

خامساً: تحقيق الإفصاح والشفافية

من أهم مبادئ الحوكمة نجد الإفصاح والشفافية إذ يعتبر هذا المبدأ حلقة وصل بينهما وبين المعلومات وجودتها، حيث بعد تقييد بمعايير الإفصاح السليم عن المعلومات المالية والغير المالية مع توفر الشفافية في ذلك يعتبر معياراً هاماً عن تطبيق الحوكمة وأسلوباً للحفاظ على مصالح كل الأطراف.

ومن خلال كل المعايير السالفة الذكر نجد أن الحوكمة في كل منه تحاول الحد من تداعيات مشكلة عدم تناظر المعلومات وذلك في إطار تفعيل دور وظيفة المراجعة والرقابة من خلال دور كل من الرقابة الداخلية والمراجعة الداخلية والخارجية ولجان المراجعة لينصب كل من ذلك في ذلك تحقيق الإفصاح السليم والشفافية من أجل تقليص الفجوة في الحصول على المعلومات بين الأطراف المتعاقدة.

8-2- أساليب الحد من ظاهرة عدم تناظر المعلومات: يمكن الحد من ظاهرة عدم تناظر المعلومات من خلال الأساليب الآتية:

8-2-1- الإفصاح الاختياري

يتمثل الإفصاح الاختياري بأنه إدراج معلومات وتحليلات مالية وغير مالية إضافية بالتقرير المالي، وتتميز هذه المعلومات والتحليلات بكونها غير إلزامية وفقاً للمتطلبات القانونية للمعايير المحاسبية المطبقة، وإنما يتم الإفصاح عنها من قبل الشركة بصورة تطوعية بغرض دعم شفافية التقرير المالي¹، الهدف الرئيسي والجوهري للإفصاح الاختياري هو تزويد المستثمرين الحاليين والمرتقبين وغيرهم من مستخدمي التقارير المالية، بمعلومات تمكنهم من التنبؤ بكميات واحتمال تحقيق عائد على استثماراتهم، ويتم الإفصاح بهدف تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين الحاليين وإدارة الشركة، وأيضاً

¹ ماجد مصطفى عبد الباز، العلاقة بين الإفصاح الاختياري وإدارة الأرباح في ضوء نظرية أصحاب المصالح: مؤشر مقترح للإفصاح الاختياري مع أدلة تطبيقية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المجلد 21، العدد 7، 2017، ص 575.

الفصل الثالث: الحد من تأثير مشكلة عدم تناظر المعلومات على فعالية البورصة

كوسيلة للرقابة من جانب هؤلاء المستثمرين على الشركة¹، تتمثل أهمية الإفصاح الاختياري بالنسبة لسوق الأوراق المالية فيما يلي²:

- يشكل الإفصاح الاختياري أهمية كبيرة للأسواق المالية، لأنه من خلال تقديم المعلومات المالية وغير المالية من قبل الشركة يساعد على زيادة تفاعل أنشطة الشركة ومساعدة الأشخاص القائمين عليها، والذي يخلق أفكار لدى الأطراف المتعامل معها، مما يساعد بتقليل الفجوة بين الشركة والمتعاملين؛
- يساعد الإفصاح الاختياري على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في الأسواق المالية، الأمر الذي يساعد على تنشيط السوق وتأدية دوره بفعالية؛
- يساعد الشركات المصدرة للأوراق المالية من خلال زيادة الطلب عليها وارتفاع القيمة السوقية للسهم الذي تصدره؛
- يساعد الأطراف الحاملة للسهم على الوصول إلى التنبؤات عالية الدقة حول إمكانية تحقيق الشركة للأرباح.

8-2-2- جودة الإفصاح

من خلال ما سبق التطرق إليه في الفصل الثاني يمكننا مبدئياً استخدام نظرية الوكالة لشرح العلاقة العكسية بين الإفصاح وعدم تناظر المعلومات، إذ تنشأ مشكلة عدم تناظر المعلومات عندما يمتلك المديرون لمعلومات أكثر حول الشركة وأفاقها المستقبلية بالمقارنة بالمعلومات التي يمتلكها المساهمون وباقي الأطراف ذات المصلحة، كما لا يمكن حصر عدم تناظر المعلومات فقط في الاختلاف في كمية المعلومات المفصح عنها، وإنما أيضاً في نوعية المعلومات، وفي التوقيت الذي أفصحت فيه الشركة عن المعلومات³.

ولقد أشار (S.Brown & S.Hillegeist, 2007) إلى أن مشكلة عدم تناظر المعلومات يمكن أن ترفع من حوافز البحث عن المعلومات الخاصة التي يسعى بعض المستثمرين للحصول عليها من أجل

¹ أسامة سالم مفتاح، محمد فرج شقوف، نموذج مقترح لقياس مستوى الإفصاح الاختياري بالتقارير المالية السنوية -دراسة على الشركات والمصارف المتداول أسهمها في سوق المال الليبي، الجامعي، العدد 34، 2021، ص 214.

² زينب صادق ابراهيم العامري، محمد سمير دهيرب الربيعي، الإفصاح الاختياري عن خدمات التأمين وأثره على أداء الشركات - دراسة تطبيقية في عينة من شركات التأمين العراقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 13، العدد 44، 2018، ص 205.

³ Lies Zulfiati, Istiana S, Fadhillah, **Effect Of Corporate Governance And Financial Reporting Quality On Asymmetry Information**, Advances In Economics Business And Management Research, Vol.73, 2018, P.127.

استخدامها في تفسير التنبؤات بشكل أفضل وهو ما قد يزيد من فجوة المعلومات بين المستثمرين¹، وعليه فإن جودة الإفصاح تساعد في الحصول على المعلومات بشكل عادل من حيث الكم والنوع والتوقيت بين جميع الأطراف ذات المصلحة (أو بين الأطراف التي تنتمي إلى الفئة نفسها)؛ وهو بدوره ما يقلل من حوافز البحث عن المعلومات الخاصة وبالتالي التقليل من مشكلة عدم تناظر المعلومات.

إضافة إلى ما سبق، فإن الشركة التي ترغب فعلا في التقليل من عدم تناظر المعلومات سيكون عليها الإفصاح عن المزيد من المعلومات - طوعية - عن الوضع الحالي وعن توقعاتها المستقبلية²، ورغم أن الشركة لا تكون ملزمة بالإفصاح في هذه الحالة، إلا أن الإفصاح الطوعي سيكون أحسن وسيلة تعبر بها عن رغبتها في تحسين جودة إفصاحها من خلال جعل جميع الأطراف ذات المصلحة على دراية بالعديد من المعلومات المفيدة وفي الوقت المناسب.

8-2-3- القوائم المالية المرحلية

ظهرت الحاجة إلى إعداد معلومات مالية على فترات زمنية تقل عن سنة مالية بهدف توفير معلومات محاسبية فورية، وفي الوقت المناسب، وبصورة مستمرة، وعلى مدار السنة لمستخدمي المعلومات المالية خاصة المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، وذلك لكي يتمكن مستخدم المعلومات المالية في الوقوف على مدى تقدم المشروع باستمرار وتقييم أداء المشروع بصفة مستمرة، ومن المتعارف عليه أن المعلومات المرحلية كوسيلة للإفصاح عن المعلومات عن فترة معينة يتم اعدادها بصورة وبشكل مناظر للقوائم المالية السنوية وفق المبادئ المحاسبية المطبقة نفسها عند اعداد ونشر القوائم المالية السنوية بغرض تحقيق الاتساق بين المعلومات المرحلية والقوائم المالية المنشورة³.

- تعرف القوائم المالية المرحلية (المؤقتة) بأنها: قوائم مالية تعد على فترات تقل عن السنة المالية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية) وغالبا ما تشمل هذه القوائم على قائمة الدخل، وقائمة المركز المالي وقائمة التدفقات النقدية⁴.

¹ Stephen Brown, Stephen A. Hellegeist, **How Disclosure Quality Affects The level Of Information Asymmetry**, Review Of accounting Studies, Vol.12, N°2, 2007, P.447.

² Dariush Baham, **The relation Between Disclosure Quality And information Asymmetry: Empirical Evidence From Iran**, International Journal Of Financial Research, Vol.5, N.2, 2014, P.110.

³ صلاح هيمت محمد، صلاح نوري خلف، دور المدقق الخارجي في مراجعة المعلومات المالية المرحلية وفقا للمعايير الدولية - بحث تطبيقي في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 2، العدد 40، 2017، ص 81.

⁴ عمر سيدي، ربيع مروه، أثر فحص القوائم المالية المرحلية على سوق الأوراق المالية (من وجهة نظر المجتمع السوري)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 2، 2011، ص 227.

اكتسبت القوائم المالية المرحلية أهميتها من وفائها بالطلب على المعلومات المالية المؤقتة أو بمعنى آخر بسبب وفائها بالحاجة إليها، حيث يحتاج مستخدمي القوائم المالية خاصة المتعاملين في سوق الأوراق المالية وجهات الرقابة الرسمية مثل هيئة سوق المال والبنك المركزي إلى معلومات محاسبية وملائمة وكافية وفي الوقت المناسب وبصورة مستمرة وعلى مدار السنة وعلى فترات متقاربة وذلك لتخفيض درجة عدم التأكد عند التنبؤ بالأرباح المتوقعة وعائد السهم إضافة إلى إمكانية الاعتماد على تلك المعلومات في اتخاذ قرارات الاستثمار والائتمان.

وتعتبر القوائم المالية المرحلية وسيلة للإفصاح عن المعلومات عن فترة معينة يتم اعداده بصورة وبشكل مناظر للقوائم المالية السنوية بغرض تحقيق الاتساق بين القوائم المالية المرحلية والقوائم المالية السنوية حتى يصبح بالإمكان الاعتماد على تلك القوائم المالية المرحلية في اتخاذ القرارات وتزويد من درجة الثقة فيها بخاصة بالنسبة للشركات المقيدة في البورصة لابد من مراجعة تلك المعلومات بواسطة مراجع حسابات خارجي مستقل¹؛

8-2-4- دور المتعاملين في سوق الأوراق المالية

يكون للمتعاملين في سوق الأوراق المالية دور مؤثر في تخفيض عدم تماثل المعلومات، حيث أنه عندما تصدر إدارة الشركة المعلومات التي لديها فإنه يلاحظ في يوم الإصدار وفي اليوم التالي له أن هناك زيادة في الفرق بين الطلب والعرض للأسهم، وأن هذه الزيادة تعني أن المحللين الماليين والمستثمرين يقومون بدعم هذا الفرق بصفة مؤقتة لحماية أنفسهم من تعاملات المستثمرين الذين يتمتعون بهذه المعلومات الخاصة بالشركة، كما أن الأطراف التي لا تمتلك المعلومات تقوم بحماية نفسها من الأطراف التي تمتلك المعلومات بالوسائل التالية: تخفيض تعاملاتها مع الأطراف التي تمتلك المعلومات عن طريق تكوين محفظة متنوعة من الأسهم لفترة طويلة بما يحرم ذلك المستثمر من فرصة إعادة هيكلة محفظة الأسهم في حالة تغير الظروف الاقتصادية، أيضا تستطيع الأطراف التي لا تمتلك معلومات أن تحمي نفسها بالتعاقد مع الأطراف التي لديها معلومات على عدم الاتجار في أسهم الشركات التي تديرها، أو بانسحاب صغار المستثمرين من الاتجار في شركات معينة²؛

¹ عمر سيدي، دور الأساليب الكمية في فحص القوائم المالية المرحلية - دراسة ميدانية في مكاتب المراجعة في الساحل السوري، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 5، 2011، ص 198.

² حاتم عبد الفتاح الشعراوي، مرجع سبق ذكره، ص 519.

8-2-5- دور الشركات

يمكن أن يكون للشركات دور في تخفيض عدم تناظر المعلومات والحد منه من خلال ما تقوم به هذه الشركات بعمل مراجعة وأنشطة رقابية على أداء الوكيل وذلك لزيادة ثقة الأصيل في أدائه وأيضاً لتحفيزه على العمل بدون تلاعب، ويمكن أن يكون دور الشركات من خلال تحسين معايير الإفصاح والذي يترتب عليه تخفيض عدم تناظر المعلومات، وأيضاً يستطيع مجلس الإدارة أن يزيد من كمية وجود المعلومات المفصح عنها مما يؤدي إلى تخفيض عدم تناظر المعلومات من خلال إلزام الشركات بإصدار معلومات غير مالية عن عمليات البحوث والتطوير، كما أنه يمكن تخفيض عدم تماثل المعلومات بتبني مفهوم سوق العمل الإداري والذي من خلاله يضمن إلى حد ما أن الإدارة سوف تعمل لصالح الشركة وليس لأجل مصالحها الشخصية، ففي ظل مفهوم السوق العمل الإداري يتم تحديد القيمة السوقية للمديرين وأيضاً للشركة بناء على الخدمات التي تقدمها الإدارة¹.

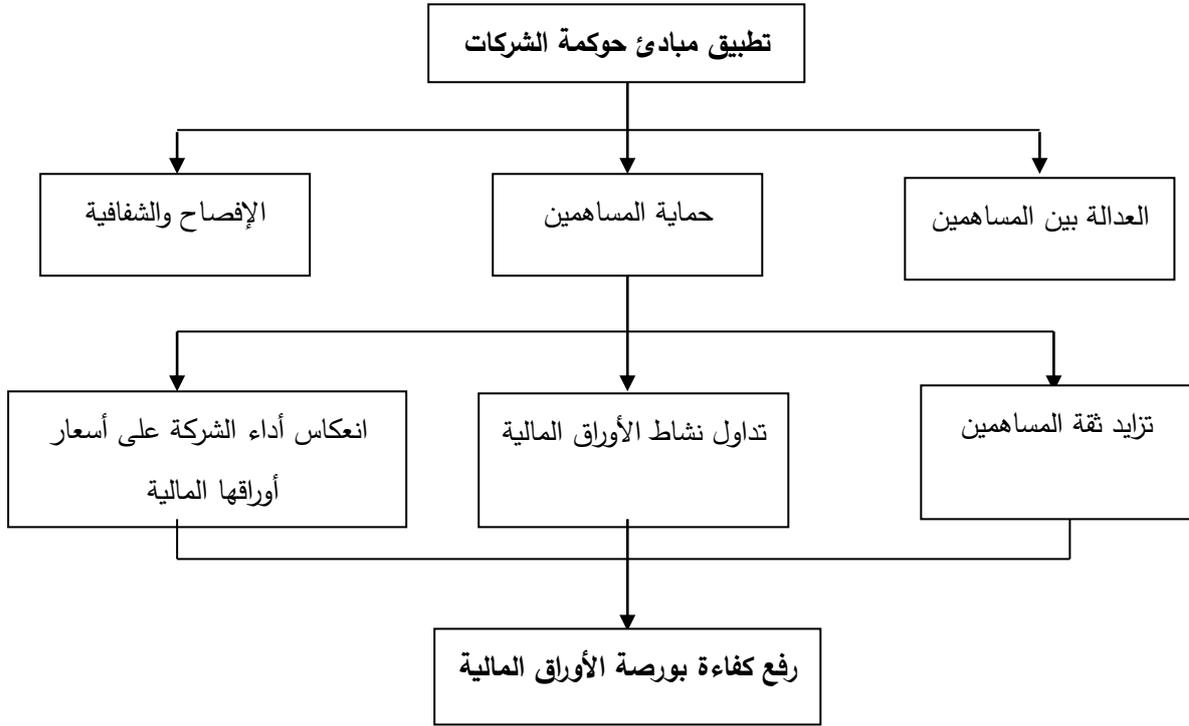
8-3- أثر تطبيق حوكمة الشركات على كفاءة بورصة الأوراق المالية

إن الدقة في إعداد وعرض القوائم المالية للوحدات الاقتصادية هي حجر الزاوية في رفع كفاءة البورصة، لأن تدفق معلومات مالية دقيقة وموثوقة يسمح بتقييم الأوراق المالية وفق قيمتها الحقيقية، إذ تنعكس تلك المعلومات بشكل مباشر على أسعار بورصة الأوراق المالية، يعتمد على فرض رئيسي مؤداه أن لكل ورقة مالية قيمة حقيقية، يمكن الوصول إليها من خلال دراسة المعلومات المالية المتاحة عن الوحدة الاقتصادية، خاصة إذا كانت هذه المعلومات تعكس بصدق واقع الشركة²، ويمكن من خلال الشكل الموالي توضيح الدور الذي تؤديه حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة

¹ حاتم عبد الفتاح الشعراوي، مرجع سبق ذكره، ص 519.

² عبد القادر عيادي، مرجع سبق ذكره، ص 196.

الشكل رقم (11): أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة البورصة



المصدر: عبد القادر عيادي، جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات وانعكاساتها على كفاءة السوق المالية، حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة الشلف، 2014، ص196.

من الشكل السابق نستنتج أن: تطبيق حوكمة الشركات وخاصة مبادئ الإفصاح والشفافية وحماية المساهمين والعدالة بين المساهمين يسهم في تزايد الثقة بين المساهمين وزيادة تداول نشاط الأوراق المالية وسرعة تداولها، وبالتالي تنشيط بورصة الأوراق المالية، وهذا ما يؤدي إلى الرفع من كفاءة وفعالية بورصة الأوراق المالية.

تتعدد آثار حوكمة الشركات على كفاءة بورصة الأوراق المالية ولعل أهمها كالتالي¹:

- زيادة الثقة في البورصة، الأمر الذي يشجع المتعاملين على اللجوء إلى تلك الأسواق ويرفع حجم التداول؛

¹ محفوظ جبار، استجابة الأسواق المالية للمعلومات المحاسبية دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2004، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 37، 2012، ص196.

الفصل الثالث: الحد من تأثير مشكلة عدم تناظر المعلومات على فعالية البورصة

- نشر الثقافة المالية وثقافة البورصة بصفة خاصة في أوساط المتعاملين، مما لا يكثف استعمال المعلومات المنشورة في اتخاذ القرارات الاستثمارية باعتبارها ظاهرة صحية تتم عن درجة الوعي الادخاري للمجتمع؛
- المعرفة الجيدة للأدوات المالية المصدرة تحسن من كفاءة التخصيص؛
- الدورية والانتظام في الإفصاح لتحسين وتنوع من مصادر المعلومات ويزيد من كفاءة سوق المعلومات، وبالتالي يرفع من فعالية ودقة التنبؤ بنتائج الشركة المصدرة؛
- يؤدي الإفصاح نصف السنوي والربع سنوي إلى التقليل من عدم تناظر المعلومات لا سيما بالنسبة للشركات التي تمتاز بتباين المعلومات فيما بين المتعاملين.

خلاصة الفصل الثالث:

إن حيازة بعض الفئات المتعاملة في بورصة الأوراق المالية دون غيرها من الفئات الأخرى لكمية المعلومات التي تتميز بالجودة المرتفعة تشكل بما يسمى بعدم التناظر، وهاته الأخيرة تؤثر تأثيرا سلبيا على نشاط السوق دون تحقيق هدفها، ولتخفيض درجة عدم تناظر المعلومات فيما يتعلق بالاستثمار لابد من تحقيق آليات وشروط يمكن من خلالها تسهيل التعامل دون قيود مع كل المتعاملين سواء.

تكتسب كفاءة بورصة الأوراق المالية أهمية كبيرة لدى المتعاملين في البورصة لما لها من تأثير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية وبالتالي على قراراتهم الاستثمارية، إذ تتحقق الكفاءة بمجموعة من العوامل، كسرعة توفر المعلومات، تكاليف وعدالة الاستعادة منها...إلخ.

