جامعة سعد دحلب البليدة

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة ماجستير

التخصص: نقود، مالية، و بنوك

دور نظام الإفصاح في إرساء و تدعيم كفاءة سوق الأوراق المالية
- دراسة بعض أزمات التلاعب في الإفصاح-

من طرف الطالبة:

نجاة زياني

أمام اللجنة المشكلة من:

أ.د مبارك لسلوس	**أستاذ محاضر- أ-، جامعة البليدة**	**رئيسا**
أ.د فطيمة بن حمودة	**أستاذة محاضرة- أ-، جامعة البليدة**	**مشرفا و مقررا**
أ.د ساسية خضراوي	**أستاذة محاضرة- أ-، جامعة البليدة**	**عضوا ممتحنا**
أ.د محمد يدو	**أستاذ محاضر-ب-، جامعة البليدة**	**عضوا ممتحنا**

البليدة، أكتوبر 2012

ملخص

بناء أي قرار استثماري في سوق الأوراق المالية يعتمد على ما توفر من معلومات حول كل ما يحيط بالسوق، و مع الارتباط الوثيق بين المعلومات و كفاءة سوق الأوراق المالية و على الأهمية المتزايدة لهذه المعلومات تصاعدت الجهود محاولة هيكلة و تأطير الإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية و توحيده عالميا، فكانت معايير المحاسبة الدولية و معايير الحوكمة و مختلف مواثيق الشرف خلاصة ما توصلت إليه هذه المحاولات، و كان لكل منها اسهامات هامة في إطار رفع فعالية نظام الإفصاح وتعزيزه بقوانين تسمح بإرساء و تدعيم مفهوم الكفاءة؛ فها هي **معايير المحاسبة الدولية** تحدد شكل و مضمون الإفصاح في المؤسسات المالية و غير المالية كل على حدى، كما أحاطت المعلومة بمجموعة من الخصائص تكسبها الموثوقية والمصداقية، ثم اهتمت **الحوكمة** كوجه جديد للرقابة بتفعيل طريقة الإفصاح و متابعة سلامتها و الرقابة على سيرها الحسن؛ هذا على المستوى الدولي، أما على المستوى المحلي لأسواق الأوراق المالية فقد حرصت مواثيق الشرف على تطبيق معايير المحاسبة و الحوكمة الخاصة بالإفصاح.

في البداية و نظريا كانت المعايير السابقة تبدو مغرية في شموليتها و اكتمالها، لكن مع تعرض الأسواق المالية لبعض الأزمات التي هزت الاقتصاديات المحلية و الدولية، و مع تطبيق هذه المعايير عمليا بدأت الاتهامات تتجه لهذه الأخيرة، و تعالت النداءات مطالبة بإعادة النظر في القوانين التي تحكم عملية الإفصاح.

سنحاول من خلال دراستنا هذه تسليط الضوء على دور نظام الإفصاح في إرساء وتدعيم كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال عرض أكبر و أهم أزمات التلاعب في الإفصاح، كما نوصي بزيادة الاهتمام بقوانين الإفصاح من ناحية التشريع و الاهتمام أكثر بقابلية التطبيق، مع ضرورة اتباع منهج صارم في الرقابة.

Abstract:

Construction of any investment decision in the stock market depends on the availability of information about everything that surrounds the market, and with the close link between information and the efficiency of the stock market and the growing importance of this information has escalated efforts attempt to structure and fram the disclosure of information in the stock market and unification of the world, was the international accounting standards and corporate governance standards and various codes of honor sum up the findings of these attempts, and each had important contributions in the context of raising the effectiveness of the disclosure and strengthened laws that would allow for and support the concept of efficiency; Here is a set of international accounting standards form and content of disclosure in financial institutions and non-financial each individually, and took the information set of features that ensures reliability and credibility, and then focused on corporate governance as the face of a new control activation method of disclosure and follow-up safety and control over the best functioning; this at the international level, but on the the local level to the securities markets has been keen codes of honor on the application of accounting standards for disclosure and corporate governance.

At the beginning and in theory the above criteria seem attractive in the comprehensiveness and completeness, but with the exposure of financial markets for some of the crises that shook the economies of local and international, and with the application of these norms in practice began to accusations directed to the latter, and loud calls seeking reconsideration of the laws that govern the process of disclosure.

We will try through this study shed light on the role of disclosure in order to establish and strengthen the efficiency of the stock market by offering the largest and most important crises in the manipulation of disclosure, I also recommend increased attention to the laws of disclosure in terms of legislation and attention to more practically applicable, and follow the strict approach in the control

شكر :

قبل كل شيء أشكر الله العظيم على نعمه الفياضة، و رحمته الواسعة أن أمدني بالقوة و الصبر لإتمام هذا العمل.

إلى كل من نهلونا من فيض علمهم و واسع خبرتهم و سقونا بعذب معارفهم أثناء مشوار ما بعد التدرج.

إلى الدكتورة المشرفة فطيمة بن حمودة على توجيهاتها و تقويمها السديد.

إلى من جعل الله الجنة طوع قدميها، ركيزتي و سندي - الغالية أمي-، على صبرها الجلد و وقفتها العظيمة عظم الأمومة و ما تحمله من أرفع المعاني.

إلى كل الذين ساهموا في إخراج هذا العمل على اسهاماتهم و تعاونهم؛ على الأخص الأستاذ مخلوف أحمد.

و إلى أعضاء اللجنة و الممتحنين على ملاحظاتهم و تقويماتهم القيّمة.

إلى كل هؤلاء أسمى عبارات الشكر و أخلص معانيه.

إهداء:

إلى شعلة أملي، نبراس حياتي، إلى من سال مدادي يجرف الكلمات إكبارا و إقرارا بجميل صنيعها وعظيم فضلها...، إلى أمي الغالية.

إلى روح أبي الطاهرة الزكية التي صعدت إلى بارئها فرحة برحمة الله و رضوانه.

إلى كل إخوتي : سمير و زوجته ، الياس، و فوزي؛ على وقفتهم العظيمة و المستمرة.

إلى الأستاذة سيلمي و صديقاتي سلمى، سهيلة، وفاء ، و سامية.

إلى كل أفراد عائِلَتَيْ زياني و جبري.

إلى كل من منحني دعمه من قريب أو بعيد لإنجاز هذا العمل...

و إلى كل من شق سبيلا لاغتراف العلم غير مبالٍ للحواجز و العوائق، فهانت أمامه مشقات الطريق وصعابه...

إلى كل هؤلاء أهدي عملي هذا، آملة أن يلقى الرضا و الإعجاب، و أن يكون عونا و سندا، و نسأل الله التوفيق و الفلاح للجميع.

قائمة الجداول:

رقم الجدول:	عنوان الجدول:	الصفحة:
01	أهم المحطات المتعلقة بالإفصاح(معايير صادرة عن IASC)	82
02	سعر السهم لشركة worldcom للفترة 1998- 2004	141
03	تصنيف شركة world com استنادا إلى الديون الرئيسية غير المضمونة للفترة 29- 05- 2001/ 14- 01- 2003.	143
04	نتائج استفتاء Sir David Tweedie	179

قائمة الأشكال:

رقم الشكل:	عنوان الشكل:	الصفحة:
01	هيكلة الأسواق المالية	28
02	بعض معايير تصنيف المتدخلين في سوق الأوراق المالية	42
03	دور البنوك الاستثمارية في سوق الأسهم و السندات	43
04	العلاقة بين الكفاءة و الفاعلية	48
05	حركة التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية	53
06	أنواع الإفصاح في سوق الأوراق المالية	78
07	الخصائص النوعية للمعلومات	88
08	هرم تركيز الرقابة	98
09	اتجاهات حوكمة الشركات	100
10	أدوات إخفاء الحقائق	126
11	حركة سعر سهم إنرون 1999- 2001	139

الفهرس

ملخص

شكر

إهداء

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

الفهرس

مقدمة **14**

1. مدخل عام لسوق الأوراق المالية **21**

1.1 ماهية سوق الأوراق المالية *22*

1.1.1 علاقة السوق المالية بسوق الأوراق المالية 22

1.1.1.1 نشأة و تطور السوق المالية 22

2.1.1.1 تعريف السوق المالية 23

3.1.1.1 هيكلة السوق المالية 25

2.1.1 مفهوم سوق الأوراق المالية 28

1.2.1.1 تعريف سوق الأوراق المالية 28

2.2.1.1 وظائف سوق الأوراق المالية 30

3.1.1 مقومات سوق الأوراق المالية 32

1.3.1.1 التنوع 32

2.3.1.1 المنافسة 32

3.3.1.1 تكنولوجيا المعلومات 32

4.3.1.1 التكامل الإقليمي و الدولي 33
2.1 تنظيم سوق الأوراق المالية *33*
1.2.1 الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية 33
1.1.2.1 الأسهم 33
2.1.2.1 السندات 34
3.1.2.1 المشتقات المالية 35
2.2.1 المتدخلون في سوق الأوراق المالية 37
1.2.2.1 المتعاملون في سوق الأوراق المالية 37
2.2.2.1 الهيئات التنظيمية في سوق الأوراق المالية 40
3.2.1 التعامل في سوق الأوراق المالية 43
1.3.2.1 الأوامر في سوق الأوراق المالية 43
2.3.2.1 أنواع الأوامر في سوق الأوراق المالية 44
3.3.2.1 إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية 45
3.1 كفاءة سوق الأوراق المالية *47*
1.3.1 الكفاءة و الفاعلية في سوق الأوراق المالية 47
1.1.3.1فعالية سوق الأوراق المالية 48
2.1.3.1 كفاءة سوق الأوراق المالية 49
2.3.1 أنواع الكفاءة و مستوياتها في سوق الأوراق المالية 51
1.2.3.1 أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية 51
2.2.3.1 مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية 54
3.3.1 عوائق و متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية 55
1.3.3.1 عوائق كفاءة سوق الأوراق المالية 55
2.3.3.1 متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية 57
2. نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية 60
1.2 لمحة عامة عن الإفصاح *60*
1.1.2 المعلومات في سوق الأوراق المالية 61
1.1.1.2 احتياجات سوق الأوراق المالية للمعلومات 61
2.1.1.2 مصادر المعلومات في سوق الأوراق المالية 63

2.1.2 ماهية الإفصاح في سوق الأوراق المالية 66
1.2.1.2 نشأة الإفصاح 66
2.2.1.2 تعريف الإفصاح 68
3.2.1.2 أهمية الإفصاح 69
3.1.2 أنواع الإفصاح في سوق الأوراق المالية 71
1.3.1.2 الإفصاح من حيث كمّ و نوع المعلومات 71
2.3.1.2 الإفصاح من حيث الإلزام 72
3.3.1.2 الإفصاح من حيث التوقيت(المدة) 73
4.3.1.2 الإفصاح الكمّي و الإفصاح النوعي 77
2.2 الإسهامات المحاسبية في مجال الإفصاح *78*
1.2.2 أهم التنظيمات المهتمة بالإفصاح 79
1.1.2.2 لجنة الاستثمارات و البورصةSEC 79
2.1.2.2 هيئة معايير المحاسبة المالية FASB 80
3.1.2.2 هيئة(مجلس) المعايير المحاسبية الدولية IASC/ IASB 81
2.2.2 سمات الإفصاح عن المعلومات 82
1.2.2.2 خصائص الإفصاح 83
2.2.2.2 الخصائص النوعية للمعلومات 84
3.2.2 المعيار المحاسبي الدولي 30/ IAS_{30} 88
1.3.2.2 السياسات المحاسبية 89
2.3.2.2 الميزانية و قائمة الدخل 90
3.3.2.2 الأمور الطارئة و استحقاق الأصول و الخصوم 91
4.3.2.2 خسائر القروض و السلفيات و المخاطر البنكية العامة 92
5.3.2.2 مواضيع أخرى للمعيار 93
3.2 الحوكمة في سوق الأوراق المالية *94*
1.3.2 ماهية الحوكمة في سوق الأوراق المالية 94
1.1.3.2 أزمة الكساد العالمية 94
2.1.3.2 نشأة الحوكمة 96
3.1.3.2 تعريف حوكمة الشركات 98

2.3.2 سمات الحوكمة في سوق الأوراق المالية 100
1.2.3.2 مبادئ حوكمة الشركات 100
2.2.3.2 أهمية حوكمة الشركات 104
3.2.3.2 علاقة حوكمة الشركات بأسواق الأوراق المالية 106
4.2 تركيب نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية *110*
1.4.2 مفهوم نظام الإفصاح 110
1.1.4.2 تعريف نظام الإفصاح 110
2.1.4.2 المكونات العامة لنظام الإفصاح 111
3.1.4.2 دور نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية 112
2.4.2 جهاز المعلومات في سوق الأوراق المالية 113
1.2.4.2 إفصاح سوق الأوراق المالية 113
2.2.4.2 إفصاح الشركات 114
3.2.4.2 نماذج أخرى عن الإفصاح 117
3. دراسة بعض أزمات التلاعب في الإفصاح 121
1.3 الأزمات المالية و التلاعب في الإفصاح *125*
1.1.3 الأزمات المالية الكلية 115
1.1.1.3 أزمة سوق المناخ 125
2.1.1.3 أزمة الاثنين الأسود 126
3.1.1.3 الأزمة الآسيوية 129
2.1.3 الأزمات المالية الجزئية 131
1.2.1.3 أزمة بنك Barings 133
2.2.1.3 أزمة شركة وقود الطيران الصينية CAO 133
3.2.1.3 أزمة شركة Parmalat 135
3.1.3 أزمة إنرون و الاتصالات العالمية Enron & Worldcom 136
1.3.1.3 أزمة شركة إنرونEnron 137
2.3.1.3 أزمة شركة الاتصالات العالميةWorldcom 137
2.3 أزمة الرهن العقاري و نظام الإفصاح *140*
1.2.3 ضعف آليات الحوكمة و إدارة المخاطر 145

1.1.2.3 عدم الالتزام بالمبادئ الأساسية للحوكمة 146
2.1.2.3 تأثير هيكل الملكية و الإدارة على فعالية آليات الحوكمة 146
3.1.2.3 قصور إدارة المخاطر و هيكل الرقابة 148
2.2.3 الأزمة و محاسبة القيمة العادلة 149
1.2.2.3 ماهية القيمة العادلة 151
2.2.2.3 الطعن في محاسبة القيمة العادلة 151
3.2.3 وِجْهَةُ نظام الإفصاح عقب الأزمة العالمية 154
1.3.2.3 وِجْهَةُ الحوكمة عقب الأزمة العالمية 155
2.3.2.3 وِجْهَةُ المعايير المحاسبية عقب الأزمة العالمية 155
الخاتمة 158
قائمة المراجع 163
الملاحق 169

مقدمة:

اتخاذ القرار عملية صعبة على قدر أهميتها؛ فهي تحتاج لمصادر أو أنظمة للمعلومات، كذلك هو شأن تسيير المحافظ المالية، و كذا معرفة جودة الأداء و مدى جدوى الاستثمار في سوق الأوراق المالية، و من ثمة اختيار المشاريع المناسبة و في الوقت المناسب.

لما كانت المعلومة الأساس الاستراتيجي الذي يستند عليه عديد المتعاملين الاقتصاديين عند شروعهم في عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية التي تنأى بدورها عن المخاطر التي يسببها فقدان هذه المعلومة في سوق الأوراق المالية؛ بات لزاما إحاطتها ببالغ الاهتمام و فائق الرعاية على الصعيدين المحلي و الدولي على حد السواء، هذا الاهتمام فرضته أهمية المعلومة في تحديد درجة و مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية، هذه الأخيرة كثيرا ما هزتها الأزمات التي أصابت في آخر المطاف الاقتصاديات العالمية، و هي أزمات قد يكون منطلقها معلومة خاطئة تم نشرها و تداولها في أسواق غابت فيها الصرامة في الرقابة بل و أدنى مستوياتها، كما قد يكون منطلقها ثغرة في تنظير عملية الإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، و هو ما سبب تراجع ثقة متعاملي هذه السوق في تنظيمات المحاسبة و المراجعة؛ حين تزايدت تلاعبات الشركات المدرجة بمضمون و طريقة الإعلان عن المعلومات التي تهم مختلف متعاملي السوق.

كثيرا ما أُرْجِع حدوث هذه الأزمات إلى اختلالات في أنظمة الإفصاح في سوق الأوراق المالية، لذا كانت أولى محاولات استدراك الأوضاع التي تسببت فيها هذه الأزمات تنصب حول إعادة النظر في القوانين و القواعد التي تحكم عملية الإفصاح، فتضاعفت أهمية هذه الأخيرة عقب كل أزمة في سوق الأوراق المالية، و قد كانت معايير المحاسبة الدولية و الحوكمة أبرز محطات تنظير عملية الإفصاح، و ذلك كونها أهم مكون في تركيبة نظام الإفصاح، هذا الأخير قد يكون مطلبا مهما لإرساء و تعزيز مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية، هنا تُطْرَحُ إشكالية:

إلى أي مدى يساهم نظام الإفصاح - واقعيا- في تحسين و دعم مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية؟

بهدف التحكم في موضوع البحث و قبل التطرق في الدراسة للإجابة عن هذا التساؤل يجدر بنا التعريج على الأسئلة الفرعية التالية:

- ماهية الكفاءة و مكانة المعلومات في سوق الأوراق المالية ؟
- ما المقصود بالإفصاح في سوق الأوراق المالية و ما هي أنواعه؟
- ما واقع الإفصاح في ظل المستجدات المالية و المحاسبية الراهنة (معايير المحاسبة والحوكمة)؟
- ما المقصود بنظام الإفصاح و ما هو دوره الحقيقي في سوق الأوراق المالية؟
- هل تعرض أسواق الأوراق المالية للأزمات يعبِّر عن تدهور كفاءة هذه الأسواق؟
- متى يكون نظام الإفصاح فعالا في سوق الأوراق المالية، و كيف له أن يكون سببا في إحداث بعض الأزمات؟
- ما علاقة معايير المحاسبة الدولية بحدوث الأزمات؟

على ضوء التساؤلات الآنفة تراءت لنا الفرضيات الآتية:

- قد يكون للمعلومات مكانة مهمة و بارزة في سوق الأوراق المالية؛ فمن خلالها يتم اتخاذ قرار الاستثمار من عدمه، و كذا الاختيار من أداة مالية لأخرى و من الاستثمار في شركة دون أخرى و حتى من سوق مالية إلى أخرى، فأسعار الأدوات المالية و حركة التداول هي انعكاس للمعلومات المتداولة و المشاعة في السوق، و منه يتم الحكم على كفاءة السوق.
- الإفصاح هو إعلان الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية عن مختلف المعلومات التي تخص وضعيتها المالية، و هو نوعان اختياري و إجباري.
- تساهم المحاسبة في تأطير و تنظيم عملية الإفصاح بشكل يضمن سلامة عملية اتخاذ قرار الاستثمار و يجنب سوق الأوراق المالية من الوقوع في الأزمات التي قد يسببها نقص الإفصاح و التلاعب به، في تحدد الحوكمة أساليب القيام بالرقابة على هذه العملية و فرض العقوبات على التجاوزات الطارئة أثناء الإفصاح .
- نظام الإفصاح هو القوانين و التشريعات التي تنظم عملية الإفصاح في سوق الأوراق المالية، وبذلك فهو يضمن حقوق من تهمهم المعلومات في هذه السوق بما يحقق الكفاءة المنشودة.
- إن تعرض سوق الأوراق المالية للأزمات يعبر عن تدني مستوى كفاءة هذه السوق.
- يكون نظام الإفصاح فعالا إذا كان واضحا شاملا؛ بحيث لا يشوبه الغموض والنقص فلا تستغل بعض الفئات الثغرات القانونية للتهرب من العقوبات الضرورية.
- معايير المحاسبة لا علاقة لها بحدوث الأزمات؛ بل هي احدى الحلول لهذه الأخيرة.

أسباب اختيار الموضوع:

يرجع اختيارنا لموضوع هذا البحث إلى العديد من الأسباب و التي سنحاول ذكر أبرزها على النحو التالي:

- الأهمية البالغة لموضوع نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية في المقابل نقص الدراسات في هذا المجال، لذا سنحاول تعميق المفاهيم و توضيحها خصوصا مفهوم نظام الإفصاح الذي وإن تناولته بعض الدراسات فإنها لم تعطه تعريفا مباشرا و واضحا.
- الوقوف عند مختلف أنواع الإفصاح في سوق الأوراق المالية، و كذا تبيان أهم محطات تطور الإفصاح في ظل المستجدات المحاسبية و المالية العالمية.
- محاولة ربط موضوع نظام الإفصاح بكفاءة سوق الأوراق المالية و علاقته بالأزمات المالية الجزئية و الكلية؛ خصوصا مع تزايد الاهتمام بالإفصاح كأحد متطلبات التعامل في سوق الأوراق المالية.
- تم اختيار نظام إفصاح سوق دبي للأوراق المالية كنموذج لبيان ماهية نظام الإفصاح اعتقادا منا أنه من أهم، أبسط، و أوضح الأنظمة في أسواق الأوراق المالية، ثم إن هذه السوق تعد من بين الأسواق المتطورة و الرائدة في الوطن العربي و التي لا تختلف كثيرا عن باقي الأسواق الغربية من ناحية الإفصاح، هذا فضلا عن وفرة المعلومات الخاصة بنظام الإفصاح في هذه السوق .
- تم اختيار بعض أزمات التلاعب في الإفصاح بمثابة الجانب العملي للدراسة لبيان أهمية ودور قوانين الإفصاح و تنظيماته في الحفاظ على السير الجيد لسوق الأوراق المالية و ذلك بصيغة غير مباشرة- أثر عدم التطبيق السليم لقوانين الإفصاح من جهة و قصور هذه التشريعات عن الالمام بجميع جوانب الإفصاح في سوق الأوراق المالية من جهة أخرى-.
- كما تم اختيار مجموعة من الأزمات الكلية و الجزئية نظرا لكونها أكبر و أهم الأزمات الأكثر وَقْعًا على كفاءة أهم أسواق الأوراق المالية العالمية؛ والتي عُزِيَ حدوثها للتلاعب في الإفصاح.

منهج و أدوات البحث:

نظرا لطبيعة موضوع الدراسة و بهدف الوقوف عند أبرز جوانبها سيتم اعتماد المنهج المناسب لهذا النوع من الدراسات و الذي يستند على الوصف حينا و التحليل حينا آخر:

- **فالوصف** سيُعتمد عليه في الفصلين الأولين لبيان ماهية سوق الأوراق المالية و تنظيم التعامل بها، و كذا بيان مفهوم الإفصاح و مختلف التنظيمات التي تؤطره، و التي من أهمها معايير المحاسبة الدولية و معايير الحوكمة.
- أما **التحليل** فسيتم اعتماده انطلاقا من الفصل الأول أين سنقوم بتحليل مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال بيان مستوياتها، ثم في الفصل الثاني سنحاول تحليل مفهوم نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية و كذا تحليل تركيبه؛ كما سنستند على نفس المنهج في تحليل الأزمات كظاهرة اقتصادية من خلال تحليل مسببات هذه الأزمات بعد وصفها و ذلك في الفصل الثالث.
- كذلك سنعتمد على المنهج **الاستنباطي** أثناء عرضنا لأنواع افصاح سوق الأوراق المالية في الفصل الثاني.

هذا و مع الطبيعة الثنائية للموضوع- مالي/ محاسبي- فإننا سنستعين أثناء دراستنا هذه بمجموعة متنوعة من المراجع منها ما هو خاص بالأسواق المالية، و الآخر بالمحاسبة.

أهداف البحث:

على غرار ما تقدم ذكره سابقا من تساؤلات، فرضيات و كذا أسباب اختيار موضوع الدراسة، وتبعا للمنهج الذي سيتم سلوكه في دراستنا؛ تهدف هذه الأخيرة إلى:

- تبيان ماهية الإفصاح في سوق الأوراق المالية و تحديد أبرز معايير تصنيفه.
- بيان التركيبة الفعلية لنظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية و تطورها التاريخي.
- تحديد متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية و احتياجات متعاملي سوق الأوراق المالية من المعلومات و كذا بيان ضرورة توفر عملية الإفصاح في هذه السوق منذ إنشائها، و بالتالي بيان دور القوانين التنظيمية و معايير المحاسبة و الحوكمة الدولية في تنظيم التعامل في سوق الأوراق المالية.
- إن الهدف من طرح موضوع ***بعض أزمات التلاعب في الإفصاح*** هو بيان أثر القصور الحادث في نظام الإفصاح و الناجم عن الثغرات في القوانين المنظمة لعملية الإفصاح أو عن عدم التطبيق السليم لهذه القوانين.
- و الهدف الأساسي من الدراسة هو بيان واقع مكانة نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية(نظام الإفصاح بين النظري و العملي-.

صعوبات البحث:

كغيره من البحوث واجهنا أثناء إعداده مجموعة من الصعوبات أبرزها:

- قلة المراجع التي تعتبر الإفصاح عملية مالية في منأى عن الجانب المحاسبي، مما يجعل الدراسة محاسبية أكثر منها مالية، و هو ما قد يُحدث تداخلا في التخصصين.
- نقص المراجع المهتمة بـ**نظام الإفصاح**؛ و الموجودة منها لم تعط تعريفا مباشرا و صريحا لنظام الإفصاح.

حدود البحث:

خلال دراستنا هذه و المعنونة بـ: دور نظام الإفصاح في إرساء و تدعيم كفاءة سوق الأوراق المالية سيقتصر الحديث على الإفصاح و تنظيمه في سوق الأوراق المالية المنظمة و المعروفة بالبورصة، و ذلك نظرا لكون الإفصاح عملية منظمة تتلاءم أكثر و السوق المنظمة و هي أكثر وضوحا بها.

سيتم التركيز و الإطناب نوعا ما في استعراض معايير المحاسبة الدولية؛ و ذلك كون هذه الأخيرة هي أساس عملية الإفصاح في سوق الأوراق المالية - أيا كان نوعه-.

كما سنعتمد على نظام سوق دبي للأوراق المالية لبيان مفهوم نظام الإفصاح في أية سوق للأوراق المالية؛ مع العلم أنه مع تبني معايير المحاسبة و الحوكمة الدولية تقلص الاختلاف بين أنظمة الإفصاح في الأسواق، هذا و تم اختيار نماذج الإفصاح لسوق دبي المالية المبينة في بعض الملاحق عشوائيا، فالغرض هو بيان طبيعة المعلومات المُفْصَح عنها فقط بغض النظر عن الإحصائيات.

هذا و ستقتصر دراسة الأزمات التي تسبب فيها التلاعب في الإفصاح على بعض أبرز و أهم الأزمات الجزئية و الكلية ذات الصدى الكبير و المعروفة في تاريخ الاقتصاد العالمي، كما سيتم التركيز على دور معايير المحاسبة و الحوكمة في التسبب بحدوث هذه الأزمات؛ كون هذه الأخيرة أبرز مكون في تركيبة نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية.

هيكل البحث:

للإجابة عن الأسئلة السابقة و أسئلة أخرى، و لمعرفة مدى صحة الافتراضات المتقدمة، ومحاولةً مِنَا الإلمام بأهم جوانب الموضوع سنقسم بحثنا هذا إلى ثلاثة فصول:

- **الأول** سيكون كمدخل تمهيدي عن سوق الأوراق المالية، و ذلك في ثلاث مباحث؛ أولها سيخصص لماهية سوق الأوراق المالية، ثم الثاني فلتنظيم هذه السوق، فالثالث لكفاءة سوق الأوراق المالية.

- أما **الفصل الثاني** فسيكون عن نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية، مجزءا إلى أربع مباحث؛ سيكون أولها لمحة عن الإفصاح، بينما سيخصص ثانيها لأهم الإسهامات المحاسبية في مجال الإفصاح، ثم الثالث سيكون عن الحوكمة في سوق الأوراق المالية، و في آخر مباحث هذا الفصل سنتناول تركيب نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية.
- سنحط الرحال في **الفصل الثالث** و الأخير عند بعض أزمات التلاعب في الإفصاح، و ذلك في مبحثين؛ الأول سيكون عن الأزمات المالية و التلاعب بالإفصاح، أما الثاني فسيخصص لأزمة الرهن العقاري و نظام الإفصاح.

الدراسات السابقة:

تمت معالجة موضوع الإفصاح و علاقه بكفاءة سوق الأوراق المالية في عديد من المواقف، وقد استعنا ببعض هذه الدراسات لتعزيز بحثنا هذا، من أهم هذه الدراسات نجد:

- دراسة أحمد مخلوف حول الأزمة المالية العالمية و استشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية و حوكمة الشركات من منظور اسلامي، و ذلك في الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية بجامعة فرحات عباس- سطيف-، المنعقد في أكتوبر 2009، و قد تمحورت الاشكالية حول: هل تستطيع منظمات الأعمال عند التزامها بمبادئ الحوكمة، الإفصاح و الشفافية من تجنب الأزمات؟، و هنا يرى الباحث أن الحوكمة، الافصاح، و الشفافية هي مفاهيم اسلامية باختلاف مسمياتها هذا لأن الصدق، الأمانة و العدل مبادئ اسلامية الأصل، لذا و كنتيجة للدراسة فالحوكمة هي الحل الأمثل لتجنب الأزمات التي لم يسبق للنظام الاسلامي أن تعرض لها، وذلك لأن الحوكمة تعبر عن الواقع العملي و تحارب الفساد.
- دراسة حسين عبد الجليل آل غزوي و هي مذكرة ماجستير حول حوكمة الشركات و أثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية، بالأكاديمية العربية في الدانمارك (2010)، و قد خَلُصَ إلى أن معظم الأزمات التي عرفتها الاقتصاديات المحلية و العالمية كان سببها الأول ضعف في هيكل الإفصاح، و كذا تلاعب الشركات بالإفصاح مستغلةً ثغرات القوانين، لذا أوصى الباحث بزيادة الاهتمام بالإفصاح و الحوكمة بشكل أفضل.
- دراسة دريد آل شبيب، عبد الرحمان الجبوري حول أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالية، و ذلك في المؤتمر العلمي الرابع بجامعة فيلاديلفيا بالأردن، (15- 16/ 03/ 2005)، حيث تناول الباحثان شركة Worldcom نموذجا للدراسة، بعدما استعرض دور إدارة الشركة في التزوير المحاسبي نوّه بضرورة إيجاد قوانين فعالة تنظم التعاملات في سوق الأوراق المالية فتجنبها مثل هذه الظواهر مستقبلا، كما بين أثر

التواطؤ على معايير الحوكمة و التدقيق، ذلك التواطؤ فرض ضرورة وضع شروط مشددة على عضوية هيئات الرقابة و تشديد العقوبات على المخالفات، مع ضرورة تحلي هيئات الرقابة بالكفاءة في تطبيق الأنظمة و التعليمات، و في نفس الإطار أشارت دراسة BERNSTEIN LITOWITZ BERGER المسماة WORLDCOM و الصادرة عنUnited States District court بنيويورك في أكتوبر 2002 إلى ضرورة فصل التدقيق عن الأنشطة الاستشارية، و تميز العلاقة بين الأطراف الداخلية و الخارجية بالموضوعية و الحياد على إثر واقِعة WORLDCOM.

- دراسة David Millar الصادرة عن 'The Professional Risk Managers International Association و المعنونة بـChina Aviation Oil في باريس 2009، و قد بينت الدراسة أن أبرز الأسباب التي أدت لتدهور أوضاع China Aviation Oil هو ذلك التلاعب في الإفصاح و المعالجة المحاسبية و كذا استعمال معيار القيمة العادلة حسب ما يتلاءم و المصالح الفردية، و قد أوصى الباحث بضرورة إعادة النظر في معيار القيمة العادلة لتجنب حادثة مشابهة مستقبلا.

الفصل 1
مدخل عام لسوق الأوراق المالية

مع تزايد الحاجات الإنسانية الناجمة عن تطور الحياة البشرية و حدوث مستجدات على النطاق الدولي، و في المقابل ندرة الموارد و كذا غياب تنظير جيّد لتسيير هذه الموارد خصوصا من ناحية توزيعها، بات لزاما على المفكرين الاقتصاديين و المشرعين القانونيين و حتى متخذي القرار من الأفراد العاديين إيجاد طريقة جديدة تتناسب و المستجدات الطارئة على العالم.

بعدما قطع النظام الاقتصادي العالمي مشوار المرحلة التجارية و شرع في المرحلة الصناعية، حيث ارتفعت نسبة الابتكارات و شهدت الصناعة تطورا لا مثيل له، و قد رافق كل هذا حاجة ملحّة لموارد تمويلية جديدة، و بعد أن أصبحت المصادر التمويلية القديمة عاجزة أمام تزايد الطلب على التمويل، هنا بدت ملامح الاقتصاد الجديد- الاقتصاد الصناعي- تتجلى بوضوح؛ فقد توصل الفكر الاقتصادي والقانوني لأحد أهم البدائل التمويلية، و انتشر مفهوم جديد عُرف بـ**أسواق الأوراق المالية**، هذه الأخيرة أعطت جميع الأفراد حق المساهمة في دعم اقتصادياتهم سواء كمقرضين لسد حاجات تمويل الاقتصاد وتلقي مكافأة مقابل ذلك، أو كمقترضين يتلقون التمويل من الاقتصاد ويكافِئون الاقتصاد بعد ذلك على إقراضهم.

1.1 ماهية سوق الأوراق المالية

باتت أسواق الأوراق المالية أهم قنوات تمويل الاقتصاديات، خصوصا عقب الانفتاح الاقتصادي الذي عرفه العالم في الآونة الأخيرة، و بهذا انتقلت أسواق الأوراق المالية من نطاقها المحلي لتكتسح العالم الخارجي، و ذلك بحثا عن أفضل تخصيص للموارد و في الوقت المناسب.

كثيرا ما يتم الخلط بين مصطلحي سوق الأوراق المالية و السوق المالية، فيتم استعمالهما كمترادفتين؛ غير أن لكل منهما دلالته، في هذا المبحث سنحاول تبيان أصل هذا التداخل من خلال بيان العلاقة بينهما، ومن ثمة سنعرّج على مفهوم سوق الأوراق المالية و مقوماتها.

1.1.1 علاقة السوق المالية بسوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية جزءا لا يتجزأ من السوق المالية، و هو ما يفسر نوعا ما ذلك التداخل في مفهوم هاتين السوقين، و قد كانت سوق الأوراق المالية أحد محطات تطور السوق المالية، و على هذا الأساس ستكون لنا وقفة عند السوق المالية.

1.1.1.1 نشأة و تطور السوق المالية

كانت أسواق البندقية و جنوة الايطاليتين، و كذا فرانكفورت الألمانية من أكبر الأسواق المالية في أوربا و العالم، فعُدَّت همزة الوصل بين أوربا و الشرق الأقصى، غير أن تعاملاتها كانت في البداية تجارية (كمبيالات، سندات أذنية، و معادن نفيسة).

عقب الثورة الصناعية و تطور الرأسمالية القائمة على التخصص و تقسيم العمل، و مع تطور وتغير أنماط النشاط الإنتاجي و أدواته زادت الحاجة للموارد المالية التي أصبحت تفوق قدرة المستثمر الفرد، و مع تطور مفهوم شركات المساهمة و تولي الإدارة رسم السياسة الإنتاجية للشركة كثرت البنوك التجارية في القرن 17م و ازداد عددها في ايطاليا و بريطانيا(من 12 بنك عام 1750م إلى781 بنك عام 1821م في لندن)، فاحتلت لندن في القرن 19م مركزا ماليا دوليا بسبب التجارة مع مستعمراتها و توابعها.

في مرحلة لاحقة تطلب إنشاء شركات المساهمة و قيام المشاريع التجارية و الاستثمارية مصادر تمويل جديدة فكان أول ظهور لأسواق الأوراق المالية التي تعبئ مدخرات الأفراد، الأفراد الذين وجدوا في الفكرة ما يناسبهم لتوظيف أموالهم و توفير الوقت و الجهد و تحقيق المكاسب، فبدأت الحكومات تصدر و تشرّع ما يتناسب و الوضع الجديد لضمان حقوق المساهمين.

و لجذب مدخرات الأفراد و تشجيعهم للاكتتاب في الأسهم و السندات و كذا لتوفير السيولة النقدية لهذه الأوراق في أي وقت؛ نشأت أسواق الأوراق المالية المنظمة (البورصات) التي كان منطلقها للاجتماع و التداول و إبرام الصفقات في المقاهي(1، ص 33).

مع منتصف القرن 19م و بتقدم التكنولوجيا و العلوم حدث انقلاب اقتصادي هام تمثل في(2، ص05):

- تركز الأموال في المؤسسات المالية التجارية و الصناعية الضخمة التي تحتاج إلى أموال هائلة كالبنوك الكبرى و المتاجر الضخمة و شركات النقل و التأمين و الاتصالات.
- نمو الإنتاج الزراعي و الصناعي و التعديني نموا هائلا رافقه توسع ضخم في الاستهلاك.
- اتساع دائرة التبادل بين شعوب العالم نتيجة العلاقات الاستعمارية.

مع نهاية الحرب العالمية الثانية و بهدف إعادة تعمير أوربا و مع ترابط الاقتصاديات وانفتاحها، لجأت الحكومات للاقتراض الخارجي لتغطية النفقات المتزايدة، فأصبحت سندات الدين طويل الأجل

و أذونات الخزينة في مقدمة الأدوات الاستثمارية، و شغلت السندات حيزا مهمّا في نشاط سوق الأوراق المالية المنظمة (3، ص 14).

هذا و قد أجمع المفكرّون الماليون على أن السوق المالية مرّت في نشأتها و تطورها بمراحل خمسة (4، ص 16- 17):

المرحلة الأولى: تميزت بكثرة البنوك الخاصة و محلات الصرافة تبعها ارتفاع نسبي في مستويات المعيشة و اقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مختلف المشاريع، مما وسع في المعاملات التجارية فزادت الحاجة للتمويل.

المرحلة الثانية: عرفت هذه المرحلة بداية ظهور البنوك التجارية بشكلها المنظّم؛ فبعد أن كانت تتمتع بحرية مطلقة في المرحلة السابقة أخذت البنوك التجارية تخصم الأوراق التجارية و تقدم الائتمان وفقا لقواعد البنك المركزي الذي ظهر في هذه المرحلة كمنظم رئيسي للسوق.

المرحلة الثالثة: اتسمت بظهور البنوك المتخصصة في الاقراض المتوسط و الطويل كالبنوك التجارية، الصناعية، و العقارية...، كما بدأت هذه البنوك بإصدار السندات المتوسطة و الطويلة لسد حاجات التمويل في حين اختصت البنوك المركزية بإصدار سندات الخزينة.

المرحلة الرابعة: عرفت هذه المرحلة ازدهار حركة الأوراق التجارية و شهادات الإيداع القابلة للتداول؛ و بالتالي ظهور الأسواق النقدية بشكلها المنتظم.

المرحلة الخامسة: تميزت باندماج الأسواق النقدية و أسواق رأس المال محليا، كما اندمجت الأسواق المالية المحلية ببعضها لتطور وسائل الاتصالات المختلفة و بهذا أصبحت الأسواق المالية تأخذ طابع العالمية.

2.1.1.1 تعريف السوق المالية

تطوّر المفهوم العام للسوق المالية نتيجة لتطوّر وسائل الاتصال، و بهذا لم يعد هناك حصر لمكان واحد يتم به التعامل في هذه الأسواق، و لا يعتمد على مكان التقاء المتعاملين كشرط أساسي من شروط السوق المالية، مع أنه يعتبر من الأمور الفعّالة معرفة شكل و حجم مكان المتعاملين بمثل هذا النوع من الأسواق(3، ص17).

هذا و قد وردت عدّة تعاريف مختلفة للسوق المالية؛ منها ما هو واسع و شمولي و منها ما هو ضيق محدود فنجد:

- ✓ هي المكان الذي يهيئ الفرصة للأرصدة النقدية الفائضة عن حاجة مالكيها لكي توضع في متناول أيدي الباحثين عنها من أصحاب الخبرة و المهارة من المنتجين و أصحاب المبادرات الصناعية و يتم ذلك من خلال الوسطاء(2، ص 03).

- ✓ هي ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتريها، و ذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، و لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه.

إذن نلاحظ وجود سوق مالية في أية لحظة يمكن أن توجد وسيلة تتيح عملية التبادل بين البائعين والمشترين، سواء كان اللقاء تم بشكل مباشر أو غير مباشر بين المتعاملين في السوق، و ليس شرطا أن يكون المتعاملون في هذه الأسواق فقط هم من بين فئة المالكين للأوراق المالية بل يمكن أن تكون أيضا من فئة تقوم بعملية التنظيم و إدارة عمليات التبادل بين البائعين و المشترين، و دعم و توفير المعلومات اللازمة لأطراف التعامل(3، ص 18).

- ✓ هي سوق منظمة تقام في مكان ثابت، يتولى إدارته و الإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص، تحكمه لوائح و قوانين و أعراف و تقاليد، و يَؤُمُه المتعاملون في الأوراق المالية من الراغبين في الاستثمار و الناشدون للاستفادة من تقلبات الأسعار، تنعقد جلسته في أوقات محددة؛ حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين و المشترين(5، ص 27).
- ✓ هي مكان التقاء عرض الأموال (الادخار) بالطلب عليها (الاستثمار)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، و بالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال(6، ص 20).
- ✓ السوق المالية بمعناها الضيق تطلق على سوق أو بورصة الأوراق المالية، أما معناها الواسع فيتعلق بمجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة لأفراده و مؤسساته و قطاعاته، و عليه فالسوق المالية لا تنحصر في مكان محدد و إنما في معاملات محددة(7، ص 06).

مما سبق يتضح جليا أن السوق المالية هي أوسع من أن توصف بسوق الأوراق المالية، فهذه الأخيرة هي جزء من كل، و لعل هذا سيتجلى أكثر عقب استعراض هيكلة السوق المالية.

3.1.1.1 هيكلة السوق المالية

سبق لنا و أن تطرقنا لتعريف السوق المالية و وجدنا أنها دلالة على مفهومين؛ إحداهما ضيق والآخر واسع، و منطلق هذا التباين يكمن في هيكلة هذه السوق، فبعض يركّز في تعريفها على أهم عنصر في تركيبها – سوق الأوراق المالية -، و البعض الآخر يأخذ بعين الاعتبار كل أركان هذه السوق، الشكل رقم (01) يبين هيكلة و تركيب الأسواق المالية، لكن قبل ذلك تجدر بنا معرفة أن:

أ.) السوق النقدية: تعرّف السوق النقدية على أنها:

- ✓ الميكانيكية التي يتم بموجبها و من خلالها إصدار و تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض و طلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن عام...، ويتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف فوائضه عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على العائد، بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة نظير دفع فائدة ما(8، ص133).
- ✓ السوق التي توفر عملية الإقراض و الاقتراض و المتاجرة بالأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل أملا في تحقيق العوائد و الأرباح للمستثمرين فيها، من أهم مزاياها التمتع بدرجة عالية من الأمان كونها تعبر عن نشاط جهات مميزة من حكومات، مشروعات كبيرة، أفراد ذوي ملاءة مالية عالية، سمعة و مركز ائتماني قوي، و كذلك بحكم قصر أجلها توفر سيولة كبيرة لحاملها فضلا على أنها تعتمد على البساطة و السرعة في التعامل(9، ص 128).

هذا و تختلف تقسيمات أسواق النقد من بلد لآخر تبعا لدرجة تطور هذه السوق و مدى قدرة السلطات النقدية على تنظيمها و رقابتها(10، ص04) ، من بين أهم هذه التصنيفات نجد:

التصنيف الأول: و هو أكثر التقسيمات انتشارا فحسبه السوق النقدية تتفرع إلى: سوق الخصم أين تخصم أدوات الائتمان القابلة للخصم كالأوراق التجارية العادية من كمبيالات و سندات أذنية، قبولات مصرفية، و أذونات الخزينة...، و سوق القروض قصيرة الأجل التي تشمل جميع القروض التي تعقد لآجال قصيرة - من أسبوع إلى سنة- (8، ص135- 136).

التصنيف الثاني: تنقسم السوق النقدية هاهنا إلى(11، ص51- 52): الأسواق المفتوحة التي يلجأ فيها البنك المركزي للمتاجرة بالأوراق الحكومية و النقد الأجنبي بالبيع للتقليص من حجم الائتمان وبالشراء لتوسيع هذا الحجم، أما أسواق الخصم فيقوم فيها البنك المركزي بإعادة خصم الأوراق المخصومة من البنوك التجارية، و ذلك لقاء سعر يرفع في حالة التضخم و يقلص في حالة الانكماش من طرف البنك المركزي، و في أسواق النقد تحت الطلب تتداول الودائع البنكية و الحسابات الجارية الدائنة و المدينة، و بالتالي فهذه السوق تجمع البنوك التجارية والمتخصصة لتمنح قروضا قصيرة الأجل إذا عرفت فائضا، بالإضافة إلى أسواق العملات الأجنبية؛ فأسواق النقد تحت الطلب تكوّن أرصدة كبيرة من العملات، خصوصا الدولار واليورو حتى تستخدم في تمويل التجارة الدولية.

ب.) سوق رأس المال: تعرّف سوق رأس المال على أنها:

- ✓ المكان أو الميكانيكية التي يتم عن طريقها و من خلالها خلق و تداول الأصول المالية طويلة الأجل، أي أن التعامل في هذه السوق يجري على رؤوس أموال طويلة الأجل(8، ص 140).
- ✓ سوق الصفقات المالية طويلة الأجل (أكثر من سنة) و التي تنفّذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل، من خصائصها أنها أقل اتساعا من السوق النقدية لكنها أكثر تنظيما(2، ص 15) ، و تنقسم سوق رأس المال إلى:

❖ الأسواق الفورية:

هي التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل(الأسهم و السندات) و التي يتم تسليمها واستلامها فور إتمام الصفقة، و هي صنفان:

أسواق أولية:

الأسواق الأولية هي تلك الأسواق الخاصة بالإصدارات الجديدة و الأولية للأوراق المالية بهدف الحصول على رأس مال الشركات قيد التأسيس أو لزيادة رأسمال شركات قائمة من قبل، أوهي تلك الأسواق التي« تنشأ فيها العلاقة بين المدين و الدائن أو المؤسسة المصدرة والمكتتبين لأول مرة، و بالتالي هي السوق التي يتم من خلالها تحويل المدخرات النقدية إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة في السابق أو إضافة إلى استثمارات قائمة»(12، ص55).

السوق الأولية هي بمثابة وسيلة تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، و تبعا لذلك هي بمثابة سوق للاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات، بينما هي سوق للاستثمار المالي بالنسبة للوحدات المقتنية لهذه الأوراق المالية، فإذا قامت هذه الوحدات الأخيرة بإعادة بيع الأوراق المالية في السوق الثانوية فالاستثمار يكون ماليا لا حقيقيا، و عليه ليس كل استثمار مالي يهدف لتمويل استثمار حقيقي، فالسوق الثانوية بهذا هي سوق للاستثمار المالي و ليس للاستثمار الحقيقي.

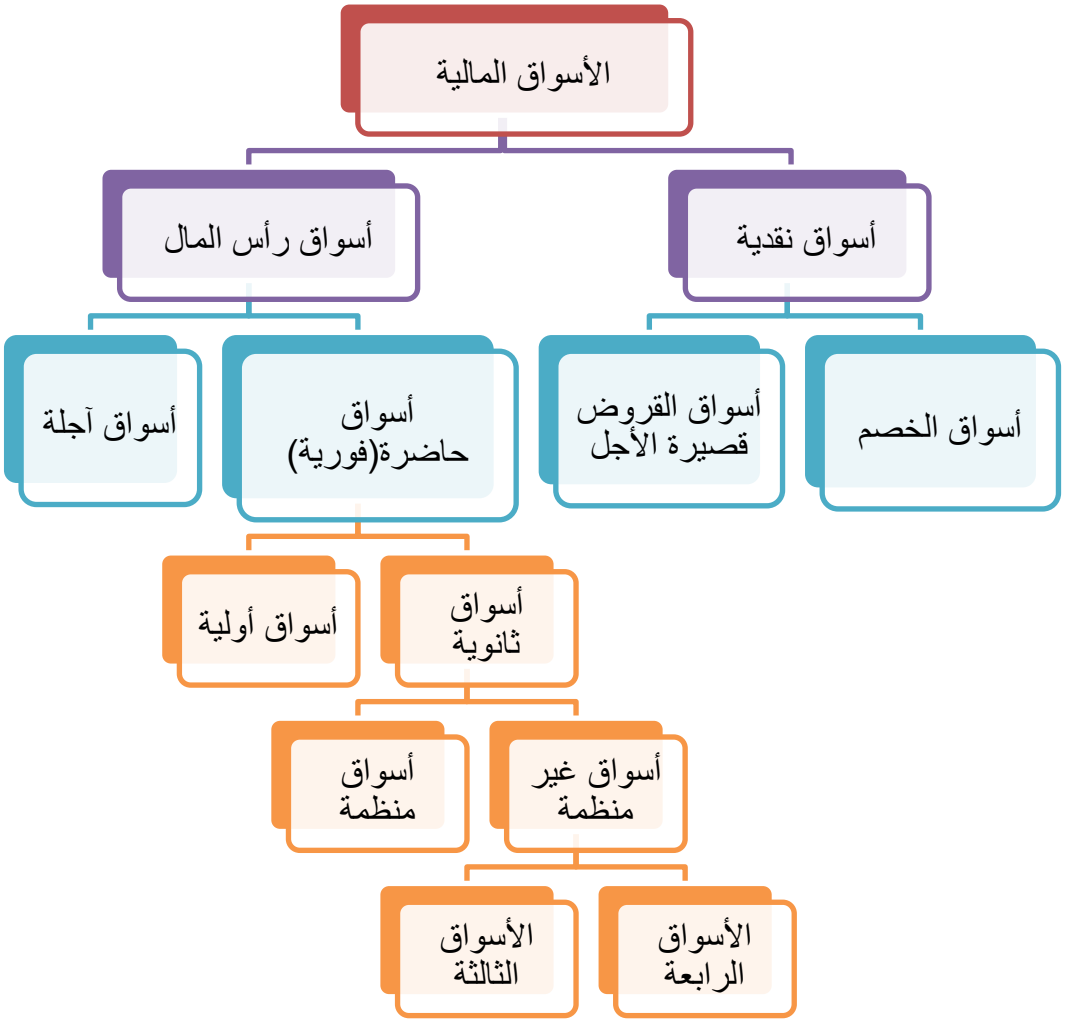
أسواق ثانوية:

تعرف بسوق التداول ففيها يتم تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية؛ أي فيها يتم تداول أوراق الشركات القائمة بالفعل(2، ص 16) ، و السوق الثانوية تنقسم إلى: أسواق منظمة تعرف بأنها:« المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون لبيع و شراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنتظمة، وفقا لقوانين و قواعد تضعها الجهات الرقابية، فهي مواقع جغرافية محددة لتداول الأوراق المالية المختلفة بيعا و شراءً ، بموجب إجراءات و قواعد ووسطاء و تكاليف وتوقيتات محددة بالقانون، محاطة بشفافية الإفصاح عن المعلومات و تسجيلها

و عرضها بشكل مستمر " (13، ص241) ؛ و تعد البورصة أحد مرادفات السوق الثانوية المنظمة، أما الأسواق غير المنظمة فتتعامل أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة، غير أن هذا لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة(10، ص06) ، و تنقسم الأسواق غير المنظمة إلى: أسواق ثالثة التي يتعامل فيها بأوراق مالية مقيدة في الأسواق المنظمة، و قد نشأت هذه الأسواق بسبب الصعوبات التي تواجه المؤسسات عند تعاملها بكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في أسواق الأوراق المالية، ولهذا قامت المؤسسات غير المشتركة في عضوية البورصات الأمريكية بإنشاء أسواق غير رسمية لكن بموجب جداول أسعار الأسواق الرسمية (2، ص17) ، أهم المؤسسات النشطة في هذه الأسواق المؤسسات الاستثمارية كبيرة الحجم كصناديق المعاشات، حسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية ، أما الأسواق الرابعة فتقصدها المؤسسات الكبرى و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون بالطلبيات الكبيرة (من10000 سهم فأكثر)، و ذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة(14، ص23). ويجري التعامل في هذه الأسواق (الرابعة) بأوراق مالية غير مقيدة في سوق الأوراق المالية، ولا مجال للوساطة في هذه الأسواق إلا لتحقيق اللقاء بين البائعين والمشترين؛ بحيث لا يحتفظ الوسطاء بالأوراق المالية فلا يقومون بدور السماسرة من تولي المعاملات و إبداء النصح لذا تتميز هذه الأسواق بانخفاض التكاليف و سرعة إبرام الصفقات(15، ص 510).

❖ الأسواق الآجلة (أسواق العقود المستقبلية):

هي عبارة عن أسواق تتعامل بالأوراق و الأصول المالية الأخرى من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد، يحدد سعرها وقت إنشاء العقد في سوق مالية منظمة لهذه الغاية، على أن يلتزم كل من طرفي العقد بإيداع نسبة معينة أو هامش من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية(2، ص 18).



الشكل رقم (01): هيكلة الأسواق المالية

المصدر: حسين بني هاني، مرجع سابق، ص20.

من خلال الشكل المبين أعلاه يتبين أن أسواق رأس المال تنقسم إلى أسواق فورية يتم التعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل ويتم التسليم و الاستلام فور اتمام الصفقة، أما الأسواق الآجلة فيتم التعامل بالأوراق المالية و الأصول المالية (عقود الخيارات، العقود المستقبلية، و عقود المبادلات) ويتم التسليم و الاستلام لاحقا، و تجدر الإشارة هنا إلى أن الأسواق الحاضرة(الفورية) هي أسواق الأوراق المالية، هذا لأن الأسواق الآجلة تتعامل في أصول مالية و أصول حقيقية.

2.1.1 مفهوم سوق الأوراق المالية

اتضح جليا مما سبق أن سوق الأوراق المالية جزء مهم في تركيبة السوق المالية، لذا سنحاول من خلال بيان تعريف سوق الأوراق المالية و ذكر خصائصها إزالة الالتباس عن مصطلح سوق الأوراق المالية الذي كثيرا ما يتم استعماله كمرادف للسوق المالية.

1.2.1.1 تعريف سوق الأوراق المالية

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، و معلن عنها على الأوراق المالية، و ذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع(16، ص 272).

كذلك تعرف سوق الأوراق المالية بأنها: "السوق التي يتم فيها التعامل في الأوراق المالية متوسطة و طويلة الأجل، و ذلك عن طريق إصدار السندات أو عن طريق إصدار أسهم، على أن يكون مكان هذه السوق بيعا و شراءًا هو بورصة الأوراق المالية، حيث يتم التعامل فيها من خلال السماسرة ويتحدد سعر هذه الأوراق وفق العرض و الطلب" (17، ص25).

إن تركيز هذه التعاريف على ضرورة وجود مكان للتعامل بهذه الأوراق يعد كذلك أحد الأخطاء المتداولة في المفاهيم؛ فمن خلال استعراض هيكلة السوق المالية اتضح أن سوق الأوراق المالية منها ما هو منظم في أمكنة معينة، و منها ما هو غير منظم لا تُعرف له أمكنة محددة؛ و عليه فسوق الأوراق المالية هي: تلك الآلية التي يتم من خلالها التعامل بالأوراق المالية طويلة ومتوسطة الأجل - سنة فما فوق-؛ منها ما هو منظم معروف و محدد في مكان أو حيز جغرافي موحد اقليميا يدعى البورصة، و منها ما هو غير منظم يقوم أطرافه بتعاملاتهم خارج إطار مكاني موحد، فتجمع بينهم وسائل الاتصال المختلفة.