كما تعتبر حوكمة الشركات لما تحمله من طياتها من مبادئ ومحددات تكاد تبدو وكأنها قد خصت بالضبط مشكلة عدم تناظر المعلومات من خلال تقليص الفجوة بين المساهم والإدارة عن طريق ترسيخ الالتزام بكل من الشفافية والاستقلالية والمساءلة والوعي الاجتماعي وكل ما يضمن تطبيق الممارسات الجيدة للإدارة.

الفصل الرابع

اختبار تأثير عدم

تناظر المعلومات

على فعالية بورصتي

ناسداك ونيويورك

تمهيد الفصل الرابع:

بعد دراسة الإطار النظري للأسواق المالية والتعرف على ماهيتها، أنواعها وطبيعة الأدوات المالية محل التعامل بها، تم بعد ذلك التطرق إلى مفهوم كفاءة وفعالية بورصة الأوراق المالية وإبراز بعض التحولات التي تزيد من فعاليتها، ليتم التعمق في مشكلة عدم تناظر المعلومات على مستوى البورصات وإبراز الآليات التي تحد من هاته الظاهرة وتأثيراتها، قام الباحث في هذا الفصل باختبار تأثير عدم تناظر المعلومات على فعالية بورصتي ناسداك ونيويورك، إذ تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط، والتقدير كان بطريقة المربعات الصغرى.

تم معالجة هذا الفصل من خلال النقاط التالية:

- 1- السوق المالية الأمريكية، خصائصها، وأهم مؤشراتنا؛
- 2- ماهية بورصة ناسداك؛
- 3- ماهية بورصة نيويورك؛
- 4- قياس تأثير مؤشر Chaikin على عوائد مؤشر ناسداك المركب؛
- 5- قياس تأثير مؤشر Chaikin على عوائد مؤشر بورصة نيويورك المركب.

1- السوق المالية الأمريكية، خصائصها، وأهم مؤشراتها

1-1- نشأة وتطور السوق المالية الأمريكية

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية من الدول الرائدة في مجال أسواق رؤوس الأموال، سواء من حيث حجم العمليات أو من حيث التأثير على باقي أسواق دول العالم، وهو ما أهلها لاحتلال المرتبة الأولى عالمياً، إذ يوجد بها أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار في السوق الثانوية (السوق المنظمة)، بالإضافة إلى الأهمية الكبيرة للأسواق غير المنظمة أو المعروفة بالأسواق خارج المقصورة¹. فعند الحديث عن البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية فإننا نذكر الشارع الأشهر في الأسواق العالمية وول ستريت، ففي عام 1653 قام الهولنديون في "نيو أمستردام" ببناء جدار لحماية "مناهاتن" من هجمات الإنجليز وسكان أمريكا الأصليين، استمر ذلك الجدار إلى حين هدمه البريطانيون في عام 1685، ورسفوا في مكانه شارعا سموه بـ "شارع الجدار Wall Street" تخليداً لذكرى الجدار الذي اقتحمه حينها.

لم تكن أول سوق أمريكية للأوراق المالية في نيويورك، كما قد يتبادر إلى أذهان العامة، بل كان في فيلادلفيا في عام 1789، لكن في عام 1792 وتحت شجرة جيميز (Buttonwood) في حديقة الحصن (Garden Castle)، اجتمع 24 من رجال الأعمال بقيادة John Sutton و Benjamin Jay ووقعوا اتفاقية "بوتونوود Buttonwood" لتأسيس شركة الوسطاء لبيع الأسهم، وفتحو مكتباً لهم باسم "مكتب تبادل الأسهم"، حيث كانت تعرض الأوراق المالية (تذاكر اليانصيب، السندات، الأسهم) عند الظهر من كل يوم في مزاد علني، وعلى البائع دفع عمولة لـ "المكتب" عن كل ورقة مالية تباع له.

الآن تحتل بورصة نيويورك المرتبة الأولى من حيث تعاملاتها بالدولار وثاني أكبر بورصة من حيث عدد الشركات ولكن القيمة السوقية للشركات المدرجة أو ما يعرف بالرسمة السوقية أكبر من الشركات المدرجة في سوق ناسداك فكانت القيمة السوقية لسوق نيويورك للأوراق المالية أكثر من 13 تريليون دولار في منتصف عام 2012 في حين سجل مؤشر ناسداك 4.5 تريليون دولار².

¹ عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص 316.

² آيت بشير ليندة، التحليل الفني ودوره في التنبؤ بحركة بورصة الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، جامعة الجزائر 3، 2018، ص ص 223-224.

وتظم بورصة نيويورك 2000 سهم لسنة 2017، وقيمة سوقية بمبلغ 21.3 تريليون دولار أمريكي في جوان 2017، وبلغ متوسط قيمة التداول اليومي نحو 169 مليار دولار أمريكي في عام 2013.¹ تأتي في المرتبة الثانية السوق الافتراضي أو ما يسمى "سوق فوق المكتب"، والذي تعد بورصة ناسداك أو الرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية، مقرها في نيويورك تم إنشاؤها في سنة 1971 وتعود ملكيتها إلى مجموعة ناسداك أومكس التي تمتلك شبكة كاملة من أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة وخارجها، وهي سوق من نوع خاص غير منظم يتم التداول فيه عن طريق الشبكة الإلكترونية (الإنترنت) فقط، وتصنف وتسجل الأسهم والأوراق المالية الأخرى أوتوماتيكيا، هذه الأسواق ليس لها مواقع مركزية أو قاعة تداول للسماسة على الإطلاق، يتم التبادل في ناسداك بينها وبين ثمان دول أوروبية أخرى، وكانت ناسداك أول بورصة في أمريكا تتعامل بالتداول عبر الإنترنت، بقيمة سوقية هائلة تتخطى أربعة تريليونات و582 بليون دولار، وقد نتج عن ذلك أن أصبحت ناسداك هي أكبر منافس لبورصة نيويورك.²

1-2- خصائص السوق المالية الأمريكية: تتميز السوق المالية الأمريكية بالعديد من الخصائص،

وهي كالتالي³:

- الكفاءة المرتفعة؛
- نظام معلومات مالية متقدمة كتقارير البورصة والصحف، والربط الإلكتروني؛
- القدرة على الاتصال بجميع البورصات العالمية؛
- تأمين المعاملات بالبورصة كجهاز البورصة وهيئة حماية المستثمرين في الأوراق المالية؛
- يتم بيع وشراء الأوراق المالية للأجانب إما عن طريق السوق الثانوية الرسمية أو عن طريق صفقات خارج البورصة؛
- يتم تطوير وتجديد البورصات الأمريكية بصفة مستمرة.

¹ جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010، ص 31.

² آيت بشير ليندة، مرجع سبق ذكره، ص 224.

³ فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 1998-1999، ص 115.

1-3- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في و.م.أ: فيما يلي أهم مؤشرات بورصات الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، والتي سنوجزها كما يلي:

1-3-1- مؤشر داو جونز الصناعي: يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً، إذ نشر أول مرة في وول ستريت في 03 جويلية 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز داو، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 09 أسهم لتسع شركات صناعية، ثم ارتفع إلى 12 سهم في 26 ماي 1898، ثم إلى 20 سهم في عام 1916، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يتغير عدد الأسهم المكونة للمؤشر.

تتميز الأسهم الثلاثون المكونة لهذا المؤشر ب¹:

- ارتفاع قيمتها السوقية؛

- عراقتها وانتشارها؛

- ضخامة رأس المال السوقي وعدد المساهمين.

وتجدر الإشارة أنه يتم بناء هذا المؤشر على أساس السعر، ويحسب بالمتوسط الحسابي، وقد يكون عدة

انتقادات لهذا المؤشر وهي:

- على العينة ومدى تمثيلها، حيث تتكون العينة في هذا المؤشر من 30 سهماً، في حين وصل حجم العينة في بعض المؤشرات الأخرى، بضع مئات مثل مؤشر ستاندر اندبورز 500، وأخرى بالآلاف.

- طريقة حساب قيمة المؤشر على أساس إعطاء وزن للسهم وفقاً للسعر الذي يباع به، ومعنى هذا أن السهم ذا السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة، وذلك بالرغم من أن سعر السهم لا يعد مؤشراً لأهمية المنشأة.

- تأثيره بتجزئة الأسهم، ولا تقوم الطريقة التي يجري بها تعديل المؤشر لاستيعاب التجزئة على أي منطق أو استراتيجية.

- ولكن رغم الانتقادات إلا أنه يبقى يمثل المرتبة الأولى في العالم في الاستخدام لبساطته وإعطائه صورة واضحة للمستثمر العادي عما يحدث في سوق الأوراق المالية العالمية من تقلبات.

1-3-2- مؤشر ستاندر أندبورز 500: ويعد الأكثر شيوعاً وأحد أهم المؤشرات المتداولة لحالة السوق، وتتكون القيمة التي يقوم عليها هذا المؤشر من 500 سهم، منها 400 منشأة صناعية، 40 منشأة منافع

¹ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2006، ص ص105-106.

عامة (كالكهرباء والغاز) و20 منشأة للنقل، 40 منشأة مالية، وقد تفرع عن هذا المؤشر أربعة مؤشرات قطاعية وهي¹:

- مؤشر الصناعية، مؤشر الخدمات العامة، مؤشر النقل، مؤشر المالية وهو من المؤشرات التي يكون أسهما موزونة على أساس القيمة، ويحسب كل ما يلي:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{القيمة السوقية في الفترة الحالية للمنشآت المدرجة في المؤشر}}{\text{القيمة السوقية في قيمة الأساس (يوم انشاء المؤشر)}} \times 10$$

ويعتبر هذا المؤشر رقما قياسيا، على عكس المؤشر السابق الذي يعتبر متوسطا حسابيا، وفترة أساس هذا المؤشر (1941-1943)، وأعطى للمؤشر في سنة الأساس رقم جزافي وهو 10.

وكما هو معلوم، تضم السوق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية العديد من البورصات في العديد من الولايات، ويبقى أشهرها وأهمها هما بورصتي القيم التكنولوجية المعروفة باختصارا باسم بورصة NASDAQ، وبورصة نيويورك The New York Stock Exchange المعروفة باختصار باسم NYSE، إذ سنتطرق إلى ماهية كل منهما على حدى.

2- ماهية بورصة ناسداك

بورصة ناسداك ثاني أكبر بورصة لتداول الأسهم في العالم من ناحية القيمة السوقية للأسهم المتداولة بعد بورصة نيويورك، تم تأسيسها من طرف الجمعية الوطنية لتجار الأوراق المالية عام 1971، والتي تعرف حاليا باسم هيئة تنظيم الصناعة المالية.

تتخذ بورصة ناسداك من نيويورك مقرا رئيسيا لها، وتدير 25 نوعا من الأسواق، للأسهم والمشتقات والسلع وغير ذلك، فضلا عن اصدارها لمؤشر ناسداك 100، الذي يقيس أداء أكبر 100 شركة في البورصة، منها شركة آبل، مايكروسوفت، وأمازون وتسلا.

تدير ناسداك إضافة للأسواق غرفة مقاصة وخمسة ودائع أوراق مالية مركزية في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا².

عرفت هذه البورصة توسعا في نشاطها منذ تأسيسها وبالخصوص منذ منتصف عقد تسعينات القرن الماضي الذي شهدت فيه توسعا غير مسبوق نتيجة لتساعد أسهم شركات قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصالات المدرجة في البورصة وخصوصا شركات الانترنت لغاية مارس 2000 بشكل لم يعكس

¹ بوعبد الله علي، مرجع سبق ذكره، ص44.

² للاطلاع أكثر انظر الموقع: Harvard Business Review، تاريخ زيارة الموقع: 2023/03/03

القيمة الحقيقية لمعظم المؤسسات المدرجة، وإنما بفعل تنامي الطلب على أسهم شركات القطاع وتزايد المضاربة فيها من منطلق النظرة التفاوضية المفرطة التي كانت سائدة في أوساط المستثمرين المليون وقتند اتجاه كل ماله علاقة بمجالات الاقتصاد الجديد باعتبارها فرصا استثمارية واعدة وأكثر ربحية. وفي ظل الظروف التفاوضية، ارتبط نشاط هذه البورصة خلال هذه الفترة بقطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصالات مما جعل هذه البورصة تستمد تسميتها ببورصة القيم التكنولوجية، عرف مؤشر NASDAQ* ارتفاعا قياسيا لم يبلغه منذ تأسيسه ببلوغه 5048 نقطة، غير أن هذا الأمر لم يستمر طويلا بعدما بدأت تتلاشى مصداقية المؤسسات العاملة في الحقل الافتراضي لدى المستثمرين الذين سارعوا للتخلص من استثماراتهم المالية في أسهم هذه المؤسسات، مما أدى الى انهيارها بشكل سريع منذ منتصف شهر مارس 2000 مثلما يظهر ذلك في التراجع القياسي لمؤشر ناسداك الذي فقد خلال الفترة الممتدة من منتصف مارس إلى نهاية سنة 2000 أكثر من 50% من قيمته والتسبب في حدوث أزمة فقاعات الانترنت أو Dot com¹.

2-1 - قطاعات بورصة ناسداك: تعتبر بورصة ناسداك بشكل أساسي بمثابة المؤشر الرئيسي بسوق التكنولوجيا الأمريكية، حيث تدرج الشركات في القطاعات الأكثر تنوعا في هذا النشاط. تغطي بورصة ناسداك، التي تظم أسهم التكنولوجيا، سبعة قطاعات رئيسية، والتي تتوزع حسب القطاعات كما هو مبين حسب الشكل المرفق²:

¹ Satyendra NAYAK, *The global financial Crisis Genesis, Policy Response And Road Ahead*, Springer, New Delhi, 2013, P:16.

*NASD: الرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية، وهي اختصارا لـ (The national Association Of Securities Dealers)، تأسست سنة 1939 في سياق مسار اصلاحات النظام الأمريكي التي باشرتها السلطات الأمريكية خلال النصف الأول من ثلاثينات القرن الماضي بهدف معالجة أوجه الخلل التي تسببت في نشوب أزمة سنة 1929، أين أسند لها مهمة الاشراف على التنظيم الذاتي لصناعة الأوراق المالية والمسؤولة على عمليات تسيير وتنظيم سوق الأوراق المالية، وتعتبر كذلك الهيئة التي أنشئت وتولت تسيير بوضر ناسداك منذ سنة 1971 لغاية 2007 وهي السنة التي اندمجت مع هيئة بورصة نيويورك (NYSE) لتشكيل لجنة تنظيم جديدة لها وهي هيئة FINRA.

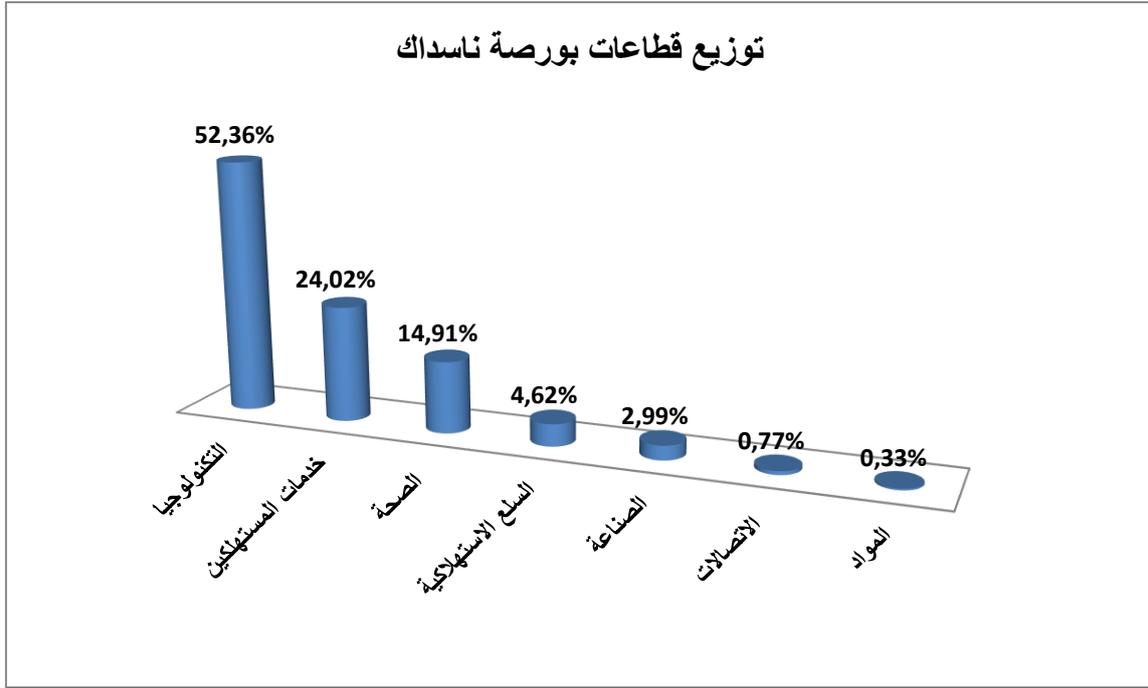
(لمزيد من التفاصيل، أنظر: <https://www.investopedia.com/terms/n/nasd.asp>)

**FINRA: وهي هيئة تنظيم الصناعة المالية (Financial Industry Regulatory Authority) بدأت عملها الرسمي في 30 جويلية 2007 ككيان تنظيمي مستقل تعمل على غرار سابقتها NASD، وتشرف على جميع عمليات البورصة في الولايات المتحدة، وتشمل مهامها الاشراف على جميع شركات الوساطة والمكاتب الفرعية وممثلي الأوراق المالية، للمزيد من التفاصيل أنظر: <https://www.investopedia.com/terms/f/finra.asp>

² للاطلاع أكثر انظر: Admiral Markets، على الرابط، تاريخ الاطلاع: 2023/03/01.

<https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/trading-instruments/mo2asher-nasdaq100>

الشكل رقم (12): توزيع قطاعات بورصة ناسداك



المصدر: من اعداد الباحث بناء على معلومات منصة: Admiral Markets

الملاحظ من خلال الشكل أعلاه هو استحواذ قطاع التكنولوجيا على مختلف القطاعات بنسبة 52.36%، وهذا ما يعكس تخصص السوق في هذا المجال.

2-2- أهم مؤشرات بورصة ناسداك: فيما يلي أهم المؤشرات المستخدمة في بورصة ناسداك، والتي سنوجز أهمها وهي كالتالي:

2-2-1- مؤشر ناسداك 100

هو مؤشر للأسهم الأمريكية يتم حسابه من خلال متوسط قيمة أسعار الأسهم لأول 100 شركة تداولاً على بورصة ناسداك، ويشمل المؤشر شركات تقنية واتصالات وخدمات الانترنت والصناعات الحيوية والصيدلانية وغيرها، وعادة ما يستخدم المؤشر كمقياس لأداء قطاع التكنولوجيا في الأسواق المالية العالمية، وتتخلص مجموعته في الشركات التي ينتمي إليها عدد كبير من الشركات الناشئة والمبتكرة في مجال التكنولوجيا، وتحتوي بعض الشركات الكبرى في هذا المؤشر مثل آبل وامازون ومايكروسوفت وفيسبوك وغيرها¹.

¹ <https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/trading-instruments/mo2asher-nasdaq100>, 01/03/2023

2-2-2- مؤشّر ناسداك المركب

هو أحد أهم مؤشرات الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية، ويتم حسابه من خلال مجموعة من الشركات التي تتداول أسهمها في بورصة ناسداك، ويشمل هذا المؤشر شركات تقنية كبيرة مثل أمازون وفيسبوك ومايكروسوفت وآبل وغيرها، بالإضافة إلى الشركات الناشئة والمبتكرة في مجالات مثل البرمجيات والتكنولوجيا والتجارة الإلكترونية والاتصالات وغيرها.

يتم استخدام مؤشّر ناسداك كمؤشر للأداء الاقتصادي في الولايات المتحدة وفي العالم أجمع، ويمكن للمستثمرين استخدامه لمعرفة كيفية أداء الشركات التي يتم تداول أسهمها في بورصة ناسداك، كما أنه يعتبر مؤشراً هاماً للاقتصاد الرقمي والتكنولوجي¹.

3- ماهية بورصة نيويورك

أنشئت بورصة نيويورك عندما كان التجار يقايضون في بيعهم وشراهم النقود بالسلع والبضائع المختلفة، ففي عام 1789 قام الكونغرس الأمريكي بتقويض بورصة نيويورك بإصدار سندات قرض حكومي بقيمة 80 مليون دولار لغرض تغطية النفقات العسكرية في تلك السنة، وتم بعد ذلك بفترة قصيرة طرح أسهم بنك الولايات المتحدة للاكتتاب العام، وهنا ظهرت الحاجة إلى تنظيم وتطوير سوق يعنى بالمتاجرة في تلك الأدوات المالية.

في 17 ماي 1792 اجتمع 24 تاجرا أمريكيا وأبرموا اتفاقية بيتون وود، لتنظيم أول سوق تداول أسهم وسندات، وبدأ العمل من منزل "تونتين"، وأصبح تعهدهم ذلك هو اللبنة الأولى في إنشاء بورصة نيويورك، في حين ظل بقية المتداولين في شوارع نيويورك يتبادلون الأسهم والسندات بالطريقة القديمة (هؤلاء اتجهوا بعد ذلك إلى إنشاء البورصة الأمريكية AMEX)².

اتجهت البورصة الأمريكية في اتجاهين كما أسلفنا، حيث الطريق الأول هو طريق المنظمين الـ 24، والذين أسسوا بورصة نيويورك وأسموها بورصة نيويورك للأسهم والتبادل، وتم اختصار الاسم بعد ذلك في عام 1863م باسم بورصة نيويورك لتبادل الأسهم (NYSE)، واتخذوا بعد ذلك وول ستريت مقرا لهم، وكانت أكبر الشركات الأمريكية مدرجة بها.

¹ <https://www.asharqbusiness.com>, 01/03/2023.

² NISDATA, chronology of New York Stock Exchange(1792-1929), 02/03/2023

وعلى صعيد آخر اتجه تجار الشوارع بنيويورك بعد ثورة الذهب بكاليفورنيا والحرب الأهلية الأمريكية بإدراج الأسهم الصغيرة وأسهم الشركات الناشئة بسوق منظم وأسموه بورصة نيويورك الأمريكية (AMEX). وفي سنتي 2005-2006 انضمت بورصتا الباسيفيك وأرشيلاجو الأمريكيتين على التوالي وللتين تأسستا بالغرب الأمريكي بلوس أنجلوس إلى بورصة نيويورك وتكونت العملاقة NYSE Groupe في أوائل مارس من العام 2006 اندمجت بورصة نيويورك القابضة مع الأوراق المالية الإلكترونية أرخبيل "أركا"، وهي منصة تبادل إلكترونية لأسهم الشركات الأكثر نمواً. في سنة 2007 اندمجت بورصتا مجموعة نيويورك ويورونيكت ليكونوا أكبر تجمع بورصة عالمية وأصبح اسمها Nyse Euronext Groupe، وأصبحت تظم تحت جناحها كبرى الشركات الأمريكية المدرجة ببورصة نيويورك وأكثر من 1700 شركة من 6 دول أوروبية كانت تضمهم يورونيكت، وسمح هذا الاندماج بتداول الأسهم في مختلف مدن العالم لشبونة، بروكسل، أمستردام ولندن. في الأول من أكتوبر 2008 استحوزت بورصة نيويورك يورونيكت NYSE Euronext Groupe على بورصة نيويورك الأمريكية AMEX وإعادة تسميتها NYSE Alternex U.S ألترنكس الولايات المتحدة، وبذلك انضمت إليها الشركات الأوروبية ذات الرأسمال الصغير، وفي مارس 2009 تم تغيير بورصة نيويورك ألترنكس الولايات المتحدة إلى بورصة أمكس للأوراق المالية NYSE Euronext Groupe، وفي 10 ماي 2012 غيرت اسمها إلى بورصة نيويورك مكت ليك MKT LLK، وفي عام 2016 وبعد موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة تم تصنيف بورصة نيويورك مكت ليك في بورصة نيويورك تحت الرمز نيس أمريكا NYSE American.

في سنة 2013 استحوزت الشركة القابضة الأمريكية إيس Intercontinental Exchange على بورصة نيويورك يورونيكت، لتصبح بذلك مجموعة بورصة تحتوي على أكثر من 85% من الشركات الأمريكية وعلى 2000 شركة أوروبية من 6 دول مختلفة، وفي 2017 قامت الشركة القابضة إيس بضم مجموعة بورصة نيويورك مع البورصة الوطنية، والآن تعتبر مجموعة بورصة نيويورك مجموعة تابعة للشركة القابضة إيس، والتي يرمز لها بـ (Nyse: ICE)، وهي شركة رائدة في مجال التبادل العالمي، المقاصة، ومزود لخدمات البيانات¹.

¹ آيت بشير ليندة، ص ص243-244.

3-1-1- شروط التسجيل في بورصة نيويورك: تتلخص شروط التسجيل في بورصة نيويورك إلى ما يلي¹:
3-1-1- بالنسبة للشروط الأساسية:

- أن لا يقل صافي الربح الذي حققته الشركة في العام السابق عن 2.5 مليون دولار أمريكي، وأن لا يقل عن 2 مليون دولار أمريكي في السنتين السابقتين على ذلك العام؛
- أن لا يقل قيمة الأصول الملموسة عن 18 مليون دولار أمريكي؛
- أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم عن 18 مليون دولار أمريكي؛
- أن يوجد 2000 مساهم على الأقل يملك كل منهم 100 سهم أو أكثر.

3-1-2- بالنسبة للشروط المكملة الأخرى:

- أن تكون للشركة مكانة هامة على المستوى القومي، أي تثبت الشركة وجودها على أرض الواقع عن طريق مساهمتها في الناتج القومي؛
- أن تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة، ولها وضع متميز، أي تبرهن على قدرتها في التمايز عن باقي المؤسسات في الصناعة التي تنشط فيها؛
- أن تنتمي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع والنمو، أو لها فرصة المحافظة على مركزها في السوق، مع إلزام الشركة بمجرد قبولها طلب بتسجيل أسهمها في البورصة، القيام بالحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة، نشر تقارير ربع سنوية عن أرباحها وحساباتها الختامية سنويا، بالإضافة إلى حضر التعامل في تلك الأسهم على أساس البيع بالمكشوف.

هذا وإذا حدث بعد التسجيل عدم تحقق أحد الشروط الرئيسية السابقة عند حدودها الدنيا (كانخفاض عدد حائزي الأسهم الذين يملكون 100 سهم أو أكثر إلى أقل من 1200 مساهم، أو انخفاض عدد الأسهم المتداولة عن 600000 سهم، أو تراجع إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة عن 5 ملايين دولار)، فإنه يتم إلغاء التسجيل بواسطة البورصة، وبالتالي يتوقف التعامل فيها، كما يتم إلغاء تسجيل السهم إذا تم اندماج الشركة في شركة أخرى أو يتم شراؤها بواسطة شركة أخرى، وفي الحالات الأخرى يمكن أن يكون هناك تجميد التداول، بمعنى توقف مؤقت عن التعامل بالسهم، ويحدث هذا التجميد عادة إذا انخفض حجم التعامل بصورة غير طبيعية، بسبب انتشار شائعات لا تستند إلى أي أساس، إضافة إلى إمكانية تسجيل

¹ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2005-2006، ص 146.

الورقة المالية في أكثر من بورصة واحدة، كما يمكن أن تلغي البورصة التسجيل لأسباب أخرى تراها جوهرية... إلخ).

3-2- خصائص بورصة نيويورك: تتميز بورصة نيويورك عن بورصات الأوراق المالية الأخرى بالخصائص التالية¹:

- تعتمد على الصفقات وجها لوجه، بدلا من الصفقات الإلكترونية، ويتم جميع عمليات البيع والشراء بالمزاد العلني وبصوت عالٍ ومسموع، من هنا جاء منع المبادلات السرية منعاً باتاً، بالإضافة إلى أنه لا يجوز للسماح أن يتم طلبات البيع أو الشراء الواردة إليه من زبائنه دون عرضها في القاعة بطريقة المزاد العلني؛

- وجود نظام معلومات متطور وكفؤ؛

- القدرة الفائقة على الاتصال المستمر بجميع الأسواق المالية في العالم، وهذا من خلال ربطها بنظام إلكتروني متعدد الأطراف؛

- السماح ببيع الأوراق المالية للأجانب سواء من خلال السوق الثانوي، أو عبر إبرام صفقات خارج السوق المالي الرسمي.

4- قياس تأثير مؤشر Chaikin على عوائد مؤشر ناسداك المركب

تشير العديد من الدراسات النظرية إلى تأثير تداول المعلومات على قرار الاستثمار، كما توصلت بعض الدراسات التطبيقية لوجود علاقة طردية بين مدى توفر المعلومات السوقية والاتجاه العام للسوق، واعتماداً على هذه الدراسات حاولنا وضع نموذج لتأثير مؤشر من بين مؤشرات التي تستخدم في التحليل الفني على عوائد المؤشرات السوقية، وتم في هذه الدراسة محاولة قياس تأثير مؤشر Chaikin المستعمل في التحليل الفني على عوائد مؤشر بورصة ناسداك المركب، ثم نقوم بقياس تأثيره على مؤشر بورصة نيويورك المركب، ومحاولة معرفة مدى فعالية هذا السوق بناءً على هذه المؤشرات وذلك على النحو التالي:

4-1- صياغة النموذج القياسي

نحاول من خلال هذه الدراسة معرفة تأثير مؤشر Chaikin على عوائد مؤشر ناسداك المركب، ثم نقوم بصياغة النموذج المناسب بناءً على مختلف الدراسات وبعدها تقدير النموذج واختباره.

¹ أزهرى الطيب الفكي، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2017، ص 104.

4-1-1- تحديد متغيرات النموذج المقترح

تستخدم المؤشرات الفنية في البورصة لتحليل وفهم أسعار الأسهم والأصول المالية الأخرى، وهي تستند إلى الفكرة الأساسية بأن الأسعار ليست عشوائية وإنما تتبع أنماط معينة، وبمساعدة هذه المؤشرات، يمكن للمستثمرين تحليل الأنماط السعرية للأسهم وتوقعاتها المستقبلية، وتحديد التوقيت الأنسب للشراء أو البيع. من المهم الإشارة إلى أن استخدام المؤشرات الفنية لا يمنح مؤشرًا كاملاً عن توقعات البورصة ولا يضمن النجاح في الاستثمار، إنما يعد هذا الأسلوب مساعداً للمستثمرين في اتخاذ القرارات المالية الصحيحة وفقاً لتحليل الأنماط السعرية.

ومن بين الدراسات التي قامت بدراسة تأثير تداول المعلومات على قرار الاستثمار، والتي يمكن أن نوجزها على سبيل المثال لا الحصر، وهي كالتالي:

- دراسة بن اعمر بن حاسين، لحسين جديدين ومحمد بن بوزيان (2012)، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، ومن خلال هذه الدراسة تم الاعتماد على النموذج البسيط وكان التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى، حيث تم استخدام مؤشر سعر الأوراق المالية كمتغير تابع وتم استخدام مؤشر المعلومات كمتغير مستقل؛
- دراسة محمد فادي القرعان (2012)، كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية، تم من خلال هذه الدراسة استخدام النموذج البسيط، وكان المتغير التابع؛ مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، والمتغير المستقل؛ مؤشر الشركات المدرجة في البورصة، وتم التقدير بطريقة المربعات الصغرى؛
- دراسة بن اعمر بن حاسين (2012-2013)، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية، تم من خلال هذه الدراسة استخدام طريقة Johansen من أجل تقدير فعالية الأسواق المالية لمجموعة من الدول النامية لدراسة العلاقة طويلة الأجل بين أسعار الأسهم في مختلف الأسواق المالية المدروسة؛

- Manisha Khanna(2014), Value Relevance of Accounting Information: An Empirical study of selected Indian Firm.

تم من خلال هذه الدراسة اختبار علاقة المعلومات المحاسبية (القيمة الدفترية للسهم، العائد على السهم)، بأسعار أسهم عينة شملت 241 شركة مدرجة ببورصة بومباي (الهند)، للفترة الممتدة من سنة 2006 إلى غاية 2010، شملت هذه العينة الشركات التي تنشط في القطاع المصرفي، التأمين، الصناعة المالية ومؤسسات القطاع العام المركزية، ولتحقيق هذه الدراسة استعملت الباحثة ثلاث نماذج،

تتمثل في نموذج الانحدار الخطي المتعدد من أجل معرفة الأثر المجمع (Combine) للقيمة الدفترية للسهم والعائد على السهم على سعر السهم، ونموذجين الانحدار الخطي البسيط من أجل معرفة أثر كل متغير من متغيرات الدراسة على سعر السهم، أي أثر كل متغير من متغيرات الدراسة على سعر السهم، أي الأثر الفردي.

- تم الاعتماد في دراستنا على البيانات التاريخية للفترة الممتدة من 2015 إلى غاية 2022 لكل متغيرات الدراسة، والتي تم الاعتماد فيها على البيانات الشهرية لمتغيرات الدراسة من الموقع الإلكتروني: <https://sa.investing.com>

أولاً: المتغير المستقل؛ مؤشر Chaikin (مؤشر التدفق النقدي CMF)

مؤشر تشاين هو مؤشر تحليل تقني يستخدم لقياس حجم تدفق الأموال على مدى فترة زمنية محددة، وهو مفهوم أنشأه Mark Chaikin، وهو مقياس يستخدم لقياس ضغط البيع والشراء للورقة لفترة واحدة، ثم يقوم CMF بجمع حجم تدفق الأموال على مدار فترة مراجعة يحددها المستخدم، يمكن استخدام CMF كطريقة لزيادة تحديد التغيرات في ضغط البيع والشراء، ويمكن أن يساعد في توقع التغيرات المستقبلية وبالتالي فرص التداول.

يمكن أن يكون ضغط البيع والشراء طريقة جيدة لتأكيد الاتجاه المستمر، هذا يمكن أن يعطي التاجر مستوى إضافي من الثقة في الاتجاه الحالي من المحتمل أن يستمر.

خلال الاتجاه الصاعد يمكن أن يشير ضغط الشراء المستمر (قيم التدفق النقدي CMF أعلى من 0) إلى أن الأسعار ستستمر في الارتفاع.

خلال الاتجاه الهابط يمكن لضغط البيع المستمر (قيم التدفق النقدي CMF أقل من 0) أن يشير إلى أن الأسعار ستستمر في الانخفاض¹.

ثانياً: المتغير التابع؛ مؤشر بورصة ناسداك المركب

يعتبر أحد أهم مؤشرات الأسهم الرئيسية في العالم، ويتم تداوله يوميا جنبا إلى جنب مع مؤشر داو جونز ستاندر آندر بورز 500، وهو أحد أكثر مؤشرات الأسهم شيوعا التي يستشهد بها المحللين في السوق لتمثيل كيفية سوق الأسهم.

يتتبع المؤشر جميع الشركات المدرجة في بورصة ناسداك تقريبا، نظرا لوجود تركيز عال لشركات التكنولوجيا المدرجة في بورصة ناسداك.

¹ <https://ar.tradingview.com/support/solutions/43000501974/>, 01/03/2023

مؤشر ناسداك المركب هو مؤشر مرجح للقيمة السوقية، بمعنى أنه يتم ترجيح كل شركة مدرجة في المؤشر بناء على إجمالي قيمتها السوقية أو القيمة السوقية لأسهمها القائمة، وبالتالي فإن الشركات الكبيرة ذات رؤوس الأموال الكبيرة يكون لها تأثير أكبر على أداء المؤشر من الشركات الصغيرة. على سبيل المثال بينما يحتوي مؤشر ناسداك المركب على آلاف الأوراق المالية فإن 10 شركات فقط تشكل 43% من إجمالي محافظتها من حيث القيمة السوقية، أكبر 10 شركات في مؤشر ناسداك المركب هي: آبل، ميكروسوفت، أمازون، ألفابيت، ميتا، تسلا، نيفيادا، بايبال وأنتل¹.

من خلال معادلة التقدير نحصل على النموذج الخطي التالي:

$$\text{Nasdaq}(t) = B_0 + B_1 \text{ Chaikin}(t) + \varepsilon(t)$$

حيث أن:

B_i : معاملات النموذج مع $(i=1,2,\dots,k)$.

$\varepsilon(t)$ حد الخطأ العشوائي

فيما يخص علاقة المتغير المستقل بالمتغير التابع جاءت كما يلي:

يمكن استخدام مؤشر Chaikin في تحليل حركة سعر مؤشر ناسداك وتحديد ما إذا كان هناك ضغط شرائي أو بيعي في السوق.

على سبيل المثال، إذا ارتفع مؤشر ناسداك وزاد حجم التداول في الوقت نفسه، فهذا يشير عادةً إلى وجود ضغط شرائي قوي في السوق، مما يشير إلى احتمال حدوث مزيد من الارتفاعات، وعلى العكس من ذلك، إذا انخفض مؤشر ناسداك وزاد حجم التداول في الوقت نفسه، فهذا يشير عادةً إلى وجود ضغط بيعي قوي.

4-1-2- الدراسة الوصفية لمتغيرات لمؤشر بورصة ناسداك المركب

يكون التحليل الوصفي من خلال عرض لأهم الخصائص الإحصائية لمتغيرات النموذج المدروس، عدد المشاهدات، المتوسط الحسابي، أعظم قيمة وأدنى قيمة، الوسيط، التشتت، وفيما يلي الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة:

¹<https://almasdaronline.com, 01/03/2023>

- تحليل النتائج الاحصائية:

جدول رقم (04): الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة مؤشر بورصة ناسداك المركب

VARIABLE	NASDAQ	CHAIKIN
Mean	0.015901	0.006829
Median	0.021400	0.011800
Maximum	0.185800	0.138800
Minimum	-0.146600	-0.186000
Std. Dev.	0.060249	0.050971
Skewness	-0.272539	-0.512870
Kurtosis	3.301291	4.550503
Jarque-Bera	1.551545	13.82481
Probability	0.460348	0.000995
Observations	96	96

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12.

من خلال النتائج الوصفية الاحصائية في الجدول يتبين أن عوائد مؤشر بورصة ناسداك المركب موجبة خلال فترة الدراسة بمتوسط حسابي موجب بقيمة 0.015901 وبوسيط قيمته 0.021400 وانحراف معياري يساوي 0.060249 فيما بلغ معامل الالتواء -0.272539 وهي قيمة سالبة تدل على أن منحني التوزيع التكراري ملتوي قليلا جهة اليسار بمعامل تفلطح قيمته 3.301291 ، كما يتضح ذلك في الجدول أعلاه.

4-2- تقدير و تحليل النموذج القياسي المقترح لمؤشر بورصة ناسداك المركب

4-2-1- اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمؤشر بورصة ناسداك المركب

سوف نقوم باختبار استقرار السلاسل الزمنية لعوائد مؤشر بورصة ناسداك ومؤشر Chaikin باستعمال

اختبار AugmentedDickey-Fuller واختبار Phillip-perron حسب التالي:

الفرضيات:

H_0 : يوجد جذر الوحدة في السلسلة أي أن السلسلة الزمنية غير مستقرة؛

H_1 : لا يوجد جذر الوحدة في السلسلة أي أن السلسلة الزمنية مستقرة.