لسوق الأوراق المالية مجموعة من السمات تجعلها سوقا مميزة عن سائر أنواع الأسواق، من بين هذه الخصائص نجد:

- سوق أكثر تنظيما من باقي الأسواق؛ ففيها تحدد شروط و قيود تداول الأوراق المالية، وكذلك معظم متعاملي هذه السوق هم أطراف ذوي خبرة و تخصص في المعاملات بالأوراق المالية، ثم إن هذه السوق تحكمها مجموعة من القوانين و التشريعات تحدد صلاحيات المتعاملين و حدود هذه الصلاحيات، و قوانين تنظم عملية الإفصاح عن المعلومات لمتعاملي هذه السوق و تبين حدود هذه العملية.
- تتطلب سوق الأوراق المالية توفر سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل في السوق الأولية بما يكفل توفير السيولة اللازمة.
- يتم التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية عبر وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- سوق الأوراق المالية سوق تتسم بالمرونة، كما أن تكنولوجيات الإعلام و الاتصال أضفت على هذه السوق خاصية الاتساع؛ فبفضل هذه الوسائل توسع حجم الصفقات و امتد نطاقها ليشمل أجزاءًا عديدة من العالم في آن واحد(18، ص 56).

بالإضافة للخصائص السابقة فهي سوق تتسم بـ (19، ص 32):

- ارتباط سوق الأوراق المالية بالمعاملات بالأوراق المالية متوسطة و طويلة الأجل، فتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد في آجال طويلة.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة و أقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدية، و ذلك نظرا لكون أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية هي أدوات تحمل في طياتها مخاطر سعرية، سوقية، و مخاطر تنظيمية مختلفة.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية هو استثمار ذو عائد مرتفع نسبيا، و عليه فاهتمام المستثمرين في هذه السوق يكون ذو ميل للدخل أو العائد الناتج عن هذا الاستثمار أكثر منه نحو السيولة و المخاطرة.

2.2.1.1 وظائف سوق الأوراق المالية

ظهرت سوق الأوراق المالية و تطورت على أمل قيامها بمجموعة من الوظائف من أهمها:

- أداة لتمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، فسوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل فتسهل عليها عملية النمو، كما تيسر على الدولة أداء سياستها الاقتصادية من خلال(20، ص11- 12):
  - توجيه الفوائض إلى المؤسسات الاقتصادية ذات العجز، أو إلى تلك التي تريد توسيع نشاطها؛ من أجل المساهمة في التنمية و تطوير هذه المؤسسات الاقتصادية.
  - تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية و الاجتماعية.
- أداة لزيادة الثروة؛ حيث تقوم سوق الأوراق المالية بدور مخزن للثروة، و ذلك لأن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح و الأمان و زيادة الثروة. كما تتسم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية عموما بعدم تعرضها للإهتلاك، كما أنها تولد دخلا خلال فترة الاحتفاظ بها(21، ص13- 15).
- أداة و مؤشر للحالة الاقتصادية: تساعد حالة تداول الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ(22، ص 48).
- أداة لتحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، و هو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، و هذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية نذكر منها(10، ص09):
  - كفاءة التسعير: بمعنى أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.
  - كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

- عدالة السوق: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام صفقات ما.
- الأمان: يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش و التدليس و التلاعب، و غيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي تعمد إليها بعض الأطراف.

➢ أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية، التمويلية، التشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة فيها، و عليه فإن الشركات تتبع إدارتها سياسات كفؤة تحقق نتائج أعمال جيدة لتحسين أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فإن نتائج أعمالها لن تكون مرضية فتنخفض أسعار أسهمها في السوق.

➢ أداة لتقييم الشركات و المشروعات: حيث تساهم سوق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين و إعلامهم بواقع الشركات و المشروعات، و يتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فانخفاض أسعار أسهم بالنسبة لمؤسسة من المؤسسات يدل في أغلب الأحيان على ضعف مركزها المالي، و هو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات على قيادتها أو سياساتها أملا في تحسين مركزها(20،ص 12).

➢ أداة لتجنب الآثار التضخمية: لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لوحدها لأدى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي و بالتالي حدوث موجات تضخمية، خاصة و أن هذه القروض تكون طويلة الأجل فيتطلب تحقيق النتائج فترة طويلة، بينما تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد و المؤسسات، و بذلك تمتص فائض السيولة النقدية وتوجه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك(10،ص10).

➢ أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص و تتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، و يكون ذلك من خلال كثرة و تنوع هذه الأوراق، و توفير البيانات و المعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة الأوراق المُتَعامل بها و حركة الأسعار، و هو ما يمكّن المستثمر من مقارنة و دراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي تعتبر المعلومات مرشدا عند اختبار الأوراق المالية المرغوب في الاستثمار فيها(23، ص45).

➢ تمثل سوق الأوراق المالية الأوعية التي يتم من خلالها انسياب التدفقات المالية في الاقتصاد فهي بمثابة الشرايين التي تغذي عروق الاقتصاديات بالأموال اللازمة للاستمرارية و بشكل سليم، و بهذا فكلما كانت هذه الشرايين واسعة سليمة كان الاقتصاد الوطني بعيداً عن الجلطات و الأزمات الاقتصادية التي يمكن أن تلحق به و تعيقه عن التقدم، فسوق الأوراق

المالية المنتظمة والمنضبطة تزيد من ثقة الأفراد والمؤسسات في سلامة النظام الاقتصادي، مما يزيد من حجم الادخار و الاستثمار الأجنبي، وبالتالي زيادة معدلات الأداء والنمو الاقتصادي، مما يعزز من تقدم البلد ورفاهية مواطنيه(7، ص07- 08).

3.1.1 مقومات سوق الأوراق المالية

يتطلب إنشاء سوق أوراق مالية نظامية، فعالة، و قوية من شأنها توفير السيولة المطلوبة لتحقيق النمو الاقتصادي المنشود مجموعة من الأركان و المقومات الضروري توافرها في هذه السوق؛ فعلى غرار تواجد: الحيز الجغرافي، القاعدة القانونية، المؤسسات المالية، و ابتكارات أدوات مالية تتلاءم والاقتصاد كأهم شروط لتأسيس سوق للأوراق المالية، و بالإضافة إلى ضرورة دعم الثقافة المالية ووفرة التكنولوجيا كشرطين ضروريين لتطوير سوق الأوراق المالية؛ تبقى العناصر التالية أركانا ضرورية لتفعيل هذه السوق:

1.3.1.1 التنوع

يقصد بالتنوع توفر تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية، و الغرض من هذا هو منح المستثمرين حق اختيار الوجهة المناسبة من حيث الأداة، التكلفة، العائد، و المخاطرة، و بهذا لكلٍّ الخيار في تحديد الوجهة باختلاف و تنوع الأدوات المالية المتداولة من سوق أوراق مالية إلى أخرى، والخيار حتى في السوق الواحدة من أداة لأخرى(2،ص 26).

2.3.1.1 المنافسة

المنافسة هي أن يكون جميع من يُنتظر منهم البيع و الشراء في السوق على علم مستمر بالأسعار التي تبرم بها الصفقات، و على علم بما يعرضه البائعون و ما يطلبه المشترون، و أن يكون هناك سعر واحد في كافة أنحاء السوق و أن تتوفر للمتعاملين في السوق حرية الدخول إلى السوق والخروج منها (سوق مرنة)، و منه فغياب الاحتكار في سوق الأوراق المالية و ما يقابله من وجود مجموعات متباينة و كبيرة من المتعاملين سيوفر لسوق الأوراق المالية خاصيتي العمق و الاتساع، وكذا خاصية الاستجابة التي تجعل تقلبات الأسعار خاضعة للعرض و الطلب فحسب(24).

3.3.1.1 تكنولوجيا المعلومات

حتى تتم الصفقات بسرعة و بأقل أخطاء يجب توفر منظومة للمعلومات المالية تشمل سعر الأدوات المالية، حجم عمليات التداول، مؤشرات العرض و الطلب الآنية و المستقبلية، حركة الأسعار اليومية، و ذلك لأن المعرفة الفورية للأسعار تجعل من سوق الأوراق المالية أكثر عمقا، هذه المنظومة تشمل شبكة حاسوبية و أجهزة كمبيوتر في غرف التداول و أجهزة تسجيل للمكالمات الهاتفية للرجوع إليها

في حالة نشوء خلافات، هذا فضلا عن ساعات تبين التوقيت في مختلف أسواق الأوراق المالية، بهذا فلا يمكننا تصور أسواق أوراق مالية بغياب تكنولوجيا المعلومات(18، ص56).

4.3.1.1 التكامل الإقليمي و الدولي

عقب بزوغ العولمة المالية و التكامل الدولي بات من الضروري إحداث تكامل و وحدة في قوانين أسواق الأوراق المالية، النظم المحاسبية و معايير التداول في هذه الأسواق و بالتالي تأسيس الاتحادات و الجمعيات الإقليمية و الدولية حتى تتولى مسؤولية تطوير أسواق الأوراق المالية وتنظيمها، وهو ما حدث فعلا فتأسس: اتحاد البورصات الأوربية، اتحاد أسواق البورصات الدولية، المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية...، و الجدير بالذكر أن النكسات و الاختلالات التي أصابت أسواق الأوراق المالية كانت المحفز الأساسي لنشأة هذه الهيئات(18، ص 43).

2.1 تنظيم سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية هي سوق تتميز عن باقي الأسواق بطبيعة الأدوات المالية المتداولة فيها، هذه الأخيرة على اختلاف سماتها فإن قاسمها المشترك هو أجل الاستحقاق المتوسط و الطويل، كما أن سوق الأوراق المالية تتميز بأطرافها و جهاتها المتدخلة في تعاملات هذه السوق، ثم إن التعامل في سوق مثل سوق الأوراق المالية سيتسم بطبيعة خاصة و مراحل تتباين عن مراحل التعامل في أية سوق أخرى، خلال هذا المبحث سنحاول الوقوف عند كل هذه النقاط.

1.2.1 الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بتباين و تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها، هذه الأدوات تطورت وازدهر التعامل بها مع تطور الحاجات و ارتفاع معدل الابتكارات المالية؛ فيما يلي تبيان لأبرز وأهم هذه الأدوات.

1.1.2.1 الأسهم

- ✓ هي جزء من رأس المال الاجتماعي للمؤسسة، تعتبر سند ملكية مع عائد متغير، يتمتع صاحبه بالحقوق التالية(25، ص 211):
  - الحق في المعلومة: المالك أو المساهم له الحق في المعلومة الصحيحة و الموثوقة عن الوضعية الاقتصادية للمؤسسة بالنظر للوثائق المحاسبية و التوجهات الاستراتيجية الهامة للمؤسسة.
  - الحق في التصويت و المشاركة في مجلس الإدارة.
  - الحق في الربح: الربح الصافي بعد الضريبة يمكن أن يؤثر على احتياطات المؤسسة أو على تحويلات حصص المساهمين، فعلى مستوى مجلس الإدارة العامة يقرر تعيين الربح الصافي

بعد الضريبة بالتصويت في الجمعية العامة، الحصة السنوية إن وجدت هي جزء من أرباح المؤسسة التي تُحَوَّل لمالكيها.

- الحق في الأصول الصافية: في حالة التصفية و بعد طرح الخصوم المستحقة من إجمالي الأصول، للمساهمين الحق في الأصول الصافية كل حسب حصته من المؤسسة.

✓ تمثل الأسهم أوراقا مالية في شكل صكوك تتيح لصاحبها حقا في ملكية الشركة أو المؤسسة التي أصدرت الورقة فضلا عن الحق في الدخل المتولد عن النشاط(13، ص 86) ، والأسهم من حيث طبيعة الحقوق تنقسم إلى أسهم عاديةLes actions ordinaires و أخرى ممتازةLes actions privilégiées ، عادة ما يقسم رأس مال الشركة إلى قيم اسمية متساوية بنفس الحقوق و هي المعروفة بالأسهم العادية أما الممتازة فيتمتع حاملوها ببعض المميزات كالحق في التصويت المضاعف شريطة أن يبقى السهم سنتين على الأقل باسم صاحبه(25، ص 212) ، والحق في الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية، كذلك الأولوية في أموال التصفية قبل حاملي الأسهم العادية مع رفع حق التصويت في الجمعية العامة(13،ص 101) ، و الملاحظ مما سبق أن الأسهم الممتازة تختلف امتيازاتها من دولة لأخرى و من تشريع لآخر، لذا لا يمكن ذكر خصوصيات الأسهم الممتازة بصفة مطلقة.

تعرف الأسهم قيما مختلفة نذكر منها(11، ص100- 101): القيمة الاسمية المكتوبة على الورقة و تتحدد عند تأسيس الشركة، القيمة الدفترية هي قيمة السهم المستخرجة من دفاتر وسجلات الشركة و التي تتحدد على أساس قيمة الأصول، القيمة السوقية المتعلقة بقيمة السهم في سوق رأس المال وهي التي تهم المساهمين لاتخاذ القرارات و إجراء التحليلات، قيمة التصفية و هي القيمة المتوقعة للسهم في حالة التصفية.

2.1.2.1 السندات

السندات التي تصدرها شركات الأعمال تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين الشركة و المستثمر، بمقتضى هذا الاتفاق يقوم المستثمر بإقراض الشركة التي تتعهد بدورها برد المبالغ و الفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة.

السند عبارة عن شهادة دين يتعهد بموجبها المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق بتاريخ محدد بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة . يعتبر السند مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ إليه الحكومات أو الشركات أو المؤسسات للحصول على احتياجاتها من خلال الاكتتاب العام عن طريق أسواق الأوراق المالية.

تتسم السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها(10،ص 12):

- السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، و لا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة و المساهمة في تسيير شؤونها.
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد؛ أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو تحملت خسائرا، و لا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، و يترتب على العجز عن دفعها افلاس الشركة.
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بسداد قيمة السند.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، و ذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها الشركة.

بالإضافة إلى أن السندات تواجه مخاطر ائتمانية عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، كما أنها قابلة للاستدعاء من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أقل(5،ص291).

3.1.2.1 المشتقات المالية Les dérivés financiers

المشتقات المالية هي عقود مالية مكتوبة على أصل خفيASJ (غير أصلي) قيمتها تشتق من هذا الأصل الذي يمكن أن يكون: أسهما، سندات، سندات خزينة، سعر صرف، مادة أولية، أو حتى منتوجا مشتقا آخر، و تستعمل المشتقات المالية بهدف التغطية أو المضاربة(26، ص03) ، غير أنها ظهرت لأول مرة بهدف التغطية و ذلك خلال السبعينيات أين تحول سعر الصرف إلى عائم، و مع مبادئ السياسة النقدية الأمريكية التي قضت رفع أسعار الفائدة، و مع تكامل الأسواق المالية عالميا وبارتفاع المديونية العالمية ارتفعت نسبة المخاطر مما استدعى تغطيتها فظهرت أسواق الأدوات المالية المشتقة(27، ص 53).

تعرف المشتقات أيضا بأنها مطالبات محتملة، يتضمن العقد في أغلب الأحيان بعض أو كل الجوانب التالية: الاتفاق على سعر معين للتنفيذ في المستقبل مقارنة بالسعر الحالي، وقت التعاقد، تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر، وقت سريان العقد، تحديد الشيء محل التعاقد الذي قد يكون: سعر فائدة، سعر سلة، مؤشر أسعار، سعر ورقة مالية، أو سعر صرف أجنبي، و تنقسم المشتقات المالية إلى:

- ✓ عقود الخيارات: هي عقود لأجل أين يكون للمشتري أو البائع خيار شراء أو بيع- عدم الالزام- كمية محددة من أصل خفي sous-jacent (أسهم، مؤشرات بورصة، عملات أجنبية، سندات بعائد ثابت، مواد أولية، خيارات – خيار على خيار-) مقابل سعر متفق عليه (تكلفة يتحملها حامل الخيار) لمدة زمنية أو تاريخ معين(25، ص291) ، أما بالنسبة لموعد تنفيذ العقد فالخيارات تأخذ شكلين: أوربي فيه يلزم حامل الخيار بممارسة الحق في تاريخ

معين، وأمريكي يكون فيه حق التنفيذ للعقد خلال المدة المحصورة ما بين الاتفاق إلى نهاية صلاحية العقد(13، ص126).

- ✓ العقود المستقبلية: هي عقود الزامية لشراء أو بيع كمية محددة من الأصل الخفيASJ ، بسعر معطى و كذلك بتاريخ محدد، و السعر المحدد في العقد يسمى سعر التسليم و يثبت لطول مدة العقد.
- ✓ المنتجات الهجينة Les produits hybrides: هي أحد أهم ابتكارات الهندسة المالية الحديثة، و المقصود بها تلك الأدوات المالية التي تجمع بين خصائص الأسهم و خصائص السندات، و هي تختلف من بلد لآخر حسب التشريعات و الأنظمة المالية المتبعة، فبالإضافة للأسهم الممتازة هناك العديد من المنتجات الهجينة المتداولة سنكتفي بذكر الأكثر انتشارا منها(28):
- ✓ أسهم التفاوضLes titres négociables: تسمح هذه الأسهم لمالكها بالحصول على فوائد سنوية ثابتة أو متغيرة.
- ✓ السندات بقسائم صفرية Les obligations à coupon zéro: لا تحمل أي فائدة لكن عند استحقاقها تمنح علاوة تعويض لمالكيها.
- ✓ السندات بقسيمة وحيدة Les obligations à coupon unique: تعطي الحق بتحويل الفوائد متراكمة في النهاية مما يسمح برسملة الفوائد المحولة سنويا.

تعتبر الفوائد و علاوات التعويض الآنفة قابلة للحسم من الوعاء الضريبي للشركة المقترضة.

- ✓ سندات قابلة للتحويل إلى أسهمLes obligations convertibles en actions : حاملو هذه السندات يستلمون فوائد ثابتة (قابلة للحسم جبائيا)، و حسب الشروط التي تنص عليها بنود العقد يمكنهم التحول إلى مساهمين في الشركة المقترضة، و بمجرد تحويل هذه السندات لأسهم يبتعدون عن صفة المقرضين قانونيا و اقتصاديا.
- ✓ السندات المشتركة Les obligations participantes: هي سندات تسمح لحاملها بالاستفادة من جزء من الأرباح السنوية و/أو ربح تصفية المؤسسة المقترضة بالإضافة إلى فوائد ثابتة، و بهذا فالمشاركة في الأرباح تشكل انتفاعا إضافيا، و الفوائد المحولة هي شبيهة بتوزيعات الحصص و هي غير قابلة للحسم من الوعاء الضريبي.
- ✓ الشهادات بأفضلية PEC: تعتبر دينا على الشركة المقترضة، في حين تحول الفوائد الثابتة كحصص للمقرضين مع سحب حق التصويت منهم.
- ✓ الشهادات بأفضلية قابلة للتحويل إلى أسهمCPEC: هي شهادات بأفضلية يمكن تحويلها لأسهم للاستفادة من حق التصويت.

2.2.1 المتدخلون في سوق الأوراق المالية

تختلف المراجع الاقتصادية و المالية في تحديد المتدخلين في سوق الأوراق المالية تبعا لمعايير التصنيف المتبناة من مفكر لآخر، الشكل رقم (02) يمثل مخططا توضيحيا لبعض معايير التصنيف الأكثر انتشارا في المراجع المالية و الاقتصادية، غير أن معظم هذه الأخيرة أثناء عرضها للمتدخلين في سوق الأوراق المالية تكتفي بالمتعاملين في هذه الأسواق، غير أن التدخل في الأسواق المالية لا يعني الدخول كبائع أو مشترٍ أو وسيط، و هي بذلك لا تأخذ بعين الاعتبار الجهات والهيئات التي تشكل الجزء الفعال في سوق الأوراق المالية؛ ألا و هي هيئات الرقابة و التنظيم.

1.2.2.1 المتعاملون في سوق الأوراق المالية

هم من يفضلون التعامل طويل الأجل أو تدفعهم الظروف لذلك، و على تباين أهدافهم فالمتعاملون في سوق الأوراق المالية هم الأطراف المعنية بعقد الصفقات في سوق الأوراق المالية سواء كبائعين، أو مشترين، أو وسطاء، يمكن ذكر هذه الأطراف كالآتي:

أ- المصدرون: هم أصحاب العجز طالبوا الاقتراض، يمكنهم أن يكونوا أفرادا أو شركاتً خاصة أو مؤسسات عامة أو سلطات محلية أخرى، فيقومون بإصدار السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد، أو إصدار الأسهم(29، ص69- 70) ، كما يمكن أن تكون الجهة المصدرة منظمات دولية تتعامل في أسواق الأوراق المالية الدولية، هذه الأخيرة تستخدمها الهيئات الدولية لتجميع الأموال لإعادة استثمارها في مشاريع تنموية في الغالب، من بين هذه المنظمات البنك الدولي، بنك التنمية الآسيوي، بنك الاستثمار الأوربي...، و لهذه الهيئات التي تدعمها حكومات قومية متعددة جدارة ائتمانية قوية(30، ص 48).

ب- الحكومة: على غرار مشاركتها في السوق النقدية تعتبر الحكومة بوزاراتها و هيئاتها المحلية من بين أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية بالتحديد في أسواق السندات، و عادة ما تقوم الحكومات بإصدار السندات لتحقيق المساعي التالية(31، ص 63-64):

- ✓ تغطية العجز المتراكم في الميزانية العمومية للدولة أو تمويل المشاريع التنموية المتنوعة.
- ✓ التحكم في حجم السيولة في الاقتصاد الوطني لتفادي الوقوع في الأزمات الاقتصادية من خلال التأثير على السيولة و كيفية توزيع مواردها على مختلف الأنشطة.
- ✓ التأثير على معدلات الفائدة في السوق المالية حسبما تقتضيه المصلحة الاقتصادية للبلد.
- ✓ إعادة توزيع الموارد المالية في الاقتصاد الوطني بما يتناسب مع أهداف الخطة الاقتصادية العامة.

في الولايات المتحدة الأمريكية تصدر الحكومة المركزية سندات الخزانة العامة طويلة الأجل، أما في بريطانيا فتعرف باسم أوراق مالية من الدرجة الأولى أو سندات أو أسهم مضمونة، كما يمكن

للحكومة الاقتراض عن طريق السندات السيادية في أسواق رأس المال الدولية، و بفضل أمان سندات الولايات المتحدة الأمريكية و بريطانيا و نجاح إصداراتهما(النجاح في سداد السندات مبكرا أو عدم إصدارهما سندات جديدة تحل محل المنتهية المدة بمعنى أنها ليست بحاجة إلى إعادة تمويل الدين) أصبحتا مؤخرا تعملان بفائض ميزانية عكس اليابان التي تعاني من عجز ميزانية كبير(30، ص46-47).

جـ- المستثمرون (29، ص70): هم العارضون المقرضون للأموال، و تشمل هذه الفئة: المؤسسات المالية التي تقوم بنشاط النقد كـ: البنوك التجارية، بنوك و مؤسسات: الائتمان، الادخار و الودائع، وصناديق التقاعد و بنوك الإقراض و صناديق الاستثمار في المشروعات التجارية و الصناعية، التي تقوم بتأسيس هذه المشروعات و إدارتها، فضلا عن المؤسسات التي تقوم بتقديم الخدمات المالية المرتبطة بالعمليات المصرفية و الاستثمارية كاستبدال العملات و صرف الشيكات السياحية...، بالإضافة إلى وسطاء بيع الأوراق المالية و السلع، و الوسطاء النقديين و الماليين، كما تشمل هذه الفئة شركات التأمين بأنواعها، فضلا عن وسطاء و وكلاء التأمين و سماسرة التأمين ومنظمات خدمة شركات التأمين.

من بين أهم المستثمرين في سوق الأوراق المالية نجد المستثمرين التأسيسين؛ و هم هيئات مالية تقوم بجمع موارد ادخارية و تكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها بتوظيف جزء هام في شكل قيم منقولة، و يعتبر المستثمرون التأسيسيون أكبر عارضي السيولة و من أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية فـ (10، ص18):

- الصناديق ذات الطابع الاجتماعي: هيئات تقدم لمنخرطيها خدمات اجتماعية مقابل اقتطاعات من المداخيل(أجور و رواتب)، حيث يتم تجميع هذه الأموال و توجيهها لشراء أسهم وسندات للتعامل بها في البورصة قصد تحقيق عوائد، هذه الأخيرة تمكنها من مواجهة وتغطية مصاريفها المتزايدة، و مع الفارق الزمني بين عملية الاقتطاع و تسديد الحقوق التي تمنحها هذه الصناديق، فإن هذه الأخيرة تقوم بتوجيه هذه السيولة للتوظيف في سوق الأوراق المالية لتحقيق عوائد إضافية.
- شركات التأمين تقوم بالتأمين على الحياة، كما أنها تؤمن على الأخطار التي قد تصيب ممتلكات الأشخاص و تحصل في المقابل على عمولات، مما يسمح لها بجمع سيولة كبيرة يتم توجيهها إلى سوق الأوراق المالية بغية استغلالها مع الحفاظ على الحد الأدنى من السيولة لأصولها.
- صناديق الإيداع و الضمانات تقوم بجمع الودائع من الراغبين في الحصول على ضمانات خاصة مع المحافظة على مؤونات كافية لمواجهة طوارئ المستقبل، و هذه السيولة الكبيرة

التي تم جمعها ينبغي توظيفها في سوق الأوراق المالية قصد تحقيق عائد مقبول و المحافظة على قدر من السيولة لاستعمالها وقت الحاجة.

- هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية تلعب دورا مهما في جذب المدخرات، و ذلك نظرا لما تملكه من خبرة واسعة في مجال البورصة.

تتكون الهيئات السابقة المشكلة للمستثمرين التأسيسيين عموما من(32، ص 05):

⇐ شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت: يسمح هذا النوع من الشركات للأشخاص باستثمار أموالهم فيها، حيث تتولى إدارة محفظة الأوراق المالية عمليات البيع و الشراء لصالح المساهمين، بهدف تحقيق عوائد تقتطع منها نسبة معينة كعمولة عن الخدمات المقدمة.

⇐ شركات رأس المال ذات رأس المال المتغير: هي شركات يتكون رأسمالها من مجموع حصص المساهمين بها، حيث يكون بها عدد الأوراق المالية قابل للتغير بالارتفاع والانخفاض، و هذا بسبب دخول وخروج المساهمين نتيجة بيع و شراء حصصهم.

⇐ الصناديق الجماعية للتوظيف: هي صناديق تكون فيها ملكية الأوراق المالية مشتركة بين عدة صناديق أو شركات أموال، و يتم تسييرها من طرف هيئة مختصة، و ذلك بهدف جذب الأفراد و العائلات غير المختصة في النشاط المالي، باعتبار أن إنشاء هذه الصناديق وتسييرها مضمون من طرف هيئات مالية مختصة.

⇐ نوادي الاستثمار: هي شركات تقوم بتكوين محفظة متنوعة من الأوراق المالية و إدارتها نيابة عن كبار المستثمرين، بمعنى تغيير مكونات المحفظة بما يتناسب و ظروف السوق، ويتم ذلك إما بناءًا على أمر مباشر من العميل بعد تقديم النصح و المشورة له، أو عن طريق قيام العميل بتفويض النادي للقيام بذلك، و تختلف هذه النوادي عن صناديق الاستثمار في أنها تمسك لكل عميل محفظة مستقلة خاصة به(33، ص43).

د- الوسطاء: نظرا لنقص الخبرة و المعلومات عند المتعاملين في سوق الأوراق المالية كان من الضروري تواجد وسطاء ماليين يتمتعون بالخبرة و الكفاءة العالية في المجال المالي، لتنفيذ أوامر عملائهم في الشراء و البيع، و اسداء النصح و الإرشاد عندما يتطلب الأمر ذلك.

تقوم بنوك الاستثمار و مؤسسات الأوراق المالية بطرح إصدارات جديدة نيابة عن عملائها من الشركات (مقابل سداد رسوم)، كما تشجع المستثمرين على الاكتتاب في هذه الإصدارات، كما أنها تقدم النصح لمصدري الأوراق المالية(30، ص55) ، الشكل(03) يمثل أبرز أدوار بنوك الاستثمار في سوق الأوراق المالية، و الجدير بالذكر في هذا المقام أن الفرق بين مصطلحي بنوك و صناديق الاستثمار هو أن هذه الأخيرة تتعامل في السوق الثانوية و ليس في السوق الأولية كما هو حال بنوك الاستثمار، هذه الصناديق تنشئها البنوك أو شركات التأمين أو شركات مساهمة و تديرها شركة

مساهمة مستقلة ذات خبرة و كفاءة، هدفها تجميع الأموال من الأفراد و المؤسسات مقابل إصدار وثائق استثمار، و استخدام حصيلة تلك الأموال للاستثمار في الأوراق المالية(10، ص17).

أما السمسار فهو شخص مفوض من شركة سمسرة؛ فيقوم ببيع و شراء الأوراق المالية في البورصة بالوكالة نيابة عن عملائه مقابل عمولة، يتمتع بالدراية الكافية عن الشؤون المالية والتأهيل القانوني، و السمسار لا يتعامل لحسابه الخاص و إنما هو وسيط مكلف بتنفيذ أوامر العملاء(29، ص90-91).

هـ- البنك المركزي: في إطار سياسة السوق المفتوحة التي تخص الأوراق المالية – السندات والأسهم-، يقوم البنك المركزي ببيع و شراء الأوراق المالية قصد الزيادة أو التخفيض في كمية النقود المتداولة و هذا حسب الأوضاع الاقتصادية السائدة؛ فعندما يريد البنك المركزي الحد من الائتمان- القضاء على التضخم- فإنه يبيع الأوراق المالية حينئذ يقوم مشتروها بتسديد ثمنها بسحبهم من حساباتهم المصرفية، فتقل قدرة البنوك التجارية على منح القروض، أما إذا أراد البنك المركزي أن يرفع من كمية الائتمان فإنه يشتري الأوراق المالية من السوق و يدفع ثمنها لحساب الأفراد في مصارفهم فتزيد إذا احتياطات هذه المصارف و تزيد معها قدرتها على الإقراض- منح الائتمان-.

2.2.2.1 الهيئات التنظيمية في سوق الأوراق المالية

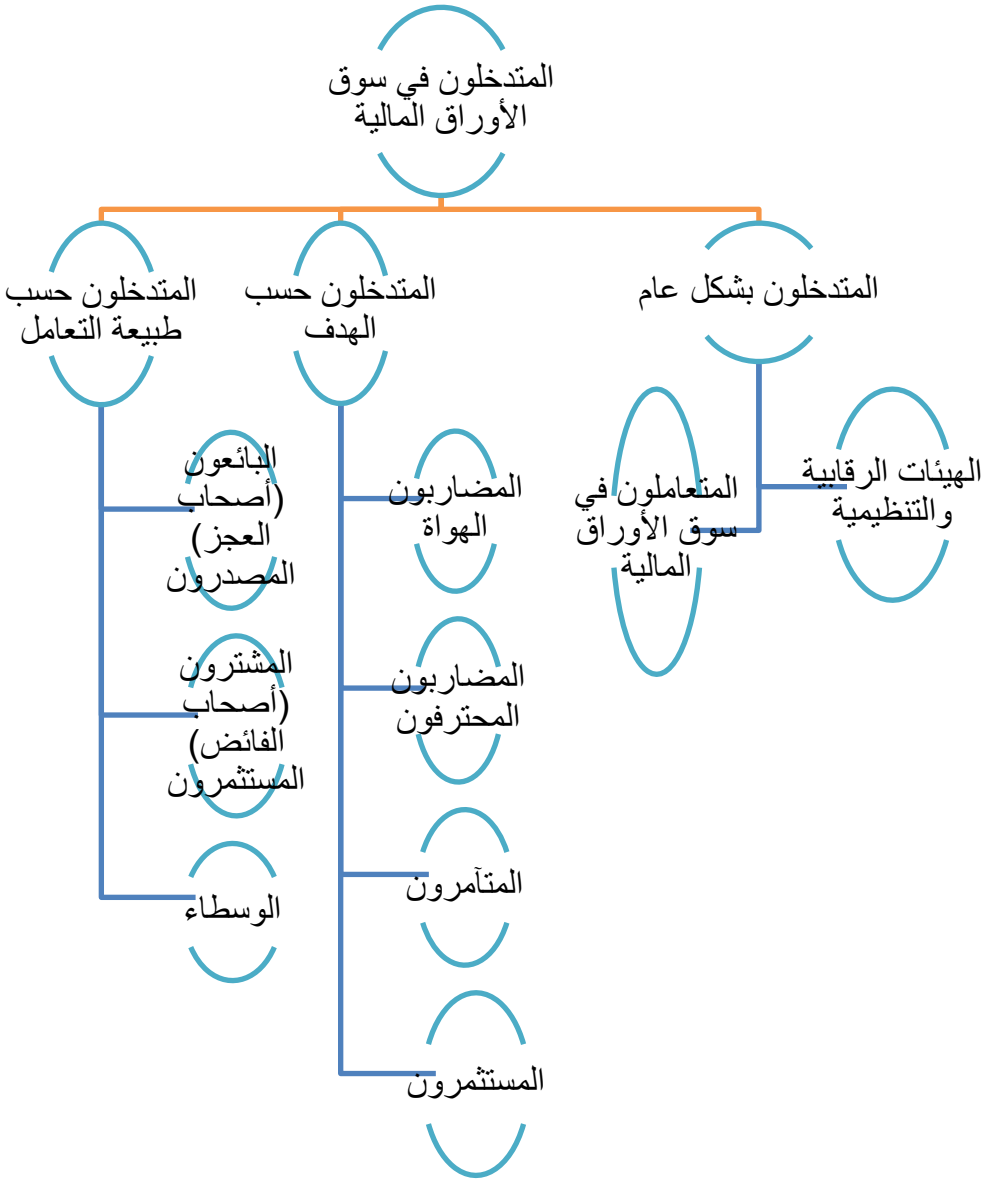
سهرا على الأداء الجيد لسوق الأوراق المالية القائمة على تعارض المصالح و تضاربها تم إلحاق هذه الأخيرة بهيئات رقابية و تنظيمية لتفادي التجاوزات والتقليل من وطأتها على متعاملي سوق الأوراق المالية، فالهدف من سوق الأوراق المالية ليس ملاقاة عرض التمويل مع طلبه فحسب، و إنما يتعدى بذلك لضمان التنظيم و الرقابة لمنع أي انحراف و التأكد أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل دون حيثيات أو ملابسات.

حماية المستثمر من الغش و التلاعب و محاربة المعلومات المضللة، حماية المصلحة العامة بالحفاظ على أسواق حرة مفتوحة بسن القوانين و اللوائح المختلفة لضبط التعامل في أسواق الأوراق المالية هو لب و صميم ما أُنيط بهذه التنظيمات(16،ص 311).

كما أن هذه الهيئات تقوم بالفصل في جميع النزاعات القائمة بين المتعاملين في السوق و هي تعرف بلجنات التحكيم المقيدة في سوق الأوراق المالية(29، ص92).

الفشل التاريخي و الأزمات التي عرفتها الساحة المالية العالمية أيقظا أثر غياب الثقة الممكن على أداء سوق الأوراق المالية و الذي قد يتعدى لتدمير نظام السوق كله، هذا ما أضفى صبغة جديدة على التنظيم و الرقابة في سوق الأوراق المالية؛ و هو ما يعرف حاليا بحوكمة السوق La gouvernance de marchés التي باتت موضوع الساعة و ركيزة الآراء من خبراء ومتعاملين في السوق المالية(34،ص 351).

على اختلاف أسماء التنظيمات و الهيئات التي تتولى ضبط سوق الأوراق المالية من بلد لآخر وفي إطار التعاون الدولي و محاولة للاقتراب من قوانين و تشريعات أقرب إلى التوحيد أسست عدة منظمات و هيئات رقابية عالمية أهمها هيئة الأوراق المالية العالمية، المنظمة الدولية للجان الرقابة على الأسواق المالية IOSCO .

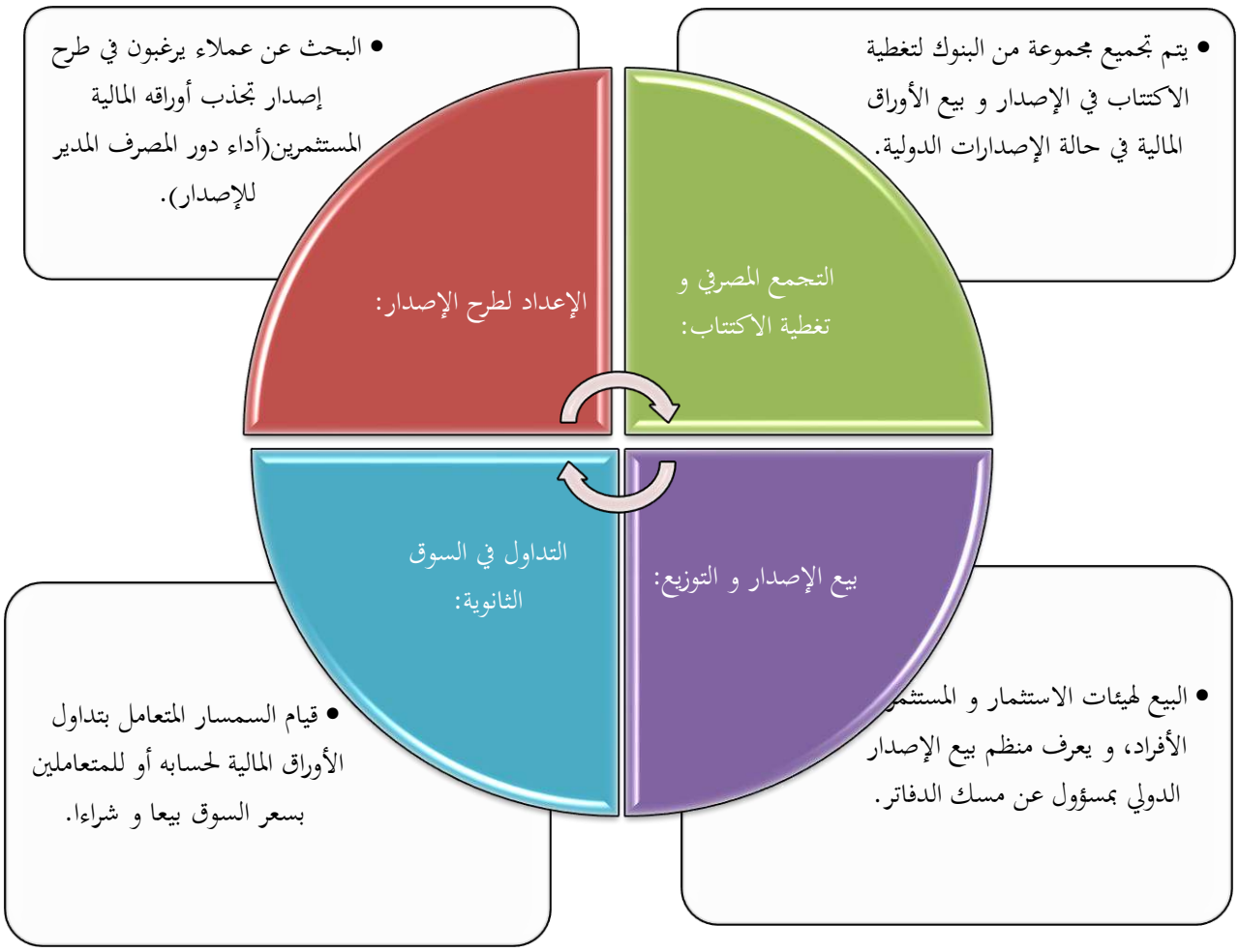


الشكل رقم(02): بعض معايير تصنيف المتدخلين في سوق الأوراق المالية:

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على حسن فليح خلف، المؤسسات المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، عمان، الطبعة الأولى، 2006، ص93- ص113.

من الشكل السابق يتبين أن هناك تقسيمات عديدة للمتدخلين في سوق الأوراق المالية، فنجد التقسيم المتعارف عليه عادة- حسب طبيعة التعامل- يميز بين ثلاث فئات: مصدرو الأوراق المالية أو أصحاب العجز، المستثمرون من أصحاب الفوائض، و كذلك الوسطاء بين الفئتين السابقتين، كما نجد المتدخلين حسب الهدف: فهناك المضاربون بنوعيهما المحترفون و الهواة، كما نجد المتآمرين والمستثمرين، أما ثالث تصنيف فهو يقسم المتدخلين إلى: المتعاملين بشكل عام من مصدرين، مستثمرين، و وسطاء، أما الفئة الثانية فتتمثل في الهيئات الرقابية و التنظيمية التي كثيرا ما يتم تجاهلها في تقسيمات المتدخلين في سوق الأوراق المالية.

يبين الشكل رقم 03 دور البنوك الاستثمارية في سوق الأوراق المالية و مختلف المراحل التي تمر بها هذه البنوك أثناء تعاملها في سوق الأوراق المالية من إعداد لطرح الإصدار، و من ثم القيام بتجمع مصرفي لتغطية الاكتتاب، فبيع الإصدار و توزيعه، و أخيرا تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية حسب الوسائل المبينة في الشكل.



الشكل رقم (03): دور البنوك الاستثمارية في سوق الأسهم و السندات

المصدر: برايان كويل، مرجع سابق، ص 60.

3.2.1 التعامل في سوق الأوراق المالية

التعامل في سوق الأوراق المالية عملية منظمة تحكمها طبيعة الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق، و كذا الأطراف المتدخلة في معاملات هذه السوق، في هذا المطلب سنحاول معرفة آلية التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال:

1.3.2.1 الأوامر في سوق الأوراق المالية

في السوق الأولية يتعامل المصدرون و المستثمرون بصورة مباشرة أو من خلال مؤسسات مالية تعرف ببنوك الاستثمار، كما قد تتولى البنوك التجارية مهمة بنوك الاستثمار في المساعدة على تصريف الإصدارات الجديدة.

خلال مزاولتها لنشاطها المصرفي العادي، تقوم بنوك الاستثمار بمنح قروض و تسهيلات ائتمانية للجهات المصدرة لمساعدتها على إصدار و تصريف أوراقها المالية.

أما الأعمال التي تعد خارج مجال النشاط المصرفي العادي فهي عمل بنوك الاستثمار كوكيل لبيع الأوراق المالية باعتماد خبرتها، كفاءتها، علاقاتها مع المستثمرين، و ثقتهم بها، و في هذه الحالة لا تشتري الأوراق المصدرة و لا تحتفظ بها فتلعب دور الوسيط فحسب، و كذلك عند قيام بنوك الاستثمار بشراء الإصدار و الاحتفاظ بالجزء غير المصرّف منه مقابل عمولة على هذا الاحتفاظ.

تقوم الجهات المصدرة باختيار البنك الاستثماري إما بالتفاوض مع بنوك استثمارية معروفة أو عن طريق منح عطاءات للمشروع على مجموعة من البنوك الاستثمارية، ليختار في النهاية المشروع الأقل كلفة؛ ففي حالة إصدار سندات يفضل البنك الذي يقدم أقل سعر فائدة على هذه السندات، أما إصدار الأسهم فيفضل السعر الأعلى لشراء إصدارات الأسهم، و ذلك بالأخذ بعين الاعتبار الخبرة، القدرة ، الثقة، و كذلك النسبة التي يضمن أو يتعهد البنك بتصريفها، و أقل عمولة يتقاضاها البنك عند تصريفه للإصدار دون شراء أو تعهد بالتصريف(35،ص 304).

عادة ما يتم التعامل المباشر بين المصدرين و المستثمرين في الأسواق غير المنظمة أما المنظمة فغالبا ما يلجأ فيها للوسطاء عن طريق إصدار أوامر، هذه الأخيرة تعدّ الركيزة و الحجر الأساس في تعاملات سوق الأوراق المالية المنظمة، و هي بذلك الرابط الذي يجمع الزبون بالوسيط، ويعرّف الأمر على أنه:

"التوكيل الذي يعطى لأحد الوسطاء لبيع أو شراء أوراق مالية معينة"(3،ص232).

كما يعرّف بأنه: "الأمر الذي يطلب فيه المستثمرون من الوسطاء في سوق رأس المال ببيع أو شراء عدد من الأوراق المالية وفقا لأحسن سعر متاح"(36،ص298) ، وعليه فأمر التعامل يجب أن يكون واضحا و محددا حتى يتسنى تنفيذه بشكل صحيح، و ذلك ببيان عملية التعامل المنشودة (بيع، شراء، حاضر، آجل)، و ذكر نوع الأوراق المالية المراد التعامل بها، كمية أو عدد هذه الأوراق، السعر، التاريخ، السوق المتعامل فيها، وقت أو مدة التنفيذ، و التوقيع في حالة الأمر الكتابي(35،ص307).

2.3.2.1 أنواع الأوامر في سوق الأوراق المالية

هذا و تنقسم أوامر سوق الأوراق إلى عدة أنواع تتباين حسب التشريعات المالية و اتساع التعاملات في أسواق الأوراق المالية، نذكر على سبيل المثال لا الحصر:

- ❖ الأوامر بالأسعار المحددة: يحدد الزبون للوسيط السعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به مسبقا فيتحدد السعر الأدنى للبيع و السعر الأقصى للشراء(3،ص232) ، و هو ما يعرف بأمر السوق، أما عند وضع الزبون سعرا محددا بصفة قطعية لتنفيذ الصفقة فهو أمر محدد، وكلا الأمرين(المحدد و أمر السوق) هما أوامر بأسعار محددة.
- ❖ الأوامر المحددة لوقت التنفيذ(37،ص127): نجد فيها الأوامر المحددة بيوم أي أن الأمر ساري المفعول ليوم واحد فقط، كما نجد كذلك الأوامر المحددة بأسبوع أو شهر، أما الأمر المفتوح فهو غير محدد المدة و يبقى ساريا إلى غاية أن يقرر الزبون إلغاءه.
- ❖ أوامر محددة السعر و / أو الوقت(10،ص 16): هنا يحدد سعر معين للتنفيذ باشتراط إتمام الصفقة خلال مدة محددة، أو يكون الأمر مفتوح المدة بسعر معين.
- ❖ الأوامر الخاصة: نجد فيها:

أ- أوامر الإيقاف(3،ص 233): و هي تعني الخسارة المحددة إما بتخفيض الخسارة الممكنة أو بتحقيق ربح معقول، ينقسم أمر الإيقاف إلى أمر إيقاف على البيع أين يحقق البائع ربحا معقولا، و أمر إيقاف على الشراء أين يضع المشتري حدا لخسارته.

ب- أوامر الإيقاف المحددة(38): تعالج أوامر الإيقاف المحددة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف، ففي الإيقاف المحدد يضع المستثمر حداً أدنى لسعر البيع، وحداً أقصى لسعر الشراء، و لا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو أفضل منه.

- ❖ أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال(39): فيها يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، عادةً ما يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على الحكم.

بالإضافة للأوامر الآنفة نجد كذلك : الأمر مع اشتراط تنفيذه فورًا، الأمر مع اشتراط تنفيذه كله، الأمر مع اشتراط تنفيذه كله أو بعضه فورًا، الأمر الزوجي (غير الكسري) الموافق لوحدة التداول (100 سهم مثلاً) أو مضاعفاتها، الأمر الفردي (الكسري) و هو الذي يقل فيه عدد الأوراق عن وحدة التداول المقررة، ويمكن تجميع الأوامر الفردية عن طريق تجار الطلبيات الصغيرة داخل البورصة، أو عن طريق بيوت السمسرة خارج البورصة، وعمولة السمسرة عن الأوامر الفردية أعلى منها عن الأوامر الزوجية(40،ص535-537).

3.3.2.1 إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية

أما عن تنفيذ و تسوية المعاملات في سوق الأوراق المالية فهي تتم عبر المراحل التالية(39):

أ- يتصل المستثمر بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب بالتعامل معه لسؤاله عن سعر السهم لشركة معينة.

ب- يقوم السمسار بالحصول على المعلومات المطلوبة من خلال الحاسوب، و عادةً ما تتمثل تلك المعلومات في السعر الحالي، أعلى و أدنى سعر خلال اليوم، و سعر آخر صفقة أبرمت، و كل من سعر الشراء و سعر البيع، و يتم إبلاغ المستثمر بتلك المعلومات.

جـ- إذا كانت الأسعار مشجعة يقوم المستثمر بإصدار الأمر للسمسار الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر على مطبوعات خاصة.

د- بمجرد الانتهاء من تسجيل الأمر يتم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة و التي يطلق عليها إدارة الأوامر.

هـ- تقوم إدارة الأوامر بإبلاغ الأمر إلى مقر سوق الأوراق المالية، و بمجرد وصول الأمر إلى مقر السوق يقوم الكاتب المختص بالاتصال بالسمسار الوكيل لبيت السمسرة المختص و إبلاغه بوصول الأمر، و ذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة معدّة لذلك في صالة السوق.

و- على الفور يقوم السمسار الوكيل نفسه أو يكلف أحد العاملين في السوق بالذهاب إلى كاتب السوق المختص لاستلام الأمر، ثم يقوم بنفسه أو مستعينا بسمسار الصالة لتنفيذ الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في تلك الأسهم.

ي- بمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار الوكيل تقريرا عنه إلى الإدارة التجارية، هذه الأخيرة ترسل نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي الذي يبلغه للعميل.

ن- ترسل الإدارة التجارية بالبريد خطاباً إلى العميل للتأكيد على تنفيذ الأمر.

تحدد أسعار الأوراق المالية بطرق عديدة تعرف بطرق التسعير و أشهرها:

- التسعير بالمناداة(3،ص 234): يجمع الوسطاء في قاعة البورصة و يقومون بالمناداة بأعلى صوت، غير أن هذه الطريقة يعاب عليها شدة الفوضى المحدثة من المناداة مما يحدث حالة من عدم النظام.

- التسعير بالمقارنة(40،ص570): هنا يقوم الموظف المختص صباح كل يوم، بتدوين طلبات البيع و الشراء لكل ورقة مالية في سجل خاص، أو باستخدام الحاسوب المعتمد على أنظمة التداول الإلكتروني بدل التداول اليدوي، و من خلال ذلك يعرف مقدار ما يطلب بيعه وشراؤه من كل ورقة، و يتم اختيار السعر الذي يؤدي إلى تلبية أكبر عدد ممكن من الأوراق، كما تعرف هذه الطريقة بالتسعير بالمعارضة.

- التسعير بالصندوق(40،ص572): و هو صورة من صور التسعير بالمقارنة، يتم اللجوء إليها عندما تكون عروض البيع و طلبات الشراء كثيرة، و عندئذ يقوم الوسطاء بوضعها في صندوق خاص، تقوم بعد ذلك لجنة السوق بفرزها، و تحديد السعر بطريقة التسعير بالمقارنة.

تقوم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في البورصات على المزايدة و المناقصة؛ مزايدة الراغبين في الشراء، و مناقصة الراغبين في البيع.

3.1 كفاءة سوق الأوراق المالية

لطالما كانت منطلقا و مطلبا أساسيا في الأبحاث المتعلقة بسوق الأوراق المالية ، فتناولتها عديد الدراسات بكثير من الدقة و الاهتمام باحثة في دلالتها، مستوياتها، متطلباتها، ومؤشراتها...، غير أن قليلا من هذه الدراسات من وقفت محاولة الفصل بين مفهومها و مفهوم فاعلية سوق الأوراق المالية.

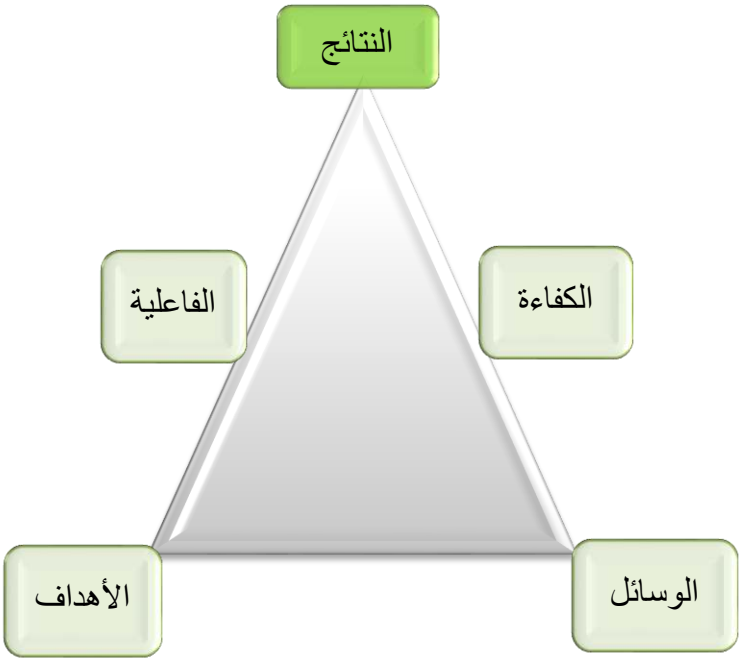
هناك تداخل و تقارب كبير بين مصطلحي الكفاءة و الفاعلية لدرجة التطابق، مما يهدد معجم المصطلحات الاقتصادية و المالية، و هو إشكال عادة ما يطرح عند تناول الدراسات و البحوث المترجمة، خلال هذا المبحث سنحاول الوقوف عند هذين المصطلحين محاولين فك اللبس الواقع، ومن ثمة التطرق إلى أهم تفاصيل كفاءة سوق الأوراق المالية.

1.3.1 الكفاءة و الفاعلية في سوق الأوراق المالية

بالنظر للمعنى الاصطلاحي و اللغوي للكفاءة و الفاعلية فإن هذه الأخيرة أكثر دلالة و شمولا من الكفاءة، فالفاعلية الحقيقية لا تكون إلا بالكفاءة فهي مكون أساسي لها، أما الكفاءة فليست بالضرورة تحقق الفعالية.

الكفاءة هي امتلاك القدرات و المؤهلات الخاصة للقيام بدور ما، أما الفعالية فهي القدرة على الوصول للأهداف المرجوة مع إرضاء أكبر قدر من المتعاملين بعدالة؛ و ذلك بتفاعل كفاءات مع عوامل خارجية أخرى، أما على المستوى المالي ليست كل سوق كفؤة هي سوق فعالة، فقد لا تتوفر عوامل معينة ما فلا تصل هذه السوق الكفؤة إلى درجة الفعالية، بينما كل سوق فعالة هي سوق كفؤة.

بالنظر للشكل رقم(04) يتضح أن الكفاءة و الفاعلية مفهومان قاسمهما المشترك هو النتائج، فالعلاقة بين الوسائل المستعملة و النتائج الفعلية تسمى الكفاءة، بينما العلاقة بين النتائج الفعلية والأهداف المرجوة تسمى الفاعلية.



الشكل رقم(04): العلاقة بين الكفاءة و الفاعلية

المصدر: من إعداد الطالبة، اعتمادا على صفاء لشهب، دور مراقبة التسيير في تحسين أداء المؤسسة و رفع كفاءتها (مجلة الأبحاث الاقتصادية)، البليدة، العدد 03، ديسمبر 2009، ص71.

تعد مقارنة النتائج المحققة مع الأهداف المسطرة تقييما لمدى الفاعلية؛ و بالتالي فهذه الأخيرة تعني القدرة على تحقيق الأهداف المسطرة، بينما الكفاءة هي تحقيق الأهداف بأقل موارد ممكنة(41،ص 72).

لتوضيح الصورة أكثر عن الكفاءة و الفاعلية في سوق الأوراق المالية سنقوم باستعراض بعض النقاط حول هذين المفهومين كلٌّ على حدى.

1.1.3.1 فعالية سوق الأوراق المالية

فعالية سوق الأوراق المالية هي جوهر البحوث المالية الحديثة، خصوصا مع ظهور أسواق الخيارات، وقد اختلف المختصون في تحديد تعريف واضح لفعالية سوق الأوراق المالية، لكن يقال عن السوق أنها فعالة إذا توافرت هذه الأنواع الثلاثة من الفعالية في آن واحد(42):

- الفعالية التخصيصية: هذا النوع يعبر عن السوق القادرة على توجيه رؤوس الأموال نحو الاستعمالات الأكثر إنتاجية، و بعدها توزيعها للتنمية المرضية و المشبعة للاقتصاد، إذن يتعلق هذا النوع من الفاعلية بالتخصيص الأمثل للموارد.

- الفعالية العملياتية: هنا تكون السوق فعالة إذا ما استطاع الوسطاء الماليون بناء علاقة مرضية بين طالبي و عارضي رؤوس الأموال، و ذلك بأقل التكاليف، و عليه عبارة الفعالية العملياتية مرتبطة بقدرات السوق على تخفيض و تقليل تكاليف المعاملات.
- الفعالية الإعلامية: تعني مدى توفير و تدفق المعلومات من سوق الأوراق المالية للمتعاملين، وذلك بالإفصاح عن كل المعلومات المتاحة عن حياة الشركة و الأحداث التي من شأنها التأثير على النتائج القياسية المستقبلية للشركة و ذلك في كل وقت؛ أي بصفة مستمرة.