الفصل الرابع: اختبار تأثير عدم تناظر المعلومات على فعالية بورصتي ناسداك ونيويورك

جدول رقم (05): اختبار استقرار السلسلة PP+ADF مؤشر بورصة ناسداك

UNIT ROOT TEST TABLE (PP)			
<u>At Level</u>			
		NASDAQ	CHAIKIN
With Constant	t-Statistic	-11.4331	-11.3293
	Prob.	0.0001	0.0001
With Constant & Trend	t-Statistic	-11.3593	-11.2582
	Prob.	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend	t-Statistic	-10.5074	-10.9695
	Prob.	0.0000	0.0000
<u>At First Difference</u>			
		d(NASDAQ)	d(CHAIKIN)
With Constant	t-Statistic	-91.8532	-68.0688
	Prob.	0.0001	0.0001
With Constant & Trend	t-Statistic	-92.4569	-67.5236
	Prob.	0.0001	0.0001
Without Constant & Trend	t-Statistic	-76.7391	-68.0688
	Prob.	0.0000	0.0000
UNIT ROOT TEST TABLE (ADF)			
<u>At Level</u>			
		NASDAQ	CHAIKIN
With Constant	t-Statistic	-11.4239	-11.1732
	Prob.	0.0001	0.0000
With Constant & Trend	t-Statistic	-11.3506	-11.1077
	Prob.	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend	t-Statistic	-10.5229	-10.9668
	Prob.	0.0000	0.0000
<u>At First Difference</u>			
		d(NASDAQ)	d(CHAIKIN)
With Constant	t-Statistic	-10.4151	-7.9648
	Prob.	0.0000	0.0000
With Constant & Trend	t-Statistic	-10.3449	-7.9169
	Prob.	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend	t-Statistic	-10.4743	-8.0132
	Prob.	0.0000	0.0000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال النتائج نلاحظ أن السلاسل الزمنية لعوائد مؤشر بورصة ناسداك المركب ومؤشر Chaikin، مستقرة عند المستوى لعدم وجود جذر وحدوي، حيث نلاحظ أن نتائجها معنوية وأقل من 5%، كما تشير له قيم Prob المحسوبة لاختبارات الاستقرار ADF و PP و على هذا الأساس نرفض الفرضية الصفرية و نقبل الفرض الوحيد وبالتالي تسمح لنا هذه النتيجة بتقدير النموذج التالي:

4-2-2- تحليل الانحدار البسيط:

لمعرفة المتغيرات التي تؤثر على مؤشر بورصة ناسداك، نقوم بتقدير النموذج القياسي حسب طريقة المربعات الصغرى بين المتغير المستقل و المتمثل في مؤشر Chaikin والمتغير التابع مؤشر بورصة ناسداك المركب ثم اختبار الفرضيات وصولاً إلى نتائج الدراسة. وعند تقدير النموذج تحصلنا على ما يلي:

جدول رقم (06): تحليل الانحدار البسيط بطريقة المربعات الصغرى لمؤشر بورصة ناسداك المركب

Dependent Variable: NASDAQ
Method: Least Squares
Date: 12/03/23 Time: 20:22
Sample: 2015M01 2022M12
Included observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CHAIKIN	0.778508	0.091737	8.486317	0.0000
C	0.010584	0.004694	2.255123	0.0264
R-squared	0.623795	Mean dependent var		0.015901
Adjusted R-squared	0.627771	S.D. dependent var		0.060249
S.E. of regression	0.045575	Akaike info criterion		-3.318280
Sum squared resid	0.195250	Schwarz criterion		-3.264856
Log likelihood	161.2775	Hannan-Quinn criter.		-3.296686
F-statistic	72.01758	Durbin-Watson stat		2.051305
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال نتائج الجدول رقم (06): نلاحظ وجود علاقة موجبة معنوية بين متغير مؤشر Chaikin وعوائد مؤشر بورصة ناسداك المركب، مما يعني أن مؤشر Chaikin يؤثر إيجاباً على عوائد بورصة ناسداك المركب، وهذا يعني أنه كلما تغير مؤشر Chaikin بقيمة واحدة يتغير مؤشر عوائد بورصة ناسداك المركب في نفس الاتجاه بقيمة 0.778508، وهذا يدل على وجود علاقة طردية بين مؤشر Chaikin ومؤشر بورصة ناسداك المركب.

4-3- الدراسة الاحصائية للنموذج لمؤشر بورصة ناسداك المركب

معامل التحديد $R^2 = 0.62$ مما يعني أن 62% من تغيرات عوائد مؤشر ناسداك المركب تعود أسبابها إلى التغير في تغيرات المتغير المستقل مؤشر Chaikin و 38% من تغيرات عوائد مؤشر ناسداك المركب تعود أسبابها إلى متغيرات أخرى لم يتم ادراجها في النموذج.

وبما أن المتغيرات المفسرة ذو معنوية، فعليه النموذج صالح للدراسة الإحصائية.

4-3-1 - تشخيص النموذج لمؤشر بورصة ناسداك المركب

أولاً: تشخيص الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية

هناك عدة اختبارات تسمح لنا بالكشف عن ما إذا كانت الأخطاء العشوائية مرتبطة ذاتياً أم لا، وعلى هذا الأساس فإننا نقوم باستخدام الاختبارات الشهيرة منها اختبار Durbin-Watson والذي يعتمد على إيجاد إحصائيتين جدوليتين (D_L, D_U) ، وذلك بمعرفة عدد المشاهدات N وعدد المتغيرات المفسرة K ، لكي لا يكون هناك ارتباط بين الأخطاء يجب أن تكون الإحصائية DW المحسوبة والمستخرجة في عملية التقدير محصورة بين D_L و $4-D_L$ ، من خلال جدول توزيع دارين واتسون نجد أن القيم المجدولة هي $(D_L=1.64, D_U=1.68)$ والقيمة المحسوبة هي $DW=2.05$ والنتيجة أن قيمة دارين واتسون تقع في مرحلة القبول إذن نقبل الفرض الصفري $\rho=0$ ، ونقرر عدم وجود ارتباط ذاتي، وللتأكد نقوم باستخدام اختبار آخر هو اختبار Berush Godfrey.

ثانياً: اختبار Berush Godfrey

يقوم هذا الاختبار على الفرضية المنعدمة H_0 والبديلة H_1 حيث:

H_0 عدم وجود ارتباط بين الأخطاء؛

H_1 يوجد ارتباط بين الأخطاء.

إذا كان الاحتمال المقابل للإحصائية $n \cdot R^2$ أكبر من حد المعنوية المقترح فإننا نقبل فرضية العدم التي

تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، ونتائج الاختبار موضحة كما يلي:

جدول رقم (07): نتائج اختبار Berush Godfrey لمؤشر بورصة ناسداك المركب

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.280918	Prob. F(2,92)	0.7557
Obs*R-squared	0.582705	Prob. Chi-Square(2)	0.7473

الفصل الرابع: اختبار تأثير عدم تناظر المعلومات على فعالية بورصتي ناسداك ونيويورك

Date: 03/12/23 Time: 20:18
Sample: 2015M01 2022M12
Included observations: 96

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.095	-0.095	0.9004	0.343
		2	-0.130	-0.140	2.5937	0.273
		3	-0.004	-0.032	2.5950	0.458
		4	-0.115	-0.142	3.9517	0.413
		5	0.016	-0.019	3.9777	0.553
		6	0.201	0.171	8.1871	0.225
		7	-0.084	-0.051	8.9262	0.258
		8	-0.051	-0.030	9.1991	0.326
		9	-0.088	-0.113	10.039	0.347
		10	-0.019	-0.014	10.080	0.434
		11	0.084	0.038	10.853	0.456
		12	-0.069	-0.116	11.379	0.497
		13	-0.067	-0.077	11.894	0.536
		14	-0.103	-0.148	13.116	0.517
		15	-0.080	-0.102	13.857	0.536
		16	0.088	-0.000	14.769	0.542
		17	0.001	-0.080	14.769	0.612
		18	0.022	0.022	14.827	0.674
		19	-0.127	-0.165	16.793	0.604
		20	-0.072	-0.078	17.429	0.625
		21	-0.027	-0.128	17.521	0.679
		22	0.192	0.093	22.194	0.448
		23	0.040	0.012	22.400	0.496
		24	0.136	0.145	24.829	0.415
		25	-0.110	-0.042	26.434	0.385
		26	0.034	0.024	26.582	0.431
		27	0.030	0.004	26.710	0.480
		28	0.021	-0.025	26.772	0.531
		29	0.063	0.031	27.336	0.554
		30	0.115	0.138	29.207	0.507
		31	-0.161	-0.074	32.968	0.371
		32	0.025	0.018	33.057	0.415

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال الجدول الممثل لدالة الارتباط الذاتي و الجزئي (AC-PAC) لبواقي النموذج المقدر، نلاحظ أن جميع الأعمدة داخل مجال الثقة و إحصائية الاختبار Q-Star غير معنوية ، و بالتالي نقبل الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط و هو نفس الشيء بالنسبة لاختبار Breusch-Godfrey Correlation LM، الاحتمال المقابل للإحصائية $n.R^2$ (0.74) أكبر من حد المعنوية (0.05) وعليه نقبل فرضية العدم التي تنص على أن الأخطاء غير مرتبطة ببعضها البعض.

4-3-2- اختبار ثبات تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة ناسداك المركب

هناك العديد من الاختبارات نأخذ اختبارات Berush-Pagan-Godfrey و Arch والتي تقوم على الفرضيتين: المنعدمة H_0 البديلة H_1 حيث:

H_0 عدم وجود تجانس بين الأخطاء ، H_1 يوجد تجانس بين الأخطاء

إذا كان الاحتمال المقابل للإحصائية $n.R^2$ أكبر من حد المعنوية المقترح (5%) فإننا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم تجانس الأخطاء، ونتائج الاختبار فيما يلي:

جدول رقم(08): اختبار تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة ناسداك المركب

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	3.595438	Prob. F(1,94)	0.0610
Obs*R-squared	3.536662	Prob. Chi-Square(1)	0.0600
Scaled explained SS	3.499874	Prob. Chi-Square(1)	0.0614

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

جدول رقم(09): اختبار تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة ناسداك المركب

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.875840	Prob. F(1,93)	0.3518
Obs*R-squared	0.886328	Prob. Chi-Square(1)	0.3465

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

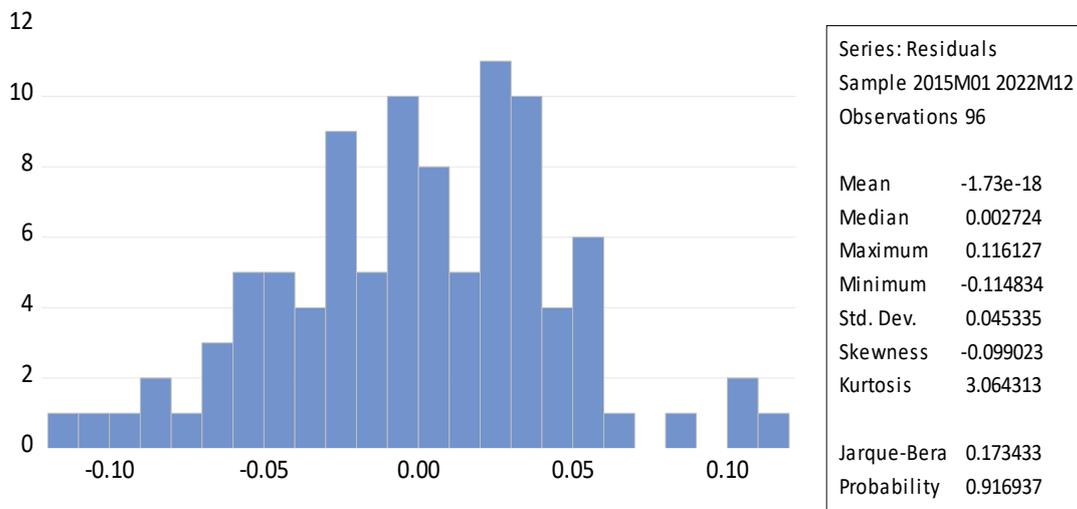
نلاحظ من خلال الجدولين أعلاه أن قيمة احتمال الإحصائية $obs^*R-squared$ أكبر من مستوى المعنوية 5% وهي نفس النتيجة التي توصلنا إليها من خلال استخدامنا لكل من الاختبارين Berush-Pagan-Godfrey و Arch، وبالتالي فإننا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم تجانس الأخطاء العشوائية.

4-3-3- اختبار طبيعية الأخطاء العشوائية لمؤشر ناسداك المركب

لمعرفة ما إذا كانت الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي أم لا نقوم بإجراء اختبار جارك-بيرا (Jarque-Bera) على النحو التالي:

للتحقق من شرط التوزيع الطبيعي Jarque-Bera وجدنا أن نتيجة الاختبار غير معنوية وهو ما يدعم أن البواقي يخضعون للتوزيع الطبيعي و من خلال قيمة $J-B=0.17$ أقل من $\chi^2=5.7$ ، وهو ما يؤكد أن النموذج يخضع للتوزيع الطبيعي حسب ما هو مبين في الشكل (13) أدناه.

الشكل رقم (13): التوزيع الطبيعي للأخطاء لمؤشر ناسداك المركب

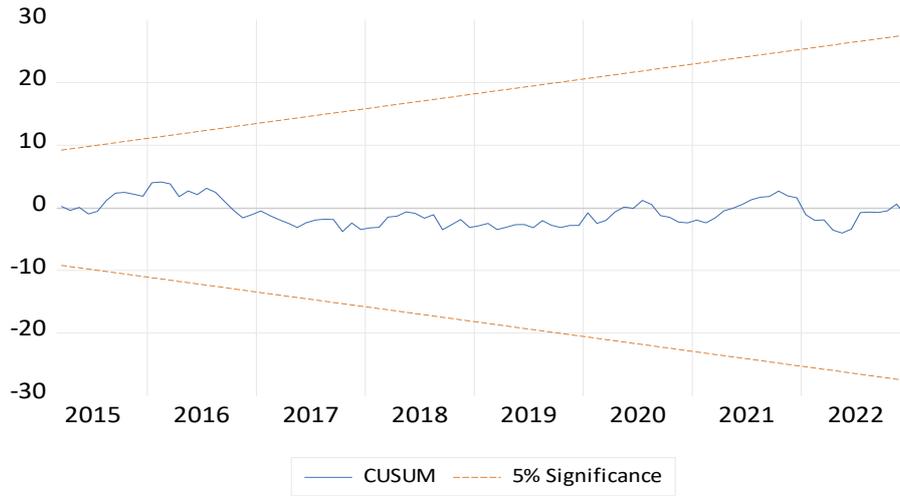


المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

4-3-4- اختبار الاستقرارية للنموذج لمؤشر بورصة ناسداك المركب

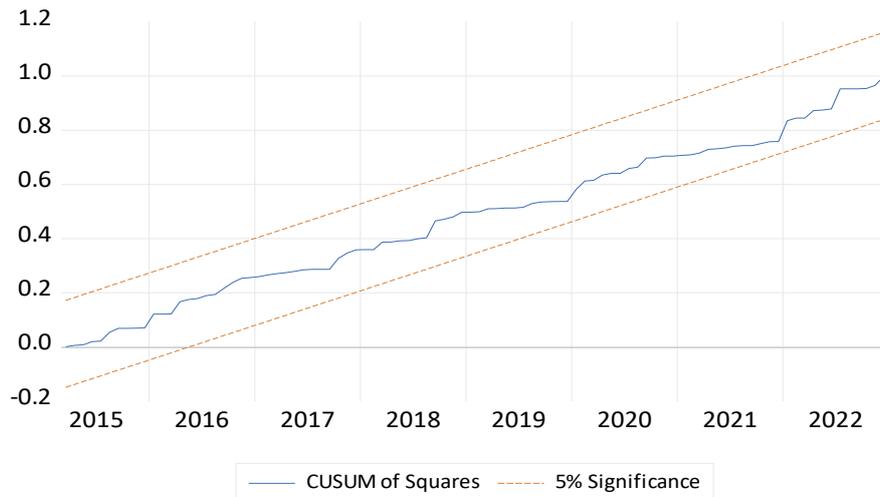
لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لابد من استخدام أحد الاختبارات التالية: المجموع التراكمي للبواقي Cusum، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي Cusum Of Squares، وهوما يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (14): نتائج اختبار استقرارية النموذج Cusum لمؤشر بورصة ناسداك المركب



المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

الشكل رقم (15): نتائج اختبار استقرارية النموذج CUSUM OF SQUARES لمؤشر بورصة ناسداك المركب



المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

بما أن التمثيل البياني في كل من CUSUM و CUSUM Of SQUARES داخل الحدود الحرجة عند مستوى 0.05، نقبل باستقرارية النموذج.

4-3-5- تحليل و تفسير النتائج لمؤشر بورصة ناسداك المركب

يلاحظ من خلال نتائج التقدير السابقة أن قيمة الاحتمال تحقق فرضية العدم أقل من مستوى معنوية 5%، أي $P-Value = 0.0000 < 0.05$ ، وبالتالي فإننا نرفض فرضية العدم التي تقضي بعدم معنوية النموذج، ومنه نستنتج أن النموذج ذو معنوية.

بالنسبة إلى R^2 يلاحظ أن قيمة معامل التحديد قريبة من الواحد ($R^2 = 0.623795$)، وهذا ما يفسر بوجود علاقة قوية بين المتغير التابع والمتغير المفسر له بمعدل $R^2 = 0.62$ ، مما يعني أن 62% من تغيرات عوائد مؤشر ناسداك المركب تعود أسبابها إلى التغير في تغيرات المتغير المستقل مؤشر Chaikin و 38% من تغيرات عوائد مؤشر ناسداك المركب تعود أسبابها إلى متغيرات أخرى لم يتم ادراجها في النموذج، وبالتالي مؤشر Chaikin يؤثر على مؤشر ناسداك المركب، حيث أنه توجد علاقة طردية بين مؤشر التحليل الفني Chaikin ومؤشر بورصة ناسداك المركب، فكلما كان التغير في نسبة مؤشر Chaikin إلى الأعلى يتغير مؤشر ناسداك المركب في نفس الاتجاه والعكس صحيح، وبالتالي فإن المعلومات التي يوفرها مؤشر Chaikin للمستثمرين عن اتجاه السوق وإشارات التداول في بورصة ناسداك تؤثر في اتخاذ القرار الاستثماري مما يؤدي إلى الرفع من عوائد مؤشر ناسداك المركب، وبالتالي تعبر هذه المعطيات عن توفر المعلومات السوقية لدى جميع المستثمرين مما ينفى وجود حالة عدم تناظر المعلومات وبالتالي نلاحظ وجود حالة لتناظر المعلومات، ومن هنا نستنتج أن بورصة ناسداك سوق فعال.

5- قياس تأثير مؤشر Chaikin على عوائد مؤشر بورصة نيويورك المركب.

5-1- صياغة النموذج القياسي.

نحاول من خلال هذه الدراسة معرفة تأثير مؤشر Chaikin على عوائد مؤشر بورصة نيويورك المركب، ثم نقوم بصياغة النموذج المناسب بناء على مختلف الدراسات وبعدها تقدير النموذج و اختباراه.

5-1-1- تحديد متغيرات النموذج المقترح

أولاً: المتغير المستقل: مؤشر Chaikin؛ مؤشر التدفق النقدي CMF (تم التطرق إليه في المطلب الرابع).