هذه الأنواع الثلاثة من الفعالية ليست مستقلة عن بعضها البعض، فالتخصيص الأفضل لا يمكنه أن يكون إلا إذا كانت المعلومة متوفرة و العمليات محققة بأفضل سعر، من أجل هذا يجب أن تكون الأصول مقيّمة بطريقة صحيحة على أساس المعلومة المتاحة في أي وقت، كذلك الشرط الأكثر أهمية لتحقيق أفضل تخصيص لرؤوس الأموال هو تواجد الفعالية الإعلامية، و في الفعالية المعلوماتية المثلى لا ينتفع المستثمرون من أي امتياز خاص في المعلومات مقارنة بصغار المستثمرين، و بالتالي الوصول لما سُطِر له من أهداف.

2.1.3.1 كفاءة سوق الأوراق المالية

تدفق المعلومات في سوق الأوراق المالية ثلاث أصناف؛ منها ما هو تاريخي يهتم بعرض البيانات والمعلومات عن أسعار الأسهم و عوائدها في الفترات الماضية، و منها ما هو عام يتناول الظروف الاقتصادية و البيئية المحيطة أو حالة القطاع الذي تنتمي إليه الشركة أو أنشطة الشركة نفسها، أو حتى المعلومات الخاصة من داخل الشركة، التي تتاح لفئة معينة من كبار الموظفين في الشركة أو المتعاملين معها، و يتم الحصول على هذا الصنف من المعلومات بطرق خاصة، فيكون لها تأثير كبير على أسعار الأسهم و الأرباح الناجمة عن تداولها(43،ص05).

تعرّف السوق الكفؤة على أنها(10،ص57): السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات و المعلومات المتدفقة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة وتؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، بحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية، ففي ظل السوق الكفؤة سوف يحقق جميع المستثمرين نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر. و بالتالي ففي ظل السوق الكفؤة تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة FAIR VALUE تعكس تماما قيمته الحقيقيةINTRINSIC VALUE (44،ص182).

و يقصد بكفاءة سوق الأوراق المالية(45،ص41): مدى توافر المعلومات اللازمة و المناسبة للمستثمرين، للتعرف إلى أي مدى تعكس الأسعار السائدة في هذه السوق موقف المؤسسات المصدرة

للأوراق المالية، والسوق الكفؤة هي السوق التي يحقق فيها تخصيص كفء للموارد بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.

كما أنها تعبر عن سرعة استجابة الأسعار في سوق الأوراق المالية و بطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين، فتصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة؛ هذا و يجب توفر شرطين على الأقل حتى نستطيع القول أن هذه سوق الأوراق المالية هي سوق كفؤة و هما(3،ص21- 22):

- أن تعكس الأسعار السائدة في سوق الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين فيها سواء كانت منشورة أو غير منشورة.
- أن يتم نشر هذه المعلومات و توفرها بطريقة غير متحيزة.

هناك مؤشران يصلحان للاستخدام كمقياس لكفاءة سوق الأوراق المالية و هما(46،ص120-121):

- انخفاض تكلفة التبادل في سوق الأوراق المالية: نقصد بذلك تكاليف الصفقات المالية، حيث تعتبر هذه الميزة في حالة توفرها تعبيرا عن الكفاءة الداخلية لسوق الأوراق المالية.
- سرعة التكيف و الاستجابة: يقصد بها هنا سرعة التكيف أو استجابة الأسعار السائدة في سوق الأوراق المالية للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين، و نذكر هنا أن هذه الخاصية تعبر عن مستوى الكفاءة الخارجية لسوق الأوراق المالية.

و تَوَفُرُ الخاصيتين السابقتين لكفاءة سوق الأوراق المالية مرهون بتوفر مجوعة من الشروط أهمها(47،ص141- 142):

- ✓ أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة، و بالتالي تَحَقُقُ هذا الشرط مرتبط بتوفر عدد كبير من البائعين و المشترين، و أن يكون لهم حرية الدخول و الخروج من السوق.

و يحقق هذا الشرط ما يعرف بخاصية العمق و الاتساع، مما يقلل من نشوء ما يسمى بالاحتكار، كما يمكن أن تظهر لنا خاصية أخرى يتضمنها هذا الشرط و هي الاستجابة؛ و هي خاصية تجعل كل التغيرات الحاصلة في أسواق الأوراق المالية خاضعة فقط لعوامل العرض و الطلب.

- ✓ أن توفر هذه السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها: فمن خلال توفر السيولة يستطيع المستثمر أن يقوم بالشراء أو البيع للأوراق المالية بسعر التكلفة و بالوقت والسرعة المناسبة، و يوفر هذا الشرط خاصية استمرار الأسعار السائدة و هي تعمل على تقليل ما يسمى بالمضاربة لأنها تقلل من التقلبات المفاجئة للأسعار.

- ✓ أن تتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل و قنوات اتصال فعالة و تقنيات حديثة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة؛ و غالبا تكون هذه المعلومات خاصة بالسعر أو حجم عمليات التبادل، ومعلومات عن مؤشرات العرض و الطلب سواء كان في الوقت الحاضر أو المستقبل.
- ✓ توفر عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين.
- ✓ يشترط أن يكون المتعاملون في سوق الأوراق المالية محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة إدارة السوق، و يجب أن تكون هذه الهيئة محايدة، مكونة من أفراد ذوي خبرة كافية، وأن يتوفر للمتعاملين مجموعات استشارية، و تستمد هيئة الإدارة سلطتها من خلال اللوائح والقوانين التي تساعد على توفير جو من الاستقرار داخل السوق مما يزيد من فاعلية سوق الأوراق المالية.

2.3.1 أنواع الكفاءة و مستوياتها في سوق الأوراق المالية

تتفاوت سوق الأوراق المالية فيما بينها من ناحية الكفاءة، و ذلك تبعا لتفاوت الأسواق من ناحية قدرتها على تقديم البيانات و المعلومات المالية التي تعدّ حجر الأساس للعملية الاستثمارية، و كذا تبعا لتفاوت الإمكانات و التسهيلات المادية و البشرية المتاحة في كل سوق، هذا التفاوت جعل من الكفاءة تنقسم إلى أنواع و مستويات متمايزة، خلال هذا المطلب سنعرج على هذه الأنواع والمستويات كالآتي:

1.2.3.1 أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

بين كمّ و نوع المعلومات و البيانات التي ترد سوق الأوراق المالية، و بين استجابة أسعار الأسهم متغيرة بالزيادة أو بالنقصان، وفقا لما تحمله تلك المعلومات من أنباء تفاؤلية أو تشاؤمية، تعرف سوق الأوراق المالية من حيث المدة التي تستغرقها المعلومات للتأثير على أسعار الأوراق المالية نوعان أساسيان من الكفاءة و هما:

1- الكفاءة الكاملة: عندما ينعدم الفاصل الزمني بين تحليل المعلومات التي ترد من الشركة المصدرة للأسهم إلى السوق و بين استجابة السهم و تغير قيمته فوريا و بسرعة تبعا لتلك المعلومات يقال أن هذه السوق ذات كفاءة كاملة(46،ص131) ، فتوقعات المستثمرين متماثلة و المعلومات متاحة للجميع و بدون تكاليف، و هو ما لا يمكن تحقيقه دون توفر الشروط التالية(29،ص104- 105):

- شفافية المعلومات و سرعة انتقالها لجميع المتعاملين و بدون تكاليف؛ بمعنى تماثل هذه المعلومات في الكمّ، النوع و التوقيت.

- حرية المعاملات؛ بمعنى عدم وجود قيود على التعاملات مثل: تكاليف التعاملات، الضرائب، تكاليف السمسرة، العمولات، تكاليف الإصدار...، و عدم التمييز بين ضرائب الدخل و ضرائب الأرباح الاستثمارية، مما يسمح لجميع المتعاملين في السوق الاقتراض بنفس معدلات الفائدة.
- حرية الدخول و الخروج إلى و من السوق الاستثمارية (مرونة السوق)؛ بمعنى حرية إقامة المشروعات الجديدة و عدم وجود تكاليف إفلاس قانونية أو محاسبية تنتج عن تصفية الاستثمارات، وللمستثمر الحق في بيع و شراء الكمية التي يريدها من الأسهم بدون شروط بسهولة و يسر.
- وجود عدد كبير من المستثمرين أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده على أسعار الأوراق المالية المتداولة.
- رشادة المستثمرين و سعي كل منهم لتحقيق أعظم منفعة ممكنة بأقل الخسائر.

كفاءة سوق الأوراق المالية بكل هذه الشروط هي صفة إعجازية مستحيلة، فسوق الأوراق المالية تتضارب مصالح متعامليها و لا يمكن لأي متعامل مهما كانت درجة رشادته أن يسمح بتحقيق مصلحة الآخرين على حساب مصلحته الشخصية، و هو ما يثبت أن هذه الشروط تتناقض فيما بينها، و على هذا الأساس كانت الكفاءة الاقتصادية الوجه الأكثر واقعية من هذا النوع من الكفاءة.

2- الكفاءة الاقتصادية: على خلاف الكفاءة الكاملة و وفقا للكفاءة الاقتصادية يُتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات و انعكاساتها على أسعار الأسهم، و ذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لفترة من الزمن(44،ص183) ، و لكن بسبب تكلفة المعلومات، الضرائب وغيرها فالفرق بين القيمتين السابقتين ليس كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من جرّائه أرباحا غير عادية على المدى الطويل(29، ص105) .

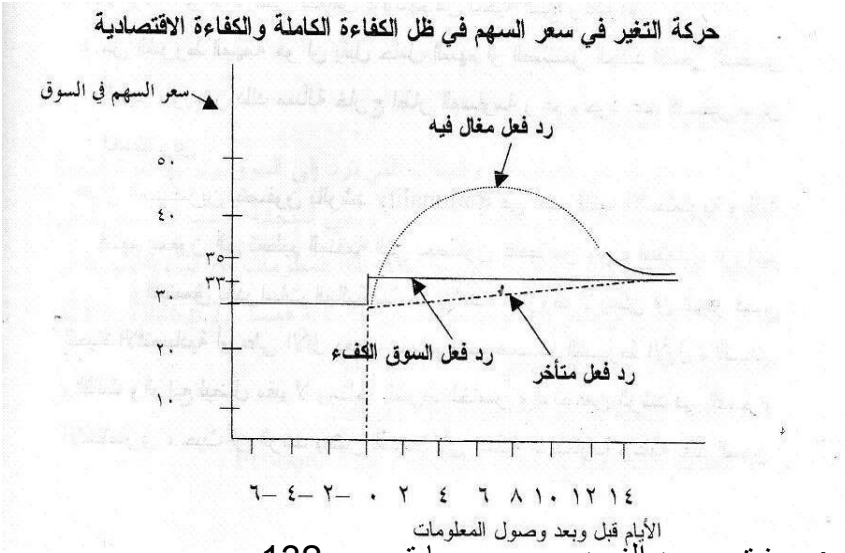
يقسم بعض المفكرين الماليين الكفاءة الاقتصادية إلى(44،ص186):

- ✓ كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية) : يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، و الفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات وتحقيق نفس المستوى من الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية و يتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات و يحققوا منها أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين .

- ✓ كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية) : ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسرة و دون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغالى فيه، و تعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، و التي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق، على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة و تحليلها، و ذلك مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.

أما عن العلاقة بين الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية فيمكن توضيحها بالشكل رقم (05):

الشكل رقم(05):



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 132.

يمثل المحور الأفقي الأيام قبل و بعد وصول المعلومات، أما المحور العمودي فهو خاص بسعر السهم في السوق، عند وصول معلومات جيدة في اليوم 00 فإن سعر السهم يعرف ارتفاعا من 30 إلى 33 دينار، و هنا يمكن لسعر السهم أن يستجيب للمعلومات التي ترد السوق المالية يوميا بثلاث سيناريوهات(46،ص134):

- الأول: يصوره الخط الداكن الذي يظهر طريقة استجابة السهم للمعلومات في السوق الكفؤة؛ حيث تحصل زيادة مباشرة في سعر السهم لتصل إلى 33 دينار في اليوم الذي وردت فيه المعلومات السارة، و ذلك راجع لافتراض عدم وجود معلومات إضافية جديدة ترد للسوق لاحقا.

- الثاني: يعرضه الخط المتقطع الذي يظهر استجابة سعر السهم في ظل السوق غير الكفؤة؛ فعند وصول معلومات سارة في اليوم 00 سيمر بعض الوقت تقوم فيه مكاتب السمسرة بتحليل المعلومات الواردة حول الأسهم و المنشآت المصدرة لها، مما يؤدي إلى ارتفاع طفيف في السعر استجابة

للمعلومات، و بعد يوم أو أكثر يصل المحللون إلى استنتاجات تفيد أن القيمة السوقية للسهم هي أقل من الحقيقية، و بالتالي تتخذ قرارات الشراء مما يرفع الطلب على هذه الأسهم فترتفع أسعارها لتصل إلى القيمة الحقيقية المحددة بـ33 دينار.

- الثالث: يعبر عنه المنحنى المتقطع الذي يُظهر أن المستثمرين حصلوا على معلومات مغالى فيها، حيث وصل سعر السهم إلى أعلى من قيمته الحقيقية أي أكثر من 33 دينار، و عندما تحصل هذه الحالة يستغل المستثمرون هذه الفرصة لإتمام عمليات كبيرة من بيع الأسهم فيزيد عرضها، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية لتصل إلى القيمة الحقيقية و البالغة 33 دينار.

2.2.3.1 مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

كفاءة سوق الأوراق المالية هي افتراض نسبي و ليس مطلق، و على هذا الأساس قام المفكرون الماليون بتقسيم الكفاءة إلى مستويات ثلاث هي:

- المستوى القوي: وفقا لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة للعامة و الخاصة، تتوفر في هذا المستوى كل المعلومات للمتعاملين في سوق الأوراق المالية، سواء كان مصدرها بيانات منشورة حاليا أو بيانات تاريخية، و يعني ذلك أن تتوفر كل المعلومات في السوق بشكل عام، و لا يكون هناك مجال لظهور ظاهرة احتكار المعلومات؛ أي أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية معدومة.

و لكن هذا المستوى لا يعني عدم مقدرة بعض المحللين على معرفة بعض الأرقام و المعلومات غير المعلنة و بالتالي تحقيق أرباح غير عادية، و لكن يلاحظ على هذا المستوى أنه بعد فترة وجيزة ستعود الأرباح لوضعها الحالي، لما يتعرض له هؤلاء المحللون من خسائر غير متوقعة نتيجة ظهور ظاهرة المضاربة(3،ص20).

- المستوى شبه القوي: يعرف كذلك بالمستوى المتوسط، و هو يقضي بأن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية كافة و المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات(الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو الشركة، التقارير المالية وغيرها)، و إذا كانت الأسعار الحالية تعكس تلك المعلومات فلن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب آخرين، ما لم يحصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء(29،ص108) .

تقتصر المعلومات في هذا المستوى على البيانات المنشورة و المعلنة أو المعلومات التاريخية المتوفرة عن الأسعار الحالية نفسها، لذلك يكون هناك مجال لبعض الأشخاص من المحللين للوصول إلى معلومات غير منشورة و غير معلنة يحققون من خلالها بعض الأرباح غير العادية من خلال استغلال ما يسمى بظاهرة احتكار المعلومات(3،ص21).

- المستوى الضعيف: يعرف أيضا بنظرية الحركة العشوائية للأسعار و وفقا لهذه الصيغة يفترض أن المعلومات التاريخية سواء في الأيام أو الأشهر أو السنين السابقة لا تؤثر على سعر السهم الحالي، و لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، و لذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض و لا يوجد بينها أي علاقة واضحة، و من هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد(44،ص185) ، و لذلك تكون الفرصة أمام المحللين و أصحاب الخبرة من تحقيق أرباح استثنائية غير عادية، سواء كان من خلال تطبيق ظاهرة احتكار المعلومات، أو من خلال القيام بالتحليل الدقيق المعتمد على الخبرة للوصول إلى اتخاذ قرارات تجنبهم الاستثمار في أدوات السوق المالية غير الفعالة والتركيز على الاستثمار بأدوات تحقق أرباحا غير عادية.

3.3.1 عوائق و متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

لما كانت السوق الكفؤة هي السوق التي تحقق أكفأ تخصيص للموارد بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، لقي هذا المفهوم عوائق عديدة مما جعل منه مفهوما نسبيا يقترب أكثر وترتفع هذه النسبية بتوفر مجموعة من الشروط أو المتطلبات في سوق الأوراق المالية؛ سنحاول ها هنا التطرق إلى أبرز هذه المعيقات و أهم متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

1.3.3.1 عوائق كفاءة سوق الأوراق المالية

تتعدد العوائق التي تقف في وجه تحقيق مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية و تتباين، فنجد من أهمها:

- تأثير التضليل الإعلامي كتضخيم أرقام المنتجات و الأرباح و هو ما يعرف بالخداع المالي؛ مما يتسبب في انهيار الثقة في المؤسسات المالية و الشركات المعنية الأخرى و من ثمة في سوق الأوراق المالية(29،ص105).
- عدم احتواء المعلومات المنشورة في التقارير المالية على الدرجة الكافية من الإفصاح، وعدم التقيد بمعايير المحاسبة و التدقيق الدولية التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية(44،ص190).
- القيود المالية مثل: فرض ضرائب على الأوراق المالية محل التداول، أثر التضخم على عائد السندات، قيود تحويل العملات...
- تأثير القيم المتوسطة: العوائد المحققة تتقلب في فترات قصيرة بين مستويات عالية ومنخفضة، مما قد يجعل اعتماد القيم المتوسطة لتحديد الاتجاه المستقبلي جزئيا أو كليا أمرا مضللا(29،ص110).

- السلوكات غير القانونية كالتلاعب و المضاربة غير الشرعية مقابل ضعف الأنظمة الرقابية المشرفة على الأسواق(45،ص47).
- تأثير فترات زمنية معينة: هناك فترات معينة خلال السنة تشهد اتجاهات محددة لتقلبات الأسعار، كما هو الحال بالنسبة لما يعرف بتأثير شهر ديسمبر في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث ترتفع أسعار الأسهم في هذا الشهر، فيقوم المستثمرون ببيع أسهمهم قبل نهاية العام و قبل أن يتحملوا الضرائب المفروضة على عوائد حصصهم، و مع بداية العام الموالي يعملون على إعادة شراء الأسهم فترتفع أسعارها، و من الملاحظ أنه في السنوات الأخيرة قد قل تأثير شهر ديسمبر بالنسبة للشركات الكبيرة إلا أنه لا يزال مستمرا في المنشآت الصغيرة(29،ص110) ، و هو ما قد نفسره بالأثر أو الهاجس النفسي للمتعاملين.

هذا و الجدير بالذكر أن كفاءة سوق الأوراق المالية تهتم بتأثير المعلومات باختلاف أنواعها على أسعار الأسهم، و هو لا يعني عدم وجود عناصر أخرى تؤثر على قرارات المستثمرين و أسعار الأوراق المالية، فبالإضافة إلى شرط السوق الكفؤة بمختلف مستوياتها تلعب الخبرة، الكفاءة المهنية، والتخصص دورا فاعلا من خلال قيام المستثمر بدراسة تأثير الظواهر الاقتصادية على أسعار وعوائد الأسهم؛ أي قدرة المستثمر على دراسة و تحليل تأثير درجة الخطر، أسعار الفائدة، أسعار صرف العملات، مقدار عرض النقد، الأرقام القياسية، النمو في القطاعات المختلفة (الصناعية والزراعية و الخدماتية)، مقدار التضخم، نمو الناتج، الدخل القومي و الفردي و غيرها من العناصر الأساسية في الاقتصاد الكلي التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية(43،ص06).

كما تلعب العوامل النفسية دورا كبيرا في التأثير على أسعار الأسهم و اتجاهات السوق بشكل عام، و العوامل النفسية هي تلك التصرفات السلوكية التي يلعب عنصر التقليد دورا أساسيا و حاسما فيها، و ذلك عند اتخاذ القرار الاستثماري بدوافع غريبة و بدون تحليل دقيق لنتائجها، و من هذه التصرفات هي الولاء لسهم معين أو الركض وراء الجموع بما يعرف بأسلوب القطيع.

كذلك للعوامل السياسية تأثيراتها المختلفة على قرارات المستثمرين، فالظروف السياسية الإيجابية و المستقرة توجه المستثمرين للإقبال على شراء الأوراق المالية، فيرتفع معدل التداول في سوق الأوراق المالية.

كما لطبيعة المستثمرين دور في اتخاذ القرار الاستثماري و من ثمة التأثير على سوق الأوراق المالية؛ فالمستثمرون قليلو الخبرة تنعكس تصرفاتهم بشكل سلبي على الأسعار باتجاه بعيد عن القيمة الحقيقية للورقة المالية، أما المستثمرون المحترفون فإن تصرفاتهم تكون باتجاه القيمة الحقيقية لأسعار الأوراق المالية، و تساهم في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

كما لارتفاع حدة التنافس بين مكاتب و بيوت الخبرة و الوسطاء؛ بدقة التحليل و مساعدة المستثمر على اتخاذ القرار في الوقت الملائم أثر على الاستجابة السريعة و الفورية للأسعار على المعلومات المتاحة و المتداولة، و بذلك تتحقق القيمة الحقيقية لأسعار الأوراق المالية فتختفي الأرباح غير العادية و يتحقق السعر العادل للورقة المالية.

2.3.3.1 متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

هي مجموعة من العوامل و الشروط من شأنها الرفع من نسبية كفاءة سوق الأوراق المالية والوقوف في وجه العوائق الآنفة الذكر و عوائق أخرى لم نأت على ذكرها، فكلما كانت هذه الظروف متوافرة كلما كانت قاعدة إنشاء سوق أوراق مالية كفؤة صلبة أقل تأثرا بالأزمات التي قد تحل بأية سوق أوراق مالية، و يمكن ذكر هذه المتطلبات على النحو الآتي:

- تعزيز الدور الرقابي للسوق: و ذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري التداول فيها، و العمل على استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة، كقانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، قانون الاستثمار، و القوانين العامة ذات الصلة بالتأثير المباشر على السوق، و تتضمن عمليات الرقابة تلك ما يلي(44،ص192):

•الرقابة على الشركات المدرجة في السوق.

•الرقابة على الوساطة و صناديق الاستثمار.

•الرقابة على التداول.

- تعديل الأنظمة الضريبية أو إلغاء بعض منها كالضرائب على العوائد الجارية، و الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية، و ذلك بهدف تشجيع التعاملات المالية وجذب الاستثمارات.

- سرعة المعلومات و دقتها؛ فالمستثمر في سوق الأوراق المالية يتوقع أن يحصل و بسرعة على كافة المعلومات بدرجة من الدقة(46،ص136) ، و هو ما يتطلب نظام اتصالات متقدم و فعال.

- تعزيز الشفافية و الإفصاح: بإصدار نشرات يومية، أسبوعية، شهرية، و سنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، قرارات مجلس الإدارة، معلومات عن أحجام التداول، مؤشرات الأسعار، و كذا إبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة مستمرة، كذلك من الضروري على الأسواق القيام بنشر بيانات على شبكة الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة من خلال الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك، و تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات و المعلومات ونشرها، كذلك تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات، و إصدار تشريعات لقواعد مهنة

المحاسبة و المراجعة، و إلزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي و الأجنبي من تقييم أداء هذه الشركة، و حتى تستفيد من مزايا الطرح العام في أسواق الأوراق المالية العالمية(20،ص253) ، فالإفصاح عن المعلومات و البيانات المالية للشركات بطريقة سليمة و عادلة من شأنه تزويد سوق الأوراق المالية بكم مناسب من المعلومات ونوعية ممتازة تساعد جميع المستثمرين على اتخاذ القرارات السليمة(16،ص272).

خلاصة الفصل:

سوق الأوراق المالية هي احدى أهم قنوات التمويل في السوق المالية، ففيها يتم إبرام صفقات متوسطة و طويلة الأجل، هذه الأخيرة تكون الأسهم و السندات و المستحدثات المالية- المشتقات المالية- موضوعها الأساسي، و تتدخل في هذه المعاملات جهات عديدة، و مع اختلاف طبيعة التدخل و الهدف منه تسهر هيئات السوق التنظيمية على تأطير العلاقات التي تجمع بين متعاملي سوق الأوراق المالية.

سوق الأوراق المالية الكفؤة مفهوم نسبي له ثلاثة مستويات: فهو يعبّر عن السوق التي تنعكس فيها المعلومات التاريخية و الحالية على الأسعار الحالية للأوراق المالية عموما و أسعار الأسهم على وجه الخصوص كونها الأكثر تأثرا بالمعلومات(المستوى القوي)، أو السوق التي تنعكس فيها المعلومات التاريخية و التوقعات الناجمة عنها على الأسعار الحالية للأسهم (المستوى شبه القوي)، أو السوق التي لا تؤثر فيها المعلومات التاريخية على تغيرات الأسعار الحالية للأسهم (المستوى الضعيف). المستويات الآنفة تُحدد حسب كمّ و نوع العوامل المعيقة أو المساعدة على تحقق معنى الكفاءة، و بما أن المعلومات هي الفيصل في مسألة كفاءة سوق الأوراق المالية و مستوياتها فإن الإفصاح- على اختلاف درجاته و مستوياته كذلك- يعد أهم مطلب و ركيزة رئيسية للحكم على مدى كفاءة سوق الأوراق المالية.

الفصل 2
نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية

توافر بيئة تشريعية و قانونية مناسبة هي أحد أهم مقومات و شروط قيام سوق أوراق مالية فعالة وناجحة و كذا مطلب مهم عند التعامل في هذه السوق قبل الشروع في اتخاذ القرار على اختلاف وجهته؛ سواء كان استثمارا أو رقابةً، هذه البيئة ترعاها القوانين و الأنظمة و التعليمات النافذة.

لمّا كانت المعلومة الأساس الاستراتيجي الذي يستند عليه عديد المتعاملين الاقتصاديين عند شروعهم في عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية التي تنأى بدورها عن المخاطر التي يسببها فقدان هذه المعلومة في سوق الأوراق المالية بات لزاما إحاطتها ببالغ الاهتمام و الرعاية على الصعيدين المحلي و الدولي على حد السواء، فانطلقت البحوث و تصاعدت محاولات و اجتهادات عديد التنظيمات والهيئات لتنظيم، هيكلة، توحيد، و تنظير إجراءات الإفصاح، فكانت البدايةُ محاسبيةً من خلال إرساء مفهوم سمات الإفصاح و المعلومة المفيدة، و من ثمة كانت الوجهة نحو تبني معايير الإفصاح الدولية، هذه الأخيرة كانت المنعرج الحاسم لمسار الإفصاح عموما و الإفصاح في سوق الأوراق المالية بشكل خاص، فراحت الأسواق ممثلة في هيآتها التنظيمية تؤكد على ضرورة اتباع هذه المعايير، و تسهر على حسن تطبيقها، بل و إجراء تعديلات على قوانين الشركات، الاستثمار، والضريبة، تماشيا و مواكبة لهذه المعايير في إطار التوحيد الدولي الذي فرضه الانفتاح العالمي وتكامل الاقتصاديات(العولمة المالية و تحرر الأسواق المالية).

خلال هذا الفصل سنحاول تبيان علاقة معايير المحاسبة و الحوكمة بعملية الإفصاح في سوق الأوراق المالية .

1.2 لمحة عامة عن الإفصاح

يحتاج المتعاملون في سوق الأوراق المالية إلى قاعدة بيانات و معلومات يستندون عليها لتنظيم قراراتهم واتخاذ المواقف المناسبة مع الأوضاع السائدة، خصوصا و أن سوق الأوراق المالية هي شديدة الحساسية و الارتباط بالتغيرات في الأحداث، فالمعلومة تشكل المتغير الأساسي في معادلة التعاملات في السوق، لذا فإن معظم الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية تسعى جاهدة لتوفير

مستويات متفاوتة و متباينة من المعلومات تحكمها احتياجات المتعاملين و طلباتهم للمعلومات، و كذا درجة مرونة التشريعات القانونية المكلفة بتأطير عملية الإفصاح لهذه الطلبات؛ خلال هذا المبحث سنحاول معرفة احتياجات و مصادر المعلومات في سوق الأوراق المالية، ماهية الإفصاح، و من ثمة مختلف أنواعه.

1.1.2 المعلومات في سوق الأوراق المالية

تُعرف المعلومات بأنها بيانات تمت معالجتها لتعطي معنىً مفيدا لمتلقيها، أما المعلومات المالية فهي المعلومات التي تتعلق بالوضع المالي للشركات و الاقتصاديات المختلفة، إضافة للمعلومات حول الأحداث التي تؤثر على أمن الاستثمار و سلامته(48،ص07) ، هذا و ينظر خبراء الاستثمار للمعلومة الصحيحة على أنها أغلى سلعة استثمارية، فتكون أحيانا أغلى من الذهب والنفط(48،ص07) ، و تعد المعلومة الصحيحة أحد أهم ركائز الاستثمار الناجح، لذا يقوم المستثمر قبل شروعه في الاستثمار بالبحث والتقصي عن مجموعة من المعلومات التي من شأنها تحديد قرار الاستثمار من عدمه.

خلال هذا المطلب سنحاول الوقوف عند احتياجات المتعاملين في سوق الأوراق المالية للمعلومات، وكذا مختلف مصادر هذه المعلومات.

1.1.1.2احتياجات سوق الأوراق المالية للمعلومات

تتوقف طبيعة و كمّ المعلومات المطلوبة في سوق الأوراق المالية لاتخاذ قرارات الاستثمار على العوامل المحددة للقيمة السوقية للأدوات المالية المتداولة في السوق، فبغض النظر عن طبيعة المستثمر و احتياجاته الشخصية تساهم الظروف السائدة داخل الشركات و الصناعات التي تنتمي إليها في تحديد احتياجات السوق للمعلومات، هذا فضلا عن الظروف الاقتصادية السائدة في الدولة التي لا تنأى عن الظروف الدولية في إطار ترابط و تكامل الاقتصاديات في ظل العولمة المالية، هذا ويمكن عرض احتياجات سوق الأوراق المالية للمعلومات على النحو الآتي:

1- الشؤون العالمية: و يقصد بها المعلومات المتاحة عن مدى الاستقرار السياسي و احتمال حدوث حروب أو توترات في منطقة معينة، بل و حتى الأحداث و المتغيرات السياسية، الاجتماعية، و الاقتصادية التي قد تؤثر على حركة الأسعار في سوق الأوراق المالية(49،ص194).

2- الظروف الاقتصادية المحلية و ظروف الصناعة: قبل أن تتأثر الأسعار في سوق الأوراق المالية لدولة ما بالمتغيرات الخارجية تتأثر بمتغيرات داخلية كـ: درجة النمو الاقتصادي في الدولة، مستوى التضخم، اتجاه أسعار الفائدة، الدورات الاقتصادية، نسبة البطالة، وغيرها من الأحداث التي من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية، هذا و تجدر الإشارة إلى أن

اتجاه التأثير بين الظروف المحلية و العالمية هو ازدواجي؛ فكلا الظرفين يؤثر في الآخر في ظل تكامل و ترابط أسواق الأوراق المالية، كذلك على الرغم من أن الظروف الاقتصادية العامة في الدولة تؤثر على كافة الصناعات، إلا أن مدى و عمق التأثير يختلف من صناعة إلى أخرى، فالصناعات تتفاوت فيما بينها من حيث تأثرها بالأحداث الاقتصادية بصفة عامة، فصناعة العقارات أو بناء المساكن تعدّ من أكثر الصناعات حساسية و تأثرا بالتغيرات في أسعار الفائدة(10،ص46).

3- ظروف الشركة المصدرة: تتباين الشركات فيما بينها حتى في نفس الصناعة، و من بين مجالات التباين التقدم التكنولوجي، التنظيم، المركز التنافسي، و هيكل التمويل؛ فعادة ما تتفوق شركة في مجال أو مجالات معينة دون غيرها، و لا يمكن تصور شركة تتفوق على جميع الشركات و في جميع المجالات(37،ص213).

4- ظروف سوق الأوراق المالية: على غرار الظروف الآنفة و التي بدورها تؤثر و تتأثر بظروف سوق الأوراق المالية، فالمعلومات الخاصة بأداء السوق من تحركات لمؤشراتها وحجم التداول بها، و نسبة الاستثمار الأجنبي فيها، و عدد الصفقات المبرمة، و كذا قيم التداول، و حتى الانجازات السابقة و الآفاق المستقبلية للسوق و غيرها من معلومات حول ما يحيط بالسوق من ظروف؛ كلها تعدّ ركيزة من ركائز احتياجات المتعاملين في أية سوق للأوراق المالية.

هذا و يمكن تقسيم المعلومات التي يحتاجها المتعاملون في سوق الأوراق المالية كالآتي:

أ- من حيث توقيتها: نجد المعلومات التاريخية التي تتمثل في أسعار و أرباح الأسهم و النتائج المالية للشركات المصدرة، و هي بذلك تخص فترات سابقة و تتاح للجميع، أما المعلومات الحالية التي تعبّرعن أسعار و أرباح الأسهم و النتائج المالية للشركات المصدرة في الفترة الحالية فهي معلومات لم يسبق الإفصاح عنها(10،ص47) ، و تتفاوت درجة توفر المعلومات الحالية للمتعاملين حسب مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية، كما تتفاوت قدرات المتعاملين في فهم هذه المعلومات و بالتالي تفاوت في سرعة و طبيعة القرار المتخذ.

ب- من حيث طبيعتها: نجد المعلومات الاقتصادية و الاجتماعية التي تتمثل في الأحداث الاقتصادية، البيئية، و السياسية المحيطة بالاستثمار بشكل عام، و كذا المعلومات القطاعية التي تتمثل في الأنشطة و المؤشرات المحددة داخل كل قطاع بشكل خاص و المعلومات التفصيلية التي تتمثل في أسعار و أرباح و توزيعات و حجم التداول لكل ورقة مالية بشكل أكثر تحديدا(12،ص54).

ج- من حيث مَصدرها: تعرف المعلومات في سوق الأوراق المالية من حيث المصدر صنفين؛ الأول يعرف بالمعلومات الداخلية و هي معلومات مصدرها الشركات نفسها بصفة مباشرة، أو هي" تلك المعلومات المباشرة من قبل المستخدمين الداخليين للمنشأة(50،ص352) "، أما الصنف الثاني فيتعلق بالمعلومات الخارجية؛ و هي المعلومات المباشرة من قبل غير المستخدمين كالمراقبين الحكوميين أو أية معلومة من مصادر خارج الشركة(50،ص353)، و هي مصادر لا تجامل الشركة و تكون أكثر حيادية كالصحف، القنوات الإعلامية المالية، النشرات الإخبارية، ومواقع الانترنت المتخصصة في مجال الأعمال والاستثمار(48،ص08).

د- من حيث نطاق التأثير: تتأثر سوق الأوراق المالية بالمعلومات على مستويين(48،ص09):

الأول متعلق بالمعلومات الجزئية المرتبطة بمواضيع محددة ضمن نطاق ضيق كالمعلومات الخاصة بشركة ما كإصدار القوائم المالية ربع السنوية أو السنوية تتضمن معلومات جزئية، بالرغم من أن مثل هذه الأخبار قد تخلّف آثارا واسعة نسبيا على أسواق المال، خاصة إذا كانت تتعلق بشركة رائدة، غير أن المعلومات الجزئية غالبا ما يقتصر أثرها على الشركة المعنية بالخبر أو منافساتها في القطاع.

أما المستوى الثاني فمتعلق بالمعلومات الكلية كالتضخم، أسعار الطاقة، الحروب، الجرائم المنظمة و الاحتيال، الاضطراب السياسي،... و التي قد تؤثر فور صدورها على السوق بأكملها، أو حتى تتعدى الأسواق العالمية الأخرى، فالتغيرات في الاقتصاد الوطني التي تبرزها المؤشرات الاقتصادية كإجمالي الناتج المحلي أو معدل التضخم قد تؤثر بشكل كبير و واسع، بالرغم من عدم تعلقها بشركة معينة أو مجموعة من الشركات، فقد يؤثر تقرير يشير إلى ارتفاع في معدل الإنفاق الحكومي على السوق بشكل إيجابي، بحيث يتوقع المستثمرون تحسن مستويات الطلب العام، وبهذا فأي خبر يُتداول يمكن أن يحدث أثرا كبيرا على الاقتصاد و على سوق الأوراق المالية .

2.1.1.2 مصادر المعلومات في سوق الأوراق المالية

تتحدد الأهمية الاقتصادية للمعلومات بمقدار ما تحققه من نفع و فائدة للشخص الحائز لها، وترتبط قيمتها بمدى سريتها، إذ تنخفض تلك القيمة كلما زاد عدد من يعلمون بها، و ترتبط كذلك بمدى صعوبة أو سهولة حصول الغير عليها بوسائله الخاصة.

هذا و تتنوع مصادر المعلومات الاقتصادية حسب نوع المعلومة التي يبحث عنها المستثمر، وحسب درجة كفاءة سوق الأوراق المالية؛ من أهم تلك المصادر نجد(51،ص138- 141):

- الصحف المالية و المجلات المتخصصة: تتميز الصحف بسهولة الوصول إليها و انخفاض ثمنها، فضلا عن تنوع التوقيت التي تصدر فيه، فبعضها يصدر يوميا، و بعضها أسبوعيا،

وأخرى شهرية و نصف شهرية...، هذا ما يجعل المعلومات متوفرة بصفة مستمرة و بأقل تكلفة.

من أبرز الصحف اليومية المشهورة بتوفير المعلومات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية صحيفة وول ستريت، و هي تغطي الأخبار المالية و التجارية على المستويين المحلي و الدولي، فتهتم بنشر معلومات عن الشركات العالمية في سوق الأوراق المالية، وكذا تقديم تحليلات و توقعات عن المستقبل و الأسعار اليومية للأدوات المتداولة.

و من المجلات المالية المتخصصة التي توفر معلومات و تحليلات عديدة للمستثمر مجلة فوربيزForbes، التي تتضن مقالات عن عدة شركات، كما تضم المجلة مؤشر عن النشاط الاقتصادي الأمريكي متضمنا الناتج الصناعي و الأوامر الجديدة، في حين يهتم العدد الأول من كل سنة جديدة بدراسة أكبر ألف شركة في السوق الأمريكية من ناحية الربحية و أداء الأسهم خلال فترة خمس سنوات، مع تقييم لأداء صناديق الاستثمار.

- تقارير الشركات المصدرة للأوراق المالية: تساعد المعلومات المنشورة في هذه التقارير المستثمر على اتخاذ قراراته في المستقبل، هذه التقارير نوعين:

أ- التقارير المقدمة لحملة الأسهم: تتمثل في تقارير دورية(شهرية، فصلية، سنوية) مثل الميزانيات العامة، حسابات النتائج، التقرير الأدبي للمدير العام لمجلس الإدارة الذي يوضح النتائج المحققة و الموازنات التقديرية و الاحتمالات المستقبلية للمركز المالي للشركة.

ب- التقارير المقدمة للجنة البورصة: تتضمن هذه التقارير العديد من المعلومات المالية وغير المالية و التي تقدم غالبا من طرف الشركة، و ذلك بمناسبة إصدارها لأوراق مالية جديدة، في شكل نشرات إصدار أو كتيبات استثمار، حيث تحتوي هذه الوثائق على كافة المعلومات و الإيضاحات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية.

- وسائل الإعلام المتنوعة؛ التي تقوم بدورها في إيصال المعلومات الصحيحة عن الوضع المالي و الاقتصادي للشركة، و ظروف القطاع الذي تنتمي إليه، و المعلومات المتعلقة بالاقتصاد المحلي و الوضع الاقتصادي العالمي، فضلاً عن دورها الرقابي في الكشف عن الانحراف و التقصير في مختلف الجوانب الاقتصادية، و تحذير المتعاملين من انحرافات المتلاعبين بالأسعار في سوق الأوراق المالية، و تزييف الحقائق للتغرير بهم.
- تقارير بيوت السمسرة: يحق للمستثمر الحصول على المعلومات سواء كانت مكتوبة أو شفهية من قبل مكاتب السمسرة، و عادة ما يضم مكتب السمسار إدارة للبحوث توفر

الدراسات و التقارير لكل المستثمرين، كما يوفر الباحثون بإدارة البحوث من الاقتصاديين في بيوت السمسرة النصح و الإرشاد بخصوص بيع و شراء الأوراق المالية في ظل الظروف الراهنة و التوقعات المستقبلية.

تقدم كل مكاتب السمسرة تقريرا للمستثمر يضم معلومات عن الاقتصاد، الأسهم، السندات، المشتقات، و الصناعة، بالرغم من أن هذه الخدمات تقدم بدون تكلفة ظاهرة ومباشرة ، إلا أن المستثمر يتحملها ضمنيا كإحدى بنود العمولة التي يتقاضاها السمسار من العميل، والجدير بالذكر أن السمسار في الولايات المتحدة الأمريكية يُعد مصدرا مهما لكل المعلومات والاقتراحات في سوق الأوراق المالية.

- المعلومات على الانترنت و الهاتف: توفر لجنة البورصة و غيرها من الشركات الحكومية والخاصة مواقع على الانترنت مقسمة إلى عدة أقسام، بها كل المعلومات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية، و توفر هذه المعلومات ميزة مهمة للمستثمر لأنه يستطيع الدخول إلى مواقع عديدة ومقارنة التحليلات المختلفة من مكتبه أو منزله، مما يوفر له الوقت و الجهد فيشجعه على الاستثمار، و نظرا لتكلفة الانترنت المنخفضة نسبيا في جلّ الدول فالحصول على المعلومات من خلالها يكون أفضل من التنقل إلى الشركات، خصوصا و أن الانترنت متاحة طوال اليوم.

فالموقع الإلكتروني للشركة على شبكة المعلومات (الإنترنت) يسمح بالاطلاع على تقاريرها السنوية، كذلك تقوم المواقع الرسمية المصرح لها بنشر تلك المعلومات عن الشركات المدرجة كهيئة سوق الأوراق المالية، و مواقع التداول، كذلك يمكن الاتصال بالشركة نفسها و الحصول على المعلومة من مصادرها(52).

- خدمات معلومات المستثمر: هناك حجم هائل من المعلومات المتاحة يتم توفيره من خلال شركات متخصصة في توفير المعلومات و النصح للمستثمر، هذا الأخير يمكنه الاطلاع على تقارير هؤلاء المتخصصين دون تكلفة في المكتبات أو في مقر الشركات، و من أشهر هذه الشركات - ستاندر أند بورز- و- مودي لخدمات المستثمرين-، حيث تصدر هذه الشركات مطبوعات عديدة و متنوعة عن كل جوانب السوق، كما يمكن للمستثمر الاستفسار عن بعض القضايا الخاصة بالاستثمار، إضافة لإصدارها كتابا إحصائيا يضم الإحصائيات الجارية والخاصة بالناتج الاقتصادي و الاستهلاكي لكل صناعة و بيانات الأسعار، و تغطي مطبوعاته كل من السوق المنظمة و غير المنظمة.

كذلك تقوم المكاتب الاستشارية المتخصصة و المرخصة في مجال المال و الأعمال التي تُصدر العديد من المطبوعات و التقارير الدورية التي تُعنى بالاقتصاد بشكل عام و الأسعار

وميزان المدفوعات و الاستثمار في سوق الأوراق المالية، و نسبة نمو الشركات المدرجة بها، ودرجة المخاطرة في الاستثمار بها(52).

- تقارير مستشاري الاستثمار: يوفر مستشارو الاستثمار تقارير عديدة لنصح المستثمر في اتخاذ قراره الاستثماري، و هي تتضمن العديد من التحليلات و الاقتراحات، و قد يتخصص مستشار الاستثمار في أصول معينة أو منطقة معينة أو في الإصدارات الجديدة، و عادة تقدم التقارير من مستشاري الاستثمار بصورة مبسطة ليفهمها المستثمر البسيط.
- المطبوعات الحكومية و المجلات الأكاديمية: توفر الحكومات عامة المعلومات عن أحوال الاقتصاد و الصناعة و الشركات، و تقدم هذه المعلومات بدون أي تكلفة أو برسوم منخفضة، و من أهم التقارير في الولايات المتحدة الأمريكية هو التقرير الاقتصادي للرئيس الذي يرسل إلى الكونغرس؛ حيث يتضمن هذا التقرير أكثر من 200 صفحة عن السياسة النقدية، التضخم، الضرائب و الاقتصاد العالمي إضافة إلى توقعات عن المستقبل.

كذلك تقوم الجامعات و التنظيمات العلمية بإصدار العديد من المجلات المتخصصة في أسواق الأوراق المالية، و التي تتضمن تحليلات و نماذج قياسية معمقة تدرس السوق و تقترح التوصيات لتحسين كفاءتها.

2.1.2 ماهية الإفصاح في سوق الأوراق المالية

بما أن سوق الأوراق المالية المنظمة (البورصة) بمثابة شركة مساهمة- الشركات المدرجة فيها تمثل المساهمين-، فإن عملية الإفصاح قد رافقتها منذ أول ظهور لها كإحدى أهم متطلبات النجاح وكمعيار لقياس درجة كفاءتها، غير أن تطور الإفصاح في سوق الأوراق المالية قد أحدثته النقلة النوعية في المحاسبة المالية الحديثة التي أرست أشكاله و مضامينه و رفعت من أهميته، خلال هذا المطلب سنحاول تبيان نشأة، تعريف، و أهمية الإفصاح عموما و من ثمة في سوق الأوراق المالية.

1.2.1.2 نشأة الإفصاح

عام 1837م نشرت مجلة Railway magazine مقالة عن الإفصاح مشيرة فيها إلى أثر الإبلاغ عن أرباح الشركات على سلوك المستثمرين، فساد في الربع الأخير من القرن التاسع عشر اتجاه يشجع على زيادة الإفصاح و دعم تشريعاته(53،ص04).

تاريخيا ظهر مبدأ الإفصاح للوجود مع ظهور شركات المساهمة ضخمة رؤوس الأموال، فكانت شركة سكك الحديد الإنجليزية أولى شركات المساهمة التي أُلزمت قانونيا بنشر قوائمها المالية دوريا و بهذا نشأ افتراض الدورية و كذا مبدأ الإفصاح(54،ص31) ، هذا الأخير كان وليد الانفصال بين الملكية والإدارة فأوجد هذا الانفصال بعدا بين المساهمين الذين يتملكون المشروع و بين الأرقام المحاسبية التي تمثل مركز المشروع المالي و نتائج أعماله خلال فترة معينة، لذا كان لا بد من إعداد

ميزانية المشروع و نتائج أعماله و نشرها لإتاحة فرصة للمساهمين بالاطلاع على المركز المالي للشركة(55،ص239).

كما ظهر التدقيق الخارجي كرقابة للتقارير و القوائم المقدمة خصوصا مع سيطرة إدارة شركات المساهمة على مجال اختيار المعلومات و تحديد مفهوم و مضمون الإفصاح بما يتلاءم و مصالحها، هذه السلوكات جعلت من الإفصاح يفتقد للاكتمال بحجة أن الإفصاح الكامل يضر بالمصالح التنافسية للشركات(54،ص33).

تزايد الاهتمام بمبدأ الإفصاح مع التحول التاريخي الذي شهدته المحاسبة في بداية الستينات؛ حيث انتقلت المحاسبة من مدخل الملكية الذي يجعل من المحاسبة نظاما لمسك الدفاتر غايته حماية مصالح الملاك إلى نظام للمعلومات غايته الأساسية توفير المعلومات المناسبة لصنع القرارات (مدخل المستخدمين)، كما صاحب هذا التطور انفتاح المحاسبة على فروع المعرفة الأخرى كالنظرية الحديثة للمعلومات، كما كان لتزايد الدور الاقتصادي لأسواق الأوراق المالية العالمية أثر على تزايد اهتمام المحاسبين بالنظريات و المفاهيم التي تحكم آليات هذه الأسواق كنظرية المحفظة و نظرية سوق الأوراق المالية الكفؤة(56،ص24- 25).

سنة 1929م أصاب النظام الرأسمالي العالمي أزمة كساد سُميت بالأزمة الاقتصادية الكبرى، وقد انطلقت هذه الأزمة من سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية و انتشرت بسرعة في القارة الأوربية لتصبح أزمة كساد عالمية، و قد امتدت تَبِعاتها إلى نهاية الثلاثينات و بداية الأربعينات، حيث أفلست كثير من الشركات الصغيرة و المتوسطة لحساب الشركات الكبيرة التي أخذت باحتكار الأسواق والسيطرة عليها، غير أن الخوف من الإفلاس عند بعضها دفعها إلى زيادة الاقتراض و تقديم قوائم مالية مغايرة للواقع و موهمة، فتضررت مصالح المقرضين في سوق الأوراق المالية و كثرت القضايا المرفوعة ضد مدقّقي الحسابات و المحاسبين، و تعالت النداءات مطالبة بالتدخل لتنظيم الإفصاح و المبادئ المحاسبية الأخرى لحماية المقرضين(57،ص98- 99) ، و في خِضَمِّ هذه الظروف تأسست العديد من المجمّعات، الهيئات و المنظمات المحاسبية محاولة إرساء أسس محاسبية مقبولة عموما.

إذن فالإفصاح مبدأ محاسبي الأصل رافق ظهوره نشوء شركات المساهمة، و قد اتفق وقتها مع فرض الدورية، و مع تحكم الإدارة في كمّ و نوع المعلومات المفصح عنها و التلاعب بها كما اتضح في أزمة الكساد؛ حيث تعالت الأصوات منادية بتنظير عملية الإفصاح و تأطيرها بشكل يحمي ويصون حقوق مستخدمي المعلومات، أما على مستوى سوق الأوراق المالية المنظمة فبصفتها شركة تتركب من عدة شركات فالإفصاح رافقها منذ ظهورها مع كل مرحلة من مراحل تطوره كمبدأ محاسبي، وقد أَثْرَتْ المنظمات و الهيئات المحاسبية عملية الإفصاح في سوق الأوراق المالية بمعايير

كانت قاعدة صلبة لدعم سوق الأوراق المالية- لو طُبِّقَت بعناية-، و لنا في المبحث الثاني وقفة عند إسهامات المحاسبة في مجال الإفصاح.

2.2.1.2 تعريف الإفصاح

تعريف الإفصاح في سوق الأوراق المالية مسألة مرتبطة بتعريف الإفصاح من الناحية المحاسبية، فكل التعاريف تركز على إفصاح الشركات في سوق الأوراق المالية و هو أمر مختلف مع ما تقوم إدارة سوق الأوراق المالية بالإفصاح عنه من معلومات للجماهير لمساعدتهم على اتخاذ القرارات والتي من بينها الإفصاح المتعلق بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، على العموم يُعرّف الإفصاح على أنه:

- ✓ الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين، هذه المعلومات تتضمنها البيانات المالية وتقارير مفتشي الحسابات فتؤثر على سعر الورقة المالية، و يجب أن يكون الكشف عاما للجمهور و ليس فقط لحملة الأوراق المالية و المستثمرين و ذلك من خلال الصحف اليومية وبصورة دورية مرتبطة بالسنة المالية للجهة ذات العلاقة و بصورة فورية عند الحاجة أو عند حدوث معلومة جديدة(58،ص01).
- ✓ إطّلاع المستثمرين على المعلومات التي تهمهم فيما يتعلق باستثماراتهم، و تحدد متطلباته بموجب القانون و التعليمات؛ بحيث يستمد إلزاميته من قانون الأوراق المالية و التعليمات والقرارات التي تصدر عن مجلس إدارة الهيئة المنظمة للسوق استنادا للقانون، و لا تقتصر عملية الإفصاح على مساهمي الشركة فقط بل أنها تتضمن توفير المعلومات لجميع المستثمرين بشكل عام، و يفرض الإفصاح على الجهات المصدرة للأوراق المالية والأشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية بحكم منصبهم أو عملهم بما في ذلك إدارة وموظفي كل من الهيئة، السوق، و مركز الإيداع و التحويل، أما أهم مجالاته فتتمثل في الإفصاح المستمر للتقارير الدورية و الأمور الجوهرية و الأحداث الهامة و تعاملات الأشخاص المطلعين و الإفصاح المتعلق بشركات الأوراق المالية و الإفصاح عند الإصدار وعند الإدراج و الإفصاح المتعلق بالصناديق الاستثمارية(59).
- ✓ الوضوح و عدم الإبهام في عرض المعلومات عند إعداد الحسابات و القوائم المالية والتقارير المحاسبية، و هو شمول التقارير المالية على جميع المعلومات اللازمة والضرورية لإعطاء مستخدمي هذه التقارير صورة واضحة و صحيحة عن الشركة(60،ص330).
- ✓ تقديم المعلومات و البيانات إلى المستخدمين بشكل و مضمون صحيح و ملائم لمساعدتهم على اتخاذ القرارات، لذلك فهو يشمل المستخدمين الداخليين و الخارجيين في آن واحد(61،ص212).

- ✓ إظهار كافة المعلومات التي تؤثر في موقف متخذ القرار المتعلق بالوحدة المحاسبية، و هذا يعني أن تظهر المعلومات في القوائم أو التقارير المحاسبية بلغة مفهومة للقارئ دون أي لبس أو تضليل(62،ص371).
- ✓ عرف مجلس معايير المحاسبة الدولية FASB الإفصاح على أنه(63،ص15): إظهار كافة المعلومات التي يحتاجها المتعاملون الاقتصاديون لمساعدتهم في اتخاذ القرارات بهدف ضمان الشفافية في أداء الشركة، بحيث لا يتم حجب أي معلومة...، إذن الإفصاح هو أحد أهم المبادئ المحاسبية الذي يقضي بكشف و إظهار المعلومات التي تهّم المستثمرين و ذلك حتى يتسنى لهم قياس المخاطر و العوائد، و بالتالي اتخاذ قرار الاستثمار من عدمه.

الإفصاح لغةً هو التبيين و الإظهار و الإيضاح و الإعلان، و في الاقتصاد هو مبدأ محاسبي الأصل، و الإفصاح في سوق الأوراق المالية هو كشف كل المعلومات المتعلقة بالنشاطات والظروف المحيطة بسوق الأوراق المالية و التي من شأنها التأثير على قرارات المتعاملين و ذلك بصفة وقتية مناسبة ووفقا لتشريعات واضحة و مضبوطة، و الإفصاح ها هنا لا ينحصر على المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بل يتعدى ذلك ليشمل كل ما يخص سوق الأوراق المالية انطلاقا من أسماء المتعاملين بها و المنظمين لها، و مرورا بأداء السوق وتطورات مؤشراته، ووصولا إلى البيانات المتعلقة بالشركات و التنظيمات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

باعتبار سوق الأوراق المالية المنظمة كيانا اقتصاديا و ماليا كغيرها من الكيانات- مع بعض من الخصوصيات- فالتعاريف السابقة للإفصاح تنطبق عليها، فكل ما تفصح عنه هو كإفصاح إحدى الشركات على أوضاعها المالية.

3.2.1.2 أهمية الإفصاح

تستمد عملية الإفصاح أهميتها من أهمية المعلومة في سوق الأوراق المالية، و قد تزايد دور الإفصاح باتساع و تنوع التعاملات الاقتصادية و تشابكها، هذا و يمكننا ذكر الأهمية التي تكتسي عملية الإفصاح على النحو التالي:

- ✓ تزويد الأعوان الاقتصاديين بالمعلومات المالية و بالتالي المساعدة على اتخاذ قرار الاستثمار من جهة، و من جهة أخرى مساعدة الأجهزة الرقابية على أداء وظائفها، كما يمكّن المساهمين من معرفة أوضاع شركتهم و مدى نجاح المشروع، كذلك يمكّن الإفصاح من الحكم على الوضع المالي للشركة و مقدرتها على سداد ديونها، و بالتالي اتخاذ قرار إقراض الشركة من عدمه، و كذا معرفة جدوى الاستثمار في شركة ما دون سواها من خلال المقارنة، فالإفصاح يوفر المعلومات حول المركز المالي و الأداء المالي و التدفقات النقدية للشركة - البورصة كذلك كشركة- التي تفيد شريحة عريضة من المستخدمين عند اتخاذهم

للقرارات الاقتصادية، كما يبين أيضا نتائج واجبات الإدارة في عملية تنظيم الموارد الموكلة إليها(64،ص43).