ثانياً: المتغير التابع؛ مؤشر بورصة نيويورك المركب

مؤشر نيويورك المركب هو مؤشر يقيس أداء أكثر من 2000 شركة مدرجة في بورصة نيويورك، ويشمل هذا المؤشر الشركات التي تمثل مختلف القطاعات الاقتصادية مثل الصناعة والتكنولوجيا والرعاية الصحية والخدمات المالية والطاقة والاتصالات والتجزئة والبناء والنقل وغيرها.

ويعتبر مؤشر بورصة نيويورك المركب من المؤشرات الأكثر شمولاً للأسهم المدرجة في بورصة نيويورك، ويتم استخدامه كمؤشر عام عن حالة سوق الأسهم الأمريكية ككل، ويعد من المؤشرات الهامة التي يستخدمها المستثمرون والمحللون لمراقبة أداء الأسواق المالية واتخاذ القرارات المالية المناسبة.

يقيس مؤشر بورصة نيويورك المركب Nyse Composite أداء جميع الأسهم العادية المدرجة في بورصة نيويورك، بما في ذلك إيصالات الإيداع الأمريكية الصادرة عن الشركات الأجنبية، وصناديق الاستثمار العقاري وتتبع الأسهم، يتم احتساب أوزان مكونات المؤشر على أساس القيمة السوقية للتداول الحر، يتم حساب المؤشر نفسه على أساس عائد السعر وإجمالي العائد، والذي يتضمن توزيعات الأرباح¹.

من خلال معادلة التقدير نحصل على النموذج الخطي التالي:

$$Nya(t) = B0 + B1 Chaikin (t) + \epsilon(t)$$

حيث أن:

B_i : معاملات النموذج مع $(i=1,2, \dots, k)$.

$\epsilon(t)$: حد الخطأ العشوائي

فيما يخص علاقة المتغير المستقل بالمتغير التابع جاءت كما يلي:

يمكن استخدام مؤشر Chaikin في تحليل حركة سعر مؤشر نيويورك المركب وتحديد ما إذا كان هناك ضغط شرائي أو بيعي في السوق، على سبيل المثال، إذا ارتفع مؤشر بورصة نيويورك المركب وزاد حجم التداول في الوقت نفسه، فهذا يشير عادةً إلى وجود ضغط شرائي قوي في السوق، مما يشير إلى احتمال حدوث مزيد من الارتفاعات، وعلى العكس من ذلك، إذا انخفض مؤشر بورصة نيويورك المركب وزاد حجم التداول في الوقت نفسه، فهذا يشير عادةً إلى وجود ضغط بيعي قوي.

¹ <https://mostasmer.com/01/03/2023>.

5-1-2- الدراسة الوصفية للمتغيرات لمؤشر بورصة نيويورك المركب

يكون التحليل الوصفي من خلال عرض لأهم الخصائص الإحصائية لمتغيرات النموذج المدروس، عدد المشاهدات، المتوسط الحسابي، أعظم قيمة وأدنى قيمة، الوسيط، التشتت، وفيما يلي الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة:

- تحليل النتائج الإحصائية:

جدول رقم (10): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لمؤشر بورصة نيويورك المركب

variable	NYA	CHAIKIN
Mean	0.004534	0.006829
Median	0.005250	0.011800
Maximum	0.126900	0.138800
Minimum	-0.167900	-0.186000
Std. Dev.	0.044984	0.050971
Skewness	-0.526387	-0.512870
Kurtosis	4.782115	4.550503
Jarque-Bera	17.13706	13.82481
Probability	0.000190	0.000995
Observations	96	96

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12.

من خلال النتائج الوصفية الإحصائية في الجدول يتبين أن عوائد مؤشر بورصة نيويورك المركب موجبة خلال فترة الدراسة بمتوسط حسابي موجب بقيمة 0.004534 وبوسيط قيمته 0.005250 وانحراف معياري يساوي 0.044984 فيما بلغ معامل الالتواء -0.526387 وهي قيمة سالبة تدل على أن منحنى التوزيع التكراري ملتوي قليلا جهة اليسار بمعامل تفلطح قيمته 4.782115، كما هو موضح في الجدول أعلاه.

5-2- تقدير و تحليل النموذج القياسي المقترح لمؤشر بورصة مؤشر بورصة نيويورك المركب Nyse Composite

5-2-1- اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمؤشر بورصة نيويورك المركب Nyse Composite

سوف نقوم باختبار استقرار السلاسل الزمنية لعوائد مؤشر بورصة نيويورك المركب ومؤشر Chaikin باستعمال اختبار Augmented Dickey-Fuller واختبار Phillip-perron حسب التالي:

الفرضيات:

H_0 : يوجد جذر الوحدة في السلسلة أي أن السلسلة الزمنية غير مستقرة؛

H_1 : لا يوجد جذر الوحدة في السلسلة أي أن السلسلة الزمنية مستقرة.

جدول رقم (11): اختبار استقرار السلسلة PP+ADF لمؤشر بورصة نيويورك المركب

UNIT ROOT TEST TABLE (PP)			
<u>At Level</u>			
		NYA	CHAIKIN
With Constant	t-Statistic	-11.0571	-11.3293
	Prob.	0.0000	0.0001
With Constant & Trend	t-Statistic	-10.9912	-11.2582
	Prob.	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend	t-Statistic	-10.9340	-10.9695
	Prob.	0.0000	0.0000
<u>At First Difference</u>			
		d(NYA)	d(CHAIKIN)
With Constant	t-Statistic	-90.5632	-68.0688
	Prob.	0.0001	0.0001
With Constant & Trend	t-Statistic	-89.9923	-67.5236
	Prob.	0.0001	0.0001
Without Constant & Trend	t-Statistic	-89.6119	-68.0688
	Prob.	0.0000	0.0000
UNIT ROOT TEST TABLE (ADF)			
<u>At Level</u>			
		NYA	CHAIKIN
With Constant	t-Statistic	-10.9383	-11.1732
	Prob.	0.0000	0.0000
With Constant & Trend	t-Statistic	-10.8770	-11.1077
	Prob.	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend	t-Statistic	-10.8502	-10.9668
	Prob.	0.0000	0.0000
<u>At First Difference</u>			
		d(NYA)	d(CHAIKIN)
With Constant	t-Statistic	-8.0020	-7.9648
	Prob.	0.0000	0.0000
With Constant & Trend	t-Statistic	-7.9543	-7.9169
	Prob.	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend	t-Statistic	-8.0514	-8.0132
	Prob.	0.0000	0.0000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

الفصل الرابع: اختبار تأثير عدم تناظر المعلومات على فعالية بورصتي ناسداك ونيويورك

من خلال النتائج نلاحظ أن السلاسل الزمنية لعوائد مؤشر بورصة نيويورك المركب ومؤشر Chaikin، مستقرة عند المستوى لعدم وجود جذر وحدوي، حيث نلاحظ أن نتائجها معنوية وأقل من 5%، كما تشير له قيم Prob المحسوبة لاختبارات الاستقرار ADF و PP وعلى هذا الأساس نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرض الوحيد وبالتالي تسمح لنا هذه النتيجة بتقدير النموذج القياسي.

5-2-2- تحليل الانحدار البسيط بين متغيرات الدراسة لمؤشر بورصة نيويورك المركب

لمعرفة المتغيرات التي تؤثر على مؤشر بورصة نيويورك المركب، نقوم بتقدير النموذج القياسي حسب طريقة المربعات الصغرى بين المتغير المستقل والمتمثل في مؤشر Chaikin والمتغير التابع المتمثل في مؤشر بورصة نيويورك المركب، ثم اختبار الفرضيات وصولاً إلى نتائج الدراسة. وعند تقدير النموذج تحصلنا على ما يلي:

جدول رقم (12): تحليل الانحدار البسيط بطريقة المربعات الصغرى لمؤشر بورصة نيويورك المركب

Dependent Variable: NYA

Method: Least Squares

Date: 12/03/23 Time: 20:26

Sample: 2015M01 2022M12

Included observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CHAIKIN	0.849367	0.024719	34.36153	0.0000
C	-0.001266	0.001265	-1.001123	0.3193
R-squared	0.926258	Mean dependent var		0.004534
Adjusted R-squared	0.925474	S.D. dependent var		0.044984
S.E. of regression	0.012280	Akaike info criterion		-5.941021
Sum squared resid	0.014176	Schwarz criterion		-5.887597
Log likelihood	287.1690	Hannan-Quinn criter.		-5.919426
F-statistic	1180.715	Durbin-Watson stat		2.211159
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال نتائج الجدول رقم (12) نلاحظ وجود علاقة موجبة معنوية بين متغير مؤشر Chaikin وعوائد مؤشر بورصة نيويورك المركب، مما يعني أن مؤشر Chaikin يؤثر إيجاباً على عوائد مؤشر بورصة نيويورك المركب، وهذا يعني أنه كلما تغير مؤشر Chaikin بقيمة واحدة يتغير مؤشر بورصة نيويورك المركب في نفس الاتجاه بقيمة 0.926258، وهذا يدل على وجود علاقة طردية قوية جداً بين مؤشر Chaikin ومؤشر بورصة نيويورك المركب.

5-3- الدراسة الاحصائية للنموذج لمؤشر بورصة نيويورك المركب

معامل التحديد $R^2 = 0.92$ ، مما يعني أن 92% من تغيرات عوائد مؤشر بورصة نيويورك المركب تعود أسبابها في المتغير المستقل مؤشر Chaikin و 08% من تغيرات عوائد مؤشر بورصة نيويورك المركب تعود أسبابها إلى متغيرات أخرى لم يتم ادراجها في النموذج، وبالتالي فإن مؤشر Chaikin يؤثر على مؤشر بورصة نيويورك المركب.

وبما أن المتغيرات المفسرة ذو معنوية، فعليه النموذج صالح للدراسة الإحصائية.

5-3-1- تشخيص النموذج لمؤشر بورصة نيويورك المركب

أولاً: تشخيص الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية

هناك عدة اختبارات تسمح لنا بالكشف عن ما إذا كانت الأخطاء العشوائية مرتبطة ذاتياً أم لا، وعلى هذا الأساس فإننا نقوم باستخدام الاختبارات الشهيرة منها اختبار Durbin-Watson والذي يعتمد على إيجاد إحصائيتين جدوليتين (D_L, D_U) ، وذلك بمعرفة عدد المشاهدات N وعدد المتغيرات المفسرة K ، لكي لا يكون هناك ارتباط بين الأخطاء يجب أن تكون الإحصائية DW المحسوبة والمستخرجة في عملية التقدير محصورة بين D_L و $4-D_L$ ، من خلال جدول توزيع دارين واتسون نجد أن القيم المجدولة هي $(D_L=1.64, D_U=1.68)$ والقيمة المحسوبة هي $DW=2.21$ والنتيجة أن قيمة دارين واتسون تقع في مرحلة القبول إذن نقبل الفرض الصفري $\rho=0$ ، و نقرر عدم وجود ارتباط ذاتي، وللتأكد نقوم باستخدام اختبار آخر هو اختبار Berush Godfrey.

ثانياً: اختبار Berush Godfrey

يقوم هذا الاختبار على الفرضية المنعدمة H_0 والبديلة H_1 حيث:

H_0 : عدم وجود ارتباط بين الأخطاء؛

H_1 : يوجد ارتباط بين الأخطاء.

إذا كان الاحتمال المقابل للإحصائية $n.R^2$ أكبر من حد المعنوية المقترح فإننا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، ونتائج الاختبار موضحة كما يلي:

جدول رقم (13): نتائج اختبار Berush Godfrey لمؤشر بورصة نيويورك المركب

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	1.346082	Prob. F(2,92)	0.2653
Obs*R-squared	2.729347	Prob. Chi-Square(2)	0.2555

Date: 03/12/23 Time: 20:29
Sample: 2015M01 2022M12
Included observations: 96

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.050	-0.050	0.2456	0.620
		2	0.041	0.038	0.4125	0.814
		3	-0.124	-0.121	1.9692	0.579
		4	0.136	0.126	3.8672	0.424
		5	0.017	0.037	3.8974	0.564
		6	0.067	0.047	4.3625	0.628
		7	-0.075	-0.043	4.9570	0.665
		8	0.064	0.047	5.3908	0.715
		9	-0.132	-0.125	7.2802	0.608
		10	0.066	0.029	7.7550	0.653
		11	-0.056	-0.036	8.2331	0.692
		12	0.224	0.192	13.861	0.310
		13	-0.045	0.008	14.088	0.368
		14	-0.001	-0.030	14.088	0.443
		15	-0.046	0.017	14.337	0.500
		16	0.100	0.036	15.502	0.488
		17	-0.074	-0.078	16.157	0.513
		18	0.084	0.049	17.010	0.522
		19	-0.030	0.030	17.121	0.582
		20	0.024	-0.036	17.193	0.640
		21	-0.128	-0.065	19.255	0.569
		22	0.104	0.079	20.643	0.543
		23	-0.060	-0.041	21.109	0.574
		24	0.007	-0.079	21.116	0.632
		25	-0.108	-0.047	22.649	0.598
		26	-0.045	-0.081	22.916	0.638
		27	-0.074	-0.059	23.672	0.648
		28	0.022	-0.029	23.742	0.695
		29	0.016	0.088	23.780	0.740
		30	-0.058	-0.104	24.252	0.761
		31	-0.111	-0.090	26.032	0.720
		32	0.024	0.026	26.118	0.758

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال الجدول الممثل لدالة الارتباط الذاتي والجزئي (AC-PAC) لبواقي النموذج المقدر، نلاحظ أن جميع الأعمدة داخل مجال الثقة وإحصائية الاختبار Q-Star غير معنوية، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط وهو نفس الشيء بالنسبة لاختبار Breusch-Godfrey Correlation LM، الاحتمال المقابل للإحصائية $n \cdot R^2$ (0.25) أكبر من حد المعنوية (0.05) وعليه نقبل فرضية عدم التنصص على أن الأخطاء غير مرتبطة ببعضها البعض.

5-3-2- اختبار ثبات تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة نيويورك المركب

هناك العديد من الاختبارات نأخذ اختبارات Berush-Pagan-Godfrey و Arch والتي تقوم على الفرضيتين: المنعدمة H_0 البديلة H_1 حيث:
 H_0 : عدم وجود تجانس بين الأخطاء؛
 H_1 يوجد تجانس بين الأخطاء.

إذا كان الاحتمال المقابل للإحصائية $n.R^2$ أكبر من حد المعنوية المقترح (5%) فإننا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم تجانس الأخطاء، ونتائج الاختبار في ما يلي:

جدول رقم (14): اختبار تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة نيويورك المركب

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.224400	Prob. F(1,94)	0.6368
Obs*R-squared	0.228628	Prob. Chi-Square(1)	0.6325
Scaled explained SS	0.182723	Prob. Chi-Square(1)	0.6690

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

جدول رقم (15): اختبار تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة نيويورك المركب

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.233196	Prob. F(1,93)	0.6303
Obs*R-squared	0.237615	Prob. Chi-Square(1)	0.6259

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

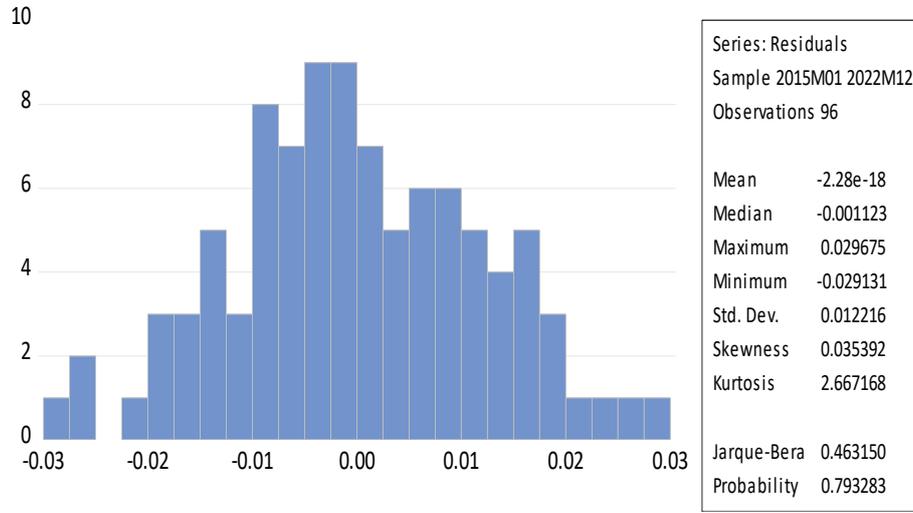
نلاحظ من خلال الجدولين أعلاه أن قيمة احتمال الإحصائية $obs*R-squared$ أكبر من مستوى المعنوية 5% وهي نفس النتيجة التي توصلنا إليها من خلال استخدامنا لكل من الاختبارين Berush-Pagan-Godfrey و Arch، وبالتالي فإننا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم تجانس الأخطاء العشوائية.

3-3-5- اختبار طبيعية الأخطاء العشوائية لمؤشر بورصة نيويورك المركب Nyse Composite

لمعرفة ما إذا كانت الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي أم لا نقوم بإجراء اختبار جارك-بيرا (Jarque-Bera) على النحو التالي:

للتحقق من شرط التوزيع الطبيعي Jarque-Bera وجدنا أن نتيجة الاختبار غير معنوية وهو ما يدعم أن البواقي يخضعون للتوزيع الطبيعي ومن خلال قيمة $J-B = 0.46$ أقل من $\chi^2 = 5.7$ ، و هو ما يؤكد أن النموذج يخضع للتوزيع الطبيعي حسب ما هو مبين في الشكل (16) أدناه.

الشكل رقم (16): التوزيع الطبيعي للأخطاء لمؤشر بورصة نيويورك المركب

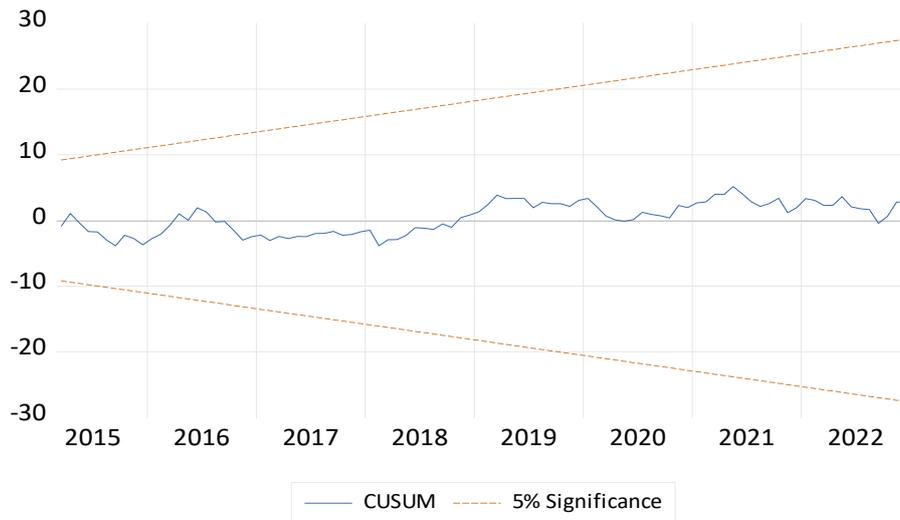


المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

5-3-4- اختبار الاستقرار للنموذج لمؤشر بورصة نيويورك المركب

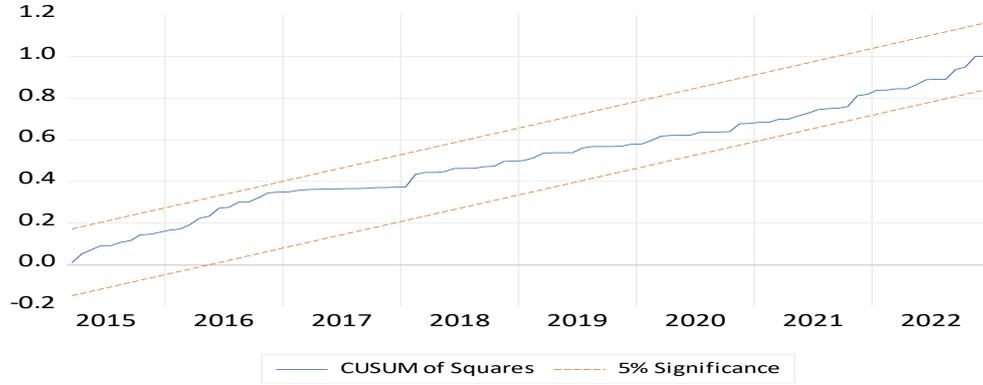
لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لابد من استخدام أحد الاختبارات التالية: المجموع التراكمي للبواقي CUSUM، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي CUSUM Of Squares، وهوما يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (17): نتائج اختبار استقرارية النموذج CUSUM لمؤشر بورصة نيويورك المركب



المصدر بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

الشكل رقم (18): نتائج اختبار استقرارية النموذج CUSUM Of Squares لمؤشر بورصة نيويورك المركب



المصدر بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

بما أن التمثيل البياني في كل من CUSUM، و CUSUM Of SQUARES داخل الحدود الحرجة عند مستوى 0.05، نقبل باستقرارية النموذج.

5-3-5- تحليل و تفسير النتائج لمؤشر بورصة نيويورك المركب

يلاحظ من خلال نتائج التقدير السابقة أن قيمة الاحتمال تحقق فرضية العدم أقل من مستوى معنوية 5%، أي $P-Value = 0.0000 < 0.05$ ، وبالتالي فإننا نرفض فرضية العدم التي تقضي بعدم معنوية النموذج، ومنه نستنتج أن النموذج ذو معنوية.

بالنسبة إلى R^2 يلاحظ أن قيمة معامل التحديد قريبة من الواحد ($R^2 = 0.926258$) وهذا ما يفسر بوجود علاقة قوية جدا بين المتغير التابع والمتغير المفسر له بمعدل $R^2 = 0.92$ ، مما يعني أن 92% من تغيرات عوائد مؤشر بورصة نيويورك المركب تعود أسبابها إلى التغير في تغيرات المتغير المستقل مؤشر Chaikin، و 8% من تغيرات عوائد مؤشر بورصة نيويورك المركب تعود أسبابها إلى متغيرات أخرى لم تدرج في النموذج، وبالتالي مؤشر Chaikin يؤثر على مؤشر بورصة نيويورك المركب، حيث أنه توجد علاقة طردية قوية جدا بين مؤشر التحليل الفني Chaikin ومؤشر بورصة نيويورك المركب، فكلما كان التغير في نسبة مؤشر Chaikin إلى الأعلى يتغير مؤشر بورصة نيويورك المركب NYSE Composite في نفس الاتجاه والعكس صحيح، وبالتالي فإن المعلومات التي يوفرها مؤشر Chaikin للمستثمرين عن اتجاه السوق وإشارات التداول في بورصة نيويورك تساهم في اتخاذ القرار الاستثماري، مما يؤدي إلى الرفع من عوائد مؤشر بورصة نيويورك المركب، وبالتالي تعبر هذه المعطيات عن توفر المعلومات

الفصل الرابع: اختبار تأثير عدم تناظر المعلومات على فعالية بورصتي ناسداك ونيويورك

السوقية بقوة لدى جميع المستثمرين، مما ينفي وجود حالة عدم تماثل المعلومات، وبالتالي نلاحظ وجود حالة لتناظر المعلومات، ومن هنا نستنتج أن بورصة نيويورك سوق جد فعال.

خلاصة الفصل الرابع:

من خلال هذا الفصل تمت الإجابة عن الإشكالية المطروحة في الدراسة، والتي كانت تتمحور حول ما إذا كانت الأسواق المالية محل الدراسة أسواق مالية فعالة بعيدة عن التأثيرات السلبية لمشكلة عدم تناظر المعلومات أم لا؟ ولهذا السبب قمنا في الفصل الثالث بعرض انعكاسات وتأثيرات مشكلة عدم تناظر المعلومات على بورصة الأوراق المالية، والتطرق كذلك إلى الآليات التي تحد من تأثيرات هاته المشكلة كتحقيق كفاءة الأسواق وحوكمة الشركات، لنأتي في الأخير إلى اختبار تأثير عدم تناظر المعلومات على فعالية بورصتي ناسداك ونيويورك، حيث توصلت الدراسة التطبيقية إلى النتائج التالية:

- تم التوصل إلى وجود علاقة طردية بين مؤشر التحليل الفني وكلا من المؤشرات المركبة لبورصتي ناسداك ونيويورك، فكلما كان التغيير في نسبة مؤشر Chaikin إلى الأعلى يتغير كلا من المؤشرين المركبين في نفس الاتجاه والعكس صحيح، وبالتالي فإن المعلومات التي يوفرها مؤشر Chaikin للمستثمرين عن اتجاه السوق في البورصتين تؤثر في قرارات الاستثمار بالإيجاب، مما يساهم في الرفع من عوائد المؤشرين، وبالتالي تعبر هذه المعطيات عن توفر المعلومات السوقية لدى جميع المستثمرين مما ينفي وجود حالة عدم تناظر المعلومات، وبالتالي نلاحظ وجود حالة تناظر المعلومات، وهذا ما يعكس فعالية البورصتين؛

- تم التوصل إلى أن بورصة نيويورك أكثر فعالية بالمقارنة ببورصة ناسداك، وذلك من حيث المعلومات التي يوفرها مؤشر Chaikin حول عملية الشراء والبيع في البورصة؛

- تم التوصل إلى أن المعلومات التي يوفرها مؤشر Chaikin حول اتجاه السوق وإشارات التداول في كلا البورصتين تعتبر متفاوتة، وهذا ما يعبر عن توفر المعلومات للمستثمرين بنسبة مرتفعة في بورصة نيويورك، والتي تمثل نسبة (92%)، بالمقارنة بالمعلومات المتوفرة لدى المستثمرين في بورصة ناسداك والتي تمثل (62%)؛

- تم التوصل إلى أنه يمكن الاعتماد على مؤشر Chaikin كدليل معلوماتي بالنسبة للمستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الصحيحة.

خاتمة عامة

الخاتمة العامة:

لا يمكن القول أن كل الأسواق المالية في مختلف العالم تتسم بنفس الدرجة من الكفاءة في ترشيد الموارد المالية، فما تؤديه السوق المالية على درجة كبيرة من الكفاءة والتنظيم من أدوار في الحياة الاقتصادية لا يمكن مقارنته بالأسواق المالية ذات كفاءة منخفضة، التي لا تزال في المراحل الأولى على مسار التنمية الاقتصادية، ومع ذلك أصبحت مسألة زيادة الرفاهية الاقتصادية من خلال تبني خيار التمويل عن طريق الأسواق المالية تتوقف على الكفاءة السوقية ودورها في تنمية وتخصيص الاستثمارات، وتعد المعلومات أحد أهم المحددات الرئيسية لتطور ونضج الأسواق المالية، أي أن كفاءة وفعالية السوق المالي تتوقف بدرجة كبيرة على كفاءة نظام المعلومات بالسوق المالي.

إذ يعتبر عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات من شأنه أن يؤثر سلباً على سير أداء السوق المالي، وفي حالة عدم تكافؤ فرص حصول على المعلومات في السوق المالي تسمى هذه الحالة بعدم تناظر المعلومات، والمقصود بعدم التناظر هو امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون، كأن يحوز كبار موظفي المؤسسة على معلومات معينة يستطيعون حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي لحسابهم الخاص، وذلك قبل نشرها في التقارير المالية.

تؤدي حالة عدم تناظر المعلومات إلى عدم كفاءة وفعالية الأسواق المالية، لأن معظم المستثمرين سيكونون غير قادرين على الوصول إلى المعلومات التي يحتاجون إليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية. يمكن القول أن الأسواق المالية تعد الموجه الأساسي لحركة النشاط الاقتصادي لأي دولة، ومن الضروري بناء تلك الأسواق على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة، لذا كان من الأهمية إبراز الدور الرقابي الذي تمارسه هيئة البورصة حتى يتسنى لها تنظيم عملياتها وحماية المتعاملين فيها، وتوفير المناخ الملائم لسلامة المعاملات المالية، كما أنه يتطلب الارتقاء بكفاءة السوق ورفع مستوى الأداء بتدريب العاملين في تلك الأسواق المالية وتحسين مهاراتهم وتطوير مستوى أدائهم.

نتائج الدراسة واختبار الفرضيات

من خلال دراستنا لمختلف الجوانب المتعلقة بتأثيرات عدم تناظر المعلومات على كفاءة وفعالية الأسواق المالية، ومن خلال إسقاط الدراسة على بورصتي ناسداك ونيويورك، توصلنا إلى النتائج التالية بعد اختبار الفرضيات والإجابة على التساؤلات:

1- الفرضية الأولى: لاحظنا من خلال الفرضية الأولى في الفصل الأول، أن الأسواق المالية تساهم في تحفيز سلوك الاستثمار للأفراد والشركات من خلال انتشار نشاط الأسواق المالية من طرح الأسهم والسندات التي يصدرها المستثمرون أو وسطائهم لتمويل المشروعات وتنفيذ الأفكار الاستثمارية؛

- إن الأسواق المالية تساهم في حشد الموارد المالية وتحفيز الادخار من خلال فاعلية الأسواق المالية وقدرتها على تقديم عائد مرتفع على الادخار، عندما تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين عن طريق الاكتتاب في الأسهم والسندات؛

- تعكس الأسواق المالية مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في مناخ الاقتصاد السائد، حيث إن إلزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التداول في السوق يعبران عن مناخ استثماري صحي وكفء؛

- توفر الأسواق المالية مجموعة من الأدوات المالية التي تهيء للمستثمر خيارات أوسع في شتى مجالات الاستثمار، كما توجه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم، وترشيد الإنفاق الاستثماري، وتحذرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى؛

- تعتبر الأسواق المالية بالغة الأهمية من وجهة نظر المستثمرين وكذلك من وجهة القطاعات الإنتاجية المختلفة، ومن ثم هناك مجموعة من العوامل التي يمكن استخدامها كمقياس لتطور الأسواق المالية وتأثيرها المباشر بالنمو الاقتصادي للدولة، أهمها السيولة ورسملة السوق، بالإضافة إلى معدل دوران الأسهم في السوق.

2- الفرضية الثانية: لاحظنا من خلال بحثنا هذا في الفصل الثاني، أنه تكمن أسباب ظهور مشكلة عدم تناظر المعلومات في نقص المعلومات، والذي يرجع لعدم كفاية المستثمرين والمستفيدين من المعلومات التي تحجبها عنهم الإدارة وهي المعلومات الداخلية وهم مطالبون باتخاذ قرارات استراتيجية رشيدة عن الأرباح المحاسبية والقرارات الاستثمارية؛

- تظهر مشكلة عدم تناظر المعلومات بسبب تنوع المعلومات التي تصل الى المستثمرين أو المستفيدين سواء كانت معلومات داخلية أو أي معلومات أخرى يتحقق من استخدامها مكاسب غير عادية؛

- تسبب ظاهرة عدم تماثل المعلومات فجوة معلوماتية وهي ناتجة عن اختلاف حجم المعلومات الداخلية والمعلومات المنشورة للجميع؛

- تحدث ظاهرة عدم تناظر المعلومات نتيجة حدوث مقابلة مالية بين طرفين على الأقل بشرط وجود تعارض في مصالح هذه الأطراف؛

3- الفرضية الثالثة: لاحظنا من خلال بحثنا في الفصل الثالث، أنه تتعدد الانعكاسات والتأثيرات السلبية لمشكلة عدم التناظر، ومن أهم انعكاسات مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة بورصة الأوراق المالية وهي كالاتي؛ ترشيد القروض، نظرية الإشارات، الأدوات التمويلية البديلة والآليات الردعية، أما فيما يخص الآثار الناجمة عن ظاهرة عدم تماثل المعلومات نذكر منها؛ تؤدي حالة عدم تماثل المعلومات إلى زيادة تكلفة التمويل؛ انخفاض كفاءة بورصة الأوراق المالية وخلق فجوة قيمة بين قيمة السهم وسعر السهم.

ومما سبق ذكره من انعكاسات وتأثيرات لعدم التناظر، يمكن الحد من هاته التأثيرات السلبية باتخاذ آليات تحد من عدم تماثل المعلومات كتحقيق كفاءة الأسواق وحوكمة الشركات.

4- الفرضية الرابعة: لاحظنا من خلال بحثنا أن الفرضية الرابعة غير محققة في الفصل الرابع، حيث تتحقق الفعالية في كلا من البورصتين، وذلك لأن المعلومات التي يوفرها مؤشر Chaikin للمستثمرين عن اتجاه السوق وإشارات التداول في كلا البورصتين تؤثر في قرارات الاستثمار بالإيجاب مما يساهم في الرفع من عوائد المؤشرين المركبين، وبالتالي تعبر هذه المعطيات عن توفر المعلومات السوقية لدى جميع المستثمرين مما ينفي وجود حالة عدم تناظر المعلومات.

توصيات الدراسة:

بالرغم من أن الدراسة توصلت إلى وجود كفاءة وفعالية لكلا من بورصتي ناسداك ونيويورك، إلا أن هذا لا يمنع من ضرورة التحسين والتطوير المستمر للهيكلة التنظيمية لهذه الأسواق سواء تعلق الأمر بالمنظمين، المتعاملين، الأدوات المالية المتداولة وقوانين وإجراءات التداول، وكذا الإفصاح والشفافية لضمان السير الحسن والنشر الجيد للمعلومات للحفاظ على كفاءة وفعالية الأسواق، بعيدا كل البعد عن التأثيرات السلبية لمشكلة عدم التماثل في المعلومات.

آفاق الدراسة:

يمكننا في هذا الإطار أن نقترح بعض المواضيع التي قد نكون تطرقنا لها بشكل مختصر لكننا لم نستطع التوسع فيها نظرا لتخصيص مجال دراستنا في الموضوع، ومن المقترحات كآفاق للدراسة ما يلي:

- دراسة تأثير المعلومات المتداولة على أداء الأسهم في الأسواق المالية؛
- الدور المحتمل للتكنولوجيا في تخفيض عدم تناظر المعلومات في سوق الأوراق المالية؛
- تقييم كفاءة وفعالية الأسواق المالية الناشئة وتحدياتها.

قائمة المصادر

والمراجع

المصادر والمراجع باللغة العربية:

- الكتب:

- 1- ابراهيم عواد المشاقبة، أثر الخصخصة على إدارة تطوير المنتجات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 2- أحمد علي خضر، حوكمة الشركات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2014.
- 3- أحمد ماهر، دليل المدير في الخصخصة، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1996.
- 4- أحمد محمد فهمي سعيد البرزنجي، مدخل في التمويل والاستثمار، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، الطبعة الأولى، بغداد، 2014.
- 5- أحمد هني، العملة والنقود، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1991.
- 6- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية -إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 7- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2004.
- 8- أزهرى الطيب الفكي، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2017.
- 9- البراوي شعبان محمد اسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي -دراسة تحليلية نقدية، الطبعة الأولى، دمشق، دار الفكر، 2002.
- 10- المرسي السيد حجازي، الخصخصة: إعادة ترتيب دور الدول ودور القطاع الخاص، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، بيروت، 2001.
- 11- أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007.
- 12- أنطوان الناشف، الخصخصة، التخصيص: مفهوم جديد لفكرة الدولة ودورها في الإدارة، المنشورات الحالية القومية، لبنان، 2000.
- 13- ايهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.

- 14- بن ابراهيم الغالي، الأسواق المالية الدولية -تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2019.
- 15- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
- 16- جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010.
- 17- حمزة محمود الزيبي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
- 18- حيدر عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفشل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى، عمان، 2016.
- 19- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 20- رائد محمود طربوش، الاحتيايل والبورصة العالمية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010.
- 21- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2005.
- 22- سالم صلال راهي الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، مؤسسة دار الصادق الثقافية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2017.
- 23- سالم محمد عبود، احمد محمد فهمي سعيد، الإستثمار وأدواته في الأسواق المالية - دراسة تحليلية لواقع السوق المالية العراقي والعربي والأمريكي، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، الطبعة الأولى، بغداد، 2014.
- 24- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002.

- 25- صلاح الدين حسن السيبي، الأسواق المالية "الأزمات المالية العالمية"، دار الفكر العربي، 2008، القاهرة.
- 26- ضياء مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات، منشورات، 1998.
- 27- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 28- عاطف وليد اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008.
- 29- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010.
- 30- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، السلسلة الحديثة للبنوك وصناديق الاستثمار والبورصة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، الطبعة الثانية، القاهرة، 2010.
- 31- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
- 32- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 33- عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010.
- 34- عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2015.
- 35- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية -البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 36- علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي، الطبعة الأولى، عمان، 2012.

- 37- فريد النجار، **البورصات والهندسة المالية**، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 1998-1999.
- 38- فريد راغب النجار، **أسواق المال والمؤسسات المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
- 39- قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)**، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 40- ماهر كنج شكري، مروان عوض، **المالية الدولية - العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق**، منتدى سور الأزيكية، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الطبعة الأولى، 2003.
- 41- محفوظ جبار، **الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**، دار هومة، الجزء الثاني، الجزائر، 2002.
- 42- محمد الصيرفي، **البورصات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 43- محمد بن مسلم الراددي، **إدارة البنوك الإسلامية بعد عولمة أسواق المال**، الطبعة الأولى، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2002.
- 44- محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العيد، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002/2001.
- 45- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 46- محمد عبد الحميد أحمد الإمبابي، **سياسات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية -مدخل تقييمي تحليلي**، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2018.
- 47- محمد عبد الحميد محمد عطية، **الاستثمار في البورصة: سوق المال - التحليل الأساسي - أدوات التحليل المالي - التحليل الفني - مؤشرات أداء السوق - اتجاهات الأسعار - محفظة الاستثمار**، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2011.
- 48- محمد عبد الله شاهين، **الأسواق المالية العربية - التكامل - التحديات - فرص النمو**، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2016.