- ✓ المساعدة على القيام بالتحليل الجيد لسوق الأوراق المالية، خصوصا مع انتشار مفهوم الهندسة المالية القائمة على تقييم مستويات المخاطرة و العائد، و الحكم على قرارات البيع والشراء و الاحتفاظ بالأوراق المالية(65).
- ✓ المساعدة على اختيار مكان الاستثمار سواء من شركة إلى أخرى في سوق أوراق مالية واحدة، أو من سوق أوراق مالية لأخرى بالمقارنة بين المعطيات في كل سوق.
- ✓ تعتقد لجنة بازل أن توفير الإفصاح يعتبر وسيلة فعالة لإعلام السوق عن تعرض البنك للمخاطر و بالتالي اتخاذ التدابير المناسبة للوضع(66،ص37).
- ✓ المساعدة في الحكم على كفاءة سوق الأوراق المالية و نمو المعاملات فيها و تدعيم ثقة المستثمر بها، و ذلك إذا كان الإفصاح مؤطرا بصفة جيدة؛ و بالتالي الحد من إمكانية الوقوع في أزمات مالية.
- ✓ إن غياب الإفصاح العادل في سوق الأوراق المالية يؤدي إلى سلوك صغار المستثمرين وهم أكثر المتعاملين في السوق إلى ما يسمى بسلوك القطيعHerd behavior ، الذي يقضي إتباع قرارات كبار المستثمرين في السوق عند غياب أي خلفية للمعلومات أو بغياب الثقة، ومع سلوكات المضاربة غير المشروعة و التقديرات الخاطئة ستتعرض سوق الأوراق المالية إلى انهيار قد يودي لانهيار عدة أسواق أوراق مالية أخرى و ربما لانهيارات اقتصاديات بأكملها، خصوصا في إطار ما يعرف بالعولمة المالية و ترابط أسواق المال فيما بينها، و إن لم يحدث هذا الانهيار فعلى أقل تقدير تُفقَد الثقة في سوق الأوراق المالية و يعزف المستثمرون عن التعامل فيها مجددا.
- ✓ يمكّن الإفصاح الموثوق فيه من الحد من التصرفات و الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية، و عند غياب هذا الإفصاح تفتح مجالات التلاعب بمصراعيها.
- ✓ توفر عملية الإفصاح المعلومات الملائمة التي تساعد على رسم السياسات الاستثمارية المختلفة و التي تساعد على تنفيذ العملية الإدارية بما في ذلك التخطيط، الرقابة، و اتخاذ القرار المناسب دون أي تأخير، فالجهات الرقابية كالمصرف المركزي مثلا تحتاج لمعلومات عديدة كنسبة الاحتياطي النقدي، نسبة الودائع إلى حقوق المساهمين، و معلومات عن عدم تجاوز القروض و التسهيلات لنسبة معينة من إجمالي الودائع، نسبة السيولة، احتياطي السيولة...، كذلك يحتاج المساهمون و المستثمرون و المصارف المراسلة في الخارج ومصلحة الضرائب و جهات حكومية أخرى للمعلومات(67،ص47).

- ✓ تحقيق الشفافية التي تُعَرَّف على أنها الإفصاح العام عن المعلومات المستجدة و الصادقة التي تمكّن مستخدميها من التقييم الدقيق للأوضاع المالية(66،ص37).

3.1.2 أنواع الإفصاح في سوق الأوراق المالية

تتعدد و تتباين تصنيفات المفكرين الماليين للإفصاح في سوق الأوراق المالية، كلّ يتخذ معيارا معينا ينطلق منه و يبني عليه دراساته، فيما يلي سنحاول التعريج على أهم تصنيفات الإفصاح الذي تقوم به سوق الأوراق المالية مُمَثَّلَةً في دائرة الإفصاح(لاحظ الشكل06).

1.3.1.2 الإفصاح من حيث كمّ و نوع المعلومات

تتدفق المعلومات في سوق الأوراق المالية بدرجات متفاوتة من ناحية الكمّ أو الحجم بل و حتى نوعية المعلومات المفصح عنها، و من هذا المنطلق ينقسم الإفصاح إلى:

- الإفصاح الكافي: هو ذلك الإفصاح الذي يوفر الاحتياجات الرئيسية و الضرورية من المعلومات دون الخوض في التفاصيل غير المجدية، أو الحد الأدنى الواجب توفيره من المعلومات التي من شأنها مساعدة المتعاملين في سوق الأوراق المالية على اتخاذ القرار في الوقت المناسب دون تضييع الوقت في الاطلاع على المعلومات التي لا طائل منها، وهنا تجدر الإشارة إلى أن درجة كفاية المعلومات تختلف من شخص لآخر حسب طبيعة الاستثمار والتدخل في سوق الأوراق المالية؛ فالمعلومات التي يحتاجها المستثمر في الأسهم غيرها التي يحتاجها المستثمر في السندات و غيرها التي تحتاجها الجهات الرقابية.

  إن مفهوم الحد الأدنى هو غير محدد بشكل دقيق إذ يختلف حسب الاحتياجات والمصالح بالدرجة الأولى و هو كذلك تابع للخبرة و الكفاءة التي يتمتع بها المتعامل في استخدام الكمّ المتوفر من هذه المعلومات(68،ص04).
- الإفصاح الكامل: على عكس الإفصاح الكافي ينص الإفصاح الكامل على إظهار كافة المعلومات و البيانات المتوفرة في سوق الأوراق المالية دون حجب أي معلومة مهما كانت درجة أهميتها- المعلومات الجوهرية و العرضية معا-، و ذلك مراعاةً لتباين احتياجات المتعاملين و تفاوت خبراتهم و درايتهم بتحليل المعلومات، و يُعاب على هذا الصنف من الإفصاح إغراق سوق الأوراق المالية بكميات كبيرة من المعلومات قد لا تكون هناك حاجة لها(56،ص17) ، فكثرة المعلومات قد تربك مستخدم المعلومات و لا تساعده على اتخاذ القرار السليم و في الوقت المناسب.
- الإفصاح العادل: لا يقصد بالعدل بين متعاملي سوق الأوراق المالية المساواة بينهم في الإفصاح، وإنما هو الرعاية المتوازنة لاحتياجات جميع الأطراف كل حسب طبيعته

واحتياجاته دون ترجيح مصلحة فئة على أخرى أو التحيز لها، و ذلك في كمّ و نوع المعلومات.

- الإفصاح الملائم: هو الإفصاح الذي يراعي حاجة مستخدمي المعلومات من بيانات عن الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، ظروف سوق الأوراق المالية، و تطورات نشاطها و التداول فيها، و أن يكون الإفصاح ذو قيمة نفعية لقرارات المستثمرين و كل المتدخلين في سوق الأوراق المالية.

2.3.1.2 الإفصاح من حيث الإلزام

تقوم الهيئات المسؤولة عن الإفصاح (دائرة الإفصاح) في سوق الأوراق المالية بعرض نوعين من المعلومات؛ من هذه المعلومات ما هو إجباريُ الإفصاحِ عنه، و منها ما هو اختياري فـ:

- الإفصاح الإجباري: هو مجموعة المعلومات الواجب الإفصاح عنها، و هو يستمد الزاميته من الأنظمة و التشريعات التي تحدد كم و نوع المعلومات الواجب الإفصاح عنها و ذلك تبعا لطبيعة احتياجات المتعاملين و حجم سوق الأوراق المالية، و يلازم الإجبار في الإفصاح عقوبات تحددها القوانين لكل تجاوزات أو تلاعبات في هذا الإطار، و بالرغم من اختلاف الإفصاح من سوق أوراق مالية إلى أخرى إلا أن الإفصاح عن القوائم المالية للشركات المدرجة في السوق عامل مشترك في الزاميته و لا يمكن الاستغناء عنه في أية سوق.

تلزم هيئة سوق الأوراق المالية الشركات بالإعلان عن قوائمها المالية الأولية والسنوية، وتقرير مجلس الإدارة و نشرها فور اعتمادها من مجلس الإدارة، كما تلزم الهيئة الشركات بالإفصاح عن أي تطورات جوهرية أخرى(48،ص08).

أما فيما يخص سوق الأوراق المالية في حد ذاتها فهي مجبرة قانونا بالإفصاح عن مجموعة من المعلومات سيتم التطرق إليها لاحقا عند استعراض نظام المعلومات في سوق الأوراق المالية.

- الإفصاح الاختياري: يعرف كذلك بالإفصاح الإعلامي و التثقيفي و هو كل إفصاح لم تنص على الزاميته قوانين الإفصاح في سوق الأوراق المالية و ذلك بصفة مباشرة، أو غير مباشرة؛ فقد يحتوي بند ما على إفصاح معين و في نفس الوقت يحتوي ضمنيا بصفة غير ظاهرة بندا آخر، فهذا الأخير يعد إلزاما كذلك، فعند قولنا أنه على الشركة أن تتبع في محاسبتها معايير المحاسبة الدولية يعني هذا أنها مجبرة على إتباع طريقة القيمة العادلة في تقييماتها مثلا، وهذا على الرغم من أنه لا يوجد بند صريح في قانون الإفصاح يجبر على ذلك، كل هذا يتوقف على مدى دقة، وضوح و صراحة الأنظمة و التشريعات المتبعة، فمثلا

إن لم يتم تحديد ماهية المعلومات الجوهرية بصفة دقيقة فستُستغل هذه الثغرة للتلاعب في عملية الإفصاح.

إذن فالإفصاح الاختياري هو إفصاح عن معلومات إضافية بهدف تثقيف و توسيع معرفة مستخدمي المعلومات في سوق الأوراق المالية و توضيح الصورة بشكل أكبر(68،ص04)، هذا هو شأن عرض بعض البيانات الإضافية عن بعض الشركات، إنجازاتها، و بعض التنبؤات عن هذه الشركات و عن سوق الأوراق المالية أيضا، عرض لرسوم و مخططات وتمثيلات بيانية لمعطيات قد تكون إجبارية كأرقام فقط...، كذلك يختلف الإفصاح الاختياري من سوق لأخرى فقد تكون معلومة ما في سوق ما إجبارية بينما في سوق أخرى تثقيفية وعرضية، و ذلك تبعا لاختلاف أدبيات الإفصاح الكافي لاحتياجات المتعاملين من سوق لآخر، و حجم السوق.

3.3.1.2 الإفصاح من حيث التوقيت(المدة)

يحتاج المتعاملون في سوق الأوراق المالية إلى المعلومات في توقيتات مختلفة، لذا فالمسؤولون عن الإفصاح يحرصون على توفير هذه المعلومات بالأشكال التالية:

- الإفصاح المبدئي: يسمى كذلك بالإفصاح الأولي؛ فعند دخول أو إدراج الشركة في سوق الأوراق المالية لأول مرة تقوم بالإفصاح عن مجموعة من المعلومات كتعريفٍ بالشركة والظروف المحيطة بها، كذلك تقوم سوق الأوراق المالية بالإفصاح عن الشركات المدرجة فيها و أسماء الأعضاء المنظمين للسوق و كذا هيكلة و رأس المال المبدئي لسوق الأوراق المالية عند أول انطلاقة عمل لها و هو كذلك بمثابة تعريف بسوق الأوراق المالية كونها تنظيما شبيها بالشركات التي تقوم بالإفصاح عند تأسيسها، و بالتالي فالإفصاح الأولي أو المبدئي لسوق الأوراق المالية يتم عند تأسيسها لأول مرة كتعريف و إشهار لها.
- الإفصاح الدوري: هو الإفصاح الذي تقوم به سوق الأوراق المالية دوريا و عادة ما يكون شهريا، ربع سنوي، و سنوي، و ذلك حسب متطلبات السوق المتمثلة في احتياجات متعامليها، و هو أمر تحدده تشريعات و تنظيمات سوق الأوراق المالية.

فمثلا تقوم سوق دبي المالية DFM بنشر تقرير سنوي يتضمن معطيات سنوية تحتوي(69):

- أسماء أعضاء مجلس إدارة السوق الحاليين و المنتهية مهامهم خلال السنة، و كذا المناصب التي شغلوها.
- كلمة رئيس مجلس الإدارة حول الأداء المالي للسوق و انجازاتها خلال السنة.

- ملخص الأداء المالي بما في ذلك أهم المؤشرات المالية(مجموع الإيرادات، مجموع النفقات بدون مخصصات الاستثمار، صافي الربح، صافي الأرباح قبل مصاريف الاستهلاك و الإطفاء و مخصصات الاستثمار، مجموع الأصول، مجموع المطلوبات، حقوق المساهمين، سعر السهم، معدل العائد على السهم، مضاعف السهم، معدل العائد على متوسط حقوق المساهمين%، معدل العائد على متوسط الموجودات%، نسبة التوزيعات النقدية إلى صافي الأرباح) و ذلك للسنة الحالية و السنة السابقة لمعرفة نسبة التغير، كما تعرض اقتراحات مجلس الإدارة حول نسب توزيع الأرباح(لاحظ الملحق رقم 01).
- الاستراتيجية المتبعة كالتعاون مع بورصة ما و الاندماج معها و الهدف المنشود من كل استراتيجية.
- التطورات الاقتصادية العامة، بيئة و مدى قدرة السوق على التأقلم مع الأوضاع، بالإضافة للتوقعات المستقبلية للسوق.
- إنجازات السوق متضمنة: الاجتماعات التي يعقدها مجلس الإدارة غالبا عند وقوع أي حدث طارئ أو جوهري مع بيان تواريخ هذه الاجتماعات، و كذا قرارات المجلس و تواريخ عقد لجان التدقيق، اسم مدقق الحسابات الخارجي، و التميز المؤسسي المتمثل في الجوائز المحصلة في هذا الإطار، كما يُبَيَّن عدد الشكاوى المرفوعة من المستثمرين، و تُذكر الاستثمارات البشرية و أسماء الوسطاء المرشحين للوساطة و كذا المعتمدين رسميا، كما يُبَيَّن أداء السوق من أسعار الأسهم، أحجام و قيم التداول القطاعية و العامة و الشركات الأكثر تداولا مع ذكر الأسباب، و بيان تحركات المؤشر العام و الشركات مع بيان تحركات أسهمها و المقارنة بين قيم الأسهم المتداولة في أسواق الأسهم العربية، و كذا الاستثمار الأجنبي و جنسيات المتعاملين مع نسب مشاركتهم بيعا و شراءا (لاحظ الملحق رقم 02).
- البيانات المالية التي تحتوي على تقرير مدقق الحسابات الخارجي(إيضاح مسؤولية الإدارة عن البيانات المالية، مسؤولية المدقق، رأيه، توقيعه، رقم تسجيله، تاريخ ومكان إعداد التقرير) و بيان المركز المالي للسوق، قائمة الدخل، التغيرات في حقوق المساهمين، التدفقات النقدية و تبيان مختلف التغيرات الطارئة على تطبيق المعايير المحاسبية الدولية و أسباب هذه التغييرات (لاحظ الملحق رقم 03).

أما فيما يخص النشرات ربع السنوية فهي تبين(70): حركة مؤشر السوق، أحجام التداول
- قيمة و عدد الأسهم المتداولة، عدد الصفقات-، حجم التداول القطاعي و ترتيب القطاعات،

الاستثمار الأجنبي(المشتريات و المبيعات و نسبتها من قيمة التداول، صافي الاستثمار الأجنبي)، الاستثمار المؤسساتي من بنوك، مؤسسات و أفراد، كذلك تبيان المؤشرات القطاعية و تغيراتها من الربع الأول إلى الربع الأخير، قيم التداول القطاعية، عدد الأسهم المتداولة قطاعيا و عدد الصفقات المنفذة قطاعيا، حركة التداول، و كل ذلك يتعلق بالربع المدروس.

كما ينشر في النشرة ربع السنوية نشاط السوق من عدد الأوراق المدرجة، عدد أيام التداول، المعدل اليومي لقيمة و حجم التداول، المعدل اليومي لعدد الصفقات المنفذة والقيمة السوقية للأسهم و السندات للسنة الحالية و السنتين السابقتين، الشركات الأكثر تداولا حسب قيمة التداول، حسب حجم التداول، و حسب عدد الصفقات، كما تنشر حركة التداول اليومية للربع و أنشط شركات الوساطة تداولا(الترتيب، الرمز، مجموع الصفقات، مجموع كمية التداول، مجموع قيمة التداول و النسب المئوية لمجموع قيمة التداول). كما تنشر البيانات المالية ربع السنوية للشركات المدرجة في السوق في هذه النشرة (اسم الشركة، سعر الإغلاق، القيمة الاسمية، القيمة الدفترية، عدد الأسهم المدرجة، رأس المال، إجمالي الموجودات، حقوق المساهمين، صافي الأرباح، الأرباح النقدية الموزعة، ربحية السهم، القيمة السوقية إلى العائد، و إلى القيمة الدفترية، نسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية، والعائد على الموجودات) و ذلك لكل قطاع على حدى، كما تحتوي النشرة نسب تَمَلُّكِ المحليين و الأجانب في السوق، مع وضع تعريفات موحدة للمصطلحات المدرجة في النشرة كمتوسط السعر، أدنى السعر و أعلاه، قيمة التداول، ربحية السهم، مضاعف السهم...

كما تصدر عن سوق الأوراق المالية نشرات شهرية تتضمن المعطيات الشهرية التالية(71):

- تحركات مؤشر السوق و مقارنتها بالشهر السابق، و كذا تحركات القيمة السوقية ومقارنتها كذلك بالشهر السابق.
- تحركات أحجام التداول، عدد الأسهم، و عدد الصفقات و مقارنتها بالشهر الماضي.
- المساهمة القطاعية لأحجام التداول و ترتيب القطاعات، و بيان مشتريات و مبيعات الأسهم من المستثمرين المؤسساتيين و مساهمتها في قيمة التداول و قيمة صافي الاستثمار المؤسسي و ذلك لكل قطاع على حدى- البنوك، الشركات، المؤسسات، والأفراد-.
- مبيعات و مشتريات الأجانب و نسبتها من قيمة التداول.

- حركة التداول اليومية للشهر(التاريخ، المؤشر العام، قيمة التداول، حجم التداول، وعدد الصفقات) مع التمثيل البياني.
- المؤشرات القطاعية (القطاع، المؤشر بالنقاط في الشهر الماضي و الحالي، التغير في المؤشر بالنقاط و بالنسبة).
- قيمة التداول قطاعيا و نسبتها من إجمالي التداول.
- عدد الأسهم المتداولة قطاعيا و نسبتها من إجمالي الأسهم.
- عدد الصفقات المنفذة قطاعيا و نسبتها من إجمالي الصفقات.
- القيمة السوقية قطاعيا.
- نشاط سوق دبي المالي للأسهم و السندات(الشهر، عدد الأوراق المدرجة، عدد أيام التداول، المعدل اليومي لقيمة التداول، و حجم التداول و عدد الصفقات المنفذة، القيمة السوقية انطلاقا من نصف السنة السابقة للسنة المدروسة وصولا إلى الشهر المدروس).
- ترتيب الشركات الأكثر تداولا حسب: قيمة و حجم التداول و عدد الصفقات(رمز الشركة، قيمة و حجم التداول و عدد الصفقات)، و كذا الشركات الأقل تداولا.
- حركة تداول الأوراق خلال الشهر(الرمز، سعر الإغلاق السابق، متوسط السعر، السعر الأعلى و الأدنى، سعر الإغلاق الحالي، الفرق بالعملة و بالنسبة، عدد أيام التداول، عدد الصفقات، كمية التداول، قيمة التداول، القيمة السوقية بالعملة و بالنسبة) كل قطاع على حدى.
- البيانات المالية للشركات المدرجة(اسم الشركة، التاريخ، سعر الإغلاق، القيمة الاسمية و الدفترية، عدد الأسهم المدرجة، رأس المال، إجمالي الموجودات، حقوق المساهمين، صافي الأرباح، الأرباح النقدية الموزعة، ربحية السهم، القيمة السوقية إلى العائد وإلى القيمة الدفترية، نسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية و العائد على الموجودات لكل قطاع).
- تَمَلُّكُ المحليين و الأجانب في نهاية الشهر المدروس(رمز الشركة، البلد المنشأ، نسبة التملك الحالية و الحد الأقصى للتملك).
- ترتيب شركات الوساطة (الترتيب، الرمز، اسم الشركة، مجموع الصفقات، مجموع كمية التداول، و مجموع قيمة التداول).
- بعض تعاريف للمصطلحات المتداولة في النشرة.

- الإفصاح الطارئ: عند حدوث أمر طارئ كاستقالة أو سحب عضوية أحد أعضاء مجلس الإدارة أو الوسطاء و عند حدوث أي مستجدات من شأنها التأثير على التعاملات في السوق،

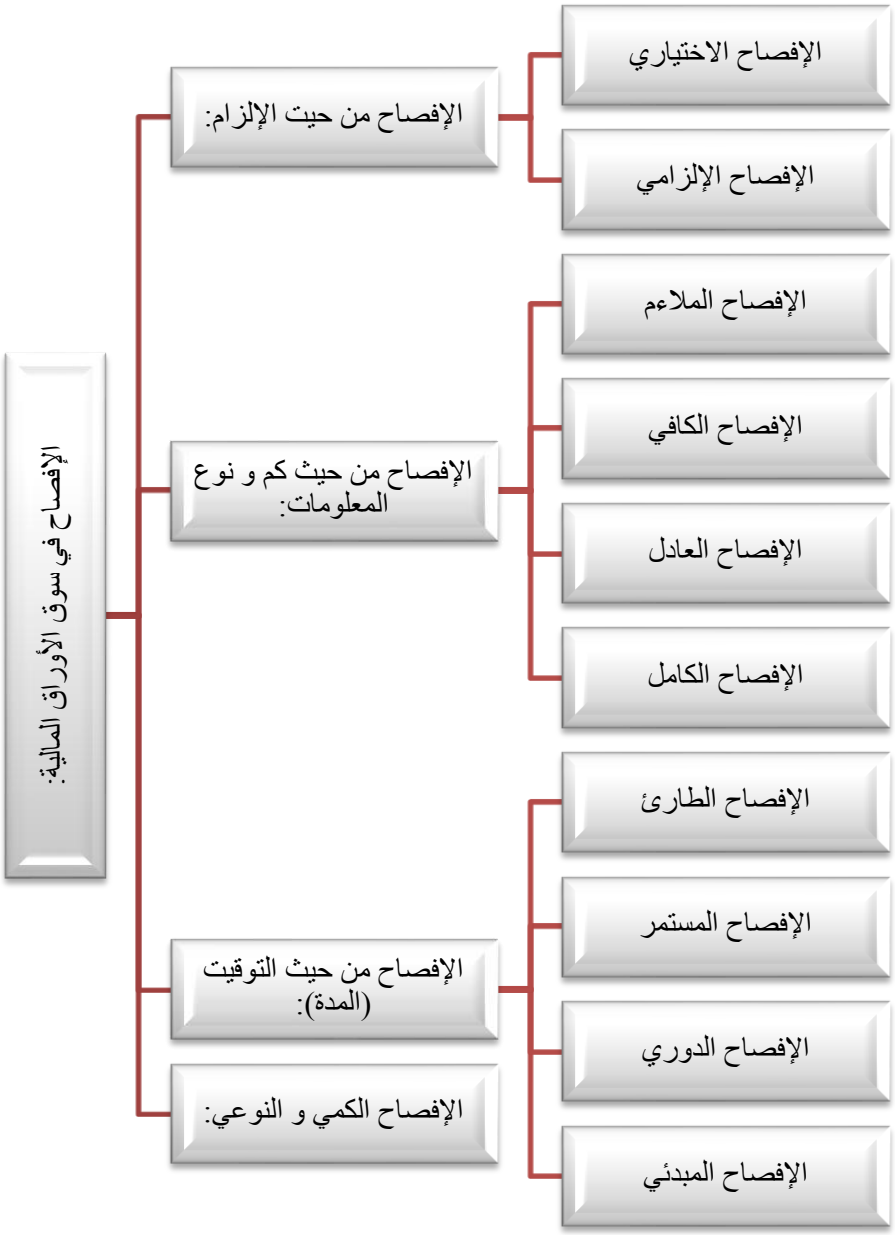
تقوم دائرة الإفصاح بنشر الخبر دون انتظار موعد إفصاح معين- نصف شهري، شهري، ربع سنوي...-.

- الإفصاح المستمر(اليومي): تقوم دائرة الإفصاح بنشر حركة التداول اليومية، أسعار الإغلاق والافتتاح لكل جلسة و غيرها من المعلومات لتضمن التدفق المستمر للمعلومات إلى المتعاملين في السوق(لاحظ الملحق رقم 04).

4.3.1.2 الإفصاح الكمّي و الإفصاح النوعي

على غرار أنواع الإفصاح الآنفة تقوم إدارة سوق الأوراق المالية بنشر معلومات متباينة من حيث قدرة قياسها؛ فمنها ما هو كمّي قابل للقياس و منها ما هو نوعي غير قابل للقياس، و بالتالي سنميز بين نوعين من الإفصاح:

- الإفصاح الكمّي: تنشر دائرة الإفصاح مجموعة من المعلومات المتعلقة بمعطيات مالية ومحاسبية كالقوائم المالية سواء الخاصة بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية أو بسوق الأوراق المالية في حد ذاتها، و كذا مؤشرات السوق، حركة التداول، رأس المال العامل، النسب والمؤشرات المالية و غيرها من معطيات يمكن قياسها و تقييمها ماديا.
- الإفصاح النوعي: لمّا تقوم إدارة سوق الأوراق المالية بنشر أسماء و مناصب أعضائها، وكذا أسماء الوسطاء المعتمدين و المنتهية مهامهم و أسماء مدققي الحسابات و مصدري الأوراق المالية و عناوينهم... فإن هذا الإفصاح يُعرف بالإفصاح النوعي لمعلومات بالرغم من كونها غير كمّية إلا أنها ضرورية بالنسبة للمتعاملين في سوق أساسها المعلومات على اختلاف نوعها.



الشكل رقم(06): أنواع الإفصاح في سوق الأوراق المالية

المصدر: من إعداد الطالبة.

2.2 الإسهامات المحاسبية في مجال الإفصاح

في إحدى مرحلة من مراحل محاولة تنظير مهنة المحاسبة، و التي أعقبت تزايد تذمر مستعملي المعلومات المحاسبية من تحكم إدارات الشركات في كمّ و مضمون الإفصاح، و مطالبتهم بتنظيم وتوحيد الممارسات المحاسبية عموما و المتعلقة بالإفصاح خصوصا؛ و لما كانت التجاوزات والتلاعبات مُنطلقها الأول محاسبي، كان لا بد من تولي المهنيين المحاسبيين مهمة إيجاد حلول لهذه المشاكل، و بينما كانت سوق الأوراق المالية أولى المتضررين من هذه التجاوزات- أزمة الكساد-

كانت كذلك من المستفيدين من محاولات ضبط و تحديث و توحيد المعايير المحاسبية المتبعة، فكانت هذه الأخيرة بمثابة القاعدة الصلبة التي تستند عليها أية شركة- و سوق الأوراق المالية كذلك كشركة- خلال قيامها بعملية الإفصاح، خلال هذا المبحث ستكون لنا وقفة عند أهم التنظيمات وإسهاماتها في مجال الإفصاح.

1.2.2 أهم التنظيمات المهتمة بالإفصاح

لما كان الإفصاح غير مهيكل في بداياته الأولى، و لما كانت إدارة شركات المساهمة تتحكم في الإفصاح عن المعلومات عن طريق الضغط على المحاسبين و المدققين الماليين بما يتناسب ومصالحها، مما زاد من حدة الأزمة التي شهدها العالم في ثلاثينات القرن العشرين، بدت ضرورة تنظير و تأطير مبدأ الإفصاح ملحة للغاية، فكانت الهَبَّةُ المحاسبية لمعالجة الوضع و تفادي حدوثه مستقبلا، فأُسست الهيئات و اللجان التي جعلت من الإفصاح أهم محاور بحوثها و دراساتها، وكانت الجهود حثيثة فأثمرت مجموعة من المعايير التي أُلزم المتعاملون الاقتصاديون اتباعها عند قيامهم بعملية الإفصاح، فيما يلي سنستعرض أهم التنظيمات التي عنيت بالإفصاح.

1.1.2.2 لجنة الاستثمارات و البورصة SEC

إثر الأزمة الاقتصادية الكبرى التي أخذت بداياتها من سوق الأوراق المالية في نيويورك Wall Street أصدر الكونغرس عام 1934م قرارا بإنشاء لجنة الاستثمارات و البورصة لتكون مسؤولة عن مختلف القوانين المهتمة بالاستثمارات و تبادل الأوراق المالية في البورصات و لتضمن تقديم تقارير مالية صادقة و واضحة من قبل الشركات الأمريكية المعنية، و أهم هذه القوانين قانون الاستثمارات لعام 1933م الذي يتطلب تسجيل الأوراق المالية الجديدة المعروضة للبيع تحت إشراف اللجنة، و قانون سوق الأوراق المالية لعام 1934م الذي يتطلب التقرير المستمر من الشركات العامة و يتطلب تسجيل الأوراق المالية و تبادلها، كذلك قانون الاستثمار لعام 1940م الذي يتطلب تسجيل شركات الاستثمار، و قد منح قانون 1933م و 1934م اللجنة سلطة تحديد معايير المحاسبة الواجب إتباعها من الشركات الخاضعة لدائرة نفوذها؛ أي أن اللجنة تستطيع أن تحدد الإجراءات المحاسبية ومضمون الإفصاح للشركات التابعة للبورصة(57،ص63- 64) ، و يتم التواصل بين اللجنة والشركات الخاضعة لها عبر اللوائح التنفيذية التي تصف شكل و مضمون التقارير المالية، فضلا عن سلسلة المنشورات Accounting reporting releases سابقا و Financial reporting releases ابتداءا من 1982م.

تمارس اللجنة دورها في الرقابة على الشركات المقيدة أو طالبة القيد، و تفرض الهيئة على الشركات الأجنبية المقيدة لديها متطلبات إفصاح معينة تفترض فيها أنها ترقى بالقوائم المالية المعدة وفقا لمعايير محاسبية أخرى بخلاف المعايير الأمريكية US GAAP إلى مستوى القوائم التي تعدها

الشركات الأمريكية المقيدة، فالشركات الأجنبية المقيدة لديها تعد قوائمها المالية في الغالب طبقا لمعايير المحاسبة الوطنية لدولها و التي تختلف في أمور كثيرة عن معايير المحاسبة الأمريكية، إن ارتفاع عدد الشركات الأجنبية في السوق الأمريكية و تنوع جنسيات تلك الشركات سوف يشكل عبئا على المستثمر الأمريكي في قراءة و تحليل و مقارنة قوائم مالية أُعِدت وفقا لهذا العدد الكبير من مجموعات المعايير المحاسبية، من هذا المدخل فإن اللجنة مارست دورها التنظيمي و الرقابي لحماية المستثمر الأمريكي و ذلك في اتجاهين: الاتجاه الأول إلزام الشركات الأجنبية بإجراء تسوية لقوائمها المالية المعدة وفقا لأي معايير محاسبية لتعادل مثيلاتها التي يمكن أن تعد وفقا للمعايير المحاسبية الأمريكية، أما الاتجاه الثاني؛ فقد بذلت الهيئة جهودا مكثفة لتشجيع الشركات الأجنبية على تبني معايير المحاسبة الدولية بدلا من معاييرها الوطنية(72،ص24- 25).

عام 1974م صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع عن الكونغرس ألزم فيه المصارف التجارية بالخضوع من حيث شروط و قواعد الإفصاح للوائح و التشريعات التي تصدرها بهذا الخصوص اللجنة SEC ، و ذلك بشأن الإفصاح عن المعلومات للشركات المساهمة الأخرى المدرجة في البورصة، و قد ترتب عن هذا انعطاف هام في مسيرة الإفصاح عن المعلومات في ميزانيات البنوك الأمريكية تجلت مظاهره في سمتين أساسيتين(56،ص28):

- اتساع نطاق الإفصاح ليشمل معلومات كانت إدارة البنوك تعتبرها من المحرّمات.
- تحويل تركيز أهداف الإفصاح من حماية مصالح المودعين إلى حماية مصالح الفئات الأخرى كالمساهمين، المستثمرين و المقرضين.

و الجدير بالذكر أن اللجنة لم تكن تشجع فكرة المعايير المحاسبية الدولية كثيرا إلى غاية 2001م أين تغيرت هيكلة معايير المحاسبة الدولية.

2.1.2.2 هيئة معايير المحاسبة المالية FASB

هي مؤسسة مسؤولة عن إنشاء و تطوير معايير المحاسبة في الولايات المتحدة الأمريكية، و هي تابعة للمعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين AICPA المؤسس عام 1887م و الخاص بالمحاسبة والتدقيق، حلت هيئة معايير المحاسبة المالية محل هيئة المبادئ المحاسبية APB سنة 1959م، بعد أن فشلت هذه الأخيرة في معالجة حالات الغش و الدعاوى المرفوعة ضد المحاسبين و المدققين الماليين عقب أزمة الكساد العالمي. تصدر الهيئة أربع أنواع من الدراسات أهمها الخاصة بمعايير المحاسبة المالية STAS؛حيث تشكل هذه المعايير مبادئ محاسبية مقبولة عموما GAAP و قد أجبرت SEC الشركات الخاضعة لها باتباع هذه المعايير و التي من بينها التأكيد على مبدأ الإفصاح التام الذي يتطلب عدم حذف أو كتمان أي معلومة جوهرية أو ذات منفعة للمستثمرين، و يجب أن تتضمن القوائم المالية معلومات كافية، مفيدة و غير مضللة للمستثمر العادي أو المتوسط، كما تنشر

الهيئة بيانات حول مفاهيم المحاسبة المالية STAF التي كان من أهمها $STAF_{01\ 02\ 03\ 04\ 05\ 06}$ الصادرة ما بين 1978م – 1985م و المسماة بـ أهداف التقرير المالي لشركات الأعمال، الخصائص النوعية للمعلومات، عناصر القوائم المالية لمنشآت الأعمال، أهداف التقرير المالي لغير منشآت الأعمال، التحقق و القياس في البيانات المالية لمنشآت الأعمال، و عناصر القوائم المالية بهذا الترتيب(57،ص60- 63).

3.1.2.2 هيئة(مجلس) المعايير المحاسبية الدولية IASB/IASC

في 29- 06- 1973م و خلال اتفاقية وضعتها هيئات محاسبية مهنية من أستراليا، كندا، فرنسا، ألمانيا، اليابان، المكسيك، هولندا، المملكة المتحدة، و الولايات المتحدة الأمريكية؛ تأسس تنظيم تطوعي مالي مستقل مركزه لندن مسؤول عن وضع و إيجاد معايير محاسبية موحدة عالميا بنوعية عالية، مفهومة و عملية قابلة للتطبيق في الواقع و ذلك بالتعاون مع منظمات محاسبية أخرى و قد عُرف بهيئة المعايير المحاسبية الدولية IASC، تتألف الهيئة من مُمَثِّلَيْنِ و مرشد تقني من كل بلد، وقد صدر عن الهيئة 41 معيارا محاسبيا دوليا IAS و ذلك إلى غاية تغيير البنية الهيكلية للهيئة وتسميتها بمجلس المعايير المحاسبية الدولية IASB و ذلك في 01- 04- 2001م، و كما انتقلت التسمية من الهيئة إلى المجلس كذلك تغيرت تسمية المعايير المحاسبية الدولية IAS و تحوّلت إلى المعايير المحاسبية للتقارير المالية IFRS (73) (لاحظ الملحق رقم 05).

يبين الجدول المبين أدناه أهم المحطات المتعلقة بالإفصاح و الصادرة عنIASC .

الجدول رقم(01): أهم المحطات المتعلقة بالإفصاح (معايير صادرة عنIASC)

المصدر: من إعداد الطالبة، اعتمادا على:BRÈVE HISTOIRE DE L'IASB ، موقع سابق.

السنة:	الحدث:
1974	عرض ثلاث مسودات كان من بينها الإفصاح عن السياسات المحاسبية.
1975	نشر المعيار الخاص بالمعلومات الواجب الإفصاح عنها في القوائم المالية.
1990	نشر المعيار المتعلق بالإفصاح في القوائم المالية للبنوك و المنشآت المالية المشابهة.
1993	تصريح الهيئة مع المنظمة الدولية للجان الرقابة على الأسواق المالية IOSCO على قائمة معايير قاعدية أو جوهرية CORE STANDARDS مطلوبة من كل المؤسسات المسعرة في بورصتين على الأقل.
1994	قبولIOSCO المعيار14.

على الرغم من تعدد محاولات إرساء قواعد و معايير تلقى القبول و الرضى من المتعاملين على الصعيدين المحلي و الدولي، إلا أن هذه المعايير IFRS/IAS كانت منعرجا حاسما في تاريخ الإفصاح في سوق الأوراق المالية؛ ليس على مستوى الإفصاح المحاسبي الكمّي فحسب بل حتى المتعلق بالنوعي غير القابل للقياس و ذلك حين بيّنت خصائص الإفصاح و المعلومات، و سنكرر التركيز دائما على أن سوق الأوراق المالية المنظمة بصفتها شركة هي مجبرة كذلك على اتباع معايير الإفصاح كإدارة بغض النظر عن الشركات المدرجة فيها.

2.2.2 سمات الإفصاح عن المعلومات

حتى تكون عملية الإفصاح أكثر نجاحا و مردودية، و لتجنب المشاكل التي يسببها خطأ المعلومة أو نقصانها، أو حتى توقيتها حرصت هيئة المعايير المحاسبية الدولية على وضع إطار مفاهيمي ليكون البنية التحتية للمعايير المحاسبية، هذا الإطار المفاهيمي شمل عملية الإفصاح بحيث حدد الخصائص التي يجب أن يكون عليها الإفصاح حتى يكون مثمرا، و كذا السمات التي يجب أن تكون في المعلومات حتى تكون مفيدة لمتلقيها، ثم حل مجلس المعايير المحاسبية الدولية محل الهيئة ليطور

في هذا الإطار و يضبطه أكثر، فيما يلي سنبين ما خلص إليه المجلس من سمات الإفصاح عن المعلومات، هذه الأخيرة صحيح أنها صدرت في إطار محاسبي إلا أنها تصلح مع أي نوع من الإفصاح و مع كل نوع من المعلومات.

1.2.2.2 خصائص الإفصاح

حسب مجلس المعايير المحاسبية الدولية يجب أن يتسم الإفصاح بالكمال و الشمولية؛ بمعنى أن يكون الإفصاح:

- كافيا؛ فيوفر الحد الأدنى من المعلومات الواجب نشرها.
- عادلا؛ بمعنى يراعي احتياجات جميع الأطراف المعنية.
- مستمرا فلا يحدث أي انقطاع في تدفق المعلومات لسبب من الأسباب.

و الإفصاح بهذه الشروط صعب المنال، لذا ظهر الإفصاح التفاضلي القائم على التركيز و بصفة ملخصة و مختصرة تفاضليا(بدرجة متفاوتة) على أهم البنود لتوضيح التغيرات الجوهرية و إهمال عرضيات الأمور و ذلك تبعا لمبدأ الأهمية النسبية(54،ص447- 448).

أثارت فكرة الإفصاح المناسب جدلا كبيرا في الساحة المحاسبية، بحيث تباينت وجهات النظر حول مفهوم و حدود الإفصاح من المعلومات الواجب توفيرها في البيانات المالية المنشورة، ويعزى هذا الاختلاف لتباين مصالح الأطراف ذات العلاقة و الذي ينعكس على الزاوية التي ينظر من خلالها كل طرف نحو المشكلة؛ فنظرة المسؤول عن إعداد البيانات المالية(إدارة الشركة) حيال الإفصاح قد لا تلتقي مع نظرة جهات الرقابة و الإشراف على المهنة كدواوين المحاسبة و البنوك المركزية و هيئات سوق الأوراق المالية و المجاميع المهنية؛ لذا يصعب توفير مفهوم عام و موحد للإفصاح الذي يضمن تحقيق الرغبات الكاملة لكل المتعاملين الاقتصاديين، هذا و قد حدد الباحثون مستويين للإفصاح: أحدهما مثالي و هو الذي يحقق الكفاية، العدل، و الاستمرارية و هو ليس واقعيا لا يمكن تحقيقه، أما المستوى الثاني فهو الإفصاح المتاح، الممكن أو الواقعي، و هو الذي ربطه معظم الباحثين بالإفصاح المناسب(74،ص470). هذا الأخير يراه Moonitz أنه يشمل تحديد: المعلومات الواجب الإفصاح عنها، مستخدمي المعلومات، و كذا تحديد توقيت الإفصاح عن تلك المعلومات(75،ص48).

لم يعد الاتجاه المحاسبي المعاصر يفترض- كما كان الحال سابقا في الإفصاح الوقائي- أن المستثمر عادي متوسط الذكاء و الفطنة يكتفي بمعلومات محدودة تجعل من الإفصاح غير مضلل، وإنما يفترض الإفصاح الإعلامي مستثمرا حصيفا PRUDENT INVESTOR ذا دراية وخبرة في استخدام و تحليل المعلومات، فهو مستثمر متخصص أو محلل مالي يتابع التطورات المالية ويوازن بين الاستثمارات(57،ص451) ، فبعد أن كان هناك مستثمر عادي يحاول وقاية استثماره

من الخسارة أو لتحقيق ربح متواضع، أصبح هناك المستثمر الحصيف الذي يسعى لتحقيق أعلى الأرباح مطالبا بمعلومات إضافية تمكنه من الوصول لهدفه.

هذا و قد شمل الإفصاح الوقائي ما يلي(57،ص446):

- ✓ الإفصاح عن السياسات المحاسبية و تغيراتها.
- ✓ الإفصاح عن التقديرات و تغيراتها.
- ✓ الإفصاح عن تصحيح الأخطاء في القوائم المالية.
- ✓ الإفصاح عن التغير في الوحدة المحاسبية و الأحداث اللاحقة بها كدخول شركاء جدد.
- ✓ الإفصاح عن الارتباطات و الالتزامات المالية للمؤسسة.
- ✓ الإفصاح عن المكاسب و الخسائر المحتملة.

بينما طالب الإفصاح الإعلامي بمزيد من المعلومات من بينها:

- ✓ المعلومات الخاصة بأثر تغيرات مستويات الأسعار.
- ✓ إعداد تقارير مرحلية مؤقتة عن نشاط و نتائج الوحدة المحاسبية بصورة ربع أو نصف سنوية.
- ✓ الإفصاح عن أهداف الإدارة و كذلك قيام الإدارة بالتنبؤات المالية.
- ✓ الفصل بين العناصر العادية و غير العادية في القوائم المالية لرفع مستوى قابلية البيانات للمقارنة و التنبؤ.
- ✓ إعداد التقارير القطاعية على أساس خطوط الإنتاج و على أساس المناطق الجغرافية.
- ✓ الإفصاح عن الإنفاق الرأسمالي الحالي و المخطط و مصادر التمويل و حساب ربحية السهم الواحد.
- ✓ الإفصاح عن مكاسب و خسائر العمليات الأجنبية و كذلك الإفصاح عن الطرق المحاسبية المستخدمة في ترجمة العملات الأجنبية في حالة وجود فروع خارجية أو شركات أجنبية تابعة.
- ✓ الإفصاح عن سياسة الإدارة فيما يتعلق بتوزيع الأرباح و الهيكل التمويلي للشركة.

2.2.2.2 الخصائص النوعية للمعلومات

هي خصائص صحيح أنها وُضعت للمعلومات المحاسبية؛ غير أنها صالحة لجميع أنواع المعلومات في سوق الأوراق المالية، فمن شأن المعلومات التي تتسم بهذه الخصائص تحقيق أقصى حد للمنفعة والعدالة، وبالتالي رضى المتعاملين الاقتصاديين على اختلاف و تعارض مصالحهم، وحسب المعيار الدولي01 فإن" الخصائص النوعية للمعلومة هي صفات تجعل المعلومات المعروضة مفيدة

للمستخدمين(64،ص37) "، و من أهم هذه الخصائص التي وضعها مجلس معايير المحاسبة الدولية في المعيار IAS_{01} نجد(لاحظ الشكل رقم 06):

- الملاءمة (Relevance): تعني الملاءمة أن المعلومات يجب أن تكون ذات علاقة بالموضوع أو المشكلة المراد اتخاذ القرار بشأنها(76،ص23) ، أي وجود علاقة بين المعلومات المستمدة من هيئة الإفصاح و الأغراض التي تُعَدُ من أجلها، و لكي تكون المعلومات مفيدة يجب أن تكون ذات علاقة وثيقة بالقرارات التي يتخذها مستخدمو المعلومات، و قد عرفت الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين الملاءمة:" تعتبر المعلومات ملائمة أو ذات علاقة وثيقة بالغرض الذي تعد من أجله إذا كانت تساعد المستفيدين الخارجيين الرئيسيين في تقييم البدائل التي تتعلق بالاحتفاظ بعلاقاتهم المالية مع المنشأة، أو لتكوين علاقة جديدة معها شريطة توافر الخصائص الأخرى التي تتسم بها المعلومات المحاسبية(64،ص38) "، كما ورد في المعيار الدولي01 بأن المعلومات لتكون مفيدة فإنه يجب أن تكون ملائمة لحاجات متخذي القرارات و تمتلك المعلومات خاصية الملاءمة عندما تؤثر على القرارات الاقتصادية للمستخدمين بمساعدتهم في تقييم الأحداث الماضية، الحاضرة، و المستقبلية أو تأكيد أو تصحيح تقييماتهم الماضية(77).
- الوضوح و قابلية الفهم(Clarity and Understandability): فالوضوح في عرض المعلومات و استبعاد البيانات غير الضرورية أمر لا غنى عنه – البيانات غير الضرورية هي المعقدة و الغامضة-. فالوضوح هو خلو المعلومات من الغموض و الالتباس بحيث يسهل على المتعاملين فهمها بسهولة و بسرعة لتكون أكثر فائدة(68،ص05) ، أما قابلية الفهم فهي أمر ضروري كذلك؛ فلا يمكن الاستفادة من المعلومات إذا كانت غير مفهومة لمن يستخدمها، وتتوقف إمكانية فهم المعلومات على طبيعة البيانات المفصح عنها و كيفية عرضها من ناحية، كما تتوقف على قدرات من يستخدمها و ثقافتهم من ناحية أخرى.
- قابلية المقارنة(Comparability): تؤدي هذه الخاصية إلى تمكين مستخدمي المعلومات من التعرف على الأوجه الحقيقية للتشابه و الاختلاف بين أداء الشركة و أداء الشركات الأخرى خلال فترة زمنية معينة، و المعلومات المحاسبية تصبح ذات فائدة أكبر كلما استخدمت أساليب مماثلة في القياس و الإفصاح، فكما ورد في المعيار الدولي 01 بأنه يجب أن يتمكن المستخدمون من إجراء مقارنة للقوائم المالية للشركة على مرور الزمن من أجل تحديد الاتجاهات في مركزها المالي و في الأداء، كما يجب أن يكون بإمكانهم مقارنة القوائم المالية للمشاريع المختلفة من أجل إجراء التقييم النسبي لمراكزها المالية، و الأداء والمتغيرات في المركز المالي و من هنا فإن عملية قياس و عرض الأثر المالي للعمليات

المالية المتشابهة والأحداث الأخرى يجب أن تتم على أساس ثابت(77). و على مستوى سوق الأوراق المالية فقابلية المعلومات للمقارنة تسمح للمتعاملين بإجراء موازنات ومقارنات بين أسواق الأوراق المالية، وبالتالي اختيار السوق المناسبة للاستثمار.

- الشمولية و الاكتمال(Universality and Completion) : أيّ نقص في المعلومة يمكن أن يجعلها خاطئة أو مضللة و بهذا تفقد موثوقيتها و ملاءمتها(76،ص23). تستعمل المعلومات الشاملة للإجابة على كل استفهام لأن عدم القدرة على إعطاء الإجابة الصحيحة والسليمة يدل على عدم شمولية هذه المعلومات.
- الدقة (Accuracy): الدقة هي مدى خلو المعلومات من الخطأ، فكلما كانت نسبة الخطأ ضئيلة كلما كانت المعلومات مفيدة(76،ص24) ، فمن أهم خصائص المعلومات الجيدة الدقة في وصف المركز المالي للشركة أو سوق الأوراق المالية موضوع الدراسة و تحديد مصادر التدفقات النقدية الداخلة و أوجه تصريف التدفقات النقدية الخارجية و غير ذلك من المعلومات(68،ص05).
- الحيادية(neutrality): ورد في المعيار الدولي 01 بأنه يجب أن تكون المعلومات التي تحتويها البيانات المالية محايدة؛ أي خالية من التحيز، و لا تعتبر البيانات المالية محايدة إذا كان اختيار أو عرض المعلومات يؤكد على اتخاذ القرار أو الحكم لأجل تحقيق نتيجة أو حصيلة محددة سلفا(77) ، إذ يجب على المسؤولين في إدارة الشركة أن يقدموا معلومات تتصف بعدم التحيز و هذا واجب مجلس الإدارة و لجنة المراجعة. الحيادية مصطلح يصف عدم التحيز؛ بمعنى أن المعلومات المتحيزة تكون معلومات لا يمكن الثقة فيها و الاعتماد عليها، لذا يجب أن تكون المعلومات نزيهة خالية من التحيز صوب أية نتائج محددة مسبقا، لذا توضع خاصية حيادية المعلومات كواجب على عاتق المسؤولين، و الحياد هو مرادف الموضوعية التي تعني الابتعاد عن التقديرات و الأحكام الشخصية(76،ص24).
- الوقتية(Timeliness): إن عرض المعلومات في الوقت المناسب مهم للغاية، فالمعلومة المتأخرة لا قيمة و لا جدوى منها خصوصا في سوق قائمة أساسا على المعلومات التي تتغير بسرعة مع تغير الظروف المحيطة بها، فالتأخير في الإفصاح عن المعلومة في سوق الأوراق المالية يُفقد المعلومة قدرتها على التأثير في القرارات المتخذة. ثم إن المعلومات تفقد منفعتها إذا لم تكن متاحة عند الحاجة إلى استخدامها، فكما ورد في المعيار الدولي01 "إذا حدث تأخير غير ضروري في تقديم التقارير فإن المعلومات تفقد ملاءمتها، لذا فالإدارة بحاجة إلى الموازنة بين ميزة رفع التقارير في الوقت المناسب و توفير المعلومات الموثوقة(77) ".

- القابلية للتحقق(Verifiability): بمعنى أن تكون المعلومات قابلة للمراجعة و التحقق مع ضمان الوصول إلى نفس النتائج إذا قامت مجموعات مختلفة باستخدام نفس الطرق لقياس وتقييم هذه النتائج مما يثبت عدم انحياز القياس.
- اقتصادية المعلومات (Economic of information): اقتصادية النفقات مبدأ مهم في المالية، و اقتصادية المعلومات تتجسد في تطبيق مفهوم المقارنة بين التكلفة و العائد، بمعنى أنه يجب أن تكون المنافع المتوقعة من المعلومات الضرورية في عملية الإفصاح أكبر من التكلفة و المجهودات المبذولة من أجل الحصول على هذه المعلومات، و اقتصادية المعلومات تتناسب طردا و درجة كفاءة سوق الأوراق المالية كما تبين سابقا عند تعرضنا لمستويات كفاءة سوق الأوراق المالية. و قد عُرفت اقتصادية المعلومات في معايير المحاسبة الدولية بقيد الملاءمة بين التكلفة و العائد(77).
- الأهمية النسبية (Materiality): يتعين على إدارة سوق الأوراق المالية اختيار المعلومات وترتيبها حسب أهميتها النسبية، فتعتبر المعلومة ذات أهمية نسبية صغيرة إذا كان إهمالها أو أخذها بالحسبان لن يؤثر على قرار مستخدمي المعلومات المفصح عنها، و تعتبر المعلومات هامة نسبيا إذا كان حذفها أو تحريفها يمكن أن يكون له تأثير على القرارات الاقتصادية التي يتخذها المستخدمون(77) ، و هو ما ينطبق على قرارات المتعاملين في سوق الأوراق المالية.
- الموثوقية و المصداقية (Reliability and Credibility): تكون المعلومات موثوقا بها وذات مصداقية إذا خلت نسبيا من الأخطاء و التقديرات الشخصية، و إذا كان بإمكان مستخدميها أن يثقوا في صحتها، صدقها و أمانتها(76،ص24).

يفضل مستخدمو المعلومات أن تكون هذه الأخيرة على درجة عالية من الأمانة، إذ أن هذه الخاصية هي التي تبرر ثقتهم في تلك المعلومات، كما تبرر إمكانية الاعتماد عليها؛ حيث يجب أن تعبر عن الواقع بصدق و تصور تصويرا دقيقا لجوهر الأحداث التي تنطوي عليها المعلومات دون أن يعتريها تحريف أو تشوبها أخطاء ذات أهمية، و كما ورد في المعيار الدولي01 فلتكون المعلومات مفيدة فإنها يجب أن تكون موثوقة و تمتلك المعلومات خاصية الموثوقية إذا كانت خالية من الأخطاء الهامة و التحيز، و يمكن الاعتماد عليها من قبل المستخدمين كمعلومات تعبر بصدق عما يقصد أن تعبر عنه أو من المتوقع أن تعبر عنه بشكل معقول(77).



الشكل رقم (07): الخصائص النوعية للمعلومات

المصدر: منشور المعايير المحاسبية الدولية (المعيار المحاسبي الأول)، مرجع سابق، ص44.

3.2.2 المعيار المحاسبي الدولي 30/ IAS_{30}

على غرار المعايير المحاسبية التي عالجت موضوع الإفصاح فإن المعيار الدولي 30 كان من أهمها على الإطلاق، كونه تناول البنوك كشريحة مميزة في سوق الأوراق المالية للدراسة بقليل من العمق والإطناب، و كإطلالة على المعايير المحاسبية الدولية سنأخذه نموذجا عنها.

مضمون هذا المعيار هو متطلبات الإفصاح في القوائم المالية للبنوك و المؤسسات المالية المشابهة، كما يتضمن تعريفا واسع المجال لمصطلح المصرف الذي يغطي المؤسسات المالية، وأي مؤسسة يكون من بين أنشطتها قبول ودائع و اقتراض الأموال بغرض الاقراض أو الاستثمار، وكذا المؤسسات التي تدخل في نطاق الصيرفة و الأنشطة المشابهة، و بما أن أنشطة المصارف تختلف عن أنشطة المؤسسات التجارية لذا فإن للسيولة و القدرة على الدفع مكانة كبيرة، مما سيميز القوائم

المالية للمصارف عن غيرها، و يعد IAS_{30} مرجعية البنوك عند إجراء عملية الإفصاح، و مع الزامية تطبيق هذا المعيار تُؤخذ بعين الاعتبار السمات الخاصة بعمليات المصرف و الدور الذي تلعبه في الحفاظ على ثقة العامة في النظام المالي للبلد من خلال علاقتها الوثيقة مع السلطات النظامية كالبنك المركزي و الحكومة.

بالإضافة إلى تعرض البنك لمخاطر السيولة فهو يتعرض لمخاطر تنشأ نتيجة لتقلبات العملة وتحركات سعر الفائدة و التغيرات في الأسعار السوقية، و التي تخصص لها قيودا نظامية مثل الالتزامات المحتملة و مقابل خطابات الضمان و الاعتمادات المستندية، يشجع هذا المعيار تقديم ايضاحات في القوائم المالية تتناول السيولة و المخاطر و كيفية الرقابة عليها.

حسب هذا المعيار يتعرض البنك إلى مخاطر عديدة و يمكن أن ينعكس أثر هذه المخاطر على القوائم المالية، غير أن مستخدمي هذه القوائم المالية سيتفهمون هذه المخاطر بصورة أفضل إذا قدمت الإدارة ايضاحات بالقوائم المالية تصف فيها الطريقة التي تدير و تراقب بها المخاطر المتعلقة بالعمليات التي يقوم بها البنك(78،ص549) .

هذا و قد ركز المعيار على مجموعة من المواضيع هي:

1.3.2.2 السياسات المحاسبية

تعتمد البنوك أساليب مختلفة لإقرار و تقييم البنود المكونة للقوائم المالية لذا يجب الالتزام بالمعيار IAS_{01} الذي يسمح لمستخدمي المعلومات المالية من معرفة الأسس المعتمدة لإعداد القوائم المالية(79،ص234) ، و يشمل الإفصاح عن السياسات المحاسبية(80،ص66- 67):

- الاقرار بأنواع الدخل الرئيسية(ايراد فائدة، رسوم الخدمات، العمولات، نتائج التداول)، ويفصح عن كل منها بشكل منفصل مع الإفصاح عن مصادر الدخل حسب القطاع وفق المعيار رقم14، و يتم الاعتراف بدخل الفائدة و مصروفات القروض على أساس زمني مع الأخذ بعين الاعتبار تداول رأس المال الأصلي، و المعدل القابل للتطبيق، أما بالنسبة للمداخيل و الأتعاب الأخرى فيتم الاعتراف بها عند تحققها، كما يوقف الاعتراف بالفائدة المستحقة على القروض المشكوك في تحصيلها إذا كانت الإدارة ترى أنه من غير المحتمل إعادة سداد هذا القرض وفقا لشروط الاتفاق أو عند مرور أكثر من 90 يوما من تاريخ استحقاق رأس المال الأصلي و الفائدة.
- تقييم الاستثمارات المتداولة و الأوراق المالية؛ فيجب على البنك إظهار القيمة العادلة لكل فئة من موجوداته أو التزاماته المالية كما ينص على ذلك المعياران رقم 32 و 39، هذا الأخير يشترط الإفصاح عن القروض و الذمم المدينة الناشئة عن أعمال البنك المعتادة والاستثمارات

المحتفظ بها لتاريخ الاستحقاق و الموجودات المحتفظ بها لأغراض المتاجرة والموجودات المالية المتوفرة للبيع.

- التمييز بين العمليات و الأحداث الأخرى التي تنشأ عنها أصول و خصوم في الميزانية وتلك العمليات و الأحداث الأخرى التي تنشأ عنها التزامات طارئة و تعهدات محتملة بما في ذلك البنود خارج الميزانية كالإفصاح عن القروض و السلفيات التي تقدم للعملاء و التي لم تستخدم حتى نهاية السنة، و كذلك التسهيلات غير المستخدمة و غير القابلة للإلغاء.
- الأسس المعتمدة لتحديد الخسائر من القروض و السلفيات و الاجراءات المتبعة لمعالجة الديون غير القابلة للتحصيل.
- الأسس المعتمدة لتحديد الأعباء على المخاطر البنكية العامة و المعالجة المحاسبية لهذه الأعباء.

2.3.2.2 الميزانية و قائمة الدخل

تجمع أصول و التزامات البنك حسب طبيعتها و تدرج بالترتيب النسبي لسيولتها و لا تعرض البنود الجارية و غير الجارية بشكل منفصل فأغلبية أصول و التزامات البنك بمكن تحققها في المستقبل القريب، و يجب أن تضم الميزانية أو ايضاحات القوائم المالية الإفصاحات التالية: النقدية والأرصدة في البنك المركزي، سندات الخزينة و السندات الأخرى القابلة للخصم لدى البنك المركزي، الأوراق المالية الحكومية و الأوراق المالية الأخرى المحتفظ بها لأغراض التداول، الإيداعات و القروض و السلفيات الأخرى المقدمة للبنوك الأخرى، إيداعات سوق المال الأخرى، القروض و السلفيات المقدمة للعملاء، و الأوراق المالية و الاستثمارات؛ هذا من جانب الأصول، أما من جانب الالتزامات فيتم الإفصاح عن إيداعات من البنوك الأخرى، إيداعات أخرى من سوق المال، المبالغ المستحقة لمودعين آخرين، شهادات الإيداع، الكمبيالات والالتزامات الأخرى المثبتة بسندات، و الأموال المقترضة الأخرى. هذا و يجب التمييز و الفصل بين الأرصدة لدى البنك المركزي، الإيداعات لدى البنوك الأخرى، إيداعات في سوق رأس المال الأخرى، الودائع من البنوك الأخرى، إيداعات من سوق المال الأخرى، و إيداعات أخرى. كما يتم التفريق بين الأوراق المالية المشتراة بهدف التوظيف المؤقت و المشتراة بهدف الاستثمار طويل الأجل(80،ص68- 69).

كما يلزم البنك بالإفصاح عن قائمة الدخل، و ذلك بإظهار الايرادات و المصروفات تبعا لطبيعتها والإفصاح عن مبالغ بنودها الرئيسية، و تتضمن هذه القائمة: إيرادات الفوائد و الإيرادات المشابهة، مصروف الفوائد و الأعباء المشابهة، الدخل من أرباح الأسهم، الإيرادات الناتجة عن العمولات والرسوم، مصروفات الرسوم و العمولات، صافي المكاسب الناتجة عن الأوراق المالية بغرض المتاجرة، صافي المكاسب الناتجة عن الاستثمار في أوراق مالية، صافي المكاسب الناتجة عن

التعامل في عملات أجنبية، الإيرادات التشغيلية الأخرى، الخسائر الناتجة عن القروض والسلفيات، المصروفات الإدارية العامة، و المصروفات التشغيلية الأخرى، و يفضل أن تقدم الإدارة تعليقا حول معدلات الفائدة و متوسط الأصول التي تكسب فائدة و متوسط الالتزامات التي تدفع عنها فائدة للفترة(81).

و يجب عدم إجراء مقاصة بين بنود الايرادات و الالتزامات للميزانية ما لم يكن هناك حق قانوني يسمح بذلك و عملية المقاصة تمثل التوقعات من حيث تحقق الأصل أو سداد الالتزام، كذلك هو شأن قائمة الدخل حيث لا تجرى المقاصة بين بنود الايرادات و النفقات باستثناء تلك المأخوذة من باب الإحتياط و ما لم يوجد حق قانوني على ذلك.

3.3.2.2 الأمور الطارئة و استحقاق الأصول و الخصوم

تدخل الكثير من البنوك في معاملات لا يتم الاعتراف بها في الوقت الحاضر كأصول والتزامات في الميزانية إلا أن هذه المعاملات تنشأ عنها بنود طارئة و ارتباطات تمثل عادة جزءا هاما من أعمال البنك التي يمكن أن يكون لها تأثير كبيرعلى مستوى المخاطرة التي يتعرض لها البنك، فيمكن أن تزيد هذه البنود أو تقلل من المخاطر الأخرى، و يمكن أن تنشأ البنود خارج الميزانية من العمليات التي تتم نيابة عن العملاء أو من عمليات البنك نفسه(80،ص69).

يحتاج مستخدمو القوائم المالية إلى معرفة الأمور الطارئة و العلاقات البنكية غير القابلة للإلغاء بسبب تأثيرها على السيولة و احتمال حدوث خسائر، كما يطلبون أيضا معلومات كافية حول طبيعة ومبلغ العمليات خارج الميزانية التي أجراها البنك.

يجب على البنك الإفصاح عن الأمور الطارئة و الارتباطات اللاحقة لتاريخ الميزانية و التي تتضمن طبيعة و مبلغ الارتباطات لمنح التسهيلات و الائتمان و التي تكون غير قابلة للالغاء، لأنه لا يمكن للبنك إلغاؤها أو الرجوع عنها بإرادته دون التعرض لمخاطر العقوبات و الغرامات، كما تتضمن طبيعة و مبلغ الأمور الطارئة و الارتباطات الناشئة خارج الميزانية بما في ذلك التي تعود إلى(79،ص236):

1) بدائل الائتمان المباشرة التي تشمل ضمانات عامة عن المديونية، قبولات مصرفية، واعتمادات مصرفية و ضمانات مالية للقروض و الأوراق المالية.
2) الأمور الطارئة و الالتزامات العائدة لبعض العمليات، بما في ذلك كفالات الإنجاز وكفالات الاعتمادات المستندية عندما تكون البضاعة المشحونة موضوعة كضمان.
3) اتفاقيات البيع و إعادة الشراء التي لا يتم إظهارها في الميزانية.
4) البنود العائدة للفائدة و أسعار صرف العملات الأجنبية بما في ذلك عمليات المبادلة، وعقود الخيارات و العقود المستقبلية.

تعد تواريخ استحقاق الأصول و الالتزامات و إمكانية استبدالها عند استحقاقها بتكلفة و بفائدة معقولة من أهم النقاط التي يجب الإفصاح عنها، و ذلك لأنها تقدم نظرة شاملة عن سيولة البنك وتعرضه للتغيرات في معدلات الفائدة و أسعار صرف العملات، و بهذا فتواريخ الاستحقاق التي تطبق على الأصول و الخصوم تختلف من بنك إلى آخر و قد أعطى المعيار IAS_{19} أمثلة عن الفترات التي تستخدم في الواقع العملي و هي: حتى شهر واحد، من شهر إلى ثلاثة أشهر، من ثلاثة أشهر إلى عام، من عام إلى خمسة أعوام، من خمسة أعوام فأكثر، هذا و يجب أن تكون فترات الاستحقاق التي يتبعها البنك متماثلة للأصول و الخصوم، لأن هذا يضمن تنظيم تواريخ الاستحقاق ويؤدي إلى إظهار موقف السيولة بصورة واضحة(81).

4.3.2.2 خسائر القروض و السلفيات و المخاطر البنكية العامة

خلال السياق العادي لأعمال البنك من المحتمل أن يتكبد هذا الأخير خسائر على القروض والسلفيات و التسهيلات الأخرى نتيجة تحولها إلى مبالغ غير قابلة للتحصيل جزئيا أو كليا، وتعتبر هذه المبالغ كمصروفات يتم تنزيلها من الفئة المناسبة من القروض و السلفيات كمخصص للخسائر والقروض و السلفيات، و يعتمد تقدير مبلغ الخسائر المتوقعة على حكم إدارة البنك، ومن الضروري أن تعتمد الإدارة نفس الأساليب في كافة الفترات المحاسبية لتحديد مبالغ هذه الخسائر، ومن هنا فمستخدمو المعلومات المالية بحاجة إلى معرفة مدى تأثير الخسائر الناجمة عن القروض والسلفيات على الأداء و الوضع المالي للبنك، لأن ذلك يساعدهم في الحكم على مدى فاعلية استخدام البنك لموارده، و على البنك أن يوضح السياسة المحاسبية التي تظهر الأساس المعتمد لتحديد القروض والسلفيات غير القابلة للتحصيل و اعتبارها كمصاريف و شطبها، كما يوضح تفاصيل عن حركة المخصصات على القروض و السلفيات خلال الفترة و المبلغ الإجمالي لمخصصات الخسائر على القروض و السلفيات في تاريخ الميزانية، و المبلغ الإجمالي الظاهر في الميزانية للقروض و السلفيات التي لم تحسب عليها فوائد لوجود شكوك في تحصيلها، و يشار إليها في بعض الدول بالفوائد المعلقة أو الفوائد المجنبة، كما يبين الأساس المستخدم لتحديد المبلغ المحمل على القروض و السلفيات(81).

تبعا للتشريعات أو الظروف المحلية فإن البنك قد يحتاج إلى تقدير مبلغ معين كل عام يخصص لمواجهة المخاطر البنكية العامة كالخسائر المستقبلية أو مخاطر أخرى لا يمكن التنبؤ بها، بالإضافة إلى مخصص القروض و السلفيات، كما يطلب من البنك تخصيص مبالغ معينة لمواجهة الأمور الطارئة إضافة إلى المبالغ التي يتم حسابها وفق المعيارIAS_{10}، و تعامل المبالغ المخصصة لمواجهة المخاطر البنكية على أنها متعلقة بالأرباح المحتجزة و أن أي أرصدة مدينة تنتج عن تخفيض هذه المبالغ يجب أن تعاد إلى الأرباح المحتجزة و لا تدخل في تحديد صافي ربح أو خسارة الفترة(79،ص238).

5.3.2.2 مواضيع أخرى للمعيار

على غرار المواضيع السابقة التي جاء ذكرها في IAS_{30} وردت المواضيع التالية:

1) تركيز الأصول و الخصوم أو البنود خارج الميزانية: على البنك الإفصاح عن أي تركيزات كبيرة للأصول و الخصوم أو البنود خارج الميزانية، لأن عمليات الإفصاح هذه عبارة عن وسائل تمكّن من تحديد المخاطر المحتملة و الكامنة التي تؤثر على تحقق الأصول والالتزامات للبنك، و يمكن الإفصاح عن أي تركيز في الأصول و الخصوم والبنود خارج الميزانية كما يلي: عن طريق المناطق الجغرافية مثل دول معينة أو مجموعة من الدول أو أقاليم داخل الدولة، عن طريق مجموعة من العملاء مثل الحكومات و الهيئات العامة والمشروعات التجارية، عن طريق قطاعات الصناعة (صناعي، تجاري، عقاري، زراعي...)، أي تركيزات أخرى للمخاطر يكون من المناسب الإفصاح عنها بواسطة البنك(82،ص164).
2) الأصول المرهونة كضمانات: يتطلب العرف أو القانون في بعض الدول رهن بعض الأصول كضمانات مقابل بعض الإيداعات أو الديون، و غالبا ما تكون هذه الضمانات كبيرة جدا، وبالتالي يكون لها أثر كبير على تقييم المركز المالي للبنك، لذلك يجب على البنك الإفصاح عن إجمالي قيمة الالتزامات المضمونة، و عن طبيعة و مبلغ الأصول المرهونة كضمان(81).
3) أنشطة الأمانة: تُؤتمن البنوك على أصول عائدة لأطراف خارجية تحتفظ بها لصالحهم، كالأفراد و الاتحادات و مشاريع تعويضات التقاعد، و في الحالة التي يكون فيها للصفة الائتمانية وجه قانوني، فإن هذه الأصول لا تشكل أصولا للبنك، و بالتالي لا تظهر في الميزانية، أما إذا كان البنك مرتبطا بنشاطات أمانة هامة و كبيرة فإن عليه الإفصاح عن هذه الحقيقة و عن نطاق و حجم هذه الأنشطة في القوائم المالية، نظرا للمطالب المحتملة في حالة فشل البنك في حفظ الأمانة(79،ص238).
4) العمليات مع الأطراف ذات العلاقة: تمنع القوانين و الأنظمة في بعض البلدان البنوك من الدخول في عمليات مع الأطراف ذات العلاقة أو تقيدها، بينما يُسمح بذلك في بلدان أخرى، وفي هذه الحالة يصبح للمعيار IAS_{24} أهمية خاصة في عرض البيانات المالية الخاصة بالبنك، و تتأثر العمليات التي تتم بين الأطراف ذوي العلاقة بالعديد من الأمور والقوانين المحددة بخلاف تلك التي تتم بين أطراف غير مرتبطين بعلاقة، و يستطيع البنك أن يقدم مبلغا كبيرا كدفعة مقدمة، أو يستطيع أن يحسب معدل فائدة أقل إذا كان الطرف الآخر يرتبط بعلاقة مع البنك، أي يتم القيام بعمليات محددة مع الأطراف ذات العلاقة، و يتم الإفصاح عن

المعلومات حول هذه العمليات بموجب المعيار IAS_{24} ، ويتضمن الإفصاح عن سياسة البنك في منح القروض للأطراف ذات العلاقة، و كذلك الإفصاح عن قيم القروض أو حصة البنك من: كل القروض و الإيداعات و السلفيات والقبولات والكمبيالات، أي نوع من أنواع تحقيق الدخل كالفوائد و المصاريف والعمولات التي تم دفعها، مبلغ المصروف المعترف به في الفترة عن خسائر القروض و السلفيات والمبلغ المخصص بتاريخ الفترة، الارتباطات غير القابلة للإلغاء، و الأمور الطارئة والارتباطات الناشئة عن بنود خارج الميزانية(81).

3.2 الحوكمة في سوق الأوراق المالية

على غرار معايير المحاسبة الدولية التي تحدد الاتجاه التنظيمي لعملية الإفصاح في سوق الأوراق المالية، تحتاج الشركات المدرجة في هذه السوق إلى نظام رقابي يضبط طبيعة و حدود العلاقة بين الأطراف الداخلية و الخارجية للشركة، و كذا رقابة مدى توافق عملية الإفصاح مع مختلف المعايير و القوانين التي تحكم هذه العماية، كذلك تحتاج سوق الأوراق المالية كشركة أو إدارة منفصلة عن هذه الشركات إلى هذا النظام الرقابي الذي عُرِف مؤخرا بـالحوكمة.

خلال هذا المبحث سنحاول الوقوف عند أهم النقاط المتعلقة بحوكمة الشركات في سوق الأوراق المالية.

1.3.2 ماهية الحوكمة في سوق الأوراق المالية

حوكمة الشركات مصطلح حديث التداول، شاع استخدامه عقب النكسات و الأزمات التي تعرضت لها الشركات العالمية الكبرى- التي سنوضح أبرزها في الفصل الثالث-؛ لكن مفهوم هذا المصطلح يرجع لأول أكبر أزمة مالية عالمية، حيث كثرت التصرفات غير المشروعة لإدارات شركات المساهمة و زادت درجة تلاعبها بالإفصاح، مما جعل الرقابة غير مؤهلة للتصدي لمثل هذه التصرفات، و كذلك التدقيق بعدها، فكان البديل مصطلحا أكثر تركيزا من الرقابة و التدقيق معا، ولمعرفة مفهوم الحوكمة أكثر سنقف عند المحطات التالية:

1.1.3.2 أزمة الكساد العالمية

في 02- 09- 1929 أقفل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة عند 381 نقطة، و في 02 أكتوبر من نفس العام انخفض المؤشر بما يعادل 49 نقطة، صحبه انخفاض آخر في اليوم التالي قدره 43 نقطة، و في 23 أكتوبر سجل المؤشر 306 نقطة، بما يعني انخفاض بلغت نسبته 20% بالمقارنة مع ما كان عليه في02 سبتمبر؛ أي في أقل من شهرين، و بذلك أُعْلِنت بداية حدوث الكساد، واستمر انخفاض أسعار الأوراق المالية بعد ذلك لمدة ثلاث سنوات؛ حيث أقفل المؤشر في 08 يوليو 1932

عند 41 نقطة فقط، و هذا يعني أن المؤشر وصل إلى حوالي 11% مما كان عليه في 03 سبتمبر 1929(64،ص18).

خلال تلك الفترة- فترة الكساد- أفلست العديد من الشركات و انتشرت البطالة فانخفض الطلب على السلع و الخدمات، و بالتالي انخفضت أسعار هذه الأخيرة، كما فشل المدينون أو العملاء في الوفاء بما عليهم من التزامات للبنوك، فأحجم المقرضون و ممثلو البنوك عن تقديم الائتمان وبالتالي انخفض حجم الاستثمار، و واجهت البنوك صعوبة في تحصيل مستحقاتها من عملائها، ففشلت في تلبية مسحوبات العملاء، و أُعلن إفلاس الكثير من هذه البنوك؛ ففي الولايات المتحدة الأمريكية وحدها أعلن إفلاس 5000 بنك، و خسر المودعون ما يعادل 03 مليار دولار، حتى اضطر الرئيس روزفلت إلى إعلان إغلاق جميع البنوك و ذلك اعتبارا من 06 مارس 1933، ثم تم السماح للبنوك التي لديها قدر من السيولة أن تفتح أبوابها بعد أسبوع من ذلك التاريخ.

في ذلك الوقت ثار التساؤل: من هو المتسبب في حدوث هذه الأزمة؟، هل تدهور أسعار الأوراق المالية هو الذي تسبب في حدوث الكساد؟، أم أن الكساد هو الذي تسبب في حدوث انخفاض في أسعار الأوراق المالية؟. و في النهاية وقع اللوم على أسواق الأوراق المالية، إذ كشفت التحقيقات عن حدوث انحرافات في تلك الأسواق يُعتقد أنها كانت سببا رئيسيا في حدوث أزمة الكساد(37،ص50- 51) .

عموما حدوث الكساد راجع لأسباب كثيرة من أهمها(83،ص278):

- تزايد حجم الاستثمار العقاري و خاصة في قطاع البناء و التشييد حتى أصبحت المساكن تكفي لضعف السكان.
- حدوث انحرافات في أسواق الأوراق المالية، و خاصة أن بيع أو شراء الأوراق المالية كان يتم عن طريق القروض، فقد ساهمت هذه التصرفات في احداث الاضطرابات في سوق الأوراق المالية.
- الغش و الخداع و التلاعب بالأسعار و إصدار الدعايات الكاذبة عن بعض الأسهم، مما أدى لارتفاع أسعارها دون أي سبب اقتصادي؛ فقد قامت كثير من شركات المساهمة في تلك الفترة بالتلاعب بالأرقام المحاسبية المنشورة لقيم أصولها و ممتلكاتها بهدف اجتذاب رؤوس أموال المستثمرين، و هو تلاعب عكس صورة غير حقيقية عن هذه الشركات، فارتفعت قيم الأسهم بصفة كبيرة، و مع اكتشاف الحقيقة تدهورت أسعار الأسهم و انهارت هذه الشركات محدثة خسائر ضخمة للمستثمرين(53،ص04).
- سوء توزيع الدخل و تراكم الثروات لدى كبار المستثمرين و المالكين، مما أدى لتراجع حجم الطلب الاستهلاكي لدى الفقراء فانخفض حجم الاستهلاك الكلي في الاقتصاد.

نتيجة لتظافر مجموعة من العوامل حدثت أزمة الكساد العالمية، غير أن العوامل المالية المتعلقة بحركة أسواق الأوراق المالية كانت أكثر وطأة؛ فالمضاربات و التلاعب في الأسعار و المعلومات وكذا سوء إدارة الشركات المدرجة في هذه الأسواق زادت الطين بلة، فبدل أن تكون الأزمة في سوق السلع و الخدمات اتسعت لتشمل سوق الأوراق المالية، ثم إن ضعف الرقابة مكّن الشركات من التلاعب بالمعلومات لتحقيق المصالح الخاصة للإدارة.

2.1.3.2 نشأة الحوكمة

يتعلق مفهوم الحوكمة بالقواعد و المعايير التي تحكم العلاقة بين إدارة الشركات من جهة و حملة الأسهم، أصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة من حملة السندات و العمال و الموردين والدائنين و المستهلكين من جهة أخرى، و لذلك فالحوكمة ارتبطت بمفهوم انفصال الملكية عن الإدارة (نظرية الوكالة)، و مع كبر حجم شركات المساهمة و تعقد عملياتها؛ حيث تعددت العلاقات فهناك العلاقة بين: الملاك و الإدارة، الملاك و المراجع الخارجي، الملاك و المساهمين والمقرضين والدائنين، ...، و لأن لكل طرف مصلحة لتحقيق المنفعة الخاصة و لو على حساب الآخرين نشأ مفهوم الحوكمة، هذه الأخيرة تسعى لضمان الانضباط السلوكي و التوازن في تحقيق مصالح جميع الأطراف و الرقابة الفعالة و إدارة المخاطر(84،ص02).

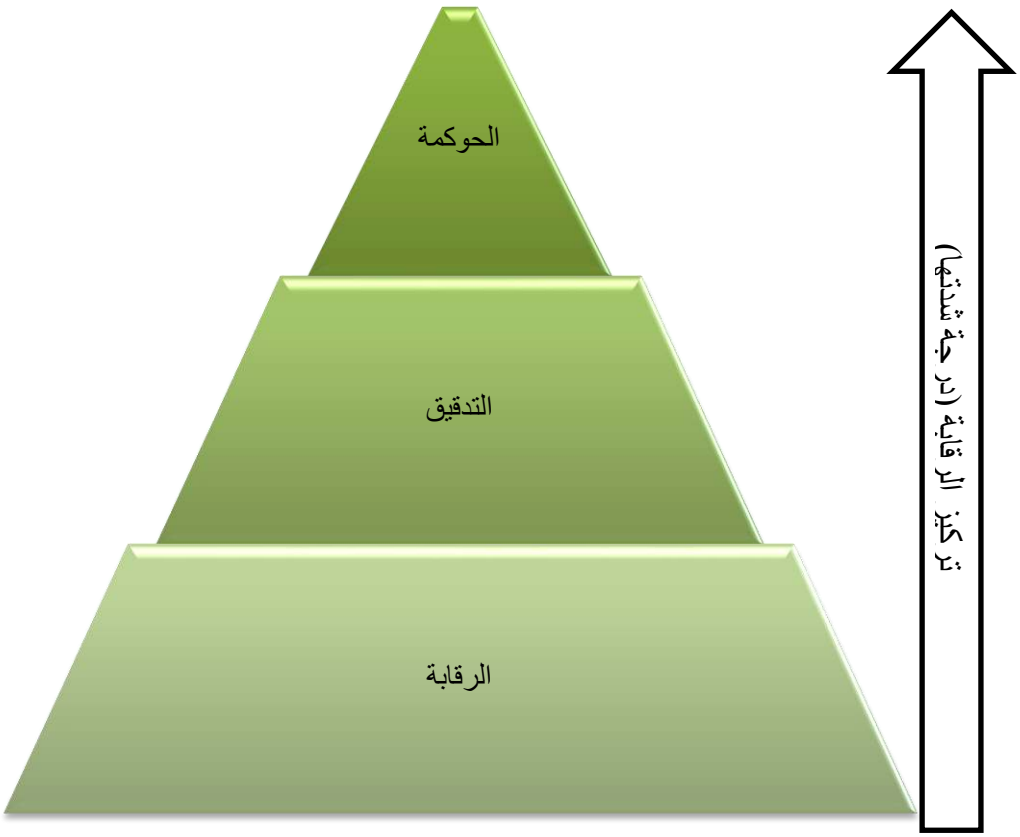
بدت ملامح الحوكمة لأول مرة عقب أزمة الكساد العالمية، أين كان لا بد من إنشاء نظام قائم على الإفصاح و الشفافية، غير أن الحوكمة لم تَلْقَ في ذلك الوقت الاهتمام الكافي، و مع تعاقب الأزمات التي أصابت أسواق الأوراق المالية في كثير من دول العالم و على إثر الفضائح المالية المتتالية لأكبر الشركات الأمريكية خصوصا، و نتيجة للتحريات التي تمكنت من خلالها الهيئات التشريعية والقانونية من تحديد أسباب فشل الرقابة المالية في الشركات و كذا تحديد التصرفات غير المشروعة، كل هذا دعا لزيادة العناية و الاهتمام بالحوكمة.

عام 1977م صدر قانون مكافحة الفساد في أمريكا، و قد تضمن قواعد محددة لصياغة ومراجعة نظم الرقابة الداخلية في الشركات، و قد تبع ذلك ظهور اقتراحات لجنة بورصة الأوراق المالية لتنظيم الإفصاح عن أنواع الرقابة المالية الداخلية، و في 1985م و بعد حدوث العديد من الانهيارات المالية المتعلقة بالادخار و القروض تأسست لجنة تريدوي Tread way commission و تمثل دورها الأساسي في تحديد الأسباب الرئيسية لسوء تمثيل الوقائع في التقارير المالية و تقديم التوصيات حول تقليل حدوثها، و خَلُص تقرير اللجنة عام 1987م إلى ضرورة وجود بيئة رقابية سليمة و لجان مستقلة للتدقيق و مراجعة داخلية أكثر موضوعية، و ذلك بشكل يدعو لضرورة الإفصاح عن مدى فعالية الرقابة الداخلية(53،ص07- 08). على إثر الفضائح المالية التي هزت الشركات في بريطانيا خلال ثمانينات القرن الماضي، و فقدان الثقة بين المساهمين و البنوك من جهة و بين الشركات من

جهة أخرى، و بعدما ساد القلق على الاستثمارات قامت سوق الأوراق المالية في لندن بتشكيل لجنة كادبيري Cadbury commission عام 1991م بهدف تحديد و تطبيق أنظمة الرقابة لمنع حدوث الخسائر الناجمة عن التصرفات غير المشروعة في الشركات، كما اتفقت منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية OCDE مع البنك الدولي على زيادة التعاون و الحوار في مجال حوكمة الشركات و ذلك استجابة لحاجة الدول المتزايدة.

بفعل الأزمات التي اجتاحت الشركات العملاقة عام 2002م و بعد تشخيص أسباب هذه الانهيارات، اتضح أن العبث، الغش، الأخطاء و التلاعبات المحاسبية، المعلومات الداخلية الخفية، التضليل و تدني أخلاق إدارة الشركات و مكاتب التدقيق الخارجية كلها عناصر طعنت في مصداقية الحوكمة، ففقدان المجتمع الثقة في الأنظمة الإدارية و الرقابية و المحاسبية أثر على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الأمريكية و الأسواق الأخرى، كما دعا ذلك إلى إعادة النظر في مبادئ الحوكمة، و ذلك ما قام به المجلس الأوربي حين أصدر عام 2002م توصيات مفادها وجوب تنحية المدقق القانوني عن عمله إذا كانت هناك علاقة مالية أو أي علاقة من شأنها التأثير على استقلالية المدقق(53،ص08).

لمّا كانت الحاجة لمزيد من الرقابة ظهر مفهوم التدقيق، و لما عجز هذا الأخير عن اكتشاف التلاعبات التي حصلت خلال أزمة الكساد في الوقت المناسب، ظهرت الحوكمة كمفهوم مُوَسَّع للرقابة و التدقيق(لاحظ الشكل 08)، ثم عقب الانهيارات المتتالية لبعض الشركات بدت الحاجة ملحة لإجراء تعديلات و إعادة النظر في تطبيق حوكمة الشركات، و في كل مرحلة من مراحل نشأة وتطور هذا المفهوم كانت سوق الأوراق المالية معنية من خلال الشركات المدرجة بها وباعتبارها شركة مساهمة كذلك.



الشكل رقم(08): هرم تركيز الرقابة

المصدر: من إعداد الطالبة

من الشكل المبين أعلاه يتبين أن الحوكمة هي أعلى درجات الرقابة فالحوكمة تتصدر قمة الهرم بمعنى أنها أشد تركيزا من الرقابة و التدقيق، و ذلك حين دعت الحاجة عقب الأزمات و التعثرات الاقتصادية و تلاعب إدارات الشركات إلى تكثيف الرقابة و ضبط العلاقة أكثر بين مختلف المتعاملين في سوق الأوراق المالية و الشركات المدرجة بها.

3.1.3.2 تعريف حوكمة الشركات

مصطلح حوكمة الشركات هو الترجمة المختصرة لـ: Gouvernance corporate، أما الترجمة العلمية لهذا المصطلح و التي أُتفق عليها فهي: أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة(85،ص16) ، و قد تعددت التعاريف المقدمة لحوكمة الشركات فنجد:

☜ عرفت مؤسسة التمويل الدولية IFC حوكمة الشركات بأنها: النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها(86،ص04).

☜ هناك من يعرفها بأنها: مجموع (قواعد اللعبة) التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل، ولقيام مجلس الإدارة بالإشراف على الشركة لحماية المصالح و الحقوق المالية للمساهمين؛ بمعنى آخر فإن

الحوكمة تعني النظام؛ أي وجود نظم تحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية التي تؤثر على الأداء، كما تشمل مقومات تقوية الشركة على المدى البعيد و تحديد المسؤول و المسؤولية(87).

☜ عرفها معهد المدققين الداخليين بأنها: عمليات تتم من خلال إجراءات تستخدم بواسطة ممثلي أصحاب المصالح لتوفير إشراف على المخاطر و إدارتها بواسطة الإدارة و مراقبة مخاطر الشركة، و التأكيد على كفاية الضوابط الرقابية لتجنب هذه المخاطر، مما يؤدي إلى المساهمة المباشرة في إنجاز أهداف و حفظ قيم الشركة(53،ص09).

☜ ترى منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بأن الحوكمة هي: مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين(87) ، وقد عرفتها كذلك على أنها: نظام يتم بواسطته توجيه و رقابة شركات الأعمال، و الحوكمة تحدد هيكل توزيع الواجبات و المسؤوليات بين المشاركين المختلفين في شركة المساهمة مثل: مجلس الإدارة، و المديرين، وغيرهم من ذوي المصالح، و تضع القواعد و الأحكام لاتخاذ القرارات لشؤون شركة المساهمة(53،ص09) ، و بهذا الإجراء فإن الحوكمة تعطي الهيكل الملائم الذي تستطيع من خلاله الشركة وضع أهدافها، و الوسائل اللازمة لتحقيق هذه الأهداف و العمل على مراقبة الأداء(86،ص120).

☜ عرف البنك المركزي الأردني حوكمة الشركات على أنها مجموعة من العلاقات ما بين إدارة الشركة و مجلس الإدارة و المساهمين و الجهات الأخرى التي لها اهتمام بالشركة، كما بين البنك المركزي الأردني التركيبة التي تُوَضَح من خلالها أهداف الشركة، و وسائل تحقيق تلك الأهداف، ومراقبة تحقيقها(53،ص09).

☜ حوكمة الشركات هي:« النظام الذي يتم من خلاله توجيه أعمال الشركة و مراقبتها على أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها و الوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية و النزاهة والصراحة»(84،ص22).

☜ حوكمة الشركات هي:« الوسيلة التي تضمن للمجتمع أن إدارة الشركة تُعْنَى بمصالح الأطراف التي يهمهم أمرها»(88،ص05) .

مما سبق نجد أن حوكمة الشركات تتفرع لاتجاهين، لاحظ الشكل رقم(09) الذي يبين ذلك، أما عن حوكمة الشركات في سوق الأوراق المالية فهي إحدى أهم مكونات نظام الإفصاح في هذه السوق؛ سواء في اتجاه الحوكمة التنظيمي و الخاص بضبط الإفصاح عن المعلومات، و كذلك في الاتجاه الرقابي الخاص برقابة سلامة و صحة إفصاح الشركات المدرجة و سوق الأوراق المالية على حد السواء.

بالرغم من أن حوكمة الشركات هي مفهوم ذو اتجاهين؛ إلا أن الاتجاه الرقابي هو الوجه الأكثر أهمية على الإطلاق، و ذلك لأن معايير المحاسبة الدولية هي الاتجاه التنظيمي للإفصاح في سوق الأوراق المالية، و لأن حوكمة الشركات تتضمن معايير المحاسبة الدولية- عندما حرصت الحوكمة على تطبيق هذه المعايير- أخذت اتجاها آخرا (الاتجاه التنظيمي).



الشكل رقم(09): اتجاهات حوكمة الشركات

المصدر: من إعداد الطالبة؛ اعتمادا على حسين عبد الجليل آل غزوي، مرجع سابق، ص10- 11

بالرغم من أن حوكمة الشركات هي مفهوم ذو اتجاهين؛ إلا أن الاتجاه الرقابي هو الوجه الأكثر أهمية على الإطلاق، و ذلك لأن معايير المحاسبة الدولية هي الاتجاه التنظيمي للإفصاح في سوق الأوراق المالية، و لأن حوكمة الشركات تتضمن معايير المحاسبة الدولية- عندما حرصت الحوكمة على تطبيق هذه المعايير- أخذت اتجاها آخرا (الاتجاه التنظيمي).

2.3.2 سمات الحوكمة في سوق الأوراق المالية

إذا تطرقنا إلى الحوكمة في سوق الأوراق المالية (البورصة) فإننا سنتناول هذه السوق كإحدى الشركات الاقتصادية التي تخضع للنظام الرقابي المعروف بحوكمة الشركات، هذه الأخيرة تحكمها مبادئ ارتكازية لا يمكن التخلي عنها، فتجعل هذه الأخيرة من الحوكمة أكثر أهمية.

سنتناول سمات الحوكمة في سوق الأوراق المالية على النحو التالي:

1.2.3.2 مبادئ حوكمة الشركات

ترتكز حوكمة الشركات على مجموعة من المبادئ أو القواعد اتخذتها العديد من المنظمات والهيئات كمعايير تقاس عليها درجة كفاءة الحوكمة في الشركات، من أبرز هذه الهيئات منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية و لجنة بازل المرتبطة بالقطاع البنكي، و كون هذا الأخير جزء لا يتجزأ من سوق الأوراق المالية فستكون لنا وقفة عند المعايير المقررة من طرف لجنة بازل و ذلك على النحو التالي:

أ) معايير منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية: يتم تطبيق الحوكمة وفق خمسة معايير توصلت إليها المنظمة عام 1999، و قد تم تعديل بعضها عام 2004، تتمثل هذه المبادئ في(85،ص20- 23/ 87):

- توافر إطار فعال لحوكمة الشركات: تكمن أهمية وجود إطار فعال لحوكمة الشركات في تشجيع رفع مستوى الشفافية و الكفاءة و تحديد مسؤوليات الإشراف و الرقابة بوضوح، و إلزام الجميع بتطبيق القانون سواء كان ذلك على المستوى الجزئي أو الكلي، و ذلك لتحقيق النزاهة والكفاءة في سوق الأوراق المالية، و يقتضي الالتزام بالمتطلبات القانونية و الرقابية في ممارسة الحوكمة تشريعات واضحة عن تقسيم المسؤوليات بين مختلف إطارات الشركة مع ضمان تحقيق مصالح الجمهور، و ضرورة تمتع الهيئات الرقابية المشرفة على تنفيذ القانون بالسلطة و النزاهة للقيام بواجباتها بأسلوب مهني و طريقة موضوعية.
- حفظ حقوق جميع المساهمين: تركز قواعد الحوكمة على حماية حقوق المساهمين من خلال وضع الضوابط و الآليات التي تحقق للمساهمين التمتع بحقوق الملكية و الوقوف على كافة المعلومات المتعلقة بالشركة و توفير حقوق التصويت و المشاركة الخاصة بالتغيرات الجوهرية في الشركة مثل طلب الاطلاع على دفاتر الشركة و المساهمة الفعالة في اجتماعات الجمعية العمومية و التصويت على قراراتها، و كذلك أي عملية غير عادية تؤثر على البنية الأساسية للشركة، و أيضا وجوب الإفصاح عن هيكل رأس المال و الترتيبات التي تمكن بعض المساهمين

من الحصول على قدر من التحكم الذي يؤثر على سياسة الشركة، كذلك إعطائهم الفرصة لتبادل الاستشارات في الموضوعات المتعلقة بحقوق ملكيتهم لمنع سوء الاستغلال.

- المعاملة المتساوية بين جميع المساهمين: تعتبر المساواة في معاملة جميع المساهمين من أهم ضوابط الحوكمة بما في ذلك حقوق الأقليات و حقوق المساهمين الأجانب، كما يجب أن يحصل المساهمون على تعويضات كافية في حالة تعرض حقوقهم للمخاطر، و ذلك من خلال مراعاة معاملة جميع المساهمين من نفس الفئة بالتساوي بتو فير حقوق التصويت المتساوية لهم داخل كل فئة، مع إخضاع التغيرات في حقوق التصويت التي تؤثر سلبا على بعض فئات المساهمين لموافقتهم، و مراعاة حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الممارسات الاستغلالية من قبل المساهمين المسيطرين سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، مع توفير آليات و وسائل تعويضية فعالة، كذلك حظر المتاجرة أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية، ويمنع التداول بين الداخليين في الشركة و التداول الشخصي الصوري، و يجب على أعضاء مجلس الإدارة و المديرين الإفصاح عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى.
- دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة سلطات الإدارة بالشركة: ضرورة احترام حقوق أصحاب المصالح التي يحميها القانون، إتاحة الفرصة لأصحاب المصالح للحصول على تعويض مناسب عند انتهاك حقوقهم، العمل على تطوير آليات مشاركة العاملين في تحسين الأداء، توفير المعلومات ذات الصلة و بالقدر المناسب لها بأسلوب دوري و منظم و في التوقيت المناسب، السماح لذوي المصالح بالاتصال بحرية بمجلس الإدارة للتعبير عن مخاوفهم تجاه التصرفات غير القانونية و المنافية لأخلاقيات المهنة، و تصميم هيكل فعال كفء للحماية من الإعسار والتطبيق الفعال لحقوق الدائنين، كل هذه العناصر أُكِّد عليها في هذا المعيار.
- الإفصاح و الشفافية: من أهم مبادئ الحوكمة الإفصاح عن المعلومات الهامة و عن دور مراقب الحسابات، و الإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم، و الإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين، و يتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين و أصحاب المصالح في الوقت المناسب و دون أي تأخير، و بصفة عامة تم التأكيد على اتباع معايير المحاسبة الدولية في الإفصاح بما يحقق شفافية المعلومات.
- مسؤوليات مجلس الإدارة: و تشمل هيكل مجلس الإدارة و واجباته القانونية، و كيفية اختيار أعضائه و مهامه الأساسية، و دوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

ب) معايير لجنة بازل للرقابة المصرفية العالمية (Basel Committee)

عقب أزمة المديونية التي حلت بدول العالم الثالث، و مع ازدياد الديون في شكل قروض مشكوك في تحصيلها و تعثر بعض البنوك الدولية، و كذلك مع المنافسة الحادة بين البنوك اليابانية و الغربية نتيجة تدني رؤوس الأموال في هذه الأخيرة، وافق محافظو البنوك المركزية للدول الصناعية والمجموعة الاقتصادية الأوربية عام 1988على تقرير لجنة بازل، الذي وضع معيارا موحدا لكفاية رأس المال لتقوية استقرار النظام المصرفي دوليا، خصوصا و أن البنوك هي إحدى أبرز المتدخلين في سوق الأوراق المالية، و قد أكدت لجنة بازل على(79،ص341):

- ضرورة تبادل المعلومات بين السلطات النقدية.
- تحسين الأساليب الفنية للرقابة على أعمال البنوك.
- وضع حدود دنيا لكفاية رأس المال في البنوك.

و في 1998 أدخلت اللجنة بعض التعديلات الجوهرية لمعيار كفاية رأس المال في اتفاقية جديدة عرفت ببازل(02)، و قد اقترحت استمرار الاعتماد على الإطار العام للنظام السابق مع مراعاة التعديلات التي ارتكزت على(80،ص76):

- المستلزمات الدنيا لرأس المال: يتم تقدير مخاطر السوق، مخاطر التشغيل، و مخاطر الائتمان بحساب رأس المال المرجح بالمخاطر.
- نهج الرقابة الاحترازية(الوقائية): مقابل توسيع و تنويع مناهج قياس المخاطر، و مقابل شدة مرونة التقدير الذاتي لإدارات البنوك، أصبح من الضرورة تطوير مناهج الرقابة الاحترازية ووسائل عمل السلطات الرقابية و قدرات المراقبين، و هو ما دفع اللجنة لجعل الرقابة الاحترازية ركيزة هامة لرفع أداء البنوك.
- قواعد الإفصاح عن المعلومات: أكدت اللجنة في توصياتها على ضرورة إعلام المشاركين في السوق؛ ليس فقط بمدى ملاءمة الأموال الخاصة مع مخاطر البنك، بل أيضا المناهج والأنظمة المعتمدة لتقييم المخاطر و حساب كفاية رأس المال، كما طالبت الاتفاقية بأن يكون للبنك سياسة واضحة و مقررة من قبل مجلس الإدارة و خاصة فيما يتعلق بالمعلومات الأساسية التي يؤدي غيابها إلى تغير قرار مستخدميها، كما أكدت اللجنة على ضرورة ارتباط الإفصاح بالمعايير المحاسبية الدولية.

كما وضعت لجنة بازل عام 1999 إرشادات خاصة بالحوكمة في القطاع البنكي، وهي تركز على النقاط التالية(87):

- قيم الشركة و مواثيق الشرف للتصرفات السليمة وغيرها من المعايير للتصرفات الجيدة والنظم التي يتحقق باستخدامها تطبيق هذه المعايير.

- إعداد استراتيجية الشركة جيدا، و التي بموجبها يمكن قياس النجاح الكلي و مساهمة الأفراد في ذلك.
- التوزيع السليم للمسؤوليات و مراكز اتخاذ القرار متضمنا تسلسلا وظيفيا للموافقات المطلوبة من الأفراد للمجلس.
- وضع آلية للتعاون الفعال بين مجلس الإدارة و مدققي الحسابات و الإدارة العليا.
- توافر نظام ضبط داخلي قوي يتضمن مهام التدقيق الداخلي و الخارجي و إدارة مستقلة للمخاطر عن خطوط العمل مع مراعاة تناسب السلطات مع المسؤوليات.
- مراقبة خاصة لمراكز المخاطر في المواقع التي يتصاعد فيها تضارب المصالح، بما في ذلك علاقات العمل مع المقترضين المرتبطين بالبنك و كبار المساهمين و الإدارة العليا، أو متخذي القرارات الرئيسية في الشركة.
- الحوافز المالية والإدارية للإدارة العليا التي تحقق العمل بطريقة سليمة، وأيضا بالنسبة للمديرين أو الموظفين سواء كانت في شكل تعويضات أو ترقيات أو عناصر أخرى.
- تدفق المعلومات بشكل مناسب في الداخل أو إلى الخارج.

على غرار معايير المحاسبة الدولية فالحوكمة كذلك كنظام قائم على كل تلك المبادئ النظرية المُغْرِيَة تعد نظاما ناجعا و فعالا من شأنه دعم كفاءة سوق الأوراق المالية.

2.2.3.2 أهمية حوكمة الشركات

تبرز أهمية الحوكمة منذ انفجار الأزمة المالية الأسيوية و التي كانت أزمة ثقة في الشركات والتشريعات التي تنظم النشاطات و العلاقات بين شركات الأعمال و الحكومة، و الحوكمة في ذلك تعود أسبابها إلى ظهور عمليات و معاملات غير صحيحة لموظفين و أقارب و أصدقاء ، بالإضافة إلى حصول بعض الشركات على مبالغ هائلة من الديون قصيرة الأجل، دون إعلام أو معرفة المساهمين بذلك من خلال إتباع نظم و طرق محاسبية مضللة، هذا و قد تعاظمت في الآونة الأخيرة أهمية حوكمة الشركات بهدف تحقيق كل من التنمية الاقتصادية و الحصانة القانونية و الرفاهية الاجتماعية للاقتصاديات و المجتمعات، و يظهر ذلك من خلال الآتي(85،ص24- 25):

- ضمان قدر ملائم من الطمأنينة للمستثمرين و حملة الأسهم على تحقيق عائد مناسب لاستثماراتهم، مع العمل على الحفاظ على حقوقهم و خاصة صغار المساهمين.
- تعظيم القيمة السوقية للأسهم، و تدعيم تنافسية الشركات في أسواق الأوراق المالية العالمية، وخاصة في ظل استحداث أدوات و آليات مالية جديدة، و حدوث الاندماج أو الاستحواذ.

- التأكد من كفاءة تطبيق برامج الخصخصة و حسن توجيه الحصيلة منها إلى الاستخدام الأمثل لها، منعا لحدوث حالات الفساد المرتبطة بذلك.
- توفير مصادر تمويل محلية أو عالمية للشركات سواء من خلال الجهاز البنكي أو أسواق الأوراق المالية، و خاصة في ظل تزايد سرعة حركة انتقال التدفقات الرأسمالية.
- تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية و مالية، و تحقيق دعم و استقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد، و درئ حدوث انهيارات بالأجهزة البنكية أو أسواق الأوراق المالية المحلية والعالمية، و المساعدة على تحقيق التنمية و الاستقرار الاقتصادي.
- إن حوكمة الشركات الجيدة، تتطلب مزيداً من الإفصاح عن المعلومات المالية التي يمكن أن تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال، كما أن حوكمة الشركات الجيدة تساعد على جذب الاستثمارات سواء الأجنبية و المحلية، و تساعد في الحد من هروب رؤوس الأموال، و مكافحة الفساد، فضلاً عن إتاحة الفرصة لزياد ة التمويل و إمكانية الحصول على مصادر أقل تكلفة.
- إرساء الأنظمة الفعالة التي تجنب تضارب المصالح و تطبيقها في كل شركة، و ذلك من خلال جعل الأنظمة إلزامية لكل الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية و مراقبتها لمواجهة مظاهر الفساد، لاسيما المتعلق بإعداد التقارير المالية و الإفصاح و الشفافية، و كذا باتباع معايير ذات جودة عالية في مجال القياس و الإفصاح المحاسبي، و كذلك التحديد الواضح لحقوق حملة الأسهم و حقوق أصحاب المصالح و المسؤوليات، و دعم استقلالية مراقبي الحسابات، و تعزيز مستوى انسجام المعالجة المحاسبية مع المعايير الدولية، مما يؤدي لزيادة الحصول على التمويل الأقل تكلفة؛ بما يحقق النمو للشركات و يرفع الأرباح فينعكس أثر ذلك على النمو الاقتصادي العام.
- تحقيق الشفافية و العدالة، و منح حق مساءلة إدارة الشركة، و بالتالي تحقيق الحماية للمساهمين و حملة الوثائق جميعا، مع مراعاة مصالح العمل و العمال، و الحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، بما يؤدي إلى تنمية الاستثمار و تشجيع تدفقه، و تنمية المدخرات، و تعظيم الربحية، و كذا إتاحة فرص عمل جديدة.

هذا فضلا عن دور الحوكمة في(89):

- المساءلة: و تعني أن الإدارة التنفيذية للشركة و جميع مدراء الإدارات و الوحدات التنظيمية التابعة لها و موظفيها مسؤولون عن قراراتهم و تصرفاتهم، و مدى التزامهم بالقوانين والأنظمة و التعليمات و السياسات المعتمدة، و مدى النجاح في تحقيق الأهداف الموكلة لهم، و استخدام الموارد الموضوعة تحت تصرفهم وفقا للصلاحيات و الأسس المعتمدة، و أنهم مسؤولون أمام

مجلس الإدارة الذي هو بدوره مسؤول أمام عدة جهات من بينها الجمعية العامة للشركة، البنك المركزي، هيئة سوق الأوراق المالية، وزارة الاقتصاد والجهات المركزية العليا، و السلطة القضائية في حدود صلاحياتها، و منظمات المجتمع المدني في حدود اختصاصاتها و أهدافها المنصوص عليها قانونا، و على المدققين الداخليين والخارجيين التعامل مع كل هذه الجهات بشفافية و عدالة دون لبس أو غموض أو تحايل.

☜ تحقيق الشفافية: إن تركيز الحوكمة على مبدأ الإفصاح من شأنه ضمان إطلاع كل أصحاب المصالح في الشركة علي المعلومات التي يحتاجها كل منهم و بالقدر المطلوب، و في التوقيت الملائم، و بما يؤدي إلي خلق جسر من الثقة المتبادلة، و المصداقية في عمل الشركة و قراراتها و سلوك العاملين فيها، فالموضوعية، الحياد، الاستقامة، المساواة في التعامل، والالتزام بقيم الشركة و بالمعايير الأخلاقية و المهنية من قبل موظفي الشركة و من قبل كافة مستوياتها الإدارية، يعزز من ثقة و رضا المستفيدين من خدمات الشركة.

أصبح إيجاد نظام ديموقراطي يطبق مبادئ الحوكمة و يحارب الفساد لتحقيق النمو الاقتصادي ويحسن من كفاءة سوق الأوراق المالية أحد مهام منظمة الشفافية الدولية ITO، هذه الأخيرة أخذت على عاتقها مكافحة ظاهرة الفساد التي تعد أكبر عائق في وجه التطور الاقتصادي و الاجتماعي في العالم، إن الفساد حسب المنظمة هو سوء استغلال السلطة من أجل تحقيق مكاسب شخصية، والمنظمة هي أكبر تنظيم غير حكومي في العالم مقره برلين، حيث قام بيتر آيجن مدير البنك الدولي السابق بتأسيسها عام 1993، و هي حاليا تملك فروعا في أكثر من 100 دولة، و قد تمكنت المنظمة من إثبات أن الفساد هو أكثر حدة في الشمال كما هو الحال في الولايات المتحدة و أوربا، و في مسودتها المصاغة بعنوان: ميثاق الشفافية للمؤسسات المالية الدولية؛ أكدت على الحق في التماس المعلومات وضرورة الإفصاح التلقائي، كما دعمت حق الجماهير في حرية الوصول إلى المعلومات المفيدة بدون تكاليف أو بتكاليف ضئيلة، و هي تسعى لتعزيز قبول الأنظمة لمبدأ المساءلة و الإفصاح الأمثل(53،ص36).

☜ تحقيق الكفاءة و الفاعلية:

تسمح الحوكمة بالاستخدام الأفضل لكافة موارد الشركة المتاحة (المالية، البشرية، المادية الأخرى، الفنية و التقنية، المعنوية و التنظيمية) ، و بالتالي تحقيق أهداف الشركة بدرجة عالية.

3.2.3.2 علاقة حوكمة الشركات بأسواق الأوراق المالية

لما كانت سوق الأوراق المالية مجموعة من الشركات المتنوعة في نشاطاتها(صناعية، تجارية، ومالية)، تتعامل بأدوات مالية متباينة الخصائص، و بما أن هذه الأسواق أخذت في الاتساع عالميا فإن عليها التكفل بعملية الرقابة على عمليات البيع و الشراء لهذه الشركات.

ارتبطت سوق الأوراق المالية بقانون حوكمة الشركات ارتباطا وثيقا في معظم دول العالم من بينها نجد:

- استراليا: شكلت سوق الأوراق المالية الاسترالية مجلسا لحوكمة الشركات ضم ممثلي جميع أصحاب المصالح الرئيسيين لوضع و اعتماد مجموعة من معايير أفضل ممارسات حوكمة الشركات بالنسبة للشركات المقيدة في السوق الاسترالية، و قد حدد المجلس عدة قضايا هامة تتطلب وضع معايير لها تمت معالجتها فيما بعد في مبادئ الحوكمة الجيدة للشركة و التوصيات الخاصة بأفضل الممارسات التي نشرته السوق عام 2003.
- الصين: تولت الحكومة الصينية قيادة عملية وضع مدونة قواعد لأفضل الممارسات لحوكمة الشركات، فقد وضعت مدونة قواعد حوكمة الشركات الخاصة بالشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية الصينية اللجنة الحكومية الاقتصادية و التجارية المعروفة الآن باسم اللجنة الحكومية لإدارة الأصول و الهيئة الصينية المنظمة للأوراق المالية.
- ألمانيا: قادت الحكومة الألمانية جهودا مكثفة لإصلاح الشركات في ألمانيا، ففي سبتمبر 2001 دعا المستشار(رئيس الوزراء) لجنة Baum لاستعراض مهام إدارة الشركات و السيطرة عليها و تحديث قانون شركات المساهمة، و قد أوصى تقرير اللجنة بوضع مدونة ألمانية لأفضل الممارسات و هي المدونة التي اعتمدت في فيفري 2002 و عُدِّلت في ماي 2003.
- الدانمارك: شكلت وزارة الشؤون الاقتصادية و شؤون نشاط الأعمال في الدانمارك لجنة Norby في شهر مارس 2001 لتقييم ممارسات حوكمة الشركات و التوصية بتحسينات من شأنها إعداد الشركات الدانماركية للمنافسة في أسواق الأوراق المالية.
- نيوزلندا: في شهر جانفي 2003 طلب وزير التجارة النيوزلندي من هيئة الأوراق المالية وضع مبادئ لحوكمة الشركات في البلاد، و عقب مشاورات عامة موسعة صدرت مدونة لقواعد حوكمة الشركات في شهر فيفري 2004 بينت أفضل المسائل المتعلقة بحوكمة الشركات، بما في ذلك تشكيل لجان الإدارة و مستحقات أعضاء مجلس الإدارة و قواعد السلوك الأخلاقي.
- المملكة المتحدة: اكتسبت المملكة المتحدة خبرة كبيرة من خلال دراستها لحوكمة الشركات، و ذلك بسبب الانهيارات و الفضائح المالية المتتالية مثل انهيار مجموعة ماكسويل عام 1991، وقد

صنفت حالة ماكسويل بأنها أكبر حالة غش في القرن العشرين، و نتيجة لذلك أوصى تقرير لجنة كادبري بقواعد لأفضل ممارسات المجلس و ألقت الضوء على أهمية المديرين غير التنفيذيين.