- 49- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)، دار النشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية الأولى، 2005.
- 50- مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتب العصرية، بيروت، 2013.
- مداني أحمد، الأزمات المالية لأسواق الأوراق المالية العربية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2018.
- 51- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشاكلها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2003.
- 52- مستجير رمزي شاكر، دور سوق المال وبورصة الأوراق المالية في تشجيع الاستثمارات، دار الكتاب الحديث، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، مصر، 2010.
- 53- مصطفى كولار وآخرون، الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالية، ألفا للوثائق، قسنطينة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2019.
- 54- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، سوريا، دمشق، 2009.
- 55- مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، دمشق، 2014.
- 56- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2006.
- 57- نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية: الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري العملية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الثانية، عمان، 2015.
- 58- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
- 59- يوسف علي، المدخل المعاصر للتحليل المالي ودوره في الأسواق المالية، المركز العربي للتعريب والترجمة والتأليف والنشر، دمشق، 2013.
- أطروحات الدكتوراه:

- 1- الجوزي غنية، انعكاسات العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة -دراسة حالة سوق أوراق ماليزيا، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، (2018-2019).
- 2- العمري صفية، سبل تفعيل كفاءة أسواق الأوراق المالية لجذب الاستثمارات المالية لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية -دراسة حالة أسواق الأوراق المالية لدول المغرب العربي، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد مالي وتقنيات كمية، جامعة الجزائر 3، 2017-2018.
- 3- آيت بشير ليندة، التحليل الفني ودوره في التنبؤ بحركة بورصة الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، جامعة الجزائر 3، 2018.
- 4- بسمة نزار، الحوكمة وإدارة المخاطر في الأسواق المالية -دراسة مقارنة لعينة من الشركات المدرجة في بورصتي عمان والجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد المنظمات، جامعة جيلالي ليايس بلعباس، الجزائر، 2018-2019.
- 5- بوترية وهيبية، علاقة البنوك بالبورصة والأزمات المالية -دراسة حالة أزمة الرهن العقاري 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية، جامعة وهران 2، الجزائر، (2015-2016).
- 6- بوراس بودالية، آليات حوكمة الشركات ودورها في الحد من الفساد الإداري والمالي، أطروحة دكتوراه، مالية وإدارة أعمال، جامعة بلحاج بوشعيب عين تموشنت، (2021-2022).
- 7- بن فريحة حسام، بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم مالية، جامعة الجيلالي ليايس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2020-2021.
- 8- بوعبد الله علي، أثر الأسواق المالية على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014.
- 9- بن وارث حجيلة، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2016-2017.

- 10- بن لخضر مسعودة، أثر تطبيق الإفصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية -دراسة مجموعة من الدول النامية، أطروحة دكتوراه، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة المسيلة، الجزائر، 2019-2020
- 11- جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي -دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016)، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة سطيف1، الجزائر، (2017-2018).
- 12- حسان طاهر شريف، دور تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في رفع كفاءة الأسواق المالية العربية - دراسة تجارب دولية، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة مالية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2020.
- 13- حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية -دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 03، (2017-2018).
- 14- حوحو فطوم ، سياسة تفعيل الأسواق المالية العربية -دراسة حالة السوق المالي السعودي، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- 15- خرخاش جمال، أثر تطبيق حوكمة الشركات في تفعيل أنظمة الرقابة الداخلية لدى البنوك التجارية الجزائرية -دراسة استشرافية، أطروحة دكتوراه، بنوك مالية ومحاسبة، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، (2017-2018).
- 16- دريش زهرة، أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية الناشئة دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية ونقود، جامعة سيدي بلعباس، الجزائر، (2019-2020).
- 17- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2005-2006.

- 18- رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، الجزائر، (2014-2015).
- 19- سامية شارفي، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية العربية -حالة الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه، محاسبة مالية وبنوك، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2018.
- 20- ساسية جدي، دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية -دراسة تحليلية قياسية لبعض مؤشرات البورصات: بورصة ماليزيا واندونيسيا من 2007-2017، أطروحة دكتوراه، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، (2021-2022).
- 21- سليمة شارف بن حليلة، دور الخصخصة في تحقيق الكفاءة الاقتصادية في المؤسسات العامة: دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة دمشق، سوريا، 2009.
- 22- شعبان فرج، الحكم الراشد كمدخل حديث لترشيد الانفاق العام والحد من الفقر -دراسة حالة الجزائر(2000-2010)، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، 2012.
- 23- طارق ابراهيم محمد أحمد أبو شوك، معوقات الإدراج في بورصة قطر: البواعث والحلول، رسالة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، جامعة الجزيرة، السودان، 2016.
- 24- عبد القادر عيادي، جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات وانعكاساتها على كفاءة السوق المالية، حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة الشلف، 2014.
- 25- عبو عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية، أطروحة دكتوراه، تخصص العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، (2015-2016).

- 26- عمر قيرة ، الهندسة المالية وإدارة مخاطر تمييز رأس المال في المؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة شركات مؤشر CAC 40، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف 1، الجزائر، (2017-2018).
- 27- عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال -دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- 28- كموش عبد المجيد، دور مؤشرات حوكمة الشركات في التنبؤ بالتعثر المالي للشركات -دراسة حالة مجموعة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، 2021.
- 29- لحسين عبد القادر، الهندسة المالية وتطوير أدوات التمويل -مدخل لتحسين كفاءة أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، الجزائر، (2015-2016).
- 30- لعبني سارة، دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في ترقية الاستثمار -دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية وبنوك، جامعة الجزائر 03، الجزائر، (2016-2017).
- 31- لعصامي آمنة، تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات الأسواق المالية العربية -دراسة حالة السوق المالية السعودية وبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم مالية ومصرفية، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2020-2021.
- 32- مازري عبد الحفيظ ، دور الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات -دراسة قياسية على مستوى بورصة NASDAQ، أطروحة دكتوراه، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة تلمسان، الجزائر، 2014-2015.
- 33- مختار حميدة، الأسواق المالية وخصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية ودور العملية في إحداث التنمية -دراسة حالة بعض الشركات العربية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.
- 34- مداني أحمد، أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات -حالة الأسواق الناشئة، أطروحة دكتوراه، نقود ومالية، جامعة الشلف، الجزائر، (2013-2014).

35- مناصرية خولة ، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية -دراسة حالة الأردن 1990-2014، أطروحة دكتوراه، جامعة بسكرة، الجزائر، (2015-2016).

36- نعاس مريم نجاة، استراتيجية التنوع الاستثماري كآلية لإدارة المخاطر في محافظة الأوراق المالية -حالة البورصات العربية، أطروحة دكتوراه، تخصص محاسبة، مالية وبنوك، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2017.

37- هدى بورفيس، تأثير المعلومات على كفاءة الأسواق المالية،-دراسة حالة بعض الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية، محاسبة، والتسويق في المؤسسات، جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر، 2017/2018.

38- يمينة ختروسي، متطلبات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بالاعتماد على التجربة الماليزية والبحرينية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2016-2017.

- الدوريات:

1- ابراهيم محمد الكريم الطحان، أثر الإفصاح الاختياري عن معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات على عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية - دراسة نظرية وتطبيقية، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة جامعة كفر الشيخ، مصر، المجلد 5، العدد 1، 2018.

2- أحمد مداني، مداح عبد الهادي، دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الإمارات للأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 2، العدد 1، 2016.

3- أسامة سالم مفتاح، محمد فرج شقوف، نموذج مقترح لقياس مستوى الإفصاح الاختياري بالتقارير المالية السنوية -دراسة على الشركات والمصارف المتداول أسهمها في سوق المال الليبي، الجامعي، العدد 34، 2021.

4- الجوزي جميلة، العمري صفية، تأثير استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال على كفاءة الاسواق المالية الخليجية: دراسة حالة بورصة (الإمارات، السعودية، الكويت)، مجلة الاقتصاد الجديد، مجلد 2، العدد 17، 2017.

- 5- العماري الطاهر، زروقي براهيم، واقع حوكمة الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الناشئة، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 8، العدد 1، 2021.
- 6- أميمة عبد الناصر محمد مصطفى، التقارير المتكاملة وتخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات المحاسبية بسوق الأوراق المالية المصري-دراسة نظرية، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، المجلد 6، العدد 3، 2022.
- 7- إيمان رحال، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية لتمويل مشاريع النمو الاقتصادي، أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 10، العدد 01، 2016.
- 8- أيمن تيريرات، عمار شلابي، أثر تطبيق آلية حوكمة الشركات على ممارسات التحفظ المحاسبي في القوائم المالية، مجلة أرصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 5، العدد 1، 2022.
- 9- بسبع عبد القادر، بن عيسى بن علي، دور الإفصاح في ظل المعايير الدولية للتقارير المالية وأثره على زيادة كفاءة الأسواق المالية، مجلة البحوث والدراسات التجارية، المجلد 1، العدد 1، 2017.
- 10- بشرى أسامة محمد علي مشعل، صباح الدين زعيم، كفاءة أسواق رأس المال والممارسات الغير أخلاقية فيه، مجلة العلوم الانسانية والطبيعية، المجلد 4، العدد 2، 2023.
- 11- بداوي مصطفى، دور المعلومة في دعم وتعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة الإبداع، المجلد 5، العدد 5، 2015.
- 12- بن امر بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 1، العدد 2، 2012.
- 13- بن عبد الله رشيدة رشا، أهمية استخدام الهندسة المالية في الأسواق المالية الناشئة، مجلة الاقتصاد والقانون، المجلد 8، العدد 1، 2018.
- 14- بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، مجلد 3، العدد 1، 2017.

- 15- بلال نصيرة، عطا الله عمر، دور آليات حوكمة الشركات في الحد من ممارسات المحاسبة الإبداعية -دراسة ميدانية ببعض الشركات المسعرة في البورصة بالجزائر، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 7، العدد 1، 2022.
- 16- بهوري نبيل، بوفاسة سليمان، مستقبل أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية ومتطلبات تفعيلها، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02، العدد 17، 2017.
- 17- جبار صحن عيسى سماري، استعمال التداول الإلكتروني وتأثيره في تحسين أداء سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 86، بغداد، العراق، 2016.
- 18- حاتم عبد الفتاح الشعراوي، أثر مستوى الإفصاح عن معلومات الحوكمة في الحد من عدم تماثل المعلومات -دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، مصر، المجلد 4، العدد 1، 2022.
- 19- حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 2، العدد 4، 2013.
- 20- حسان طاهر شريف وآخرون، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية - دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 15، العدد 20، 2019.
- 21- حميدة مختار، الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية - المبررات وشروط النجاح، مجلة الباحث، المجلد 1، العدد 7، 2009-2010.
- 22- خالد عبد الحفيظ محمد حمد، الإصلاحات الهيكلية للاقتصاد الكلي في البنيان الاقتصادي - الخصخصة نموذجا، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 22، العدد 01، 2020.
- 23- خضير عقبة، رضا زهواني، اختبار كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2013-2017)، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 2، العدد 1، 2019.
- 24- دعاء نعمان الحسيني، عدنان سالم قاسم، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على عائد ومخاطر الاستثمار بالأوراق المالية -دراسة تطبيقية على عينة من أسهم الشركات المسجلة في

- سوق المال السعودي للفترة 2002-2003، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 21، جامعة تكريت، العراق، 2011.
- 25- دويس عبد القادر، بن ساحة إيمان، أهمية الحوكمة في مواجهة مشكل عدم تناظر المعلومات المالية -دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2004-2018)، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 23، العدد 02، 2020.
- 26- ربيعة عبو، استخدام الخرائط البيانية للتحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالتطبيق على سهم سابك وسهم مصرف الراجحي السعودي، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 8، العدد 2، 2022.
- 27- رياض دهال، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية: سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، الكويت، المعهد العربي للتخطيط، مارس، 2004.
- 28- ريمة مناع، لعرابة مولود، أثر جودة المعلومات المالية والاقتصادية على استقرار النظام المالي، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد ، العدد 1، 2014.
- 29- زبير عياش وآخرون، أهمية حوكمة الشركات في مواجهة مشكل التضليل والإفصاح عن المعلومات المالية - دراسة قياسية لسوق الأوراق المالية دبي خلال الفترة 2000 - 2019، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 11، العدد 2، 2021.
- 30- زينب صادق ابراهيم العامري، محمد سمير دهيرب الربيعي، الإفصاح الاختياري عن خدمات التأمين وأثره على أداء الشركات - دراسة تطبيقية في عينة من شركات التأمين العراقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 13، العدد 44، 2018.
- 31- سام سعد محمد، عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 41، العدد 2، 2014.
- 32- سعيدي حنان، حشماوي محمد، أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي، مجلة المدبر، المجلد 5، العدد 1، 2018.

- 33- سليمان بن بخمة، الشريف ربحان، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية - دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودي للفترة 2007-2016، مجلة العلوم التجارية والتسيير، المجلد 13، العدد 1، 2017.
- 34- شارفي سامية، تطبيق الاقتصاد الإسلامي في الأسواق المالية الناشئة -التأمين التكافلي نموذجاً، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المجلد 3، العدد 2، 2019.
- 35- شهاب حمد شيحان، إشكالية الخصخصة وانعكاساتها في رفع كفاءة الأداء الاقتصادية - دراسة تحليلية تطبيقية، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 1، العدد 2، 2008.
- 36- شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد، العدد 10، 2010.
- 37- شيماء مبارك، استراتيجية الخصخصة في المؤسسة الجزائرية، مجلة العلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد 8، العدد 26، 2016.
- 38- صبيحة برزان فهود، عدم تماثل المعلومات المحاسبية -الأسباب والمعالجات المقترحة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 87، 2016.
- 39- صدوقي غريسي، بوشيخي محمد رضا، حوكمة الشركات بين البعد النظري والواقع -قراءة في المبادئ ومؤشرات القياس، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 16، العدد 1، 2021.
- 40- صلاح هيمت محمد، صلاح نوري خلف، دور المدقق الخارجي في مراجعة المعلومات المالية المرهلية وفقاً للمعايير الدولية - بحث تطبيقي في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 2، العدد 40، 2017.
- 41- طلال حسن محمد سليمان، مخاطر استخدام التحليل الفني في اتخاذ القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية - دراسة حالة سهم الشركة السعودية للصناعات الأساسية سابقاً، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 3، العدد 1، 2019.

- 42- عابد فضيلة، أنس مملوك، تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية في جذب الاستثمار -دراسة ميدانية على سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 36، العدد 5، سوريا، 2014.
- 43- عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، صندوق النقد العربي، العدد 21، أبو ضبي، 2021.
- 44- عبد الصمد سعودي، بن لخضر مسعودة، دور السياسة النقدية في تفعيل أداء الأسواق المالية الناشئة، مجلة الحدث للدراسات المالية والاقتصادية، المجلد 3، العدد 2، 2020.
- 45- عصام لعياضي، دراسة تحليلية لواقع مساهمة الأسواق المالية في تنمية اقتصاد الشركات الرياضية، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 08، العدد 01، 2020.
- 46- علام عثمان ، حملة عز الدين، استخدام المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق المالي، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 6، العدد 2، 2016.
- 47- علي محمد حسن الكشوان، محمد علي ابراهيم العامري، استخدام نموذج خصم المقسوم DDM في تقييم الأسهم بإطار التضخم دراسة تطبيقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، مجلد 11، العدد 35، جامعة بغداد، العراق، 2016.
- 48- عامرة نبيلة، حاكمي بوحفص، حوكمة السوق المالية ومشكلة عدم تناظر المعلومات، مجلة المالية والاسواق، مجلد 4، العدد 7، 2017.
- 49- عمر سيدي، دور الأساليب الكمية في فحص القوائم المالية المرحلية - دراسة ميدانية في مكاتب المراجعة في الساحل السوري، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 5، 2011.
- 50- عمر سيدي، ربيع مروه، أثر فحص القوائم المالية المرحلية على سوق الأوراق المالية (من وجهة نظر المجتمع السوري)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 2، 2011.
- 51- قحايرية سيف الدين، الحوكمة ودورها في رفع أداء الأسواق المالية ودعم النمو الاقتصادي، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 2، العدد 3، 2017.

- 52- قويدري قوشيح بوجمعة، سهايلية يمينة، صغير موح مريم، حوكمة الشركات ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 2، العدد 1، 2020.
- 53- لعلا رمضاني وآخرون، إرساء دعائم الحوكمة المؤسسية لمواجهة الأزمات - دراسة لأهم الأزمات والفضائح المالية لكبريات الشركات العالمية، المجلد 3، العدد 3، الأردن، 2017.
- 54- ماجد مصطفى عبد الباز، العلاقة بين الإفصاح الاختياري وإدارة الأرباح في ضوء نظرية أصحاب المصالح: مؤشر مقترح للإفصاح الاختياري مع أدلة تطبيقية، المجلد 21، العدد 7، 2017.
- 55- مازري عبد الحفيظ، أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، الجزائر، المجلد 2، العدد 06، 2016.
- 56- مبارك بن زاير، دور المعلومات في تعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 7، العدد 1، 2016.
- 57- محفوظ جبار، استجابة الأسواق المالية للمعلومات المحاسبية دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2004، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 37، 2012.
- 58- محمد بن ابراهيم السحيباني، عبد الله بن محمد العمراني، قواعد التداول الإلكتروني في الأسواق المالية ونظرات في مستندها القانوني، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 14، العدد 2، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2008.
- 59- محمد فتحي عبد الغني، دور سوق الأوراق المالية في تفعيل الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادي في مصر، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، المجلد 50، العدد 3، مصر، 2020.
- 60- مراد بوسعدية، محمد لحسن علاوي، تأثير تحرير حساب رأس المال على أداء أسواق الأوراق المالية للدول الناشئة -دراسة قياسية لعينة من أسواق الدول الناشئة للفترة (1990-2018)، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد 05، العدد 02، 2021.
- 61- مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية - دراسة حالة الجزائر، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 5، العدد 2، 2014.

62- مصطفىاوي آمال فراح، عيسى نجاة، فعالية التداول الإلكتروني في تحسين مؤشرات كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية - دراسة حالة سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، المجلد 12، العدد 2، 2018.

63- منصورى حاج موسى، دادن عبد الغاني، كفاءة الأسواق المالية عند المستوى الضعيف دراسة حالة السوق المالي الكويتي، مجلة الحقيقة، المجلد، العدد 42، 2018.

64- ناطق جبار سالم الخفاجي، حيدر عطا زبين، نوفل حسين عبد الله، استعمال آليات حوكمة الشركات للحد من ادارة الأرباح في ظل نظرية الوكالة، مجلة كلية مدينة العلم، المجلد 13، العدد 1، 2021.

65- نزار ذياب عساف، أحمد عباس عبد الله المحمدي، تجارب الخصخصة في بعض البلدان العربية وإمكانية التطبيق في الاقتصاد العراقي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد4، المجلد2، العراق، 2010.

66- نواره محمد، نواره ناصر حسان، مساهمة الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات والحد من تضارب مصالح مختلف الأطراف الفاعلة مع المؤسسة، مجلة دفاثر اقتصادية، المجلد 13، العدد 2، 2022.

67- هشام طلعت عبد الحكيم، عماد عبد الحسين دلول، نظام التداول الإلكتروني وانعكاسه في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية - دراسة تحليلية على سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 92، 2016.

68- ياسمينه عامرة، رباب زارع، مقارنة بين حوكمة الشركات حسب منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وميثاق الحكم الراشد للشركات الجزائرية، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد3، العدد 1، 2018.

- الملتقيات:

1- الياس بن ساسي، خيرة الصغيرة كماسي، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات، الملتقى العلمي الوطني حول آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات، جامعة ورقلة، يومي 25-26 نوفمبر 2013.

- 2- خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم سلوم، الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال "التحديات - الفرص - الآفاق"، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، 2009.
- 3- دبله فاتح، بن عيشتي بشير، 2012، حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية واثرها على مستوى أداء الاسواق، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، يومي 6-7 ماي 2012،
- 4- شوقي بورقبة، سليمة حشايشي، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، الملتقى الوطني الثاني، أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، جامعة سطيف، الجزائر، 2007.
- 5- شوقي دنيا، الخصخصة وتقليص دور القطاع العام وموقف الاقتصاد الإسلامي، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الاسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 2003.
- 6- رشيد حفصي، نبيل حليمي، دور السوق المالي في تمويل النمو الاقتصادي بالجزائر، الملتقى العلمي الوطني حول النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، يومي 04/05 فيفري 2019،
- 7- عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية بتنظيم جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية، عمان، في الفترة من 16-18/03/1426هـ.
- 8- عرفات حمدي عبد النعيم، دور تقرير تعليقات الإدارة في تخفيض عدم تماثل المعلومات في سوق المال المصري، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الدولي الأول المنعقد في جامعة بني سويف بعنوان "تفعيل آليات المحاسبة والمراجعة لمكافحة الفساد المالي والإداري"، يومي 7-8 أبريل 2013،
- المنشورات:
- 1- شوقي أحمد دنيا، التلاعب في الأسواق المالية، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الاسلامي، المجمع الفقهي الاسلامي، رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، للفترة الممتدة من 25-29 ديسمبر 2010.