- الولايات المتحدة الأمريكية: على إثر الانهيارات و سلسلة الإفلاس و الفضائح المالية المتعاقبة للشركات الأمريكية عمل الكونغرس في الولايات المتحدة الأمريكية مع سوق الأوراق المالية في نيويورك على دراسة الانعكاسات المحتملة لتلك العلاقات بين الشركات و المراجعين، فتم إصدار قانون Sarbanes Oxely عام 2002؛ حيث يهدف هذا القانون إلى تقوية و تأييد استقلال المراجعين الخارجيين(90،ص918) ، و واجبات المدير التنفيذي الأول و المدير المالي الأول، و ذلك من خلال فرض عقوبات صارمة على سوء تصوير الوضع المالي لشركاتهم في التقارير المالية ربع السنوية و السنوية، و قد تصل العقوبات للفرد إلى غرامة مليون دولار كحد أقصى، أو السجن فترة قد تصل إلى 10 سنوات، أو حتى فرض العقوبتين معا، و أصبح لهذا القانون تأثير على استراتيجيات حوكمة الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية و كذا خارجها خاصة في أسواق الأوراق المالية العالمية(64،ص67- 68). و في إطار الحوكمة و التدقيق أصدر IFAC عام 2007 منشورا يتضمن معايير التدقيق الدوليةISA عقب الأزمات التي طعنت في مصداقية التدقيق -حادثة آرثر أندرسون-(90،ص918).

تحديد المخاطر المحتملة، دراستها، قياسها و تحديد مقدار تأثيرها المحتمل على الشركة ومتعامليها، و كذا وضع الخطط المناسبة للأوضاع السائدة، لتجنب هذه المخاطر مستقبلا أو لكبحها والسيطرة عليها و ضبطها للتخفيف من آثارها؛ هي مهام أُوكِلت لإدارة المخاطر، هذه الأخيرة تتبع في ذلك قواعد الحوكمة؛ حيث يجب على أعضاء مجلس الإدارة الإفصاح عن الخطط المستقبلية وطرق التمويل السليمة و كذا الخطط التشغيلية التي تزيد من ربحية الشركة، و هو ما يزيد من القيمة السوقية لأسهم الشركة مما يؤدي إلى إقبال المستثمرين على أسهم الشركة، و بالتالي رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

لطالما ارتبطت حوكمة الشركات بما يعرف بمواثيق الشرف المتصلة بأخلاقيات التعامل في سوق الأوراق المالية و التي تحكم الشركات و الجهات العاملة في مجال الأوراق المالية، فعلى هذه الأخيرة إعلام عملائها بأنها ملتزمة بهذا الميثاق، و مسؤولة عن آثار مخالفتها لأحكامه، هذه المواثيق تنص على(91):

- أداء واجبات المهنة بأمانة، نزاهة و حياد، سواء تعلق الأمر بالعملاء، الرؤساء المرؤوسين أو زملاء المهنة، و أن يكون الشخص مشهوداً له بالكفاءة.

- مراعاة أصول المهنة و قواعد الأخلاق و مباشرة العمل بكفاءة و اقتدار، مع الحرص على رفع المستوى المهني.
- عدم التظاهر بالمعرفة؛ فيكون إبداء الرأي على وجه مستقل و بناءا على بيانات و معلومات تتسم بالحياد و الموضوعية مع الالتزام بالصدق و الوضوح مع العملاء و زملاء المهنة.
- مراعاة سرية الحسابات و المعلومات الخاصة و عدم إفشاء أية معلومات غير معلنة يُحْصَل عليها بمقتضى ممارسة النشاط.
- إبلاغ العميل عن أية عمولات أو أتعاب أو منافع يتم تلقيها من مصادر أخرى نتيجة العمليات التي تنفذ لصالحه.
- عدم القيام بعمل مستقل أو تقديم خدمة إضافية منافسة للجهة التي يعمل لصالحها إلا بعد الحصول على تصريح كتابي من هذه الجهة، و عدم قبول أية أموال مشكوك في مشروعية مصدرها.
- مراعاة أن يكون مقابل الخدمات التي تؤدى للغير عادلاً و متفقاً مع طبيعة العميل و الجهد المبذول، و أن المقابل يكون متناسباً مع تكلفة العملية بمراعاة الحدود الدنيا و القصوى للعمولات طبقا لحالة السوق، و ما تحدده الشركة أو الجهة و بشكل لا يؤدي إلى الإضرار بالشركات والجهات الأخرى العاملة بالسوق و أن يغطى هامشاً مناسباً من الدخل بعد تغطية مصروفات أداء الخدمة و جهود البحث و التحليل المالية، و كذا عدم تحميل العميل أي مصاريف أو عمولات بشكل مغالى فيه نتيجة شراء الأوراق المالية أو بيعها.
- أن يكون التنبؤ بأسعار الأوراق المالية و كتابة التحاليل بناءا على دراسة و تدقيق مهني فني، مع عدم المبالغة في إعطاء ضمانات للعملاء حول تحقيق أرباح معينة أو عدم تحقق خسائر، أو الالتزام للعميل بمشاركته في الخسائر.
- إتباع القواعد المهنية في التقارير الدورية عن أداء المحافظ الاستثمارية أو حسابات العميل سواء من ناحية محتويات هذه التقارير أو الالتزام بإعلان العميل بها في المواعيد المتفق عليها.
- الالتزام بالمساواة بين العملاء وعدم تفضيل أحدهم عن الأخر لأي سبب، و إعطاء الأولوية المطلقة لتنفيذ طلبات العملاء قبل العمليات التي تنفذ لصالح الشركة أو الجهة العاملة في مجال الأوراق المالية، مع مراعاة عدم المتاجرة بما يشكل تجاوزاً للحد الذي طلبه العميل.

- عدم شراء أو بيع أوراق مالية لحساب العميل دون الحصول على موافقة مسبقة منه، وذلك كله بمراعاة الأحكام والقواعد المنظمة لكيفية تلقي الأوامر وتنفيذها بالنسبة لشركات السمسرة، مع التزام هذه الأخيرة بالإعلان عن طلب العميل بأفضل سعر ممكن وفي التوقيت المناسب.
- عدم استخدام أية وسيلة تحايل بغرض التلاعب أو التضليل أو التدليس لتنفيذ أي صفقة في الأوراق المالية، أو للتحفيز على شراء أو بيع أي ورقة مالية.
- مراعاة أن تكون النصيحة الخاصة بالقرار الاستثماري مبنية على معلومات و تحاليل فنية ومالية كافية و لا يشوبها أي تضارب في المصالح و ألا يكون الهدف منها الحصول على مصلحة مباشرة أو غير مباشرة لمن أعطى النصيحة.
- الالتزام بالإفصاح عن الحقائق المادية المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية للعملاء بما يحقق الشفافية و المصداقية و كذلك المعلومات المالية عن الشركة التي يجري بها التعامل على أوراقها، و المعلومات الفنية الحرفية أو المعلومات التحليلية والتصنيف الائتماني للورقة المالية إن وجد، و الرسوم و الأتعاب التي يتحملها العميل.
- على العاملين أن يلتزموا عند أدائهم لوظائفهم بما يلي:

  - العمل على توفير بيانات كافية مع توخي الحذر وتقصي صحة هذه البيانات قبل تقديم توصية بقرار استثمار.
  - إظهار الحقائق المجردة منفصلة عن التحليل الشخصي لهذه الحقائق عند كتابة الأبحاث.
  - مراعاة ذكر مصادر المعلومات وبيان اسم الكاتب وجهة النشر, ما لم تكن هذه المعلومات حقائق مجردة للأنشطة منشورة في الدوريات المالية والإحصائية.
  - عدم الإدلاء بأي تصريحات شفهية أو كتابة يشوبها القصور أو التضليل من حيث: الخدمات التي يمكن القيام بها لصالح العملاء، مؤهلات وخبرات الجهة والعاملين لديها، العائد المتوقع على أية استثمارات ينصح بها أو يعرض القيام بها لصالح العملاء.
  - يجب عند كتابة تحليل فني أو إدارة محفظة أوراق مالية الالتزام بالإفصاح للعميل عن القواعد العامة لعملية الإدارة و طريقة اختيار الأوراق المالية و أسلوب تكوين المحفظة وذلك طبقاً للعقد المحرر مع العميل.

4.2 تركيب نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية

الإفصاح في سوق الأوراق المالية هو عملية منظمة و في غاية الدقة، يحرص و يسهر على سيرها الحسن تشكيلة متكاملة و مترابطة في مجموعها تُعرف بنظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية، هذا

الأخير كنّا قد أشرنا في المبحثين السابقين إلى مفهومه ممهّدين له، و خلال هذا المبحث سنحاول إعطاء صورة صريحة و مباشرة لهذا النظام خلال المحطات التالية:

1.4.2 مفهوم نظام الإفصاح

كثيرا ما نمرّ بعبارة نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية في عديد من المناسبات؛ في المقالات و الكتب و المجلات دون أن نجد تعريفا واضحا و صريحا للعبارة، فنتساءل ماذا يقصد الكاتب بقوله هذا؟، مما يتكون هذا النظام؟، و ما هي أهدافه؟، خلال هذا المطلب سنحاول تسليط الضوء على هذه العناصر.

1.1.4.2 تعريف نظام الإفصاح

غالبا ما يتم استبدال كلمة النظام بمفردة القانون في عديد المجالات، و إن لم تُصَرِّح المراجع بذلك مباشرة فهي كثيرا ما تعني ذلك، و بهذا يمكننا القول أن نظام الإفصاح هو عبارة عن القانون، النهج، القاعدة، و الطريقة التي تضبط و تسير عملية الإعلان عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، غير أن هذا المفهوم يتسم بأنه مفهوم ضيق يستمد صلاحيته من كون أن القانون هو أهم مكونات أي نظام، و المفهوم الواسع للنظام يتأتى بمعرفة أصل الكلمة لغويا ثم إجراء الاصطلاح الاقتصادي و المالي لها؛ فالنظام مصدر فاعل مفرد (جمعه أنظمة) و لمّا هي- الكلمة- كذلك فهي تعني كل ما من شأنه إحداث النظام(عكس الفوضى) سواء كان قانونا أو هيئة أو حتى الوسائل المستعملة خلال قيام سوق الأوراق المالية بنشر معلوماتها هذا بالمعنى الصرفي، أما لغويا فيرجع أصل كلمة نظام إلى العِقْدُ، والعقدُ تشكيلة أو تركيبة من اللؤلؤ أو الماس و ما شابه ذلك؛ و بالتالي فنظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية هو:

تلك التشكيلة و التركيبة المكونة من القانون، الهيئة، و الوسائل المستعملة في تأطير، توجيه، ترتيب، تنسيق، و ضبط عملية الإبلاغ ، الكشف، و عرض المعلومات على المتعاملين في سوق الأوراق المالية.

2.1.4.2 المكونات العامة لنظام الإفصاح

من التعريف السابق نجد أن نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية يتركب من ثلاثية: التشريع- القانون-، الهيكل التنظيمي- الهيئة-، و أدوات الإفصاح:

⇐ فالقانون يقصد به مجموع التعليمات التي تنظم عملية إفصاح سوق الأوراق المالية بصفتها شخصية معنوية كباقي الشركات، كما تنظم عملية إفصاح الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، و ذلك انطلاقا من توضيح كيفية الإفصاح، مدته، مضمونه الإجباري، خصائصه، نوعه، و مرورا بالجهات المكلفة به و تحديد صلاحياتها، و وصولا إلى العقوبات

المسلطة على المخالفات كالتلاعب في الإفصاح، التأخير... و ذلك لسوق الأوراق المالية والشركات المدرجة فيها؛ و بالتالي هناك نوعان من القانون الذي ينظم الإفصاح؛ قانون خاص بسوق الأوراق المالية كشركة، و آخر خاص بالشركات المتعاملة في سوق الأوراق المالية. و إذا ما تحدثنا عن القانون بنوعيه فلا بد من التنويه أن معايير المحاسبة الدولية ومعايير الحوكمة و التدقيق عنصر مهم في تشكيلة القانون الضمنية، لذا فإننا نقول أن هذه المعايير هي ضمن نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية، بل أصبحت أهم مكوّن له؛ فعلى اختلاف مضامين الإفصاح من دولة إلى أخرى باتت هذه المعايير القاسم المشترك بين أسواق الأوراق المالية في العالم، و أصبحت القوانين تنص على تبنيها، فارتفعت نسبة التقارب في الجهاز التشريعي لأسواق الأوراق المالية و اقتصر الاختلاف على نوع العقوبات و درجتها و تسمية الجهات المنظمة للإفصاح.

إذا كانت معايير المحاسبة هي أداة تبين مختلف طرق التقييم و الإفصاح و كذا التعامل مع مختلف المكونات الاقتصادية للشركة محاسبيا لإيصال المعلومات للمتعاملين بالكم والنوع المناسبين، فإن معايير الحوكمة جاءت لتسد ثغرات معايير المحاسبة و التي يتم استغلالها لتحقيق أهداف فئات معينة ملحقة الضرر بكثير من متعاملي السوق؛ فتكفلت الحوكمة بدور رقابة و تدقيق مثل هذه التعاملات و وضع حد لها للحفاظ على موثوقية المعلومات في سوق الأوراق المالية.

⇐ الهيئة يقصد بها مجموع الجهات و التنظيمات التي نَصَّبَها القانون كي تترأس تنظيم عملية الإفصاح في سوق الأوراق المالية بتنفيذ محتوى القانون، و ذلك بتولي مهمة نشر هذه المعلومات و مراقبة صحتها و تطابقها مع الواقع لتجنب التجاوزات الوخيمة العواقب، وكذا القيام بمعاقبة أصحاب التجاوزات حسب ما تنص عليه قوانين سوق الأوراق المالية، في حين تتولى هذه الجهات مهمة الإشراف على رقابة إفصاح الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، كما تخضع كثير من أسواق الأوراق المالية كشركات اقتصادية إلى سلطة المنظمة الدولية للجان الرقابة على الأسواق المالية IOSCO.

⇐ الوسائل المستعملة يقصد بها مختلف التقنيات و التكنولوجيات الحديثة المستعملة في عملية الإفصاح و التي من شأنها تسريع عملية الإفصاح و الرقابة عليها، فهذه الوسائل الالكترونية الحديثة من شأنها توفير التدفق السريع، المستمر، و الوقتي للمعلومات، كما يتعدى مفهوم الوسائل المستعملة ذلك ليشمل الصحف و المجلات المتخصصة و المعتمدة من أسواق الأوراق المالية.

بعد أن وصلت التكنولوجيا إلى أنظمة تداول الكترونية جديدة كنظام أكستريم X-stream بمعدل 5صفقات/ثا، و نظام رقابة التداول سمارتس smarts الذي يعد من أفضل أنظمة المتابعة و التحري المستخدمة في مختلف أنحاء العالم، حيث يزود المستخدمين بتنبيهات وبيانات مخصصة لكشف أي تلاعب ممكن والإبلاغ عنها للمستخدم، بحيث يساهم في تنظيم عملية متابعة و تحليل البيانات الخاصة بالتلاعبات و رفع تقرير عنها بصفة دورية إلى الإدارة و المباشرة بالإجراءات و القرارات التابعة بالتنسيق مع هيئات الرقابة في سوق الأوراق المالية(69،ص15) ، يمكن أن تصل الحداثة إلى وسائل من شأنها الكشف عن التلاعبات في عملية الإفصاح.

3.1.4.2 دور نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية

يتعلق إرساء و تدعيم كفاءة سوق الأوراق المالية بتحقيق نظام الإفصاح لمجموعة من الأهداف الارتكازية، فعلى تعدد و تباين أنظمة الإفصاح المتبناة في كل سوق للأوراق المالية يهدف أي نظام حسب لجنة الاستثمارات و البورصة إلى(92):

- تعزيز ثقة المستثمرين بسن قوانين صارمة بعقوبات رادعة.
- تزويد المستثمرين بالمعلومات الأساسية بكل شفافية و حياد.
- تحسين نوعية و توقيت الإفصاح للمستثمرين باستعمال أحدث و أسرع التقنيات.
- المساهمة في الصيانة الجيدة و المناسبة و المنظمة للسوق من خلال الرقابة على ما يجري في السوق.
- التخفيض من تكاليف طرح رؤوس الأموال، و كبح الاحتيال في العروض العامة، الوساطة، التصويت، و حماية الاستثمارات الصغيرة .
- تحسين شفافية الإفصاح المالي بأمر الشركات بالإفصاح عن التقديرات المحاسبية للمخاطر والتبني الأولي للسياسات المحاسبية التي لها أثر مادي على عرضها المادي.

كذلك تسعى التنظيمات التي تشكل نظام الإفصاح إلى(93،ص94):

- ✓ تأمين استقرار السوق و توفير الأمان و الحماية لأنشطتها و بالتالي تفعيل دورها في الاقتصاد.
- ✓ المساهمة في تعزيز ثقافة الجمهور و درايتهم بالاستثمارات المالية المختلفة.
- ✓ تقييم أداء الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية، و بالتالي الحكم على وضعية السوق العامة و تحديد درجة كفاءتها.

إن قيام سوق الأوراق المالية على قاعدة قانونية و معلوماتية صلبة تدعمها هيئات رقابية تتسم بالحياد و الصرامة هو أمر من شأنه إرساء مفهوم الكفاءة في سوق الأوراق المالية و تدعيمها؛

فقوانين الإفصاح المدعمة بالعقوبات الصارمة عند المخالفات تقلل من احتمالات تعرض السوق للتقلب، و تسهل التعرف على اتجاهات أداء السوق بشكل أدق، و من ثمة تحليل مسببات ما يدور في هذه السوق، و بذلك يسهل تحديد استراتيجيات التعامل مع عدم استقرارها(65) ، و في ظل ترابط الاقتصاديات ببعضها البعض فوضوح و صرامة و حيادية نظام الإفصاح سيجنب انهيارات قد تسببها عدوى انتشار الأزمات.

ترتفع نسبية الكفاءة في سوق الأوراق المالية لتتدرج من المرتبة الضعيفة إلى المتوسطة و من ثمة القوية مع ارتفاع نسبية الصرامة، الوضوح، الشمولية و الحياد في نظام الإفصاح، و مع حدوث أي خلل في هذا الأخير سيحل في المقابل خلل في أداء و كفاءة السوق و ذلك في شكل أزمات قد تتعدى النطاق الجزئي .

2.4.2 جهاز المعلومات في سوق الأوراق المالية

يعرف الإفصاح في سوق الأوراق المالية اتجاهين رئيسين؛ الأول متعلق بسوق الأوراق المالية ككل، و الثاني مرتبط بإفصاح الشركات، خلال هذا المطلب سنتناول نموذجا عن كل نوع، مع بيان نماذج عن إفصاح بعض كُبرى الشركات.

1.2.4.2 إفصاح سوق الأوراق المالية

على سوق الأوراق المالية الإفصاح عن المعلومات الآتية(94):

- أسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية.
- أسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية الموقوفة عن التداول.
- أسماء وعناوين الأعضاء.
- أسماء الأعضاء الموقوفين عن العمل.
- أسماء المعتمدين المجازين للعمل في سوق الأوراق المالية كوسطاء.
- أسماء المعتمدين الموقوفين عن العمل في سوق الأوراق المالية كوسطاء.
- البيانات اليومية، الأسبوعية، الشهرية، ربع السنوية، و السنوية، و التي تتضمن حركة التداول لكل شركة، و الحركة القطاعية من حيث عدد الأسهم المتداولة و حجم التداول وعدد العقود و الأسعار و الأرقام القياسية و المؤشرات المالية الرئيسية.
- البيانات المالية للأعضاء: تلتزم إدارة السوق بموافاة الهيئة بالميزانية العامة و حساب الأرباح و الخسائر و بياناتها المالية السنوية المدققة، خلال (45) يوماً من انتهاء سنتها المالية.

و على السوق الإفصاح فوراً عن المعلومات و البيانات التي ترِد إليها و يكون لها تأثير على أسعار الأوراق المالية و حركة التداول، و يجوز للجمهور الاطلاع على المعلومات و البيانات السابقة

و استنساخها، و يتم الإفصاح من خلال نشرات السوق أو التعميم على الأعضاء أو الإعلان بالطرق التي تراها السوق مناسبة.

تعتبر المعلومات و البيانات و السجلات التالية سرية و لا يجوز الاطلاع عليها إلا من قبل موظفي السوق المختصين:

- ✓ المعلومات و البيانات التي يطلع عليها موظفو السوق من خلال دخولهم إلى نظام التداول.
- ✓ المعلومات المتعلقة بأسماء المتعاملين بالأوراق المالية و حجم تعاملاتهم، و أي معلومات تتعلق بتعاملاتهم.
- ✓ المعلومات المتعلقة بأسماء مالكي الأوراق المالية و مقدار ملكياتهم، مع مراعاة ما ورد في تعليمات الإفصاح المعمول بها الصادرة عن هيئة سوق الأوراق المالية.
- ✓ المعلومات التي تحصل عليها السوق من خلال التفتيش أو التحقيق أو تسوية النزاعات.
- ✓ المعلومات التي تقدمها الجهات الحكومية و هيئة الأوراق المالية و مركز إيداع الأوراق المالية للسوق و التي تعتبر سرية بطبيعتها.
- ✓ مداولات مجلس الإدارة.

يدعى موظفو السوق الذين يسمح لهم بمعرفة هذه المعلومات بالمطّلعين، و نظراً لطبيعة الأعمال التي يقوم بها المطلع بحكم وظيفته فهو قد يستغل مركزه لتحقيق كسب غير مشروع من خلال إفشاء أو بيع المعلومات، مع أن الدور الأخلاقي و الضمير المهني يفرض عليه بعض الالتزامات نذكر أهمها :

- ➢ واجب كتمان وعدم إفشاء المعلومات الهامة و السرية لأي جهة كانت و لأي سبب كان.
- ➢ التزام الأمانة و الولاء .
- ➢ التزام حسن النية و إظهار الثقة و الامتناع عن الاستفادة الشخصية.
- ➢ التزام الأمانة و حسن التنفيذ بالوكالة بصفته أمين و وكيل عن الشركة.

إن مسؤولية المطلع تتحقق بمجرد إخلاله بما تقدم من التزامات حتى و إن لم يلحق ضرراً بالسوق التي يعمل لصالحها، فهو يكون قد ارتكب أفعال يعاقب عليها القانون و بالتالي نجد نصوصا كثيرة متعلقة بتطبيق أو بوصف و معاقبة الأفعال التي يرتكبها المطلع و المستفيد بحكم وظيفته وفقاً لطبيعة المعلومات المحظور تداولها و إفشائها للغير(95).

إن استخدام بعض المستثمرين للمعلومات الداخلية بالتواطؤ مع المطلعين دون باقي المستثمرين في السوق يسمى سوء استخدام المعلومات الداخلية، و هو عمل تجرمه كافة التشريعات المنظمة لسوق

الأوراق المالية، و المعلومة الداخلية هي المعلومة غير المعلن عنها و المتعلقة بشركة أو أكثر أو بورقة مالية، و التي قد تؤثر على سعر أي ورقة مالية في حال الإعلان عنها(58،ص04).

لمجلس الإدارة الاطلاع على المعلومات السرية السابقة و اللازمة لممارسة مهامه، و له في حالات خاصة رفع السرية عن أي من المعلومات و البيانات و السجلات السابقة، كما لسوق الأوراق المالية الإفصاح عن المخالفات التي يرتكبها الأعضاء و الأشخاص المرتبطون بهم والعقوبات المفروضة عليهم، و من المحظور على أعضاء مجلس الإدارة و المدير التنفيذي وموظفي السوق و المستشار القانوني الخارجي للسوق و مدقق حساباتها الإفصاح عن المعلومات والبيانات التي تعتبر سرية، كما يحظر على ممثل عضو مجلس الإدارة نقل المعلومات التي تعتبر سرية إلى الشركة التي يمثلها.

تلتزم كل سوق أوراق مالية خلال أسبوع من تاريخ موافقتها على قيد ورقة مالية معينة بالإفصاح عن البيانات التالية(96،ص95):

1) بيانات تفصيلية عن الأسهم.
2) بيانات تفصيلية عن السندات و صكوك التمويل و الأوراق المالية الأخرى.
3) تقارير دورية منها:

- الإفصاح اليومي عن حركة التداول.
- الإفصاح نصف الشهري و الشهري عن حركة التداول.
- الإفصاح السنوي عن حركة التداول.

و تنشر المعلومات عن التداول يوميا عن طريق نشرة أسعار يومية تعدّها السوق و تتضمن البيانات التالية:

- الأسعار المتوالية التي تمت بها العمليات خلال الجلسة.
- سعر الإقفال لكل ورقة مالية مع الإعلان عن أسعار عروض البيع و الشراء و إن لم يتم التعامل بها.
- نوع الأوراق المالية التي تم التداول عليها أثناء الجلسات اليومية.
- مقارنة إقفال اليوم بآخر إقفال سابق للأوراق المالية التي تم التداول عليها أثناء جلسة اليوم.

يجوز لسوق الأوراق المالية تزويد الأسواق الأخرى و الشركات ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية بالمعلومات و البيانات التي تطلبها تلك الجهات، كما يجوز التعاون معها في نشر هذه المعلومات و البيانات، و يتعين على إدارة السوق تقديم التقارير الدورية التالية للهيئة عن حركة تداول الأوراق المالية المدرجة فيها، و نشر هذه التقارير(97):

1) تقرير يومي عن حركة التداول يتضمن بياناً بأنواع الأوراق المالية التي جرى التعامل فيها وسعر كل منها و كمية الأوراق المتداولة و إجمالي عدد العمليات في اليوم .

2) تقرير نصف شهري و آخر شهري عن حركة التداول يتضمن بياناً بحجم تداول الأوراق المالية و قيمتها الإجمالية و عدد العمليات و آخر سعر إقفال .
3) تقرير سنوي عن حركة التداول يتضمن بياناً بكمية الأوراق المالية المتداولة و قيمتها وعدد العمليات مقارناً بالعام السابق، و توزيع حركة التداول على قطاعات الأنشطة المختلفة، وأهم الظواهر التي حدثت خلال العام و مدى تأثيرها على السوق و مقترحات مجلس إدارة السوق بشأن علاج الآثار السلبية لتلك الظواهر.

كذلك تقوم سوق الأوراق المالية بنشر ما يسمى بدليل الشركات الذي يتضمن معلومات هامة ومحدثة عن الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تمكّن المستثمرين من الاطلاع على أحدث المعلومات و البيانات الموثقة من الشركات، فمن جهة يحتوي هذا الدليل على معلومات عامة عن الشركات المدرجة تتعلق بأنشطتها و غاياتها الأساسية التي أنشئت من أجلها و أعضاء مجالس إدارتها ومدققي حساباتها و عدد مساهميها و جنسياتهم، بالإضافة إلى عناوين الشركات و تاريخ تأسيسها وإدراجها في السوق، و من جانب آخر يحتوي هذا الدليل على البيانات المالية للشركات المدرجة في السوق للسنوات الأربع الأخيرة متضمنة حقوق المساهمين و الموجودات و المطلوبات والربحية والتدفقات النقدية، بالإضافة إلى أهم النسب و المؤشرات المالية المتداولة(98،ص02).

2.2.4.2 إفصاح الشركات

تقوم الشركات بنشر مجموعة من النسب المحاسبية مع التقارير الدورية و السنوية حتى يتمكن المستثمر من تقييم أداء هذه الشركات قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع و من بين هذه النسب(58،ص06):

- عائد السهم.
- نسبة التوزيعات النقدية إلى العائد.
- ريع السهم.
- نسبة العائد إلى القيمة السوقية.
- نسبة السعر السوقي إلى ربحيته.
- نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية.

حسب نظام الإفصاح السوري فإنه(99):

- تعتمد معايير المحاسبة الدولية الصادرة عنIASC، و تعد البيانات و القوائم المالية وفقا لهذه المعايير لكل الشركات الخاضعة للهيئة، كما تعتمد معايير التدقيق الصادرة

عنIFAC في تدقيق حسابات و بيانات الشركات، و مفتشو الحسابات ملزمون بهذه المعايير.

- يُعين متحدثون رسميون عن الشركات يتولون تقديم المعلومات للهيئة و وسائل الإعلام مع تحديد أسمائهم.
- يتعين على الشركة نشر نتائج أعمالها الأولية خلال 45 يوما من انتهاء سنتها المالية كأقصى حد بعد قيام مفتش حساباتها بإجراء عملية المراجعة الأولية لها و تزويد الهيئة بنسخ عنها، و هي تتضمن: صافي الايرادات، صافي الربح المتوقع، مخصص ضريبة الدخل على الأرباح المتوقعة، حقوق الأقلية في الأرباح، صافي الربح العائد لمساهمي الشركة بعد اقتطاع مخصص الضريبة و حقوق الأقلية، و أرقام مقارنة لهذه البنود مع مثيلاتها في السنة السابقة، و كذا خلاصة عن أعمال الشركة خلال السنة المنتهية.
- على مجلس إدارة الشركة إعداد و تزويد الهيئة بالتقرير السنوي للشركة خلال مدة لا تزيد على 3 أشهر من انتهاء سنتها المالية و هو يتضمن:

أ- كلمة رئيس مجلس الإدارة.

ب- تقرير مجلس الإدارة المتضمن:

- وصف لأنشطة الشركة الرئيسية و أماكنها الجغرافية و حجم الاستثمار الرأسمالي و عدد الموظفين في كل منها.
- وصف للشركات التابعة و طبيعة عملها و مجالات نشاطها و نتائج أعمالها.
- بيان بأسماء أعضاء مجلس الإدارة و أسماء و رتب أشخاص الإدارة العليا ذوي السلطة التنفيذية و نبذة تعريفية عن كل منهم.
- بيان بأسماء كبار مالكي الأسهم المصدرة من قبل الشركة وعدد الأسهم المملوكة لكل منهم مقارنة مع السنة السابقة.
- الوضع التنافسي للشركة ضمن قطاع نشاطها و أسواقها الرئيسية و حصتها في السوق المحلي و الأسواق الخارجية.
- درجة الاعتماد على موردين محددين و/أو عملاء رئيسيين(محليا و خارجيا).
- وصف لأي حماية حكومية أو امتيازات تتمتع بها الشركة أو أي من منتجاتها بموجب القوانين، مع الإشارة إلى الفترة التي يسري عليها ذلك، و وصف لأي براءات اختراع أو حقوق امتياز تم الحصول عليها.
- ملخص لأي قرار صادر عن الحكومة أو المنظمات الدولية أو غيرها له أثر مادي على عمل الشركة أو منتجاتها أو قدرتها التنافسية.

- الإفصاح عن تطبيق الشركة لمعايير الجودة الدولية.
- الهيكل التنظيمي للشركة المصدرة و عدد موظفيها و فئاتهم و مؤهلاتهم و برامج تأهيلهم و تدريبهم.
- وصف للمخاطر التي تواجهها الشركة.
- الإنجازات التي حققتها الشركة مدعمة بالأرقام، و وصف للأحداث الهامة التي مرت على الشركة خلال السنة المالية، و كذا الأثر المالي لعمليات ذات طبيعة غير متكررة حدثت خلال السنة المالية و لا تدخل ضمن النشاط الرئيسي للشركة.
- تحليل المركز المالي للشركة و نتائج أعمالها خلال السنة المالية، و التطورات المستقبلية العامة بما في ذلك أي توسعات أو مشروعات جديدة، و كذا الخطة المستقبلية للشركة لسنة قادمة على الأقل، و توقعات مجلس الإدارة لنتائج أعمال الشركة.
- مقدار أتعاب التدقيق للشركة و الشركات التابعة و مقدار أي أتعاب أخرى تلقاها المفتش و/أو مستحقة له.
- بيان بعدد الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة و المملوكة من قبل أي من الأطراف ذوي العلاقة و المقارنة مع السنة السابقة.
- المزايا و المكافآت التي يتمتع بها كل من رئيس مجلس الإدارة و أشخاص الإدارة العليا ذوي السلطة التنفيذية خلال السنة المالية، بما في ذلك جميع المبالغ التي حصل عليها كل منهم كأجور و أتعاب و رواتب و مكافآت و غيرها، والمبالغ التي دفعت لكل منهم كنفقات سفر محلية و خارجية، و كذا بيان بالتبرعات و المنح التي دفعتها الشركة خلال السنة المالية.
- بيان بالعقود و المشاريع و الارتباطات التي عقدتها الشركة المصدرة مع الشركات التابعة أو الشقيقة أو الحليفة أو رئيس مجلس الإدارة أو أعضاء المجلس أو المدير العام أو أي موظف في الشركة أو أقاربهم.

ج- البيانات المالية السنوية للشركة مدققة من مفتشي حساباتها مقارنة مع السنة السابقة و التي تشمل: الميزانية العامة، حساب الأرباح و الخسائر(قائمة الدخل)، قائمة التدفق النقدي، بيان التغيرات في حقوق المساهمين، و الإيضاحات حول البيانات المالية.

د- تقرير مفتشي حسابات الشركة حول البيانات المالية السنوية للشركة، و الذي يتأكد من أن إجراءات التدقيق قد تمت وفقا لمعايير التدقيق المعتمدة، و يتضمن التقرير المرفق مع النتائج النهائية للسنة المالية؛ فضلا عن الرأي في مراجعة البيانات و المعلومات الواردة في القوائم

المالية و تقرير مجلس الإدارة تأكيدا خاصا بـ: مسؤولية مجلس الإدارة عن إعداد البيانات المالية، التزام الشركة بإعداد القوائم المالية تبعا للمعايير الدولية، التزام الشركة بأحكام هذا النظام، و ذكر أية تحفظات على الحسابات مع توضيح أثر هذه التحفظات على الأرقام الواردة بقوائم الشركة المالية، كما يجب أن يتضمن تقرير المفتشين كجزء من إجراءات المراجعة إشارة إلى مدى ملاءمة و فاعلية أنظمة الرقابة الداخلية في الشركة، و مدى مقدرة الشركة على الاستمرار في مزاولة أعمالها بشكل مستقل عما أبداه مجلس الإدارة، و على مفتشي الحسابات الإبلاغ عن المخالفات المكتشفة أو المشكوك فيها لمجلس الإدارة، و في حالة كون المخالفة جسيمة يتعين تزويد هيئة السوق بنسخة من التقرير المعد لذلك، و يشار في تقرير المفتشين إلى تاريخ التقرير و اسم مكتب التدقيق وتوقيع المفتش و البيانات المالية التي شملتها المراجعة، و إذا تحفظ المفتش أو أبدى رأيا معاكسا أو امتنع عن إبداء الرأي في تقريره فعليه أن يبين الأسباب بوضوح، و أن يبين آثار هذه الأسباب على البيانات المالية و إعلام الهيئة، وعلى الشركة إبداء رأيها خطيا حول تقرير المفتش و تزويده للهيئة خلال أسبوعين من تاريخ استلام التقرير.

هـ- إقرارات من مجلس الإدارة متعلقة بـ: عدم وجود أي أمور جوهرية قد تؤثر على استمرار الشركة خلال السنة المالية التالية، مسؤوليته عن إعداد البيانات المالية و توفير نظام رقابة فعال في الشركة، و كذا إقرار بصحة و دقة و اكتمال المعلومات و البيانات الواردة في التقرير موقّع من رئيس مجلس الإدارة و المدير العام و المدير المالي للشركة.

- يجب أن ترفق النتائج النهائية بإيضاحات مستقلة عن تنظيم و إدارة الشركة مع بيان مدى الالتزام بممارسات الإدارة السليمة للشركات، و ايضاحا مستقلا عن التعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة مع التعريف بهم و طبيعة العلاقة معهم و أرصدتهم في نهاية الفترة، و كذا نوع و قيمة التعاملات التي تمت بين الشركة و ذوي العلاقة خلال الفترة المالية، هذا فضلا عن الإيضاح الخاص بحجم الأموال المستحقة للمساهمين.
- يتعين على الشركة نشر البيانات السنوية بعد إقرارها من مجلس الإدارة و فور صدور تقرير مفتشي الحسابات عليها، و ذلك قبل توزيعها على المساهمين مع خلاصة وافية عن تقرير المجلس و المفتشين خلال فترة لا تتجاوز03 أشهر من انتهاء السنة المالية، و يتم نشر البيانات في صحيفتين يوميتين على الأقل، و على الشركة نشر معلوماتها على موقعها الالكتروني إن وجد، كما يجب على الشركة التي تغير سنتها المالية إعداد وتزويد الهيئة خلال فترة لا تتجاوز45 يوما من انتهاء الفترة الانتقالية بـ: الميزانية العامة، قائمة التدفق النقدي، بيان التغيرات في حقوق المساهمين، الايضاحات حول

البيانات المالية، تقرير مفتشي الحسابات و قائمة الدخل المتعلقين بالفترة الانتقالية، مع تدقيق المفتشين لهذه البيانات.

- يجب على مجلس الإدارة تزويد الهيئة بتقرير نصف سنوي مقارن و نشره خلال فترة لا تتجاوز شهرا من انتهاء تلك الفترة متضمنا: الميزانية العامة، قائمة الدخل، التدفق النقدي، الايضاحات الضرورية، تقرير مفتش الحسابات، و ملخص موجز عن نتائج أعمال خلال الفترة مقارنة مع الخطة المستقبلية التي وضعتها، و يجوز للهيئة طلب تقرير ربع سنوي مقارن لنتائج أعمال الشركة و نشره خلال فترة لا تتجاوز شهرا من تلك الفترة، مشيرة إلى ماهية المعلومات الواجب إدراجها في التقرير.
- تلزم الشركة بإعلام الهيئة فورا عند توفر أي معلومة جوهرية خاصة بـ:

أ- التغيرات التي تطرأ على: موجودات الشركة، الالتزامات قصيرة و طويلة الأجل و أي حجوزات على موجوداتها، هيكل رأس المال، التقييم الائتماني و ملكية الأسهم التي تحدث تأثيرا في السيطرة عليها، و كذا التغيرات في منتجات الشركة.

ب- الصفقات الكبيرة التي تعقدها الشركة أو الغاء مثل هذه الصفقات، و تقييم مجلس الإدارة للأثر المتوقع على الربحية و المركز المالي.

ج- العمليات ذات الطبيعة غير المتكررة التي يكون لها أثر مادي على الأرباح و المركز المالي.

د- الكوارث و الحرائق و الحوادث و أثرها المتوقع على المركز المالي، و أي خسائر مادية مفاجئة أثرت على المركز المالي مع بيان الأسباب.

ه- قرارات مجلس الإدارة الهامة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية المصدرة بما في ذلك: إصدار أوراق مالية جديدة أو إطفاء أوراق مالية قائمة، التغيرات في الاستثمارات الرأسمالية أو في غايات الشركة و أسواقها، الشروع في الاندماج، توزيع الأرباح، شراء الشركة المصدرة لأسهمها و أي تصرف بها، و التصفية الاختيارية.

و- قرارات الهيئة العامة و الدعوة لاجتماع غير عادي، و تشكيل مجلس إدارة جديد أو استقالة أي عضو من المجلس أو مديرها العام و شغور مركز أي منهم و أسباب ذلك فور حدوثه، وقرارات المجلس بتعيين أعضاء جدد أو مدير عام للشركة و مؤهلاته، و كذلك توقف الشركة أو أحد فروعها عن العمل و أسباب ذلك.

ز- تقرير وافٍ عن الدعاوى التي أقامتها أو أقيمت عليها بشأن نزاعات قضائية أو عمالية وأثرها المتوقع على الربحية و المركز المالي.

- يجب على الشركة تزويد الهيئة بنسخة من ردها على أي معلومة جوهرية تخصها نشرت في إحدى وسائل الإعلام مع إصدار بيان علني و فوري إزاء هذه المعلومة.

هذا و يبين قانون الإفصاح كذلك كيفية و المسؤولين على تعيين مفتشي الحسابات و المدققين ومسؤوليات كل أعضاء الشركة الذين يتعلقون بالإفصاح، و كل ما له علاقة بالإفصاح.

عقب استعراض المعلومات التي تفصح عنها سوق الأوراق المالية بصفتها شركة و بمقارنتها بما تعرضه الشركات المدرجة من معلومات نلاحظ ذلك التقارب و الارتباط بينهما.

3.2.4.2 نماذج أخرى عن الإفصاح

للوفاء بحاجات المستثمرين الواعين من البيانات و المعلومات الملائمة لترشيد قراراتهم فإن المعلومات التي تنشر في الدول المتقدمة عادة ما تكون غزيرة و من أهم نماذج المعلومات في هذه الدول نجد:

- التقرير المالي لشركة (IBM) للحاسبات الإلكترونية :

أصدرت بورصة نيويورك للأوراق المالية هذا التقرير عام 1993 و يحتوي على عدة معلومات معروضة في صورة مقارنة بين (16) فترة مالية ما بين عامي 1978م و 1993م و أهم هذه المعلومات ما يلي :

- عدد الأسهم العادية الحالية.
- نصيب كل سهم من: الإيرادات، التدفق النقدي الصافي، الأرباح المحققة، التوزيعات الفعلية، و من قيمة الأصول الثابتة.
- القيمة الدفترية للسهم .
- نسبة السعر إلى الأرباح سنوياً / المضاعف.
- المتوسط السنوي للعائد الموزع على السهم .
- الإيراد السنوي للشركة .
- الاستهلاكات السنوية للأصول .
- هامش المساهمة السنوي.
- الربح الصافي.
- معدل الربح الصافي إلى الإيرادات.
- رأس المال العامل الإجمالي و الصافي .
- الالتزامات طويلة الأجل.
- صافي الثروة والنسبة المئوية إلى إجمالي الاستثمارات.
- النسبة المئوية لحقوق الملكية إلى إجمالي الاستثمارات و لإجمالي التوزيعات إلى الربح الصافي.

- نموذج للتقرير المالي الذي تصدره مؤسسة (Dow Jones):

لقد عرضت هذه المؤسسة نموذجاً للمعلومات المالية التي يجب أن تحتويها التقارير المالية للمؤسسات التابعة لها و من أهم هذه المعلومات ما يلي:

- قيمة المبيعات الصافية.
- الدخل الصافي.
- القيمة الدفترية للأسهم (صافي الثروة أو حقوق المساهمين) و كذلك القيمة الدفترية للسهم.
- مضاعف السهم ويقصد به قيمة السهم مقسومة على ربح السهم.
- معدل النمو في قيمة السهم.
- معدل العائد على السهم.
- القيمة السوقية للسهم .
- أعلى وأقل سعر للسهم خلال أسابيع السنة (52 أسبوعاً).
- القيمة السوقية لأسهم الشركة، وتعبر عن القيمة الحقيقية لثروة الشركة.

- نموذج تقرير صحيفة (وول ستريت) :

تقوم هذه الصحيفة المتخصصة بنشر معلومات دورية عن الأسهم وأهم هذه المعلومات ما يلي:

- أعلى وأقل سعر لأسهم كل شركة خلال الاثنين والخمسين أسبوعاً السابقة.
- التوزيعات التي حصل عليها كل مساهم خلال نفس الفترة.
- مضاعف السهم ويحسب بقسمة سعر الإقفال على ربحية السهم خلال العام.
- حجم التعامل بمئات الأسهم لكل شركة خلال الاثني عشر شهراً الأخيرة .
- أعلى وأقل سعر جرى به التعامل في يوم صدور التقرير.
- سعر الإقفال لحظة الإقفال في يوم صدور التقرير.
- التغير في سعر الإقفال ما بين اليوم الحالي والسابق.

- نموذج تقرير صحيفة (Financial times):

تقوم هذه الصحيفة المتخصصة في المملكة المتحدة بنشر أحدث البيانات المالية للشركات المساهمة المسجلة في سوق الأوراق المالية بلندن و الأسواق العالمية وذلك بصورة يومية وعلى مدار الساعة من وقت بدء العمل بالسوق حتى نهاية الإقفال و أهم ما تنشره من معلومات ما يلي:

- سعر السهم لحظة الإقفال في اليوم السابق.
- سعر السهم خلال الثلاثة أيام السابقة على اليوم السابق.
- معدل التغيير اليومي في سعر السهم.
- سعر السهم منذ عام مضى.
- معدل التوزيعات على السهم.

- معدل أرباح كل سهم.
- نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح.
- عدد الأسهم التي لم يحصل أصحابها على توزيعات و مجموع مستحقاتهم من الأرباح.

خلاصة الفصل:

نشر المعلومات لمتعاملي سوق الأوراق المالية مسألة مهمة للغاية؛ بحيث من خلالها سيتمكن هؤلاء من اتخاذ قراراتهم الحالية و المستقبلية، و هي على أهميتها تتنوع من حيث كم و نوع المعلومات فمنها ما هو كافٍ و منها ما هو كامل و آخر عادل و ملائم؛ و منها ما هو عكس ذلك، كما تتباين من حيث إلزاميتها فمنها الاجباري و منها الاختياري، و من حيث توقيتها نجد المستمر منها والدوري و المبدئي و الطارئ، و منها ما هو ممكن القياس كمي و أخرى مجردة غير قابلة للقياس، و منها ما يخص سوق الأوراق المالية عموما كشركة اقتصادية و منها ما يتناول الشركات المدرجة فيها، و لِكُلٍّ حاجاته و خبرته في استثمار ما توفر من معلومات و رؤيته لكفايتها.

سهرا على سلامة عملية الإفصاح في سوق الأوراق المالية و حمايةً لمتعامليها، يُشَكَّلُ في كل سوق نظام أساسه القانون و الأشخاص المكلفون بضمان تنفيذ هذا القانون، و كذا أساسه ما يستعمل من تقنيات و وسائل، و قد كان للمنظمات المحاسبية الفضل العظيم في تحديد صفات المعلومات التي يحتاجها المتدخلون في السوق كَمًّا و نوعا، و كذا حين بينت ما يجب على الشركات المالية الإفصاح عنه كشركات ذات طبيعة خاصة و مميزة نوعا ما، و عنايتها بالإفصاح في عدة مواقف، و بهذا كانت معايير المحاسبة الدولية و الحوكمة جزءا لا يمكن فصله عن نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية، هذا ما أعطى الإفصاح صبغة شبه موحدة في كل أسواق الأوراق المالية؛ بحيث تتشابه أنظمة الإفصاح في كل الدول و الاختلاف أصبح يقتصر على الهيئات المكلفة بالسهر على تطبيق القوانين ونوع العقوبات المفروضة على المتجاوزين، و هو ما يتضح لو أمعنا النظر بين الإفصاح في سوق دبي المالي و سوق دمشق أو أي سوق في دولة أخرى، لذا فإن أي خلل أو نقص في مكونات نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية ستكون عواقبه وخيمة على المستويين الجزئي ومن ثمة الكلي.

الفصل3
دراسة بعض أزمات التلاعب في الإفصاح

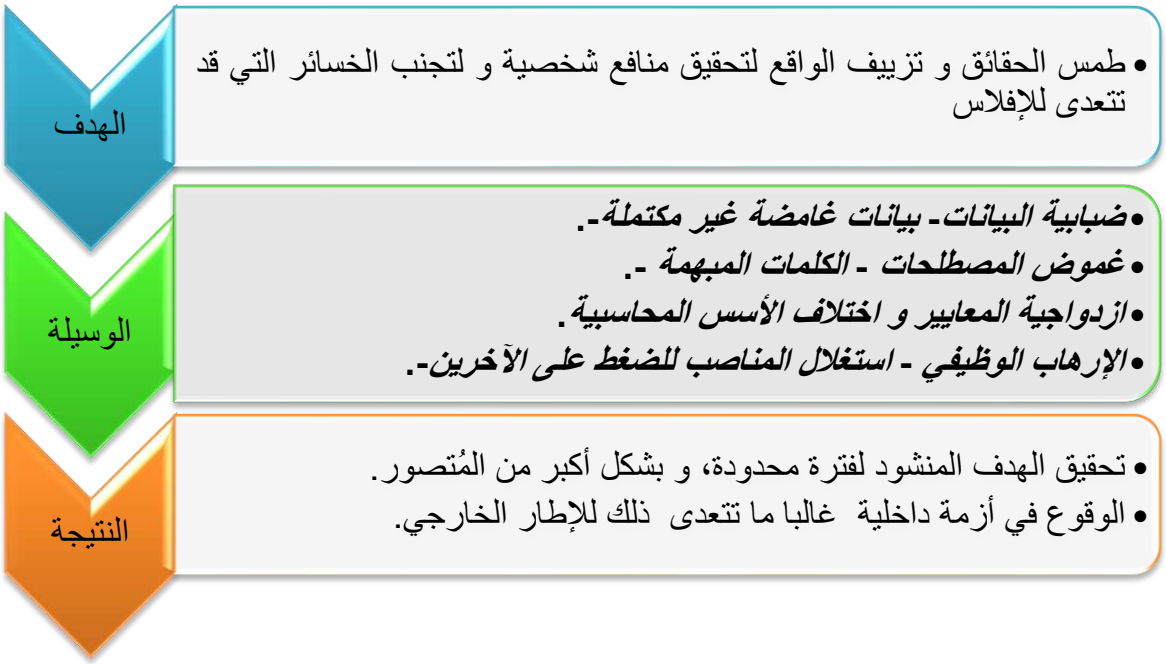
خلال دراسة الأزمات المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي على مستوييه الكلي و الجزئي؛ يتم التطرق لأسبابها و مخلفاتها و كل الجوانب المحيطة بها بصفة مختلفة من باحث لآخر، فكلٌ يدرس ويحلل الأزمة من منطلق تخصصه؛ ها هي أزمة الكساد العالمية يرجع حدوثها لاختلال التوازن بين العرض و الطلب في سوق السلع من جهة، و من جهة أخرى تناولها باحثون من منطلق التلاعب بالمعلومات و انتشار الإشاعات في سوق الأوراق المالية...، و مع كل مرة تُدرس فيها أزمة ما تُعرض مسبباتها الرئيسية بينما تُهمل عوامل قد تظهر عرضية تافهة؛ إلا أنها في الواقع ببساطتها وصغر حجمها من شأنها أن تجعل من الأزمة أكثر حدة و تفاقما، و مع أن الظروف كانت مختلفة من أزمة إلى أخرى إلا أنها تشترك في تشوه الهياكل التنظيمية مما جعل سوق الأوراق المالية تفتقد للكفاءة المثالية و المنشودة.

لما تكون أسعار الأسهم لا تعبر عن الأوضاع الفعلية للشركات المعنية فإن هذا سيؤثر على نسبية الكفاءة في سوق الأوراق المالية محل إدراج هذه الشركات، و لما كانت الأزمات المالية غالبا ما تنجم عن إخفاء حقائق جوهرية عن ما مرّت أو تمر به بعض الشركات من جهة و فشل نظام الإفصاح في اكتشافها مبكرا و علاجها من جهة أخرى؛ و بالتالي فإن هذه الأزمات ستعبر عن تردي كفاءة سوق الأوراق المالية و الناجم بدوره عن وجود خلل أو تشوه في نظام الإفصاح، خلال هذا الفصل سنتناول أهم الأزمات التي مرت بالاقتصاد العالمي بمستويه الجزئي و الكلي؛ لكن من منظور قَلَّ مَا تمت معالجة الموضوع به و هو: تسبب التلاعب بالإفصاح في إحداث الأزمات.

1.3 الأزمات المالية و التلاعب في الإفصاح

يشير رئيس هيئة أسواق الأوراق المالية التركية الدكتور Dogan Cansizlar بأنه(64،ص26):« واحد من أهم العوامل الكامنة وراء الأزمات المالية و فضائح الشركات التي اندلعت في الآونة الأخيرة في مختلف أنحاء العالم يمكن أن يعزى إلى عدم كفاية مبادئ الحوكمة السليمة للشركات.... و كذلك لثغرات معايير المحاسبة الدولية....»، هذه النقائص و الثغرات المُشار

إليها تستغلها العديد من الجهات فيتعمدون انتهاج أساليب و طرق مختلفة لإخفاء الحقائق- لاحظ الشكل 10- و طمسها للتأثير على قرارات المستثمرين و بالتالي التأثير على اتجاه الأسواق المحلية بل وحتى الدولية منها، و هو ما سنحاول بيانه خلال هذا المبحث.



الشكل رقم(10): أدوات إخفاء الحقائق

المصدر: ماجد إسماعيل أبو حمام، مرجع سابق، 52.

1.1.3 الأزمات المالية الكلية

الأزمات المالية الكلية هي تلك الأزمات التي مست اقتصاد بلد ما بكامله، و ذلك انطلاقا من قطاع ما أو شركة معينة ذات طابع استراتيجي و تأثير هام على هذا الاقتصاد، و مع هذا قد يتعدى الأثر إلى اقتصاديات عديدة بفعل ترابط و تكامل الاقتصاديات حديثا.

عرف الاقتصاد العالمي الكثير من هذه الأزمات لذا سنكتفي بذكر أبرزها على النحو التالي:

1.1.1.3 أزمة سوق المَناخ

عام 1973 زادت الايرادات النفطية لدولة الكويت بشكل ضخم جدا بسبب الحرب بين العرب وإسرائيل، حيث قررت الدول العربية النفطية مقاطعة الدول الغربية المساندة لإسرائيل، و على رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، و لما أُوقِفت شحنات النفط إلى تلك الدول تضاعفت أسعار النفط عدة مرات، و نظرا لضخامة ايراداتها النفطية مقارنة بكثافتها السكانية، تراكمت ثروات الأفراد بصورة كبيرة في الكويت، فأخذت عمليات المضاربة من جانب المستثمرين في التصاعد، و مع

صدور القرار الخاص بتنظيم تأسيس الشركات المساهمة محليا و عدم السماح بتأسيس شركات مساهمة عامة جديدة للحد من عمليات المضاربة على الأسهم، بدأ البحث عن أدوات لاستثمار هذه المدخرات المتراكمة لدى الأفراد، فكان الحل هو إنشاء شركات مساهمة خارج الكويت ثم جلب أسهمها إلى الداخل للمضاربة عليها؛ حيث ناهز عددها في (1979- 1980) 35 شركة كان للإدارة الكويتية النصيب الأوفر منها(100) ، و كذلك تم إنشاء شركات مساهمة مقفلة و تداول أسهمها في السوق أيضا، و بعدها انتشرت عمليات إنشاء الشركات المقفلة بقائمة أسماء تتكرر في كل مرة تقريبا بهدف توفير المزيد من الأوراق المالية حتى يتمكن المضاربون من تحقيق ثروات خيالية، و لقد كانت عملية إنشاء شركات المساهمة المقفلة في معظم الأحيان لا تزال حبرا على ورق عند تداول أسهمها في السوق، حيث قام الوسطاء بتداول هذه الأسهم في سوق موازية للسوق الرسمية في مبنى سوق المناخ، و هي سوق غير منظمة لتداول أسهم الشركات الخليجية التي كان يتم جلبها أو إنشاؤها في الخارج و معظمها شركات مقفلة.

لتوفير الوقود الضروري للمضاربة قام المضاربون باستخدام مجموعة من الابتكارات المالية الناتجة عن الهندسة المالية الحديثة لتمويل هذه المضاربات بدون تدخل الدولة، فكانت هذه أحد فجوات التشريع الكويتي الذي سمح بمثل هذه الابتكارات المالية و العمل بها دون قيود أو شروط، ومع توفير هذا العامل أخذت أسعار الأسهم في الارتفاع إلى مستويات خيالية، مما جذب المزيد من المضاربين إلى السوق، و بعدها دخلت المؤسسات المصرفية في سوق المناخ، حيث أخذت البنوك في تقديم التسهيلات الائتمانية في صورة سحب على المكشوف، أو تقديم قروض بضمانات شخصية أو بدون ضمانات، أو بضمان الشيكات الآجلة، و كذلك قبول عمليات خصم الشيكات لشراء الأسهم، و هو ما أدى إلى توفير السيولة اللازمة للمضاربين في السوق، و من جهة أخرى قامت المؤسسات المصرفية بتمويل عمليات الشراء و المساهمة في خصم الشيكات.

عام 1982 ارتفعت القيمة الرأسمالية للأسهم في السوق الكويتية من 05 مليارات إلى 100 مليار دولار في غضون أشهر قليلة، و هو ما أدى إلى تحول سوق الكويت للأوراق المالية في أوائل الثمانينات إلى ثالث أكبر سوق أسهم في العالم من حيث القيمة الرأسمالية أو عدد الأسهم التي يتم تداولها؛ حيث تجاوزت القيمة الرأسمالية للأسهم المتداولة في سوق المناخ و سوق الكويت للأوراق المالية القيمة الرأسمالية لمعظم أسواق الأوراق المالية في أقوى اقتصاديات العالم، عدا سوقي وول ستريت في الولايات المتحدة الأمريكية و طوكيو في اليابان، أي كانت أقوى من أسواق المملكة المتحدة آنذاك، و مع الارتفاع الكبير في الأسعار بدأت تظهر ابتكارات مالية أخرى مثل استخدام هذه الأسهم رهنا في مقابل الاقتراض الإضافي للمضاربة على الأسهم، كما قام البعض بخصم هذه الشيكات للحصول على النقد من أجل استخدامه في المضاربة، و ارتفعت معدلات الفائدة في السوق

إلى 100% سنويا، بل و أكثر من ذلك في بعض الحالات، و قبل انفجار الفقاعة كانت الأسعار تتضاعف بسرعة قياسية، حيث كانت أسعار الأسهم ترتفع ما بين 20% إلى 50% شهريا في المتوسط، و في بعض الأحيان بنسبة 100% يوميا في بعض الحالات(64،ص28).

في النهاية جاء انهيار سوق الأوراق المالية من دون أي إنذار و لأسباب أخرى غير ارتفاع الأسعار، ففي أوت 1982 تم تقديم شيك مؤجل مسحوب على الرئيس في السوق فلم تجد صاحبة الشيك رصيدا في حسابه، و تم اكتشاف عجزه عن دفع قيمة ديونه التي كانت ضخمة جدا، وانتشرت الأخبار في السوق بسرعة البرق، و في لحظات بدأت قواعد السوق القائم على نظام التمويل الضعيف تنهار، و قد جرف هبوط الأسعار ثروات المضاربين الذين تحولوا من أصحاب ملايين إلى مفلسين بانفجار الفقاعة، و قد ترتب عن انهيار قيم الأصول عجز الكثير من المدينين عن الوفاء بالتزاماتهم تجاه النظام المصرفي المحلي، فأدى ذلك إلى تضخم المحافظ الائتمانية للبنوك المحلية بأصول غير منتظمة بلغت قيمتها (3436 مليون دينار كويتي)، هذا ما اضطر بنك الكويت المركزي للتدخل عن طريق برنامج تسوية التسهيلات الائتمانية الصعبة الذي اعتمده مجلس الوزراء في 1986/8/10، كما أفرزت الأزمة آثار اقتصادية سلبية منها انخفاض حجم التداول بنسبة 23% عام 1982 مقارنة بعام 1981، و أيضا ارتفع معدل التضخم ليبلغ 1,8% عام 1982، و بهدف إعادة الاستقرار لسوق الأسهم عملت الحكومة على دعم أسعار أسهم الشركات الكويتية عن طريق قيامها بشراء هذه الأسهم بصورة غير مباشرة، كما قامت باتخاذ الإجراءات الكفيلة بحماية بعض صغار المستثمرين عن طريق الوفاء الكلي أو الجزئي لحيازتهم من الشيكات مؤجلة الدفع والتي يعجز محرروها عن الوفاء بها و ذلك من خلال صندوق حكومي خاص أنشئ لهذه الغاية، كما اتخذت الحكومة الكويتية عام 1983 العديد من الإجراءات لتدارك الأزمة محاولة في ذلك السيطرة على الوضع و منعا لتفاقمه، كان من أهم هذه الإجراءات:

- إصدار القانون رقم75 لعام 1983 الذي يقضي بإنشاء شركة عامة جديدة وهي « شركة تسوية المعاملات المتعلقة بأسهم الشركات التي تمت بالأجل»؛ حيث تتولى استلام، تقييم، إدارة وتصفية موجودات المدينين المفلسين، كما تصرف لدائنيهم سندات قابلة للبيع و الرهن على أساس قسمة الغرماء.

- إصدار مرسوم بتاريخ 1983/8/14 يقضي بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية كشخصية اعتبارية مستقلة لها أهلية التصرف في أموالها كما لها حق التقاضي، بإرساء القواعد و الأحكام المنظمة لنشاطها، عقب ذلك إصدار قرار وزير التجارة رقم 35 لعام 1983 و الخاص باللائحة الداخلية للسوق(100).

إن أحد أهم أسباب أزمة سوق المناخ هو غياب الجانب التنظيمي و الرقابي من الدولة و غياب التشريعات و اللوائح التي تحمي المساهمين، و من أهم تلك اللوائح هي لائحة حوكمة الشركات، كما أن عدم وجود بيانات مالية منشورة في ذلك الوقت كان أحد أسباب غياب المعلومات المالية التي تفيد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية، ثم إن عدم الإفصاح و غياب الرقابة هو ما سمح بتصرف مثل ذلك الذي قام به رئيس السوق عندما أصدر شيكا دون رصيد، مما كلف متعاملي سوق المناخ وسوق الأوراق المالية الكويتية على حد السواء ملايين الدولارات، ففُقِدت الثقة في السوق الكويتية، وهنا يتأكد دور نظام الإفصاح في الكشف عن التلاعبات و محاربتها قبل فوات الأوان لتعزيز موثوقية السوق و بالتالي إرساء و تدعيم كفاءتها.

2.1.1.3 أزمة الاثنين الأسود

سميت أزمة الاثنين الأسود نظرا لحدوثها يوم الاثنين 19 أكتوبر 1987 في نيويورك، واعتبرت أزمة نظرا للهبوط الحاد في أسعار الأسهم و السندات في أسواق الأوراق المالية الأمريكية؛ حيث انخفضت بما يعادل 30% من قيمة المؤشر في ذلك اليوم، ثم امتد أثر ذلك إلى الأسواق العالمية الأخرى(64،ص20).

انطلقت الأزمة من فرنسا، نيوزلندا و إسبانيا يوم الأربعاء 14 أكتوبر؛ أي قبل خمسة أيام من حدوثها في نيويورك و كان الانخفاض في الأسواق الأوربية أقل مقابل الانخفاض في الأسواق الأمريكية(83،ص282).

إن الأزمات المالية لا تنشأ من الفراغ و لا تظهر فجأة دون سابق إنذار، فقط تنبأ بعض علماء الاقتصاد و المضاربون في أسواق الأوراق المالية في نيويورك عام 1978 بأن هذه الأسواق تتجه نحو الانهيار، لكن المضاربين و المستثمرين لم يكن لهم اهتمام بالأمر بسبب الأرباح التي كانت مرتفعة؛ فكانوا في حالة تفاؤل منعتهم من التطلع لما سيحدث لاحقا، و قد تظافرت مجموعة من العوامل كانت سببا في حدوث هذه الأزمة يمكن ذكرها على النحو الآتي(64،ص20-21):

- البدئ في بيع الشركات الحكومية للقطاع الخاص بأسعار متدنية، خاصة في كل من الولايات المتحدة الأمريكية و بريطانيا؛ حيث تم تحويل معظم شركات القطاع العام إلى القطاع الخاص، وهذا كان أهم الأفكار الرأسمالية في ذلك الوقت مع بقاء الدولة مراقبة للاقتصاد فقط و تدخلها لا يكون إلا عند الضرورة القصوى.
- قيام الولايات المتحدة الأمريكية بتخفيض معدل التضخم من 11,3% عام 1979 إلى 4,3% عام 1984 بتكلفة سنوية بلغت 265 مليار دولار؛ أي تخفيض الناتج بحدود 265 مليار دولار، مما أدى إلى توجه رؤوس الأموال نحو المضاربة في أوربا خارج الحدود الوطنية.

- زيادة حجم البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية من 5,8% عام 1979 إلى 7,2% عام 1985، و ذلك بسبب توجه الشركات الإنتاجية إلى المضاربة سعيا وراء تحقيق أرباح سريعة، مما سبب في تخفيض العمل الإنتاجي الذي أثر بدوره على زيادة حجم البطالة في الولايات المتحدة آنذاك.
- بدء حالة التشاؤم في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1986 حول عدم قدرة السياسة الاقتصادية على معالجة العجز التجاري أو عجز الموازنة العامة، مما دفع الدولة لرفع سعر الخصم و تحول المضاربين لشراء سندات الخزينة الأمريكية، الأمر الذي أثر على المضاربة بالأسهم في أسواق الأوراق المالية.
- حدوث خلل في التوازن بين العرض و الطلب في الأسواق الحاضرة و في أسواق العقود المستقبلية، و قد نشأ هذا الخلل من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل؛ فعندما فتحت سوق الأوراق المالية بنيويورك أبوابها للتعامل في تمام الساعة العاشرة بتوقيت نيويورك تدافع المتعاملون من كل مكان لبيع أعداد كبيرة جداً من الأوراق المالية التي بحوزتهم، و قد نجم عن هذا الاندفاع انخفاض حاد و سريع في أسعار الأوراق المالية المتداولة في ذلك اليوم حتى أن مؤشر " داو جونز الصناعي " الذي يقيس تطور 30 شركة أمريكية خسر 02,299 نقطة في أقل من ساعتين من بدئ التعامل في السوق، و مع نهاية اليوم كان هذا المؤشر قد فقد 32.508 نقطة، و ما حدث في ذلك اليوم من انهيار في أسواق الأوراق المالية يعتبر ضعف الانهيار الذي حدث أثناء أزمة الكساد(89).

إن هذه الأسباب توضح أن الاقتصاد الأمريكي لا يملك رؤية واضحة في الاستثمار و الإنتاج؛ حيث تركزت تلك الفترة في المضاربة في أسواق الأوراق المالية، لذلك توجهت أكثر رؤوس الأموال و خاصة الدولارات الأوربية إلى أسواق الأوراق المالية الخارجية- اليابان- بهدف جني الأرباح السريعة و الانسحاب عند الأزمة و هو حقا ما حصل في الأزمة.

قامت الكثير من الشركات بالاستثمار في المشتقات المالية و المضاربة في أسواق الأوراق المالية العالمية، و لم تقم هذه الشركات بالإفصاح عن طبيعة هذه المعاملات، كما قامت بعض الشركات بالتركيز على الأرباح المحققة من الاستثمارات في الأوراق المالية، و لم تعتمد على الاستثمار في النشاط التشغيلي لها، في حين لم تقم هذه الشركات بتوضيح ذلك للمساهمين و لم تفصح في قوائمها المالية عن تلك المعاملات و التي هي إحدى أهم متطلبات حوكمة الشركات، وهي الإفصاح للمساهمين عن جميع البيانات المالية و غير المالية التي تقوم الشركة بها.

عندما يكون نظام الإفصاح ناقصا غير كامل و لا يشمل كل جوانب الإفصاح عن المعاملات مهما كان نوعها، فإن هذا يفتح الأبواب بمصراعيها للتجاوزات و هو ما حدث في أزمة الاثنين الأسود، فغياب التشريع الذي ينظم الإفصاح عن المعاملات المتعلقة بالمشتقات المالية كان أحد ثغرات نظام الإفصاح و التي تسببت في تأزم الوضع آنذاك.

3.1.1.3 الأزمة الآسيوية

شكلت الدول الآسيوية قوة اقتصادية و مالية في نهاية القرن العشرين، و قد استقطبت رؤوس الأموال الأجنبية مما تسبب في حدوث أزمة مالية عام 1997 عرفت بالأزمة الآسيوية؛ حيث تسببت في انهيار أسواق الأوراق المالية في دول جنوب شرق آسيا، بدأت الأسهم بالانخفاض في تايلاندا وانتقلت آثار العدوى إلى أسواق الأوراق المالية في ماليزيا، هونغ كونغ، اندونيسيا، كوريا الجنوبية، الفلبين، سنغافورة، و تايوان، ثم إلى دول أخرى خارج نطاق دول الأزمة، حيث تأثرت بها اليابان، استراليا، الولايات المتحدة الأمريكية، و بعض الدول الأوربية(89) ، و حدث ذلك نتيجة بعض الممارسات و الإجراءات غير الصحيحة في هذه الأسواق، هذا و يمكن ذكر أسباب حدوث هذه الأزمة كما يلي(64،ص22-23):

- زيادة حجم الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي؛ بمعنى إن هذه الدول تعتمد بشكل كبير جدا على الصادرات، في حين لو تعرض الطلب الخارجي للتراجع فسيسبب هذا أزمة لتلك الدول.
- ارتفاع نسبة حماية الصناعة الوطنية في الدول الآسيوية، و قد فسرت الدول المتقدمة بأن هذه الدول تعطي أكثر مما تأخذ، و قد سعى التعاون الأوربي- الأمريكي لمحاربة هذه السياسة، حيث ترى الدول الأوربية و الأمريكية أنه ينبغي على الدول الآسيوية فتح أسواقها و شركاتها أمام الاستثمار و الشراكة الأجنبية و إلغاء الرسوم الجمركية و كافة أشكال الحماية.
- توجه الفوائض المالية المتوفرة في الشركات الإنتاجية إلى المضاربة في أسواق الأوراق المالية، مما أدى إلى زيادة أسعار الأسهم و السندات بدون مبرر اقتصادي، و ذلك بدلا من التوسع و الانتشار في القطاعات الإنتاجية، الأمر الذي أثر على معدل النمو الاقتصادي في هذه الدول.
- لقد قامت هذه الدول بتخفيض قيمة العملة الوطنية بهدف زيادة الصادرات الوطنية.
- عدم قيام البنك المركزي بممارسة دوره الرقابي على البنوك التجارية بسبب توسع هذه الأخيرة في منح الائتمان، مما أدى إلى زيادة حجم النقد في الاقتصاد دون أن يرافق ذلك زيادة مماثلة في الناتج؛ حيث توجهت القروض إلى التجارة و الخدمات مما أدى لارتفاع المضاربة في قطاع العقارات و ارتفاع أسعار هذه الأخيرة ثلاث مرات عام 1996.

- لقد ساهم التوسع النقدي و المالي في زيادة حجم السيولة الوطنية، مما شجع شركات المساهمة على زيادة إصدار الأسهم و السندات، و لكن ليس بهدف التوسع الصناعي أو زيادة قدراتها الصناعية بل بهدف تجميع الأموال الإضافية، و ذلك لاستخدامها في المضاربة في أسواق الأوراق المالية و تكوين محافظ استثمارية لهذه الشركات بهدف تحقيق الأرباح السريعة، إضافة إلى شراء العقارات و إعادة بيعها بأسعار مرتفعة، مما زاد أرباح الشركات و زادت أرباح الأسهم من الأنشطة غير الإنتاجية، هذا ما أدى إلى ارتفاع أسعار أسهم هذه الشركات دون مبرر اقتصادي وإنما اعتمادا على المضاربة و تضخيم الأرباح غير التشغيلية.
- السماح بدخول رؤوس الأموال الساخنة للمضاربة في أسواق الأوراق المالية لتلك الدول وقد تسببت هذه الأموال بتأثيرات بالغة الخطورة للدول النامية، نظرا لعدم توفر الإمكانيات والخبرات للتعامل مع مثل هذه الأموال، و غياب آليات محددة للدخول و الخروج من أسواق أوراقها المالية أو ما يسمى بمرونة الدخول و الخروج إلى و من أسواق الأوراق المالية لهذه الدول، هذه المرونة التي كانت كبيرة تسببت في مضاربات حادة في الأسواق.

إن هذه الأسباب شكلت مع أسباب أخرى مقدمات لحدوث الأزمة، أما السبب المباشر فكان المضارب الأمريكي جورج سيروس الذي دخل ماليزيا و سنغافورة برأسمال قدره 08 مليار دولار خصصت للمضاربة في أسواق الأوراق المالية مما زاد من حدة الارتفاع، و عندما شعر بإمكانية حدوث الأزمة باع بأسعار أقل ثم اشترى ثانية بأسعار أعلى مما أعاد الأسعار لارتفاع أكبر ثم باع بأسعار أقل و غادر لتبدأ حركة هبوط كبيرة، خاصة و أن المقترضين بضمانة الأسهم لا يمتلكون الامكانيات اللازمة للصمود لذلك تزايدت حدة الهبوط، و قد دفعت الأزمة بالاقتصاد العالمي للدخول في حال الركود التي استمرت حتى عام 2002 تقريبا، أي قرابة خمس سنوات وهي الدورة الاقتصادية(83،ص295).

قامت الكثير من الشركات بالاستثمار في الأدوات المالية دون الإفصاح عن هذه الاستثمارات للمساهمين، و كان هدف هذه الشركات هو تحقيق الأرباح بشكل سريع جدا و بمخاطر عالية جدا، و بهدف حصول كبار التنفيذيين في تلك الشركات على المكافآت العالية و الرواتب الضخمة من النتائج التي حققوها دون الإفصاح عن هذه العمليات، و خاصة أن أكثر هذه المعاملات لا تظهر في القوائم المالية، و قد كانت هذه الأزمة مفاجئة لصندوق النقد الدولي، الأمر الذى يعكس ضعف رقابة و إشراف صندوق النقد الدولي على أحوال العالم المالية والنقدية و كذلك ضعف كفاءة التنظيم الدولي في التنبؤ بالأزمات المالية قبل وقوعها، مما يتطلب إعادة النظر في سلامة البيانات المالية التي تقدم إلى صندوق النقد الدولي ، و وضع الضوابط لأحكام الرقابة على هذه البيانات،

وبالتالي لو احترم مبدأ الإفصاح من قبل الشركات لما تأزم الوضع ولما أفلست هذه الشركات، ولو أن السلطات قامت بدورها الرقابي على عملية الإفصاح لما حدث كل هذا.

2.1.3 الأزمات المالية الجزئية

إن تعرض الاقتصاديات لأزمات ذات طبيعة كلية يعطي صورة واضحة عن المستوى الجزئي لهذه الاقتصاديات، فكثيرا ما تنطلق أزمة كلية من احدى أزمات الشركات الاستراتيجية في البلد، وكثيرا ما ينتهي تعثر شركة ما بتأزم الوضع الكلي إن لم تتخذ الإجراءات اللازمة لتقليص حجم الخسائر، فيما يلي ستكون لنا وقفة عند أبرز الشركات المتعثرة و تلاعب مسيريها بالإفصاح.

1.2.1.3 أزمة بنك Barings

لقد تعرض فرع بنكBarings البريطاني في سنغافورة إلى خسائر فادحة، كان سببها دخول أحد المسؤولين و المتخصصين بالتداول بالمشتقات في معاملات غير مرخصة من خلال شركة في سنغافورة تسمى«Barings futurisms » تابعة لشركة الأوراق المالية يمتلكها Barings باسم «Barings securities » التي تعتبر صانع السوق في المجموعة(101،ص46).

قام البنك في عام 1992 بتعيين شاب عمره 28 سنة يدعى Nick Leeson سبقته سمعته وكفاءته، حيث تُركت له مسؤولية تصميم و إدارة عمليات عقود المشتقات في فرع البنك بسنغافورة، و لقد بدأ نشاطه في عام 1994 بعمليات من المفترض أنها محدودة المخاطر تتمثل في المراجحة بين عقود مستقبلية على مؤشر نيكي 225، و مؤشر بورصة أوساكا، و هما مؤشران لسوق طوكيو يتم تداولهما في سوق الأوراق المالية لسنغافورة، و ذلك على أساس أنهما مؤشرين مرتبطان ببعضهما البعض، فكان Nick يبيع عقود مستقبلية على مؤشر نيكي 225 مثلا عندما يرتفع سعره، ليشتري عقودا مستقبلية على مؤشر اوساكا إذا ما انخفضت أسعارها أو لم ترتفع بنفس قدر ارتفاع في أسعار العقود على مؤشر نيكي 225 أو حتى إذا ما بقيت على ما كانت عليه، و يقوم بالعكس في حالة انخفاض أسعار مؤشر نيكي 225 ، و هي عمليات تظهر صعوبة تعرضها للمخاطر، و لكن الذي حدث أنه عندما وقع زلزال كوبا في 16 يناير، في وقت كان Nick قد اشترى قدرا هائلا من العقود المستقبلية على مؤشر نيكي، الذي انخفض بسبب الزلزال بنسبة 10% أي من 20000 نقطة في أول يناير إلى 18000 نقطة بعد الزلزال(102،ص07) ، و أملا في سرعة تعويض الخسائر قام بشراء المزيد من تلك العقود بهدف تخفيض متوسط الأسعار(88،ص06) ، و لكن الأمور لم تَسِرْ بشكل مرضٍ، فقد استمر المؤشر في الانخفاض حتى وصل إلى 17000 نقطة و مع كل انخفاض في قيمة المؤشر ازدادت الخسائر.

تمكن Nick إخفاء الخسائر- بفعل غياب الرقابة الداخلية- عن رؤسائه و التي بلغت 59 بليون ين؛ أي ما يعادل حينئذ 610 مليون دولار، غير أنه لم يستطع إخفائها عن السوق، بسبب القروض

التي حصل عليها من البنوك؛ حيث أن التعامل في عقود المشتقات يتطلب إيداع هامش مبدئي لدى السمسار قد يكون في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية حكومية، و إذا ما انخفض الهامش الفعلي من تأثير الخسائر إلى مستوى يقل عن هامش الوقاية أو الصيانة، حينئذ يتطلب الأمر من الطرف الذي تعرض للخسائر إيداع مبالغ نقدية فقط حتى يرتفع الهامش الفعلي إلى مستوى الهامش المبدئي، و قد استطاع Nick الوفاء بتلك الإيداعات الإضافية من قروض مصرفية(102،ص08). وبهذا فقد ساهمت البنوك اليابانية التي قدمت لليسون القروض حتى يتمكن من تغطية المخاطر في الإبطاء من اكتشاف أزمة البنك.

بدأ المسؤولون عن البنك في لندن يدركون حقيقة وجود أزمة و ذلك عقب مطالبة البنوك اليابانية التي بلغ عددها 15 بنكا باسترداد قيمة القروض التي بلغت 715 مليون دولار، غالبيتها كانت بهدف تغطية متطلبات الهامش(102،ص07-08).

يوم الأحد الموافق لـ 1995/02/26م أعلن البنك افلاسه و بدأ مجلس الرقابة المصرفية لبنك إنجلترا المركزي التحقيق بقيادة وزير الخزانة، و وُضعت مجموعة البنوك التجارية المسماة Barings تحت حراسة بنك انجلترا ، و قد أخفقت محاولة ترتيب بيع هذا البنك، و قد تم سجن Nick سنة و نصف في سنغافورة، و قد ذُكر أن هذه الحادثة جعلت أسواق الأوراق المالية الآسيوية في حالة من الفوضى و الذعر(103).

السؤال المطروح ها هنا أين كانت هيئات رقابة سوق الأوراق المالية السنغافورية أثناء تمادي Nick في تعاملاته و تلاعبه بحسابات المشتقات و اخفائه لخسائر بلغت 610 دولار؟ .

أكيد أنه لو كانت الرقابة مشددة، صارمة و دائمة على المعاملات:

- في سوق الأوراق المالية اليابانية التي منحت بنوكها القروض لـ Nick ؛ فمهّلت من اكتشاف الأزمة و بالتالي ساهمت في رفع قيمة الخسائر و هو ما يؤكد عدم فعالية و كفاءة جهاز الرقابة على القروض.
- في سوق الأوراق المالية السنغافورية التي تمكن Nick من اخفاء حقائق جوهرية عن تعاملاته فيها، فأثبت عدم جدارة الرقابة في كشف الممارسات غير الشرعية.

فلو كانت الرقابة على الإفصاح كذلك لكان التدخل سريعا لحل الأزمة و تقليل حجم الخسائر.

2.2.1.3 أزمة شركة وقود الطيران الصينية (CAO)

شركة وقود الطائرات الصينية هي احدى فروع مجموعة شركات وقود الطائرات الصينية الوطنية (CNAF) في سنغافورة، تتعامل بالدرجة الأولى بالكيروسين أو الوقود الأسود(kérosène) فتزود المطارات الصينية و العالمية بالوقود، و قد كانت تسيطر على ما يقارب من 100% من الأسهم في السوق السنغافورية(104،ص01).

في البداية استعملت الشركة المشتقات كوثائق تحوط من المخاطر الملازمة في تجارتها الأولية بالوقود الفيزيائي، لكن فيما بعد و مع نهاية مارس 2003 دخلت الشركة في المضاربة بالمشتقات أملا في تحقيق الأرباح و اعتمدت في استراتيجيتها على أن أسعار الوقود في السوق ستستمر في ميلها للصعود، و قد نجحت استراتيجيتها إلى أبعد حد إلى غاية الربع الثالث من2003، و في الربع الرابع من نفس السنة أمضى المدير التنفيذي Chen Juilin عقودا مع بنوك متعددة و وضع عرض مضاربة في الوقود بـ: 38 دولار لكل برميل مع افتراض أن سعر الوقود لن يرتفع، لكن مع حلول أكتوبر 2004م و مع تجاوز اجمالي سعر الوقود دوليا 38 دولار منيت الشركة بخسائر كبيرة قدرت في 30 نوفمبر 2004 بـ 510 مليون دولار، بينما صرح Chen Juilin و أعضاء تنفيذيون آخرون بـ 390 مليون دولار و تم حجب 160 مليون دولار عن طريق التلاعب بالقوائم المالية للشركة(104،ص02). و ما زاد الطين بلة هو ادعاء المدير التنفيذي أن الشركة الأم القابضة (CNAF) كانت على علم بالخسائر حين باعت 15% من أسهم الوحدة السنغافورية التي قيمتها 108 مليون دولار، و في وقت بيع الأسهم كانت الشركة تُبلغ 7000 مستثمر من القطاع الخاص بأنه ما زال بوسعهم توقع الحصول على أرباح بالرغم من أن الشركة كانت مفلسة بالفعل، و قالت هيئة تقييم المركز الائتماني الدولية PWC أن حالة الشركة أبرزت مشاكل أوسع نطاقا و منها الممارسات المحاسبية- سوء تطبيق معيار القيمة العادلة- التي لا يمكن التعويل عليها و كذا حوكمة الشركات ودورها الرقابي في سوق الأوراق المالية(64،ص17).

و بهذا و بعد عشرية من الزمن؛ افتتحت سنة 2005 بواحدة من أكبر الفضائح المالية في آسيا عقب حادثة Nick Leeson & Barings Bank ، و قد تم اعتقال Chen Juilin في مارس 2006 و حكم عليه بـ:51 شهرا(أربعة سنوات و ثلاثة أشهر) سجنا.

المعرفة غير الكافية لمخاطر التسيير و الإدارة، و الإدراك الخاطئ للمخاطر و خطأ تقدير عمق المحفظة المالية و القدرة المالية للشركة، و كذا عدم اختبار نماذج قياس الخطر قبل المتاجرة في منتجات جديدة و اهمال التحليل الأساسي و عدم توثيق و تدوين مخاطر المشتقات بجانب استعمالاتها... كل هذه العوامل كان لها أثر على تفاقم أوضاع هذه الشركة، غير أن أهم و أبرز هذه العوامل غلى الإطلاق كان التلاعب في الإفصاح و المعالجة المحاسبية باستعمال معيار القيمة العادلة حسب ما يتلاءم و مصالح Chen Juilin و غيره من المتواطئين(104،ص04) ، فلما كانت القيمة العادلة غير مضبوطة بشكل جيد استغلها مثل هؤلاء لتغطية أخطائهم و سوء تسييرهم، و هنا أثبت نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية السنغافورية فشله مجددا في كشف و ردع التلاعبات التي تحدث في حسابات الشركات المدرجة بها، و هو ما يؤثر بالطبع على التعاملات في هذه السوق، فيقلل من موثوقيتها و مصداقية التعامل به و بالتالي تخفيض نسبة كفاءتها.

3.2.1.3 أزمة شركة Parmalat

أفلست شركة الأغذية الإيطالية العملاقة Parmalat في ديسمبر 2003، بعد أن أدى تخلفها عن سداد قيمة السندات، إلى بدء تحقيقات في الأوضاع المالية للشركة، و سرعان ما اكتشف المحققون أن مديري الشركة كانوا فعلا يخترعون أصولا و يزوِّرون الحسابات لمدة وصلت إلى 15عاما و قد تضررت في هذا الحادث شركة محاسبة دولية كانت قد عملت مع الشركة لكنها لم تكتشف هذا الخداع، و قد قُدر الغش المالي لهذه الشركة بـ: 10 بلايين دولار و ذلك نتيجة تحقيق أرباح زائفة، في حين كان المراجع الخارجي للشركة Enrico Bondi هو المسؤول عن هذا الغش؛ عندما اقترح على الشركة تقسيم بعض أعمالها لتتمكن الشركة من الحفاظ على بعض عملائها وباستمرار، هذه العملية أوجدت مدفوعات كاذبة للشركة في شكل دين مستحق و في نفس الوقت أوجدت الفروع التابعة حسابات كاذبة حتى تظهر أنها قادرة على سداد ديونها، و مع هذا فقد قام المديرون في الشركة بتزوير في المستندات الرسمية لبنك أمريكا، و الادعاء بأن الشركة لديها 05 بلايين دولار وديعة بأحد البنوك و قد مرر المسؤولون بالشركة هذه الورقة بالفاكس عدة مرات حتى تبدو أصلية(105،ص67).

ما زاد الأمر سوءا في قضية هذه الشركة هو إعادة الهيكلة التي اقترحها Enrico Bondi والتي تقضي بتحويل السندات المتعسرة إلى أسهم و توهيم حامليها بتحولهم إلى مساهمين(106) ، و بهذا ضاع ادخار 135000مستثمر بما يعادل 14 مليار أورو، و قد اتهم بنك: Morgan Stanley، Bank of America، Citigroup، و البنك الألماني Deutsche Bank و خمس مسؤولين بالتورط في تنظيم إصدار السندات نيابة عن مجموعة الطعام الايطالية بالرغم من معرفتهم بإعسار الشركة، و قد أعلنت النيابة العامة لميلان غرامة مالية تقدر بـ 900000 أورو لكل بنك، كما حكم على مسؤولَيْن من Morgan Stanley بالسجن عاما، و لآخرَيْن منDeutsche Bank بعام وأربعة أشهر مع مسؤولCitigroup ، كما حكم على رئيس الشركة السابقCalisto Tanzi بـ18عاما سجنا من أجل قضية الاحتيال و الإفلاس الخاصة بمجموعةParmalat بمحكمة بارما في ديسمبر2010، بعدما كان قد حكم عليه بـ10 سنوات في 2008 بتهمة التلاعب في أسعار الأسهم(107).

انهيار مجموعةParmalat الايطالية كانت احدى أكثر الفضائح المالية دَوِيًّا؛ فما يلفت الانتباه في قضية الشركة هو المدة التي تمكن مسؤولو هذه الشركة من اخفاء و طمس حقائق وضعها المالي، و هنا يطرح السؤال: هل دهاء و قدرة هؤلاء المسؤولين على الغش و الخداع فائقة وخارقة لدرجة مُضِي 15عاما من التلاعب بالوثائق المالية دون اكتشاف للأمر، أم أن السلطات الرقابية ونظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية الايطالية و أنظمة الرقابة الأخرى عاجزة عن كشف مثل هذه

التصرفات و غير كفؤة للقيام بما أنيط لها من مهام؟. و الإجابة بالطبع هي ضعف الرقابة وعدم جدارتها في سوق الأوراق المالية الايطالية هي السبب الأساسي في هذه الأزمة، حيث أنها استغرقت 15عاما لاكتشاف تلاعبات في الحسابات؛ ليست بالآلاف و لا بالملايين و إنما ببلايين من الدولارات.

3.1.3 أزمة إنرون و وولد كوم(Enron & World com)

على غرار الأزمات الجزئية المذكورة آنفا و الأخرى التي لم نأت على ذكرها، تعد فضيحة شركتي إنرون و وولد كوم من أهم و أكبر الفضائح المالية التي عرفها التاريخ الاقتصادي، و هي بذلك قد هزت أبرز دعائم نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية، فطعنت في مصداقية الحوكمة ، وكذلك كان شأن معايير المحاسبة الدولية، فبات من الضروري إعادة النظر في كلا منهما بقليل من الإمعان و الاهتمام، كما أنها كانت فاتحة لأحد أكبر الأزمات المالية التي حلت بالاقتصاد العالمي.

فيما يلي سنقوم باستعراض حيثيات و مجريات أحداث كل من الأزمتين، مع تبيان عاملهما المشترك.

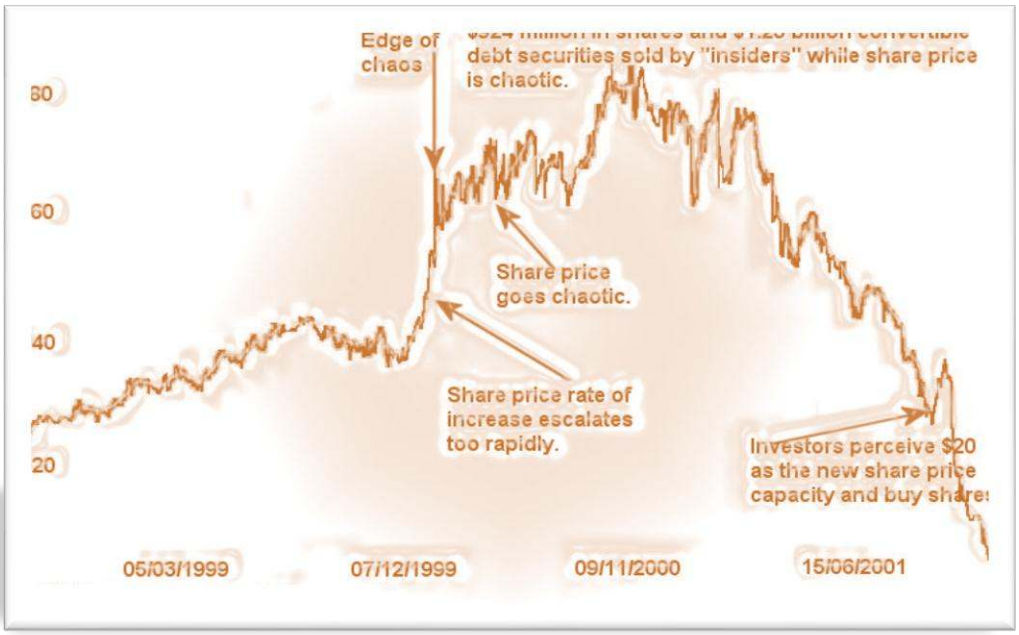
1.3.1.3 أزمة شركة إنرون (Enron)

شركة إنرون وسيط في مجال الطاقة كانت بداياتها الأولى في التجارة بالغاز الطبيعي، و قد عرفت في مرحلة سابقة بأم كل الشركات الأمريكية " Mother of All Corporations "(108،ص02) ، احتلت المرتبة 16 من حيث رقم أعمالها في تصنيف أكبر 500 شركة، و هي صاحبة المرتبة الأولى بين الوسطاء في مجال الطاقة فاستحوذت عمليا على 25% من السوق(109) ، و مع بداية 2001 جاء ترتيب شركة إنرون كسابع أكبر شركة من حيث الربحية في الولايات المتحدة الأمريكية؛ حيث بلغت القيمة السوقية لشركة إنرون للطاقة ما يزيد عن 60 بليون دولار، غير أنها في نفس العام انهارت و تقدمت بطلب الحماية من خلال الفصل الحادي عشر من قانون الإفلاس الذي يعطيها الحق في إعادة الهيكلة بدلا من الخروج كليا من السوق و هو نوع من أنواع الإفلاس، حيث أُعْتُبِرَتْ هذه الحالة من أكبر حالات الإفلاس في تاريخ الشركات الأمريكية(64،ص13).

تلاعبت إنرون بالعقود النفطية المرتفعة و أخفت جزءا من النتائج السلبية؛ حين انخفضت الأسعار و قد اعترف مكتبArthur Anderson بأنه أتلف وثائق في ذلك الملف تسيء إليها، و قد تدهورت حالة أسهم إنرون من 90$ في يوليو 2000 إلى أقل من 01$ أثناء القضية و في ديسمبر 2001 كانت أكبر كارثة لصغار المدخرين و الموظفين الذين استثمروا في صناديق التقاعد الخاصة، و فقد أكبر صندوقين في كاليفورنيا 850 مليون دولار في انهيار شركة إنرون وحدها وفقد صندوق تقاعد نيويورك الحكومي 300 مليون دولار، و قد استقال عدد من المسؤولين في الشركة قبل الإعلان عن

الفضيحة و قبضوا مبالغ كبيرة مقابل (خدماتهم)، فقبل بضعة أيام من الانهيار تلقى 500 شخص من الإطارات الإدارية مكافآت بلغت 55 مليون دولار، كما استفاد 750 وسيطا من هدايا بلغت قيمتها 50 مليون دولارا، و نتيجة للتزوير و التلاعب في الإفصاح و إخفاء التجاوزات التي قام بها مدير الشركة تم تسريح 4000عامل(109).

لعبت شركة إنرون دور صناع السوق في عقود المشتقات المتداولة في أسواق الأوراق المالية غير المنظمة؛ أي العقود المتداولة خارج السوق المنظمة، في الوقت الذي لم تكن فيه مطالبة بالإفصاح عن حجم المخاطر المصاحبة لتلك العمليات، و يضاف إلى ذلك ازدياد اعتماد الشركة على العمليات المقيدة خارج الميزانية التي يصعب اكتشافها لتصبح وسيلة لإخفاء مقنن للمعلومات، و هي تعتبر إحدى الثغرات المالية و المحاسبية التي أحسنت الشركة استغلالها، هذا فضلا عن علاقة شركة إنرون مع شركة Arthur Anderson و المكلفة بمراجعة حساباتها، هذه العلاقة كانت قد بلغت حد استخدام موظفي شركة Arthur في تقديم خدمات استشارية لا علاقة لها بمراجعة الحسابات مقابل حصولهم على مكافآت لغض بصرهم عن المخالفات أو لحثهم على عدم الالتزام بالفحص و التمحيص الأمين للمستندات، و هكذا كانت الظروف مهيأة للتلاعب، فالشركة لم تكن تحقق أرباح بل كانت تُمنى بخسائر، فتمكنت من خلال حسابات جانبية أن تظهر كواحدة من أفضل الشركات الأمريكية ربحية، وقد وضعت الشركة نفسها في دوامة مع كل تقرير ربع سنوي، فاضطر المسؤولون فيها و على رأسهم مدير الحسابات لبذل المزيد من الجهد لإظهار المزيد من الأرباح الوهمية في القوائم المالية، ولم يكتفوا بذلك بل قاموا بحثّ أقاربهم و أصدقائهم لشراء أسهم الشركة عندما كانت تُتَداول بأسعار متدنية، و مع ظهور مفعول الأرباح الوهمية قاموا ببيعها بأضعاف السعر الذي سبق أن اشتروا به، وفي أوت 2000 ارتفع سعر السهم إلى 90 دولار وأخذ مسؤولو الشركة الذين يعلمون حقيقة أمرها في تسريب إشاعات مفادها أن سعر السهم في طريقه للارتفاع إلى 140 دولار، بينما كانوا يتخلصون هم و أقاربهم من الأسهم التي سبق أن اشتروها، وعندما بدأت ملامح الفضيحة تتضح أخذ سعر السهم في الانخفاض حتى وصل في 15 أوت 2001 إلى 42 دولار أي انخفض أكثر من النصف في غضون سنة واحدة، و عندما أصبحت الفضيحة معروفة للجميع انخفض سعر السهم في نفس العام إلى دولار واحد- لاحظ الشكل 11-، و في جانفي 2002 تمت إحالة كبار المسؤولين التنفيذيين و رئيس المحاسبين إلى المحكمة و قد احتوت لائحة الاتهام 53 تهمة من أبرزها الاحتيال على البنوك و تزويد المحاسبين و البنوك ببيانات غير صحيحة و التلاعب في سعر السهم و التداول بمعلومات داخلية إضافية و غسيل الأموال(88،ص09-10).



الشكل رقم(11): حركة سعر سهم إنرون-2001/1999-

المصدر: فضيحة إنرون للطاقة؛ يوم 22- 05- 2011، الساعة 09:55، على الموقع:

http://www.applet-magic.com/enronar.htm

☜ عرفت حركة سعر سهم شركة إنرون تذبذبات و تشوشات عديدة فيما قبل مارس 1999، وكان الاتجاه العام للأسعار نحو الارتفاع التدريجي، لكن و قبل حلول07/ 1999/12 بدأ معدل ارتفاع السعر ينمو بسرعة إلى أن بلغ أشده مع نهاية العام(60 دولار في 07/ 1999/12 وهي حد التشوش)، كان الارتفاع الأخير حادا دون سابق إنذار و بقي مستقرا نوعا ما و لفترة معينة، بعدها عاد للسهم تذبذبه طوال سنة 2000 إلى غاية 2000/11/09 أين وصل سهم إنرون إلى أعلى مستوياته بما يعادل 80 دولارا، و هنا جنى المطلعون 924 مليون دولار من بيع الأسهم و1,25 بليون دولار من بيع سندات الدين القابلة للتحويل، و بعد تاريخ2000/11/09 عاد للسهم تشوشه مرة بالارتفاع و أخرى بالانخفاض إلى غاية 2001/06/15 أين وصل سعر السهم إلى أدنى مستوياته منذ تأسيس الشركة و ذلك مع تقدم الشركة بطلب الحماية من خلال الفصل 11 من قانون الإفلاس الذي يعطيها الحق في إعادة الهيكلة بدلا من الخروج من السوق كليا كما أسلفنا الذكر، و لم يتوقف الأمر عند هذا الحد حيث واصل السعر في الانخفاض بعدها ليصل إلى أقل من 1 دولار عند انتشار خبر الشركة على وسائل الاتصال و تفشي أزمتها، عموما يمكن تقسيم المنحنى المبين أعلاه إلى ثلاثة أجزاء: الأول ينتهي بتاريخ1999/12/07 و هو يعبر عن التطور التدريجي لسعر سهم الشركة في إطار الوضعية الحقيقية للشركة، أما الثاني فينطلق فيما بعد التاريخ الآنف أين بدأ التلاعب في الإفصاح بإخفاء الخسائر و إظهار الأرباح الوهمية، هنا كان

التطور سريعا جدا(ما قبل حد التشوش Edge of chaos) و ذلك في إطار الوضعية المُفْتَعَلَة لإخفاء الحقائق، فيما يعبر الجزء الثالث عن تدهور الأسعار مع اكتشاف حقيقة الوضع.

لو تم الإفصاح عن جميع العمليات التي تتم بين أعضاء كبار التنفيذيين، و الإفصاح عن ملكيتهم في أسهم الشركة عبر التقارير المالية لما استطاعوا التلاعب في شراء أو بيع الأسهم و هذا ما جعل الولايات المتحدة الأمريكية تفرض الكثير من القوانين بعد هذه الحادثة و كان من أهمها قانون Sarbanes Oxley الذي تم إصداره في 2002، حيث تميز هذا القانون بمتطلبات تركز على الرقابة الداخلية و شهادة الإدارة و خاصة المدراء التنفيذيين و المحللين الماليين بالتوقيع و الشهادة على أن البيانات المالية غير محرفة و أن الرقابة مطبقة بشكل كاف و أنهم مسؤولون قانونيا عن أي تحريف و تشويه للحقائق، كما منع القانون تقديم قروض من الشركة إلى مدراءها، كما تم التأكيد على استقلالية المدققين الخارجيين، حيث مُنع المدققون من تقديم استشارات لعملائهم الذين يدققون عليهم في أعمال المحاسبة، كما وضع القانون نظام إطلاق صفارة الإنذار؛ حيث طالب القانون الشركات توفير خطوط ساخنة يتصل بها الموظفون للإبلاغ عن أي نذر خطر و أي بوادر للاحتيال و التلاعب بسجلات الشركة و قوائمها المالية.

2.3.1.3 أزمة شركة الاتصالات العالمية (World com)

هي شركة اتصالات أمريكية بدأت نشاطها بولاية ميسي سيبي عام1983م باسم شركة الخدمات المحدودة للاتصالات للمسافات البعيدة، و عام 1989م تحولت إلى شركة عامة فتم قيدها في سوق الأوراق المالية، و مع حلول سنة1995م تحول اسمها لـ:LDDS World com، ثم إلى World com (64،ص16).

أصبحت الشركة رائدة في مجالها عن طريق استراتيجية شراء الشركات ، فخلال 1998م حازت على أكثر من 60 شركة في معاملات قدرت بـ 70 بليون دولار حتى أصبحت ثاني أكبر شركة اتصالات في العالم بعد شركةAT&T و في 09/14/ 1998م حازتWorld com على شركة MCI Communication في صفقة وصلت قيمتها إلى40 مليار دولار(110،ص27) ، و نتيجة لهذا الاندماج ارتفع حجم الديون و ارتفعت نسبة الارتباط بمصادر التمويل في أسواق الأوراق المالية والمؤسسات الفاعلة فيها، و للاستفادة من خدمات هذه الجهات قدمت الشركة بيانات غير فعلية لإبراز توقعات مناسبة لنموها المستقبلي و لرفع أسعار أسهمها- تقييم جيد للاستفادة من قروض ميسرة بنسب فائدة منخفضة نسبيا- " لاحظ الجدول رقم (02) الذي يبين حركة أسعار أسهم الشركة للسنوات 1998، 2000، 2002، 2004م"، و تم تزييف الحسابات و التلاعب بها و إخفاء الخسائر بتواطؤ مع دار التقييم المالي التي يفترض بها مراقبة الحسابات، و قد أحدث هذا الأمر كارثة لصغار المدخرين الذين استثمروا أموالهم في أسهم الشركة، كذلك كان شأن الموظفين الذي وضعوا أموال

تقاعدهم في صناديق التقاعد الخاصة، بينما وجد 17000عامل أنفسهم مُسَرَّحِينَ عن عملهم في فيفري2002م(109) .

الجدول رقم(02): سعر السهم لشركة World com للفترة 1998- 2004 المصدر: من إعداد الطالبة، اعتمادا على دريد آل شبيب، عبد الرحمن الجبوري؛ مرجع سابق، ص11.

التاريخ:	سعر السهم:	الملاحظة:
1998م	$ 71,70	عقب سلسلة الاندماج التي تبنتها الشركة و قيامها بمجموعة من الحيل المحاسبية لإخفاء الخسائر و افتعال أرباح مضللة وصل السهم إلى أعلى سعر منذ تأسيس الشركة.
2000م	$ 14,00	بداية تدهور الأوضاع بالانخفاض المفاجئ لسعر السهم إثر إحاطة الشركة بمجموعة من الشكوك.
2002م	$ 02,47	التدهور المستمر عقب انكشاف المخالفات و المتابعة القانونية للمتورطين من مسؤولين في الشركة.
2004م	$ 00,0005	وصول سعر السهم إلى أدنى مستوياته حتى بعد محاولة الشركة الانطلاق من جديد في ولاية فرجينيا.

مع حلول مراقب حسابات آخر محل Arthur Anderson اتضح وجود مخالفات بلغت 8,3 بليون دولار أعلن عنها في يونيو 2002م، و قد كشفت تحقيقات SEC أن الشركة قد ضخمت أصولها بـ11بليون دولار، و في 21 يونيو2002م تقدمت الشركة بطلب الحماية مستفيدة من الفصل11 من قانون الإفلاس الذي يعطيها الحق في إعادة الهيكلة، و بعدها غيرت الشركة اسمها إلى MCI و نقلت مقرها إلى فرجينيا في 2003/04/14، و أدين Bernie Ebbers في 2005/03/15 بتهمة الاحتيال و التآمر و تقديم وثائق غير صحيحة، فحكم عليه بالسجن 25سنة، كما وجهت تهمة التلاعب بالحسابات إلى مسؤولين آخرين(88،ص11-12) ، هذا و يمكن إجمال أسباب و حيثيات أزمة هذه الشركة فيما يلي:

- الممارسات المحاسبية غير الصحيحة و التلاعب في حسابات التدفقات النقدية للشركة حتى تظهر بشكل يتماشى مع توقعات المستثمرين في سوق الأوراق المالية، فقد استخدمت الشركة خدعا محاسبية لتغطية وضعها المالي المتدهور، ذلك عن طريق(43،ص12):
  - احتجاز الأرباح لأكثر من 10 سنوات.
  - احتجاز احتياطات كبيرة.
  - زيادة نسبة العلاوات و المكافآت لمدراء الشركة التنفيذيين.

- أكدت لجنة الأسواق المالية في الدعوى المقدمة ضد الشركة أن هذه الأخيرة دخلت في خطة وجهتها وأقرتها إدارتها العليا ومكنتها من:

1) اخفاء نفقات بمبلغ 08 مليار دولار.
2) الاعلان عن تدفقات مالية غير حقيقية أقرتها الإدارة العليا و التي بلغت 2.393 مليار دولار عام2001 ؛ بدلا من خسائرها الفعلية البالغة 662 مليون دولار، و في الربع الأول من عام2002 أعلنت الشركة عن تدفقات مالية غير حقيقية قيمتها 240 مليون دولار بدلا من خسائر بلغت 557 مليون؛ و ذلك لتضليل المستثمرين في Wall Street.
3) تقييم الأصول بإضافة 2 مليار دولار.
4) تسجيل حصص مملوكة في شركات أجنبية غير حقيقية.

- تبين من المستندات بأن الشركة دفعت مكافآت مالية مجزية لكبار موظفيها، فأُدِين المدير التنفيذي السابق Bernie Ebbers بالاحتيال و التلاعب بالحسابات لمبلغ قدره11 مليار دولار، إذ ساهم بشكل كبير في إفلاس الشركة، كما تبين أن الشركة مدينة لبنوك على مستوى العالم بنحو 4.5 مليار دولار إضافة الى مستحقات كبيرة لشركات التأمين الأمريكية، و قد أدى الكشف عن وجود المخالفات في الحسابات إلى الوقوف في وجه الحصول على تمويل مالي جديد لإعادة هيكلة أعمال الشركة و تغطية تكاليف نشاطاتها؛ الأمر الذي أجبرها على إشهار إفلاسها بتاريخ2002/07/15م، كما أدى إعلان الإفلاس إلى فقدان فوائد دائنة للشركة بقيمة 79مليون دولار علما بأنه في جوان2000 م رفض قسم العدالة طلبها بالاندماج مع شركة Sprint.(110،ص30)

- استغلال فترة انتقال الحكم بين الرئيس الأمريكي بل كلنتون و جورج بوش، بالتالي انشغال القضاء بالقضية و غيابه عن مراقبة أعمال هذه الشركة و تداول أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية.
- إعلان الشركة عن تحقيق تدفقات مالية ضخمة غير حقيقية بدلا من الخسائر الفعلية التي حققتها ، إذ أعلنت الشركة تحقيق أرباح وهمية بأكثر من 09 مليارات دولار في ميزانيتها.
- إنفاق مليارات الدولارات كنفقات تشغيلية في محاولة لإطفاء الخسائر، إذ اعترفت الشركة بأنها سجلت مبلغا يوازي04 مليارات دولار في حساب النفقات لتعزيز سجلات أرباحها.
- تسريب بعض المعلومات و البيانات الخاصة عن الشركة بواسطة جهات لها سمعتها في السوق الأمريكية، و التي تتضمن معلومات إدارية خاصة إلى المستثمرين الخارجيين، مما أدى إلى عقد صفقات وهمية من شأنها رفع أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية.

- استغلال الشركة لمركزها الائتماني الكبير و سمعتها الممتازة، مما جعل عامل الجذب شديدا دفع المقرضين إلى منح مبالغ هائلة بصورة خاطئة، فقد كان الموقع الائتماني للشركة بتصنيفA3 الذي يتصف بملاءة ائتمانية جيدة و بُعدٍ عن المخاطر بشكل كبير(لاحظ الجدول رقم 03)

الجدول رقم(03): تصنيف شركة وولدكم استنادا الى الديون الرئيسية غير المضمونة للفترة 2001/05/29 - 2003/01/14

المصدر: دريد آل شبيب، عبد الرحمن الجبوري: مرجع سابق، ص13.

التاريخ	التصنيف الائتماني	الحالة
2001/05/29	A_{03}	ائتمان ما بعد البيع.
2001/07/25	A_{03}	موثقة.
2002/02/07	A_{03}	احتمال انخفاض.
2002/04/23	Baa_{02}	تصنيف ائتماني منخفض.
2002/05/09	Ba_{02}	احتمال انخفاض.
2002/06/20	B_{01}	تصنيف ائتماني منخفض.
2002/06/26	Ca	تصنيف ائتماني منخفض.
2003/01/14	WR	سُحبت بدون تصنيف.

تشيرA_{03} إلى الملاءة الائتمانية الجيدة التي تواصلت إلى غاية2002/04/23، و هنا انتقلت ملاءة الشركة إلى الدرجتين أسفل الملاءة الكافيةBaa_{02} ، ومن ثمة ثلاث درجات أسفل الملاءة الكافية Ba_{02} في 2002/05/09 و هو ما جعلها ضمن الشركات المعرضة للخطر التمويلي، و في 2002/06/20 أصبحت ملاءة الشركة ضعيفةB_{01} ، و في2002/06/26 أشارت Ca إلى عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها، و مع حلول 2003/01/14 سحبت الشركة من التصنيف الائتماني نهائيا، بعد أن صُنفت سنداتها كسندات رديئة أُزِيلت من مؤشر standards & poor الأمريكي.

- عقد اتفاقات سرية مسبقة جمعت المدراء و الرؤساء الكبار في الشركة مع شركة آرثر اندرسون للمحاسبين القانونيون، التي أوقِفت عن العمل و صُفِيت أعمالها إثر فضيحة World com ، كما شارك بعض أعضاء SEC في التغطية على هذه المخالفات، حيث بينت الوثائق و التحقيقات على لسان Sullivan المدير المالي للشركة لهيئة محققين داخلية أن المدير التنفيذي Ebbers الذي تنحى من منصبه كان على علم واضح بما يحدث للشركة، إذ قام ببيع أسهمه التي يملكها قبل يوم واحد من نزول أسعار الشركة في سوق الأوراق المالية، كذلك فعل المدير المالي و أحد المساهمين الكبارJack Groubman ؛ إذ عمد هؤلاء إلى سحب أسهمهم قبل يوم واحد من إعلان اكتشاف الثغرات المالية و انهيار أسعار أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية.
- دور الوسطاء الماليين في حث و تشجيع المستثمرين لشراء أسهم الشركة، إذ كانت الشركة تتعامل مع الشركة الماليةSalomon Smith Barney التابعة لـCitigroup ، و كان المسؤول على قطاع الاتصالات في هذه الشركة هو وسيط البورصة Jack Groubman وقد تبين أنGroubman لعب دورا كبيرا في أزمة قطاع الاتصالات، فقد كان صاحب نفوذ في الشركات و بصورة خاصة شركة World com:

"every big investor knew Grubman was the 'ax,' the one man who could make or break any stock in [the telecommunications] industry with a thumbs-up or thumbs-down." (79ص،110)

و بهذا فـ Grubman عرف عند أكبر المستثمرين بالفأس كون أسعار مخزون الاتصالات تسقط أو ترتفع بإشارة بسيطة منه، فكان يحضر جلسات مجلس الإدارة و يتدخل في تعيين الموظفين وتحديد الخيارات الاستراتيجية ، و مقابل ذلك فإنه كان يوصي المستثمرين بشراء أسهم هذه الشركة، و بهذا كان يتدبر أمر القروض و يخفي خسائر الشركة، مما جعله عُرْضَةً للتحقيقات.

- إسهام الإدارة العليا في هذه المخالفات؛ حيث أنهم قاموا بأعمال تزوير و اختلاسات مالية كبيرة، فالمدير التنفيذي السابق للشركة Ebbers استدان بضمان أسهمه أكثر من مليار دولار.
- تقديم معلومات مضللة إلى لجنة الأوراق المالية.

المثير في قضية شركة World com هو ذلك التواطؤ بين مسؤولي الشركة و الإدارة العليا وبين شركة التدقيق العالمية ذات السوابق في مثل هذه القضايا-Enron و Vivendi ...-، وكذا مع الوسطاء الماليين من أمثالJack Groubman ، بل و حتى مع بعض المسؤولين منSEC والمُؤْتَمَنِينَ على المعلومات الواردة للمستثمرين في سوق الأوراق المالية، هؤلاء المسؤولين على

رقابة صحة و سلامة الإفصاح باتوا أبرز طرف في معادلة الغش و التلاعب بالمعلومات في سوق الأوراق المالية، مما طعن في مصداقية أحد مكونات نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية- هيئات الرقابة- الأمريكية(Wall Street)، فبدل أن تكون المسؤولة عن كشف المخالفات و معاقبة مرتكبيها شاركت هذه الهيئة- و إنْ كان المتواطئون بعض الأفراد- في تمرير المخالفة و خداع متعاملي سوق الأوراق المالية، و من ثمة و بعد اكتشاف هذه المخالفات تمت معاقبة الشركة بغرامة 750 مليون دولار؛ أي ما يعادل 06- 08% من قيمة المخالفات، كل هذا حصل بالرغم من كون أن السوق الأمريكية تحكمها أكبر ترسانة قوانين- معايير المحاسبة و التدقيق و الحوكمة- تحدد المسؤوليات والصلاحيات و العقوبات، و بهذا فالإشكال لا يطرح في سنّ القوانين و إنما في تطبيقها بصفة محايدة، و أمثال هؤلاء المتآمرين على مستثمري سوق الأوراق المالية سيجدون دائما منافذ و ثغرات في التشريعات يُمرِّرون عبرها أكبر المخالفات، و لا بأس بمحاولة إعادة النظر في مختلف القوانين والمعايير و تَتَبُّعِ صلاحيتها مع المستجدات من وقت لآخر.