2- المصادر والمراجع باللغة الأجنبية:

- الكتب:

- 1- Jérémy Morvan, **Marchés Instruments financiers**, Dunod, 3eme Edition, Paris, France, 2017.
- 2- He Weiping, **The Regulation of securities Markets in China**, Nature America Inc, Palgrave Macmillan, New York, USA, 2018.
- 3- F. Leroux, **Marchés internationaux des capitaux**, Montréal, 2eme éditions, 1995.
- 4- Philip Gillet, **L'Effcience des marchés Financiers**, 2emeEdition, Paris, Economica, 2006.
- 5- Satyendra NAYAK, **The global financial Crisis Genesis, Policy Response And Road Ahead**, Springer, New Delhi, 2013.

- الدوريات:

- 1- Akinmulegun, Sunday, **The effect Of financial Leverage On corporate Performance Of Some Selected Companies In Nigeria**, Journal Canadian Social science, Vol.08, N°01, 2012.
- 2- Charles Amo Yartey, **The stock Market And the Financing Of Corporate Growth In Africa: The Case Of Ghana**, IMF Working Paper, September 2006.
- 3- Cohen, Bayd D, Thomas J, Dean , **Information Asymmetry And Investor Valuation of IPO: Top Management team legitimacy as capital market signal**, Strategic management journal, Vol.26, N°7, 2005, P683.
- 4- Dariush Baham, **The relation Between Disclosure Quality And information Asymmetry: Empirical Evidence From Iran**, International Journal Of Financial Research, Vol.5, N.2, 2014.
- 5- Efficient capital Markets : Areview of theory and empirical Work, Journal of finance 25, 1970.
- 6- Fadi jamaan, **The Role Of Accounting Information Quality In Reducing Information Asymmetry In Damascus Exchange Market**, Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (42) No. (2) 2020.
- 7- Frankel R & Lix, **Characteristics Of A Firm Information Environment And the information asymmetry between Insiders**, Journal of accounting and Economics, Vol.37, 2004.
- 8- George Akerlof, **The Market For Lemons: Quality Uncertainly And The Market Mechanism**, The Quarterly Journal Of Economics, Vol.84, N°03, 1970.
- 9- Lei Zhou, **The value of Security Audits, Asymmetric Information and Market Impacts of Security breaches**, 2004.

- 10- Lies Zulfiati, Istiana S, Fadhillah, **Effect of corporate Governance and financial Reporting Quality On asymmetry Information**, Advances In Economics Business And Management Research, Vol.73, 2018.
- 11- Louis bachelier, **Théorie de la spéculation**, Analyse scientifique de L.E.N.P, 03° Série, 1900, P21.
- 12- Martin Sewell, **History of efficient Market Hypothesis**, UCL Department of computer science, RESEARCH Note RN/11/04, 2011.
- 13- Mirela V, Duiku S, **Overview Of The company's Financial** , structure Journal: Lex et scientia, Vol.19, N°01, 2012.
- 14- Mohamed, R.H. **Electronic Disclosure in the financial statements And its Role in reducing Asymmetry of accounting information-A survey Study of the Opinions of a Sample Of Investors And Financial Analysts In The Iraq Stock Exchange** , Tikrit Journal For administrative And Economic Sciences, Vol.1, N°37, 2017.
- 15- Orlando B, Renzi A, Sancetta G, Dispersion In Analysts Forecasts and stock prices: An Empirical Test , China-USA Business Review, Vol.11, N°09, 2012.
- 16- Sadka G, **Understanding stock price volatility: The role of earnings**, Journal of Accounting Research, USA, Vol.45, N°1, 2007.
- 17- Sanford grossman, Joseph stiglitz (1980), **on the impossibility of informationally efficient market, the American economic review**.
- 18- Stephen Brown, Stephen A. Hellegeist, **How Disclosure Quality Affects The level Of Information Asymmetry**, Review Of accounting Studies, Vol.12, N°2, 2007.
- 19- vahabe rostami and mahdi salhi, **necessity for reengineering the qualitative characteristics of financial reporting arrangement in the reduction of information asymmetry: an evidence of Iran**, African journal of business management vol 5 181, 18 avril 2011.
- 20-Yoke yue kan, Capital market offenses in Malaysia, Emerald publishing Limited: Qualitative Research in financial Market, Vol 10, N°2, Bingley, England, 2018.

التقارير:

- 1- The World Bank, **Governance and development**, Washington, D.C, 1992.

المواقع الالكترونية:

- 1- <http://www.transparency.org.kw.au-ti.org>
- 2- <https://mostasmer.com>
- 3- <https://ar.tradingview.com/support/solutions/43000501974/>
- 4- <https://www.asharqbusiness.com>
- 5- investing.com
- 6- <https://almasdaronline.com>
- 7- <https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/trading-instruments/mo2asher-nasdaq100>
- 8- <https://www.investopedia.com/terms/f/finra.asp>
- 9- www.ifc.org

قائمة المصادر والمراجع

10- <https://hbrarabic.com>

11-<https://www.nyse.com/history-of-nyse>

الملاحق

اختبار استقرار السلسلة الزمنية PP+ADF مؤشر بورصة ناسداك المركب

UNIT ROOT TEST TABLE (PP)			
<u>At Level</u>			
		NASDAQ	CHAIKIN
With Constant	t-Statistic	-11.4331	-11.3293
	Prob.	0.0001	0.0001
With Constant & Trend	t-Statistic	-11.3593	-11.2582
	Prob.	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend	t-Statistic	-10.5074	-10.9695
	Prob.	0.0000	0.0000
<u>At First Difference</u>			
		d(NASDAQ)	d(CHAIKIN)
With Constant	t-Statistic	-91.8532	-68.0688
	Prob.	0.0001	0.0001
With Constant & Trend	t-Statistic	-92.4569	-67.5236
	Prob.	0.0001	0.0001
Without Constant & Trend	t-Statistic	-76.7391	-68.0688
	Prob.	0.0000	0.0000
UNIT ROOT TEST TABLE (ADF)			
<u>At Level</u>			
		NASDAQ	CHAIKIN
With Constant	t-Statistic	-11.4239	-11.1732
	Prob.	0.0001	0.0000
With Constant & Trend	t-Statistic	-11.3506	-11.1077
	Prob.	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend	t-Statistic	-10.5229	-10.9668
	Prob.	0.0000	0.0000
<u>At First Difference</u>			
		d(NASDAQ)	d(CHAIKIN)
With Constant	t-Statistic	-10.4151	-7.9648
	Prob.	0.0000	0.0000
With Constant & Trend	t-Statistic	-10.3449	-7.9169
	Prob.	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend	t-Statistic	-10.4743	-8.0132
	Prob.	0.0000	0.0000

2- الملحق رقم (02):

تحليل الانحدار البسيط بطريقة المربعات الصغرى لمؤشر بورصة ناسداك المركب

Dependent Variable: NASDAQ

Method: Least Squares

Date: 12/03/23 Time: 20:22

Sample: 2015M01 2022M12

Included observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CHAIKIN	0.778508	0.091737	8.486317	0.0000
C	0.010584	0.004694	2.255123	0.0264
R-squared	0.623795	Mean dependent var	0.015901	
Adjusted R-squared	0.627771	S.D. dependent var	0.060249	
S.E. of regression	0.045575	Akaike info criterion	-3.318280	
Sum squared resid	0.195250	Schwarz criterion	-3.264856	
Log likelihood	161.2775	Hannan-Quinn criter.	-3.296686	
F-statistic	72.01758	Durbin-Watson stat	2.051305	
Prob(F-statistic)	0.000000			

نتائج اختبار Berush Godfrey لمؤشر بورصة ناسداك المركب

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.280918	Prob. F(2,92)	0.7557
Obs*R-squared	0.582705	Prob. Chi-Square(2)	0.7473

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 12/03/23 Time: 20:12

Sample: 2015M01 2022M12

Included observations: 96

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CHAIKIN	0.006724	0.093018	0.072292	0.9425
C	-3.08E-05	0.004732	-0.006507	0.9948
RESID(-1)	-0.044275	0.105783	-0.418549	0.6765
RESID(-2)	0.065473	0.107075	0.611467	0.5424

R-squared	0.006070	Mean dependent var	-1.73E-18
Adjusted R-squared	-0.026341	S.D. dependent var	0.045335
S.E. of regression	0.045928	Akaike info criterion	-3.282702
Sum squared resid	0.194065	Schwarz criterion	-3.175854
Log likelihood	161.5697	Hannan-Quinn criter.	-3.239512
F-statistic	0.187279	Durbin-Watson stat	1.959508
Prob(F-statistic)	0.904813		

Date: 03/12/23 Time: 20:18
Sample: 2015M01 2022M12
Included observations: 96

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1		-0.095	-0.095	0.9004	0.343
2		-0.130	-0.140	2.5937	0.273
3		-0.004	-0.032	2.5950	0.458
4		-0.115	-0.142	3.9517	0.413
5		0.016	-0.019	3.9777	0.553
6		0.201	0.171	8.1871	0.225
7		-0.084	-0.051	8.9262	0.258
8		-0.051	-0.030	9.1991	0.326
9		-0.088	-0.113	10.039	0.347
10		-0.19	-0.014	10.080	0.434
11		0.084	0.038	10.853	0.456
12		-0.069	-0.116	11.379	0.497
13		-0.067	-0.077	11.894	0.536
14		-0.103	-0.148	13.116	0.517
15		-0.080	-0.102	13.857	0.536
16		0.088	-0.000	14.769	0.542
17		0.001	-0.080	14.769	0.612
18		0.022	0.022	14.827	0.674
19		-0.127	-0.165	16.793	0.604
20		-0.072	-0.078	17.429	0.625
21		-0.027	-0.128	17.521	0.679
22		0.192	0.093	22.194	0.448
23		0.040	0.012	22.400	0.496
24		0.136	0.145	24.829	0.415
25		-0.110	-0.042	26.434	0.385
26		0.034	0.082	26.585	0.431
27		0.030	0.004	26.710	0.480
28		0.021	-0.025	26.772	0.531
29		0.063	0.031	27.336	0.554
30		0.115	0.138	29.207	0.507
31		-0.101	-0.074	32.868	0.371
32		0.025	0.018	33.057	0.415

اختبار تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة ناسداك المركب

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	3.595438	Prob. F(1,94)	0.0610
Obs*R-squared	3.536662	Prob. Chi-Square(1)	0.0600
Scaled explained SS	3.499874	Prob. Chi-Square(1)	0.0614

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 12/03/23 Time: 20:13

Sample: 2015M01 2022M12

Included observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002109	0.000298	7.067429	0.0000
CHAIKIN	-0.011062	0.005834	-1.896164	0.0610

R-squared	0.036840	Mean dependent var	0.002034
Adjusted R-squared	0.026594	S.D. dependent var	0.002938
S.E. of regression	0.002898	Akaike info criterion	-8.828843
Sum squared resid	0.000790	Schwarz criterion	-8.775419
Log likelihood	425.7845	Hannan-Quinn criter.	-8.807248
F-statistic	3.595438	Durbin-Watson stat	2.257840
Prob(F-statistic)	0.061010		

اختبار تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة ناسداك المركب

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.875840	Prob. F(1,93)	0.3518
Obs*R-squared	0.886328	Prob. Chi-Square(1)	0.3465

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 03/12/23 Time: 20:15

Sample (adjusted): 2015M02 2022M12

Included observations: 95 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002242	0.000367	6.106411	0.0000
RESID^2(-1)	-0.097720	0.104417	-0.935863	0.3518
R-squared	0.009330	Mean dependent var	0.002047	
Adjusted R-squared	-0.001323	S.D. dependent var	0.002950	
S.E. of regression	0.002952	Akaike info criterion	-8.791835	
Sum squared resid	0.000810	Schwarz criterion	-8.738069	
Log likelihood	419.6122	Hannan-Quinn criter.	-8.770110	
F-statistic	0.875840	Durbin-Watson stat	2.003983	
Prob(F-statistic)	0.351768			

اختبار استقرار السلسلة PP+ADF لمؤشر بورصة نيويورك المركب

UNIT ROOT TEST TABLE (PP)			
<u>At Level</u>			
		NYA	CHAIKIN
With Constant	t-Statistic	-11.0571	-11.3293
	Prob.	0.0000	0.0001
With Constant & Trend	t-Statistic	-10.9912	-11.2582
	Prob.	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend	t-Statistic	-10.9340	-10.9695
	Prob.	0.0000	0.0000
<u>At First Difference</u>			
		d(NYA)	d(CHAIKIN)
With Constant	t-Statistic	-90.5632	-68.0688
	Prob.	0.0001	0.0001
With Constant & Trend	t-Statistic	-89.9923	-67.5236
	Prob.	0.0001	0.0001
Without Constant & Trend	t-Statistic	-89.6119	-68.0688
	Prob.	0.0000	0.0000
UNIT ROOT TEST TABLE (ADF)			
<u>At Level</u>			
		NYA	CHAIKIN
With Constant	t-Statistic	-10.9383	-11.1732
	Prob.	0.0000	0.0000
With Constant & Trend	t-Statistic	-10.8770	-11.1077
	Prob.	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend	t-Statistic	-10.8502	-10.9668
	Prob.	0.0000	0.0000
<u>At First Difference</u>			
		d(NYA)	d(CHAIKIN)
With Constant	t-Statistic	-8.0020	-7.9648
	Prob.	0.0000	0.0000
With Constant & Trend	t-Statistic	-7.9543	-7.9169
	Prob.	0.0000	0.0000
Without Constant & Trend	t-Statistic	-8.0514	-8.0132
	Prob.	0.0000	0.0000

الملحق رقم (07):

تحليل الانحدار البسيط بطريقة المربعات الصغرى لمؤشر بورصة نيويورك المركب

Dependent Variable: NYA

Method: Least Squares

Date: 03/12/23 Time: 20:26

Sample: 2015M01 2022M12

Included observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CHAIKIN	0.849367	0.024719	34.36153	0.0000
C	-0.001266	0.001265	-1.001123	0.3193
R-squared	0.926258	Mean dependent var	0.004534	
Adjusted R-squared	0.925474	S.D. dependent var	0.044984	
S.E. of regression	0.012280	Akaike info criterion	-5.941021	
Sum squared resid	0.014176	Schwarz criterion	-5.887597	
Log likelihood	287.1690	Hannan-Quinn criter.	-5.919426	
F-statistic	1180.715	Durbin-Watson stat	2.211159	
Prob(F-statistic)	0.000000			

نتائج اختبار Berush Godfrey لمؤشر بورصة نيويورك المركب

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	1.346082	Prob. F(2,92)	0.2653
Obs*R-squared	2.729347	Prob. Chi-Square(2)	0.2555

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 12/03/23 Time: 20:27

Sample: 2015M01 2022M12

Included observations: 96

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CHAIKIN	0.000227	0.024630	0.009232	0.9927
C	-3.89E-05	0.001260	-0.030853	0.9755
RESID(-1)	-0.123029	0.103417	-1.189637	0.2373
RESID(-2)	-0.133262	0.106120	-1.255759	0.2124

R-squared	0.028431	Mean dependent var	-2.28E-18
Adjusted R-squared	-0.003251	S.D. dependent var	0.012216
S.E. of regression	0.012235	Akaike info criterion	-5.928197
Sum squared resid	0.013773	Schwarz criterion	-5.821349
Log likelihood	288.5535	Hannan-Quinn criter.	-5.885007
F-statistic	0.897388	Durbin-Watson stat	1.947279
Prob(F-statistic)	0.445719		

Date: 03/12/23 Time: 20:29
Sample: 2015M01 2022M12
Included observations: 96

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.050	-0.050	0.2456	0.620
		2	0.041	0.038	0.4125	0.814
		3	-0.124	-0.121	1.9692	0.579
		4	0.136	0.126	3.8672	0.424
		5	0.017	0.037	3.8974	0.564
		6	0.067	0.047	4.3625	0.628
		7	-0.075	-0.043	4.9570	0.665
		8	0.064	0.047	5.3908	0.715
		9	-0.132	-0.125	7.2802	0.608
		10	0.066	0.029	7.7550	0.653
		11	-0.066	-0.036	8.2331	0.692
		12	0.224	0.192	13.861	0.310
		13	-0.045	0.008	14.088	0.368
		14	-0.001	-0.030	14.088	0.443
		15	-0.046	0.017	14.337	0.500
		16	0.100	0.036	15.502	0.488
		17	-0.074	-0.078	16.157	0.513
		18	0.084	0.049	17.010	0.522
		19	-0.030	0.030	17.121	0.582
		20	0.024	-0.036	17.193	0.640
		21	-0.128	-0.065	19.255	0.569
		22	0.104	0.079	20.643	0.543
		23	-0.060	-0.041	21.109	0.574
		24	0.007	-0.079	21.116	0.632
		25	-0.108	-0.047	22.649	0.598
		26	-0.045	-0.081	22.916	0.638
		27	-0.074	-0.059	23.672	0.648
		28	0.022	-0.029	23.742	0.695
		29	0.016	0.088	23.780	0.740
		30	-0.058	-0.104	24.252	0.761
		31	-0.111	-0.090	26.032	0.720
		32	0.024	0.026	26.118	0.758

اختبار تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة نيويورك المركب

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.224400	Prob. F(1,94)	0.6368
Obs*R-squared	0.228628	Prob. Chi-Square(1)	0.6325
Scaled explained SS	0.182723	Prob. Chi-Square(1)	0.6690

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 03/12/23 Time: 20:28

Sample: 2015M01 2022M12

Included observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000149	1.98E-05	7.513780	0.0000
CHAIKIN	-0.000184	0.000387	-0.473708	0.6368

R-squared	0.002382	Mean dependent var	0.000148
Adjusted R-squared	-0.008231	S.D. dependent var	0.000192
S.E. of regression	0.000192	Akaike info criterion	-14.25284
Sum squared resid	3.48E-06	Schwarz criterion	-14.19942
Log likelihood	686.1365	Hannan-Quinn criter.	-14.23125
F-statistic	0.224400	Durbin-Watson stat	2.078607
Prob(F-statistic)	0.636806		

اختبار تجانس الأخطاء لمؤشر بورصة نيويورك المركب

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.233196	Prob. F(1,93)	0.6303
Obs*R-squared	0.237615	Prob. Chi-Square(1)	0.6259

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 03/12/23 Time: 20:28

Sample (adjusted): 2015M02 2022M12

Included observations: 95 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000156	2.52E-05	6.190586	0.0000
RESID^2(-1)	-0.050141	0.103831	-0.482904	0.6303
R-squared	0.002501	Mean dependent var		0.000148
Adjusted R-squared	-0.008225	S.D. dependent var		0.000193
S.E. of regression	0.000193	Akaike info criterion		-14.24326
Sum squared resid	3.48E-06	Schwarz criterion		-14.18949
Log likelihood	678.5546	Hannan-Quinn criter.		-14.22153
F-statistic	0.233196	Durbin-Watson stat		1.991882
Prob(F-statistic)	0.630299			