2.3 أزمة الرهن العقاري و نظام الإفصاح

تعود جذور الأزمة إلى التخفيف التدريجي للقيود و الضوابط التي تحكم عمل الشركات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بدءا من نهاية الثمانينات، و قد شرع النظام الاحتياطي الفيديرالي ابتداءا من 2001 في اتباع سياسة نقدية توسعية لزيادة النشاط الاقتصادي، فتم تخفيض أسعار الفائدة إلى مستويات متدنية مما أدى إلى زيادة السيولة في أسواق الأوراق المالية، فتوسعت البنوك في منح القروض العقارية، و تنافست لاجتذاب المقترضين في مجال العقار إلى درجة أنها تخلت عن أحد الشروط الأساسية في منح القروض و هو القدرة على السداد، فنشأ ما يعرف بالإقراض العقاري ذو الجدارة الائتمانية الضعيفة، و عمدت البنوك إلى إصدار أوراق مالية مدعومة بالقروض العقارية وشهادات رهون لهذه العقارات، كما قامت بنوك الاستثمار بتسويق هذه الأوراق المالية ذات المخاطر المرتفعة في شركات مالية مختلفة في أمريكا و في دول أخرى، كما عملت هذه البنوك على إدراجها ضمن محافظ استثمارية قامت بتأسيسها و استقطاب العديد من الشركات والأفراد للاستثمار فيها، وزاد الوضع سوءا بسماح لجنة الاستثمارات و البورصة لبنوك الاستثمار عام 2004 بزيادة نسبة الدين إلى رأس المال من 12 ضعفا إلى أكثر من 30 ضعفا، و قد صاحب التوسع في منح القروض السكنية زيادة الطلب عليها و زيادة أسعارها خلال هذه الفترة، و في أوائل 2005 بدأ النظام الاحتياطي الفدرالي باتباع سياسة نقدية متشددة بهدف السيطرة على معدلات التضخم المرتفعة فقام برفع أسعار الفائدة حتى وصل سعر فائدة القروض الفدرالية التي تمنح للبنوك التجارية إلى 5,25% في منتصف 2007 مما أدى إلى ارتفاع أقساط القروض العقارية، فبدأت حالات التعثر في سداد القروض العقارية و ازدادت بشكل كبير بحيث أصبحت الأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية

و شهادات الرهن العقاري ذات الجدارة الائتمانية الضعيفة تفقد جزءا من قيمتها بشكل مطرد، مما تسبب في انخفاض الطلب على المباني السكنية و تراجع أسعارها؛ وأصبحت القيمة الحالية لقرض المبنى السكني تتجاوز بكثير سعر البيع في السوق مما دفع المقترضين للتخلي عن منازلهم، فتكبدت بعض البنوك و الشركات المالية العقارية و صناديق الاستثمار و التحوط خسائرا ارتبطت بالرهون العقارية ذات الجدارة الائتمانية الضعيفة و قد ازدادت هذه الخسائر فتحولت في الربع الأخير من 2007 إلى أزمة شح السيولة لدى البنوك التجارية.

استمرت الأزمة في التفاقم عام 2008 فواجهت الشركات المتخصصة في الإقراض العقاري خطر الانهيار، حيث أفلس بعضها و استحوذت الحكومة على موجودات أهم هذه الشركات في سبتمبر 2008، و امتدت الخسائر لتشمل بنوك الاستثمار الأمريكية و أعلنت أهم هذه البنوك إفلاسها، وتحولت بنوك الاستثمار الرئيسية الأخرى إلى بنوك تجارية للحصول على دعم مالي حكومي ضمن خطة إنقاذ القطاع المالي و المصرفي، كما امتدت الأزمة لتطال أكبر مجموعة لخدمات التأمين التي كادت تنهار لولا تدخل الحكومة الأمريكية لإنقاذها، كما لحقت خسائر باهظة بعدد من البنوك الرئيسية في عدة دول متقدمة، و قد صاحب هذه الأزمة المالية العالمية تهاوي أسعار النفط و موجات من الانخفاض الحاد في أسعار الأسهم في غالبية الأسواق العالمية، و كذا شح السيولة في القطاع المالي و المصرفي العالمي و ارتفاع مستويات البطالة، الأمر الذي جعل العديد من الدول تتدخل محاولة إنقاذ انهيار القطاع المالي و المصرفي و الحد من تراجع النشاط الاقتصادي.

الأزمات المالية هي ظاهرة لا تنتج عن فراغ، و إنما هي حصيلة عوامل تشكل في مجموعها ما يسمى بمسببات حدوث الأزمة، و هي كثيرة متعددة تتباين من باحث لآخر، و بهذا فنظرة المحاسبين لأسباب الأزمة ليست نظرة: المحللين الماليين، المدققين، القانونيين، الاقتصاديين في البنوك...، كُلٌّ يرى الأزمة من وجهة تخصصه و لِكُلٍّ الحق في طرح وجهته، و على هذا الأساس ستكون لنا وقفة في هذا المبحث عند الجانب التنظيمي بما في ذلك قصور التشريع المحاسبي والحوكمة و اسهامهما في زيادة حدة أزمة الرهن العقاري- خصوصا و أن العديد من الباحثين وصفوا هذه الأزمة بأزمة نظام، فها هو الباحث الاقتصادي موريس آليه يقول:" إن النظام الاقتصادي العالمي الحالي يقوم على بعض المفاهيم و القواعد التي هي أساس تدميره إذا لم تعالج و تصوّب تصويباً عاجلاً "- (102،ص08) .

1.2.3 ضعف آليات الحوكمة و إدارة المخاطر

كانت الحوكمة أولى فروع نظام الإفصاح التي وُجِهت لها أصابع الاتهام بالتسبب في حدوث الأزمة المالية الأخيرة، و قد قسمت العديد من الدراسات قصور الحوكمة عن تأدية ما أُنِيطَ بها من مهام إلى النقاط التالية:

1.1.2.3 عدم الالتزام بالمبادئ الأساسية للحوكمة

أشارت دراسة (Mardjono, 2005) أن الانهيارات المالية التي حدثت مؤخراً في الولايات المتحدة الأمريكية قد نتجت عن عدم الالتزام بمبادئ الحوكمة (القابلية للمساءلة accountability ، النزاهة integrity، الكفاءة efficiency، و الشفافية transparency) بصورة سليمة و ذلك بالنظر إلى ما حدث في شركة انرون؛ فقابلية المساءلة تم انتهاكها من قبل مجلس إدارة الشركة، حيث لم تكن هناك أية مسؤولية تجاه حملة الأسهم فتم تخفيض القيمة السوقية لاستثماراتهم وقت انكشاف الأزمة، و فيما يتعلق بالنزاهة اتضح أن عدم إفصاح شركة انرون عن أنشطة التلاعب التي تم اخفاؤها من خلال الوحدات ذات الأغراض الخاصة و إخفاء الخسائر كان مخططا له وعمديا، أما فيما يتعلق بالكفاءة فلقد اتضح أن عمليات شركة انرون المتعلقة بالوحدات ذات الأغراض الخاصة لم تكن لأغراض الكفاءة و لكن في حالات كثيرة كان يتم تحويل أصول والتزامات من الميزانية العامة لتحقيق المكاسب، أما الشفافية فقد فُقِدت في شركة انرون حين كان المستثمرون يجهلون ما يحدث في الشركة، فتم التلاعب بالمعلومات المعلن عنها للمستثمرين(111).

إن أزمة الرهن العقاري تمخضت عن:

- غياب أو ضعف الإدارة الرشيدة (الحوكمة) في النظام المالي الأميركي العالمي و عدم الالتزام بأهم مبادئها و هي الشفافية و الإفصاح.
- تفشي الفساد المالي في معظم الشركات التي لها علاقة بالقطاع المالي سواء كانت أجهزة رقابية أو شركات و بنوك ضخمة.
- السكوت و التغاضي عن ممارسات أدت إلى ارتكاب جرائم مالية حقيقية.
- غياب دور مراقبة المخاطر بأنواعها المختلفة في البنوك و الشركات و في الهيئات الرقابية ووكالات التصنيف الائتماني و ضعف نماذج التقييم و التصنيف الائتماني.

إن عدم الالتزام بمعايير الحوكمة تجلى من خلال:

- فساد الجانب الأخلاقي و عدم الالتزام بمبادئ الشفافية و الإفصاح، النزاهة و الاستقامة، الأمانة و العدالة، بالتلاعب و التحايل على الأسس و المعايير المعتمدة و المتعارف عليها والمقبولة قبولا عاما.
- تواطؤ بعض الجهات الرقابية الداخلية أو الخارجية مع الإدارات الرقابية و التنفيذية لمعظم الشركات التي مارست أنواع متباينة من التحايل على المعايير الرقابية و على رأسها المعايير المحاسبية.
- عدم الالتزام بمبادئ التدقيق الخارجي للحسابات و هو ما ينطبق على شركة آرثر اندرسون.

إن التساهل في منح القروض العقارية دون مراعاة قدرة المقترضين على سداد ما عليهم هو تجاوز واضح لمبدأ الإفصاح الذي يعد أكثر مبادئ الحوكمة أهمية على الإطلاق، فلا هي البنوك طالبت المقترضين بالمعلومات الضرورية التي تثبت مقدرتهم على السداد، و لا هي سوق الأوراق المالية طالبت البنوك بالإفصاح عن خلفية ما تم تسنيده و تداوله في السوق، و المعلومات التي تم إعلانها غلب عليها النقص و الغموض، كما أنها معلومات تاريخية بحتة غابت عنها سمة الوقتية، وقد رافق كل هذا تراخي في الرقابة و التدقيق.

إن حقيقة المديونية في أزمة الرهن العقاري تبين أن هناك ديونا معدومة خفية و ضخمة لم تخصص لها نسبة كمؤونة ديون مشكوك في تحصيلها، و حين كان يتم الإفصاح عنها فبنسبة ضئيلة جدا مقارنة بحجم الديون الفعلية المشكوك في تحصيلها(112،ص19-20) ، و بهذا كانت نماذج الإفصاح مضللة في الحقيقة تظهر ما يُغوي، في حين أنها كانت خلاف ذلك، فالتقارير المالية والكشوفات التي كانت الشركات المالية مطالبة بإعدادها كانت تخفي أو تستعرض بشكل لا يساعد متخذي القرار على اختيار البدائل، كما راحت البنوك تخفي خسائرها لتتمكن من تصريف سنداتها المتعثرة، كل هذا طعن مبدأ الإفصاح عموما و طعن في مصداقية الحوكمة و دورها بشكل خاص.

2.1.2.3 تأثير هيكل الملكية و الإدارة على فعالية آليات الحوكمة

تعددت الدراسات التي تناولت نواحي الضعف في الدور الرقابي لهيكل الملكية و الدور الحوكمي لمجلس الإدارة و لجانه، فاعتمدت الدراسات في تأويله على مدى استقلالية المجلس على أساس تشكيل و عضوية المجلس و عدد أو دورية لقاءات مجلس الإدارة و لجانه خاصة لجنة المراجعة، فدراسة (Elloumi, 2001)،(Erkens, Hung Matos, 2009)،(Kanchel, 2007) (Rezaee,2003)، و (Farber , 2005) أرجعت سبب الأزمة المالية إلى مشاكل تتعلق بهيكل الملكية و تكوين مجلس الإدارة و لجانه.

وجّهت دراسة Elloumi و Erkens, Hung & Matos الاتهام إلى تكوين و أثر هيكل مجلس الإدارة على وقوع الأزمات المالية، كما خلصت إلى أن نسبة الأعضاء الخارجيين يؤثر عكسياً على معاناة الشركة من أزمات مالية، و بالتالي فإنه يمكن القول أن المجلس الذي يسيطر عليه أعضاء داخليون قد يفسر تعرض الشركة لأزمة مالية، كما أن ثنائية دور المدير التنفيذي الرئيسي و رئيس مجلس الإدارة قد يفسر تعرض الشركة لأزمة مالية، كذلك معدل دوران المدير التنفيذي الرئيسي للشركات التي تعاني من أزمات يكون أعلى إذا كانت نسبة الأعضاء الخارجيين أعلى و إذا سيطر الأعضاء الداخليون على مجلس الإدارة فإنه يقل احتمال تغيير المدير التنفيذي الرئيسي، و بالتالي يمكن النظر هنا إلى أن دوران المدير التنفيذي الرئيسي يعتبر مؤشر على فعالية مجلس إدارة الشركات التي تعاني من أزمات مالية، و قد اتفقت دراسة Erkens, Hung & Matos مع

دراسة Elloumi في أن فعالية هيكل الحوكمة مُعَبَّراً عنها بمعدل دوران المديرين التنفيذيين CEO turnover تكون أعلى أو أكثر حساسية للخسائر- ليس أمرا مطلقا- و لكن يتوقف علي استقلالية مجلس الإدارة و انخفاض معدلات الملكية الداخلية للمديرين، حيث أن زيادة استقلالية الإدارة ترتبط بمعدل المخاطر المنخفض.

أما Rezaee و Kanchel, فقد فسروا سبب الضعف في هيكل الحوكمة بالقصور في الوظائف الإشرافية للجان المراجعة و قد توصل Rezaee إلى إطار لتفعيل ذلك الدور الاشرافي متأثرا بالمتطلبات التي أشار إليها قانون Sarbanes-Oxley الأمريكي (الصادر بعد فضيحة Enron) لتفعيل دور لجان المراجعة مثل: أن تتكون لجنة المراجعة من أعضاء مستقلين في مجلس الادارة، أن تكون مسؤولة عن مكافأة و الإشراف على عمل المراجعين الخارجيين، أن تكون لديها سلطة التعاقد مع خبراء، أن يتم تمويلها بصورة ملائمة و ذلك حتى تقوم بأداء مسؤولياتها بكفاءة و فعالية، أن يقوم المراجعون بالتقرير عن السياسات و الممارسات المحاسبية التي تستوجب الانتباه إلى لجنة المراجعة.

كما أشار Rezee إلى أهمية الإفصاح الالزامي (مثل: لوائح لجنة المراجعة، بيان عن ما إذا قامت لجنة المراجعة بالوفاء بمسؤولياتها التي تم تحديدها في اللوائح) للجنة المراجعة؛ حيث ستشجعها على القيام بوظائفها الإشرافية و تحسين حوكمة الشركات و استعادة ثقة العامة في عمليات التقرير المالي و تطوير كفاءة المراجعة، أما Kanchel فقد أرجع ضعف الدور الاشرافي للجنة المراجعة إلى قلة اجتماعات لجنة المراجعة و قلة أعضاء لجنة المراجعة ممن لديه خبرة مالية، ويرى Farber أن الشركات التي لديها هياكل حوكمة ضعيفة لديها عدد أقل من أعضاء مجلس الإدارة و بخاصة الخارجيين منهم، و عدد أقل من اجتماعات لجان المراجعة.

إن ضعف الحوكمة جعل من إدارات الشركات الرائدة و القوية تأثر على جودة المعلومات المالية باختيار الطرق المحاسبية و تقدير حجم الإفصاح المالي(112،ص18) ، فكثيرا ما كانت المناصب الإدارية في الشركة الواحدة، و المكانة الرائدة للشركات في الاقتصاديات محل استغلال لتجاوز القوانين المنظمة للتعاملات في سوق الأوراق المالية، و الملاحظ أن البنوك التي تمكنت من إخفاء خسائرها خلال الأزمة هي من كُبْرَيَاتِ البنوك الأمريكية بتواطؤ مع الجهات الرقابية، و هو أمر ليس بالجديد على الاقتصاد الأمريكي خصوصا- إنرون و وولد كوم-، و بهذا فقد كان لهيكل الإدارة والملكية الأثر السلبي على فعالية الحوكمة.

3.1.2.3 قصور إدارة المخاطر و هيكل الرقابة

تعددت الدراسات التي أرجعت ضعف هيكل الحوكمة إلى القصور في عملية إدارة المخاطر في ظل الأزمة المالية و إلى ضعف و عدم فعالية هيكل الرقابة الداخلية و الحوافز في الحد من المشكلات المالية، فقد خلصت دراسة (Posner & Hopkins, 2009) إلى أن سبب وقوع مثل هذه الأزمة

و انخفاض أسعار العقارات بالولايات المتحدة مقارنة بحجم الائتمان الممنوح هو عدم قدرة نظم إدارة المخاطر على التنبيه و منع الاقتصاد العالمي من الوقوع في هذه الأزمة، فقد اتضح أن عملية تقدير وإدارة المخاطر للشركات رديئة و ذلك بالنسبة للشركات المعقدة الهيكل و ذات الخسائر الضخمة، والشركات التي يترأسها مديرون تنفيذيون غير قادرون على تقدير المخاطر أو أنهم على معرفة وفهم للمخاطر و لكن يتخذون أحكام خاطئة تجاه المخاطر، كما أنه لم يتم توفير معلومات مناسبة تتعلق بقيم بعض أنواع محافظ الرهن العقاري، و بهذا يجب إجراء فحص شامل للمخاطر التي تتعرض لها الشركة، كما يجب أن تكون هناك عملية أو سياسة واضحة لتقدير المخاطر على لجنة إدارة المخاطر و مجلس الإدارة تتبعها بعناية.

اتخذت دراسة كل من (Pomerantz, Mohr,2009) و (Ramaswamy, 2005) اتجاها آخر يتعلق بدور الفاحص القانوني و خبراء التلاعب و برامج مقاومة التلاعب Anti-Fraud Program في زيادة فعالية آليات الحوكمة للحد من الأشكال المختلفة للتلاعب التي عادة ما تصاحب الأزمات المالية، و تلعب برامج مقاومة التلاعب (مثل : إجراء فحص جنائي للعاملين المحتملين، توفير لجنة للمراجعة بمسؤوليات إشرافية لمنع و اكتشاف التلاعب) دورا في جذب الاستثمارات و السيولة في ظل الأزمة المالية العالمية التي قد فرضت العديد من أنواع التلاعب كما رفعت من نسبة الضغط على الإدارة و هو ما أدى بدوره إلى زيادة فرص التلاعب، و قد اتخذت دراسة Ramaswamy مَنْحىً لزيادة فعالية آليات الحوكمة و الرقابة من خلال الاستعانة بالفاحص القانوني و خبراء التلاعب ممن لديهم خبرة مالية و معرفة بالغش و طبيعة الأعمال و في هيكل الرقابة الداخلية و النظام القانوني لتطوير نظام حوكمة متسق، و ذلك لضمان نسج أهداف وسياسات الحوكمة في هيكل الرقابة الداخلية و وضع نظام لمنع و فحص حالات الغش الموجودة.

إن تعدد الجهات الرقابية على المعلومات المحاسبية جعل قوى الالتزام بالمعايير تختلف فراحت الشركات تستغل المرونة المتاحة و الثغرات في التنظيمات، و قد أظهرت العديد من الدراسات أنه في أكثر من 28 دولة تعرضت لأزمات مالية كان نقص و ضعف الرقابة سببا مباشرا في حدوث هذه الأزمات، مما يجعل التقييم غير دقيق و غير كافٍ للمخاطر الائتمانية، و هو ما حدث في أزمة الرهن العقاري حيث تركزت المخاطر في مجال واحد و هو التوسع في منح القروض العقارية(112،ص24) ، في المقابل ضعف الرقابة كان أول سبب لعدم اكتشاف ذلك التوسع والتلاعب بالمعلومات الائتمانية الخاصة بالخسائر في الوقت المناسب، مما جعل من مهمة تدارك واحتواء الوضع أمرا جِدُّ صعب.

مما تقدم فإنه يمكن إدراك مدى تأثير و تأثر آليات الحوكمة المختلفة بالأزمة المالية العالمية، فالظروف التي قد خلقتها تلك الأزمة قد خلقت الدافع للمزيد من الشفافية و النزاهة كأحد المبادئ

الأساسية للحوكمة و كأحد الضمانات لاستعادة الثقة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية، و ذلك من خلال الحد من أشكال التلاعب.

2.2.3 الأزمة و محاسبة القيمة العادلة

على غرار ضعف آليات الحوكمة و سوء تطبيق مبادئها، كذلك وُجِّهَ الاتهام لأحد أبرز قواعد التقييم المحاسبية و أهم معاييرها، فمع حلول أزمة الرهن العقاري و بداية دراسة الأوضاع كانت محاسبة القيمة العادلة نقطة الانطلاق في طعن مصداقية معايير المحاسبة الدولية التي كثيرا ما كانت محل إعجاب و تباهي أهل الاختصاص، و مع أن القيمة العادلة لم تكن البؤرة المحاسبية الوحيدة المتسببة في حدوث الأزمة إلا أن ثقلها المحاسبي جعل منها محط الاهتمام و الأنظار، فيا ترى ما هي محاسبة القيمة العادلة و كيف كانت سببا في حدوث الأزمة؟، هذا ما سنحاول معرفته فيما يلي:

1.2.2.3 ماهية القيمة العادلة

منذ أواخر سبعينات القرن العشرين اتجه الفكر المحاسبي مناديا للتحول من القياس بالتكلفة التاريخية إلى القياس بالقيمة العادلة كأفضل تقييم للأدوات المالية، المطلوبات المالية، الممتلكات، الاستثمارات العقارية، و المنتجات الزراعية، لهذا قامت لجنة المعايير المحاسبية الدولية بتخصيص معيار المحاسبة الدولي(39) IAS_{39} لهذا الغرض، و قد ركز هذا الأخير على استخدام القيم العادلة لـ(113،ص05-06):

- كافة الموجودات و المطلوبات المالية تقريبا.
- كافة أوراق الدين المالية و حقوق الملكية و الموجودات المالية الأخرى المحتفظ بها للمتاجرة.
- كافة أوراق الدين المالية و حقوق الملكية و الموجودات المالية الأخرى المحتفظ بها لأغراض غير تجارية و المتوفرة للبيع.
- المشتقات المندمجة في الأدوات غير المشتقة (عادة لا يتم الاعتراف بها حاليا).
- الأدوات المالية غير المشتقة و التي تحتوي على أدوات مشتقة مندمجة لا يمكن فصلها بشكل موثوق به من الأداة غير المشتقة.
- الموجودات و المطلوبات غير المشتقة و المعرضة للتقلبات في قيمتها و التي يُحْتَاطُ لها بأدوات مشتقة.
- الأدوات ذات الاستحقاق الثابت و القروض المشتراة و الذمم المدينة التي لا تعتبرها الشركة بأنها: محتفظ بها إلى غاية تاريخ الاستحقاق.

عند تحديد أو قياس القيمة العادلة لأصل مالي يُؤْخذ بعين الاعتبار أنه:

- تكون القيمة العادلة لأداة مالية قابلة للقياس بشكل موثوق به إذا كان التغير في تقديراتها ليس كبيرا، أو من الممكن تقييم احتمالات مختلف التقديرات بشكل معقول و إذا كان من الممكن استخدام هذه الاحتمالات في تقدير القيمة العادلة.
- تكون القيمة العادلة قابلة للقياس بشكل موثوق إذا كان للأداة المالية موضوع التقييم سعر عرض معلن في سوق أوراق مالية نشطة، أو إذا كانت أداة دين تم تقييمها من قِبل وكالة تقييم مستقلة، أو إذا أمكن تقدير تدفقاتها النقدية بشكل معقول، أو أن لها نموذج تقييم مناسب يُمكِّن من قياس مدخلات البيانات بشكل موثوق به.
- يمكن تحديد القيمة العادلة لأصل مالي من خلال إحدى الطرق العديدة المقبولة بشكل عام، مع ضرورة أن تشمل أساليب التقييم الافتراضات التي سيستخدمها المشاركون في السوق عند تقديراتهم للقيمة العادلة؛ بما في ذلك الافتراضات الخاصة بمعدلات الدفعات المسبقة و معدلات خسائر الائتمان التقديرية و أسعار الفائدة أو الخصم(113،ص43).
- إن وجود أسعار عروض معلنة في سوق نشط هو عادة أفضل دليل على القيمة العادلة، وسعر عرض السوق المناسب لأصل محتفظ به أو مطلوب الذي سيتم إصداره هو عادة سعر العرض الحالي، و بالنسبة للأصل المطلوب الذي سيتم الاحتفاظ به هو العرض الحالي أو سعر الطلب، و عندما لا تكون أسعار العرض الحالية متوفرة فإنه يعتمد سعر أحدث عملية كدليل على القيمة العادلة، شريطة أن لا يكون هناك تغير كبير في الظروف الاقتصادية بين التاريخين، وعندما يكون للشركة وضعين متماثلين للأصل المطلوب يمكنها بالشكل المناسب استخدام متوسط سعر السوق كأساس لتحديد القيمة العادلة.
- إذا كانت سوق الأداة المالية غير نشطة، و إذا كان نشاط السوق ضعيفاً لا يكون السوق مستقراً بشكل جيد (مثال ذلك بعض البورصات خارج السوق الرسمية)، أو حيث تكون الكميات المتداولة صغيرة بالنسبة لعدد وحدات المتاجرة لأداة مالية سيتم تقييمها، فقد تكون أسعار السوق المدرجة لا تدل على القيمة العادلة للأداة، لذا يتم تعديل أسعار العروض المعلنة للتوصل إلى مقياس موثوق به للقيمة العادلة، و في بعض الحالات حين تكون الكمية المتداولة صغيرة نسبياً فقد يتوفر سعر عرض لكمية أكبر لتلك الأداة من صانع السوق، و تشمل الأساليب السائدة في أسواق الأوراق المالية الرجوع إلى القيمة الحالية في السوق لأداة أخرى مماثلة بشكل جوهري وتحليل التدفق النقدي المخصوم و نماذج تسعير الخيارات، و عند تطبيق تحليل التدفق النقدي المخصوم تستخدم الشركة سعر خصم مساوٍ لمعدل العائد السائد للأدوات التي لها نفس الشروط والخصائص

بشكل جوهري، بما في ذلك القيمة الائتمانية للمدين والفترة المتبقية التي حُدِّدَ سعر الفائدة في إطارها و كذا الفترة المتبقية لتسديد المبلغ الأصلي و العملة التي سيتم الدفع بها(113،ص44).

- إذا غاب سعر الأداة المالية في السوق بكاملها و تواجدت أسواق لأجزائها المكونة لها، فإنه يتم تحديد القيمة العادلة بناءا على أسعار السوق ذات العلاقة، و إذا غابت سوق الأداة المالية وتواجدت سوق الأداة المالية المماثلة، فإنه يتم تحديد القيمة العادلة على أساس سعر سوق الأداة المالية المماثلة.

مما سبق فإن القيمة العادلة لأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية تمثل الأسعار الآنية أو الحالية، بحيث لا يتمكن أي متعامل بائعا كان أو مشتريا من التلاعب بالسعر حين تتوفر كافة المعلومات المتعلقة بالأداة المالية، في حين تم تعريف القيمة العادلة وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية بأنها تتمثل في المبلغ الذي يمكن أن تتم مبادلة الأصل به أو مبلغ تسديد دين بين أطراف مطّلعة وراغبة في التعامل(114).

في ظل السوق الكفؤة تكون القيمة السوقية للسهم هي القيمة العادلة التي تعكس تماما قيمته الحقيقية، و التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن ما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطرة(115،ص10) ، هذا و يطلق على القيمة العادلة بعض التعاريف كـ(114):

- *تكلفة الإحلال أو الاستبدال*: هي تقييم أحد بنود الموجودات من خلال تكلفة اقتناء أصل مماثل للأصل الذي بحوزة الشركة عند إعادة التقييم، و تتمثل هذه التكلفة في مقدار النقدية التي يمكن أن تتحملها الشركة لو أنها قامت بشراء موجودات مماثلة لِما تمتلكه منها في الوقت الحالي من حيث المواصفات و العمر الإنتاجي المتبقي للأصل.
- *القيمة السوقية*: هي سعر البيع الذي يمثل مقدار النقدية التي يمكن أن تحصل عليها الشركة لو أنها قامت ببيع بعض الموجودات في الوقت الحالي، حيث يفترض عدم بيع هذه الموجودات ولكن لمعرفة ما هي قيمة هذا الأصل في الوقت الحالي في السوق.
- *القيمة الحالية المخصومة*: هي تقدير التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة باستخدام معدل خصم مناسب، و يتمثل دخل الشركة في الفرق بين القيمة الحالية لصافي الموجودات في نهاية الفترة وقيمتها الحالية في البداية، إلا أنه قد يصعب عمليا تحديد مساهمة كل أصل في توليد التدفقات النقدية بسبب تداخل موجودات الشركة أين يتولد الإيراد عن استغلال الموارد بشكل متكامل، وتكمن الصعوبة في اختيار معدل الخصم المناسب، كما يصعب تجميع كامل التدفقات النقدية المخصومة من أجل حساب القيمة الحالية للشركة.

من الواضح أن تعريف القيمة العادلة يقوم على افتراض أن الشركة ناجحة بدون أي نية أو حاجة لتصفية أو تقليص نطاق عملياتها بشكل مادي، و القيمة العادلة ليست المبلغ الذي ستتسلمه أو تدفعه الشركة في عملية إجبارية أو تصفية غير طوعية أو بيع إجباري، فالشركة تأخذ ظروفها الحالية بعين الاعتبار عند تحديد القيم العادلة لموجوداتها و مطلوباتها المالية، فعلى سبيل المثال يتم تحديد القيمة العادلة لأصل مالي قررت الشركة بيعه مقابل نقد في المستقبل القريب من خلال المبلغ الذي تتوقع استلامه من هذا البيع، و المبلغ النقدي الذي سيتم تحقيقه من بيع فوري سيتأثر بعوامل مثل السيولة الحالية و استقرار سوق الأصل(113،ص43).

2.2.2.3 الطعن في محاسبة القيمة العادلة

لم تكن مهنة المحاسبة و معايرها الدولية بمنأى عن تداعيات الأزمة المالية العالمية، إذ ثار جدل كبير حول مساهمة معيار القيمة العادلة في إحداث الأزمة المالية، في هذا الصدد قام جورج ماكين مرشح رئاسة الجمهورية آنذاك بِمَعِيَةِ 60 عضوا من أعضاء الكونجرس بدعوة هيئة الأوراق المالية الأمريكية إلى وقف العمل بالمعيار و لو بصفة مؤقتة، و ذلك بحجة أن تطبيق المعيار ساهم في تضخيم غير مبرر لقيم العقار و من ثمة في قيم القروض العقارية الممنوحة من بنوك الاستثمار، وكذا تضخيم قيم السندات العقارية(114) ، كما صرح عدد من أعضاء مجلس الشيوخ الأمريكي و بعض رؤساء مجالس إدارات البنوك و أكبر شركات المساهمة الأمريكية بأن أهم أسباب الأزمة المالية العالمية هو تطبيق المعيار IAS_{39}، و قد دعوا إلى وقف تطبيق جميع معايير المحاسبة الخاصة بالقيمة العادلة(116،ص04) ، كل هذا لأن معيار القيمة العادلة يعتمد في بعض جوانبه على عدم دقة القياس المحاسبي بسبب اختلاف الاجتهادات و الآراء الشخصية لعملية التقييم خاصة للأدوات المالية غير النشطة، حيث يصعب تحديد القيمة السوقية العادلة لكثير من موجودات الشركة عندما لا تتوافر لها أسواق نشطة، و كذا لارتفاع تكاليف تقدير القيمة العادلة في بعض الأدوات المالية، فالوصول للقيمة العادلة لبعض الأدوات المالية يتطلب بذل جهود غير عادية و تكبد مصروفات إضافية تتسبب في زيادة التكلفة عن المنفعة، و هنا يُخْرَق مبدأ اقتصادية المعلومات، ثم إن إعداد و عرض البيانات المالية وفق القيمة العادلة يتطلب فترة زمنية طويلة مما قد يترتب عليها تأخير وصول المعلومات إلى مستخدمي البيانات المالية، و بالتالي تفقد المعلومة وقتيتها و منفعتها، و لما كانت القيمة العادلة تعتمد في إحدى مستوياتها على التقدير الشخصي فإن هذا يفتح الأبواب بمصراعيها للتلاعب في نتائج الأعمال و تغطية بعض الثغرات وفقاً لرغبات و مصالح الإدارة عند إعداد البيانات المالية، كما أن الاعتراف بالمكاسب و الخسائر غير المحققة كبنود في قائمة الدخل أو في قائمة التغير في حقوق الملكية دون أن تتم عمليات تبادل فعلية بين الشركة و أطراف خارجية عنها، سيفتح الأبواب للتلاعب في الإيرادات(114).

القيمة العادلة هي احدى المعايير المرتبطة بالاستثمارات و المشتقات و الأدوات المالية التي تصاغ بطريقة معقدة، فهذه المعايير يكتنفها الكثير من الصعوبات مما يؤدي إلى عدم فهمها و عدم إمكانية تطبيقها من جهة، و من ناحية أخرى فإن مفهوم القيمة العادلة هو مفهوم نظري مغرٍ في ظاهره إلا أنه لا يمكن التحقق منه على أرض الواقع، و حتى إذا أمكن فهمه بالمضمون الذي تقصده المعايير الدولية، فإن معظم الدول إما أن لا يكون لديها تشريعات منظمة للأدوات المالية، أو أنها تختلف عن الدول الأخرى في تنظيم مثل هذه الأدوات، أو أنها لا تملك أسواقا على درجة من الكفاءة التي تفرز قيما سوقية يمكن استخدامها بدلا من القيمة العادلة(117،ص60).

إن التوسع في استخدام القيمة العادلة عند إعداد القوائم المالية بشكل مبالغ فيه و الذي يعكس الاستخدام المفرط للحكم الشخصي(و الذي يمثل وفقا لمعيار المحاسبة الأمريكي157 FAS المستوى الثالث و الأقل موضوعية للقياس و التعبير عن القيمة العادلة)، هذا ما يسمح لإدارة الشركات بارتكاب التلاعبات و بالتالي تسريع عجلة وقوع الفضائح و الأزمات المالية(111).

كل النقاط السابقة كانت منطلق انتقاد مقياس القيمة العادلة خلال أزمة الرهن العقاري و من قبلها فضيحة إنرون و كثير من الشركات التي استغلت غموض مقياس القيمة العادلة لتحقيق مكاسب شخصية، و قد تعدى الاتهام محاسبة القيمة العادلة إلى النظام المحاسبي بأكمله، حيث يرى الدكتور سالم محمد عبود أن ضعف النظام و الإجراءات المحاسبية المتبعة و درجة الإفصاح عن المعلومات خصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة و نسبتها من المحفظة الائتمانية للبنك هو أحد أهم مسببات الأزمة، كما يرى أن النظام المحاسبي يفتقد للضوابط و المعالجات المحاسبية لـ: الأدوات المالية المبتكرة، تغير أو نسبة تغيير الإدارة في أسباب الاستثمار في الأوراق قصيرة الأجل، التمويل خارج الميزانية، و قياس العمليات غير النقدية و الأصول غير الملموسة، ثم إن القيمة العادلة للأدوات المالية و التي تعبر عن القيمة السوقية لها هي نتاج قوى الطلب و العرض في سوق الأوراق المالية، و هذه القوى تتحكم فيها عدة عوامل منها الإشاعات و المضاربة التي تُفْقِد القيمة السوقية مفهوم القيمة العادلة.

3.2.3 وِجْهَةُ نظام الإفصاح عقب الأزمة العالمية

خلال أزمة الرهن العقاري؛ و عقب الانتقاد الشديد للحوكمة و معايير المحاسبة الدولية عموما ومقياس القيمة العادلة خصوصا شرعت العديد من الدراسات التي تناولت الأزمة موضوعا لها للوصول إلى مكامن القصور، فكانت الوجهة نحو إعادة النظر في مبادئ الحوكمة و إجراءاتها وكذلك كان شأن معايير المحاسبة الدولية، خلال هذا المطلب سنحاول إعطاء لمحة عن الوجهة الجديدة للحوكمة و معايير المحاسبة الدولية على أعقاب الأزمة.

1.3.2.3 وِجْهَةُ الحوكمة عقب الأزمة العالمية

كانت الحوكمة دائماً وليدة الأزمات، فتطوير و تحسين قواعد الحوكمة كان دائماً نِتَاجاً لمحاولات وضع قواعد و قوانين تحد أو تمنع من تكرار حدوث تلك الأزمات من قبل السلطات التشريعية والرقابية؛ فعقب الفضائح المالية التي شهدتها كُبرى الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية خصوصا فضيحة شركة إنرون، و ما تمخض عنها من إدانة لأعضاء مجلس إدارة الشركة بتهمة الفساد و ضلوع معظم أعضاء المجلس في صفقات مشبوهة و تواطؤ مكتب آرثر أندرسون مع مجلس الإدارة، جاء قانون (Sarbanes-Oxley) عام 2002 لضبط أُطر الحوكمة المعمول بها في الولايات المتحدة الأمريكية، و يقضي هذا القانون بتحميل المسؤولية لمدراء (رؤساء) الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية و إجبارهم على مصادقة حساباتهم لدى (SEC) المسؤولة عن تنظيم سوق الأوراق المالية الأمريكية، و يهدف القانون لتقوية روابط الثقة و المسؤولية بين مختلف الأطراف من أجل توفير حماية أفضل للمستثمرين، و لإعادة الثقة التي فُقِدت على مستوى أسواق الأوراق المالية، و يقوم هذا القانون على مبادئ أهمها: صحة الحسابات و دقتها، توفر المعلومة بكل شفافية، و استقلالية المراجعين، و من هنا يؤثر قانونSarbanes-Oxley على شركات التدقيق والمحامين الذين تستخدمهم الشركات المدرجة، و كذا المساهمين ممن تكون حصتهم 10% فأكثر وكذلك البنوك، المستثمرين، و سماسرة سوق الأوراق المالية؛ و بهذا فقد أرسى القانون قواعد جديدة من المسؤولية الجماعية على جميع المشاركين في العمليات المالية.

في ثنايا الأزمة المالية الحالية، شرعت العديد من المؤسسات الدولية في دراسة مسببات الأزمة لمعالجتها و تجنب الوقوع في متاهات أزمة مماثلة مستقبلا، فمنظمة التعاون الاقتصادي و التنمية (OECD) باشرت في مهمة استخلاص العبر من الأزمة محاولة تحديد مكامن الإخفاق في قواعد الحوكمة المعمول بها، كما كشفت الرابطة الوطنية للمدراء في الولايات المتحدة الأمريكية (NACD) عن مقترحات جديدة غير مُلْزِمة لسد الثغرات الموجودة في أنظمة الحوكمة المعمول بها و ذلك ضمن وثيقة أسمتها (المبادئ الرئيسية المتفق عليها من أجل تعزيز حوكمة الشركات العامة الأمريكية)، و قد جاءت هذه الوثيقة نتاجا لتوافق بين أعضاء مجالس الإدارة، و المدراء التنفيذيين، والمساهمين في الشركات، و هي ترتكز على قانون Sarbanes-Oxley و كذا شروط و ضوابط الإدراج الموضوعة من قبل البورصات للشركات المدرجة فيها، و قد هدفت الوثيقة إلى إثارة المزيد من النقاش و الحوار حول التعديلات الجديدة التي يجب أن تضفى على قواعد الحوكمة في الولايات المتحدة الأمريكية، و من أهم المقترحات التي قدمتها الوثيقة:

- إن تصميم أطر الحوكمة و ممارساتها هو مسؤولية مجلس الإدارة؛ حيث تقع على عاتقه مسؤولية اختيار السياسات و الإجراءات التي تتلاءم مع طبيعة الشركة و بيئة العمل فيها، و ذلك

لتمكينه من القيام بمهامه بقدر أكبر من الفاعلية، و ذلك مع ضرورة شرح أسباب اختيار أي نموذج يتم تبنيه للمساهمين، و يتم تصميم الإطار العام للحوكمة في الشركة بشكل يدعم و يساند مجلس الإدارة في تحديد أولوياته و برنامج عمله، و لتوفير المعلومات في الوقت المناسب، وعلى مجلس الإدارة صبّ جلّ اهتمامه على تنفيذ الاستراتيجية في إطار المخاطر التي تنطوي عليها هذه الاستراتيجية.

- ضرورة تنوع الخبرات في أعضاء مجلس الإدارة، و تمتع هذا الأخير بروح الحيادية والاستقلالية عن الإدارة التنفيذية للشركة عند اتخاذ القرارات.
- أهمية تمركز مجلس الإدارة في وضعية مناسبة تسمح له بإجراء التغيير الضروري والتطوير المستمر تزامنا مع متطلبات و ظروف الشركة، بما في ذلك القيام بالتقييم المستمر لأعضاء مجلس الإدارة؛ حيث يتم الاستغناء عن أولئك الذين لا يتكيفون مع الأوضاع الجديدة للشركة و الذين لا تسمح خبرتهم و كفاءتهم باعتلاء منصب ما.
- تصميم أنظمة الحوكمة يتم بشكل يسمح للمساهمين بالمشاركة الفعلية في محاسبة، مساءلة، ترشيح، و اختيار أعضاء مجلس الإدارة و تحديد مكافآتهم.

محاولة منه للتصدي للعديد من الاتهامات التي تم توجيهها للمهنة في سياق الأزمة المالية العالمية قامIFAC بتعديل أو إعادة صياغة عدد من معايير المراجعة الدولية و الحوكمة في إطار مشروع الوضوح في نسخة معايير المراجعة الدولية الصادرة في سنة 2009 و ذلك من خلال التأكيد على(111):

- دعم استقلال مراجع الحسابات.
- زيادة فعالية آليات الحوكمة و زيادة دور المراجعين فيها.
- تحديد مسؤوليات مراجع الحسابات تجاه أشكال التلاعب المختلفة و التأكيد على ممارسته لشكه المهني.
- توسيع مفهوم و نموذج الخطر المستخدم في المراجعة.
- تدعيم الممارسات السلوكية و الأخلاقية.
- تنظيم العلاقة و الاتصال بين المراجع الداخلي و الخارجي.
- التأكيد على اعتبارات جودة المراجعة على مستوى الفحص و مستوى شركة المراجعة.
- إعادة صياغة معايير المراجعة لتحقيق الوضوح فيها بما يضمن و يدعم الالتزام بها.
- التأكيد على مسؤولية مراجع الحسابات في تقييم قدرة الشركة على الاستمرار.

كل الاقتراحات السابقة و أخرى رغم كونها مُغرية مثيرة للإعجاب إلا أنها تبقى في نطاقها النظري غير قابلة للتطبيق مع غياب العامل الشخصي، إذ يجب أن تتوافر في عضو مجلس الإدارة الأخلاق الرفيعة، الولاء، و الإخلاص للشركة مع الحياد في الرقابة، و ذلك للتأكد من أن الشركة تسير في المسار السليم و النهج الصحيح، و عليه فهي مقترحات تشكل الخطوة الأولى في مشوار طويل يهدف إلى تحسين قواعد الحوكمة من أجل حماية المستثمرين، الشركات، واقتصاديات الدول بشكل عام.

2.3.2.3 وِجْهَةُ المعايير المحاسبية عقب الأزمة العالمية

مقابل دعوة توقيف القياس بمعيار القيمة العادلة أبدى فريق مدعوم من طرف SEC،FASB، IASB معارضة لهذه الدعوة، و ذلك على أساس أن القيمة العادلة لم تكن السبب في حدوث الأزمة المالية و لكنها كشفت عنها مَثَلها في ذلك مثل الطبيب الذي يكشف عن المرض الذي لا يُرضي المريض، و أرجعوا الأزمة إلى ضعف الرقابة في البنوك الاستثمارية التي أساءت استخدام منهج القيمة العادلة، و بناءا على ذلك نادى هذا الفريق بتبني منهج وسطي في تطبيق معيار القيمة العادلة؛ يقضي باستخدام أسلوب خصم التدفقات النقدية المتوقفة لتقدير القيمة العادلة للأصول غير السائلة وذلك عوضا عن أسلوب القيمة السوقية - إشارة السوق- Mark-Market (118).

من جانب آخر شرعت مجالس معايير المحاسبة بالوقوف جنباً إلى جنب و خاصة IASB وFASB للدفاع عن معايير القيمة العادلة، حيث قام كل منهما بتشكيل لجان مهمتها تحليل الأزمة المالية و التوصل إلى أن معيار القيمة العادلة ليس السبب في حدوث هذه الأزمة، و كذلك تقديم ما يبرر صحة هذا المعيار، و أهم الخطوات التي قام بها المجلسين ما يلي(116،ص114/06-04):

- في 2008/09/16 و استجابة لتوصيات منتدى الاستقرار المالي FSF تشكلت لجنة الخبراء الماليين EAP من قبل IASB ، و أُنِيطت لها مهمة تحديد الممارسات الواجب إتباعها في ظل سوق غير نشط للخروج بتقرير إرشادي عن كيفية استخدام القيمة العادلة في ظل الأسواق غير النشطة.
- بعد إعلان تقرير EAP قال IASB على لسان رئيسه Sir David Tweedie بأن المحاسبة ليست السبب في حدوث الأزمة الائتمانية، و من المهم جدا بأن يثق المتعاملون في الأسواق بالمعلومات المقدمة من خلال التقارير المالية، و لهذا السبب فقط قام IASB بمراقبة أداء معايير الإبلاغ المالي و تحرك بشكل سريع للتعامل مع القضايا التي أبرزتها الأزمة الائتمانية.
- في2008 /10/31 أصدر IASB دليلا ارشاديا عن كيفية تطبيق القيمة العادلة عندما يصبح السوق غير نشط.

- في 2008/11/03 أعلن كل من IASB و FASB بأنهم سوف يجتمعون بلندن في 2008/11/14 لنقاش قضايا الإبلاغ المالي التي أبرزتها الأزمة المالية العالمية.
- في2008/11/11 قام IASB بتوجيه خطاب رسمي لرئيس الولايات المتحدة الأمريكية بصفته مضيفاً و راعياً لمؤتمر قمة العشرين، و انطلاقاً من علم المجلس أن قضايا معايير المحاسبة و الأزمة الائتمانية و حوكمة الشركات مدرجة في برنامج عمل المؤتمر قدم المجلس هذه الرسالة كي يبلغ رؤساء الدول المجتمعين عن دور IASB كجهة مستقلة أنيطت لها مهمة تطوير معايير عالمية و موحدة في تحديد القضايا المحاسبية الناشئة عن أزمة الائتمان، و قد تضمنت الرسالة شرحا مفصلا عن الخطوات التي اِتُخِذت لمواجهة الأزمة.
- في 2008/11/14 أعلن IASB و FASB عن تشكيل مجموعة استشارية عليا يرأسها كل من Hans Hoogervost رئيس سلطة هولندا للأسواق الأوراق المالية و Harvey Goldschmid المفوض السابق لـ SEC، و هي مجموعة شملت عددا من الأعضاء من فئات المستثمرين، المدققين، و مستخدمي القوائم المالية، و قد كُلِفت بتحديد القضايا المتعلقة بإعداد التقارير المالية في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية، و تم تشكيل المجموعة بهذا الشكل كي تضمن أن قضايا إعداد التقارير المالية في ظل الأزمة العالمية تناقش بشكل منسق و على مستوى عالمي.
- مذكرة رئيس IASB - Sir David Tweedie- أمام لجنة خزانة مجلس العموم في جلسة التحقيق في الأزمة البنكية: بناءا على الدعوة الموجهة في 2008/10/28 لرئيس IASB من قبل لجنة خزانة مجلس العموم و مطالبته بتقديم دليل خطي حول دور المحاسبة في الأزمة الائتمانية، فقد قام Sir David Tweedie بتقديم تقريره و الذي اِطّلعت عليه اللجنة في جلسة الاستماع حول التحقيق في الأزمة المالية، هذا و يمكن تلخيص أهم ما جاء في ذلك التقرير كما يلي:

☜ إن IASB جهة مستقلة ملتزمة نحو العموم بتطوير معايير إبلاغ مالية دولية تجعل القوائم المالية تتمتع بمعلومات ذات شفافية عالية جدا.

☜ إن معايير المحاسبة الدولية مطبقة من قبل أكثر من 100 دولة، بما فيها دول الاتحاد الأوروبي.

☜ إن معايير المحاسبة الدولية لها دور لا يستهان به في إعادة الثقة بالأسواق و خصوصاً في ظل الأزمات المالية، و أكثر ما يكون لها الحاجة حالياً في ظل هذه الأزمة العالمية.

- إن السبب الحقيقي وراء الأزمة المالية الائتمانية يعود إلى الممارسات السيئة التي اِتُبِعَت في عمليات الإقراض، و اقتصر دور المحاسبة على عكس و بيان حقيقة تلك الممارسات الاقتصادية للبنوك التي كانت تحت الرسملة.
- إن أردنا إعادة الثقة للسوق فيجب أن نواجه الخسائر كاملة، و إلا لن تستطيع البنوك مستقبلا إقراض بعضها البعض و لا حتى إقراض عملائها، و لم يكن لمعايير القيمة العادلة دور إلا أنها أظهرت الخسائر الحقيقية و لم تساهم فيها، و لو كان هناك محاولة لإخفاء الشفافية من خلال عدم استخدام معايير القيمة العادلة لساهم ذلك في تأجيل ظهور الخسائر و ليس منعها.
- لقد أظهرت أزمة البنوك الائتمانية الحاجة لمنهجية عالمية في تشريع و مراقبة أسواق الأوراق المالية.
- سوف يستمر IASB في لعب دور تعزيز الثقة في أسواق الأوراق المالية من خلال تطبيق مخرجاته الحالية المتطورة، و بشكل يضمن الشفافية المطلقة.
- يجب أن يتم الاستمرار باستخدام معايير القيمة العادلة و بشكل مكثف أكثر من السابق وبغض النظر عن أي أزمات، خصوصاً أن لها دور لا يستهان به في إضفاء الشفافية على معلومات القوائم المالية، و في حالة عدم تطبيقها سوف يفقد المستثمر الثقة بالقوائم المالية، و تم الاستشهاد بهذه الحقيقة على نتائج الاستفتاء الذي تم من قبل اتحاد المستثمرين العالمين لـ 597 مستثمر، والجدول المبين أدناه يوضح نتائج هذا الاستفتاء:

الجدول رقم(04): نتائج استفتاءSir David Tweedie

المصدر: من إعداد الطالبة، اعتمادا على: شنوف شعيب، زاوي أسماء: مرجع سابق، ص

العيّنة: **النتيجة:**	**597 مستثمرا= 100%**	
النتيجة الإجمالية:	125≈%21 مستثمر ممن يساندون اقتراح وقف معيار القياس بالقيمة العادلة.	472≈%79 مستثمر ممن يعارضون اقتراح وقف معيار القياس بالقيمة العادلة:
النتيجة التفصيلية:	/	71≈%15 مستثمر يعارضون لأسباب متباينة.
		401≈%85 مستثمر يعارضون بحجة أن وقف معيار القياس بالقيمة العادلة يفقد الثقة بالقوائم المالية.

انطلاقا من معطيات الاستفتاء الذي أجراه Sir David Tweedie قام هذا الأخير بالحكم على ضرورة الاستمرار باتباع معيار القياس بالقيمة العادلة، لكن السؤال المطروح ها هنا: هل هذه العينة تعبر عن رأي كافة المتعاملين في سوق الأوراق المالية ممن لحقت بهم الأزمة؟... بالطبع لا و بهذا فاستفتاء Sir David Tweedie يبقى في إطار نسبي غير مطلق.

خلاصة الفصل:

إن الأزمات المالية المعروفة في تاريخ الاقتصاد العالمي كانت نتاجا لتظافر مجموعة من الأسباب؛ و على أهمية الإفصاح و نظامه فإن أي خلل قد يحدث في هذا الإطار من شأنه التسبب في أزمات مالية قد تتعدى النطاق الجزئي إلى الكلي و المحلي إلى العالمي، و هو ما حدث في كل من: أزمة الكساد العالمية، أزمة سوق المناخ، أزمة الاثنين الأسود، و الأزمة الآسيوية، و كذلك في كل من: Parmalat،Barings ، و china oïl aviation و كثير من كبريات الشركات في أوربا وأمريكا، ثم كانت خاتمة الفضائح المالية التي كان التلاعب في الإفصاح سببها الأول و التواطؤ بين منظمي سوق الأوراق المالية مسيري الشركات سببها الثاني بسقوط أكبر شركتين أمريكيتين، فكان لفضيحة Enron و World com صدىً عالميا كان فاتحة لحدوث أزمة عالمية جديدة مختلفة في مكان و زمان حدوثها مميزة في بعض مسبباتها؛ غير أن الطابع المشترك بينها و بين سائر الأزمات هو تلاعب الشركات و البنوك بشكل و مضمون الإفصاح و قصور أنظمة الرقابة عن كشف الوضع في الوقت المناسب.

كشفت الأزمة المالية العالمية الأخيرة - على اختلاف مسمياتها- على بعض مكامن العجز والقصور في أنظمة الإفصاح في أسواق الأوراق المالية؛ فمبادئ الحوكمة بقيت في إطار نظري جذّاب- عكس الواقع-، كما اتضح أن معايير المحاسبة الدولية عموما و معيار القيمة العادلة خصوصا في غموضها و عدم دقتها تحتاج لإعادة النظر بمزيد من العناية و الاهتمام، و هنا أخذت الوجهة الجديدة لمعايير المحاسبة الدولية و حتى الحوكمة نحو محاولة سد الثغرات الموجودة من جهة والتأكيد على مزايا بعض المعايير و ضرورة الاحتفاظ بها من جهة أخرى.

الخاتمة

تكتسب سوق الأوراق المالية أهميتها من خلال الأطراف المتعاملة بها، و كذا الأدوات المتداولة فيها و ذلك في إطار يغلب عليه التنوع، المنافسة، و التنظيم؛ و ذلك للوصول إلى أعلى مستويات الكفاءة، هذه الأخيرة تُعْرَف على أنها استجابة الأسعار في سوق الأوراق المالية للمعلومات المتاحة، و بذلك تعبّر القيمة السوقية للسهم عن قيمته العادلة و الحقيقية، و مع هذا تصبح الأسعار دالة للمعلومات المتاحة، فإذا كانت الأسعار الحالية للأوراق المالية نتاجا للمعلومات التاريخية و الحالية فإننا في سوق قوي الكفاءة، أما إذا كانت الأسعار قائمة على التوقعات الناجمة عن المعلومات التاريخية فهي سوق متوسطة الكفاءة، في حين إذا لم تساعد المعلومات التاريخية في التنبؤ بالأسعار فإننا في سوق ضعيفة الكفاءة، هذا ما يبرز أهمية المعلومات في إرساء مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية، هذه الأخيرة تعد مفهوما نسبيا تتحدد نسبيته حسب ما توفر من معلومات.

إذا كانت طبيعة المعلومات- تاريخية و/ أو حالية- الفيصل في مسألة مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية، فإن المدة الزمنية التي تفصل بين تحليل المعلومة و استجابة الأسعار لها هي العامل المحدد لنوع الكفاءة؛ فهي كاملة إن انعدمت تلك المدة، و اقتصادية- واقعية- إذا وُجِدَ ذلك الفاصل الزمني.

و مع ضرورة توفر المعلومات على اختلاف أنواعها فإن عملية الإفصاح مسألة ملحة و إجبارية من شأنها دعم كفاءة سوق الأوراق المالية، و الإفصاح هنا عملية شاملة تضم سوق الأوراق المالية بإعلانها عن أسعار التداول، ظروف السوق، و كل المعلومات التي تهم مختلف متعاملي السوق...، كما تضم الشركات المدرجة التي ينبغي عليها الإعلان عن مجموعة من المعلومات التي من شأنها التأثير على وجهة قرار الاستثمار في الشركة أولا و في سوق الأوراق المالية بعدها، و على أهمية هذه العملية فإنه لا بد من تأطيرها قانونيا و بشكل شبه موحد عالميا فيما يُعرف بنظام الإفصاح.

<u>اختبار الفرضيات:</u>

انطلاقا مما تقدم ذكره، و من خلال دراستنا لموضوع *دور نظام الإفصاح في إرساء و تدعيم كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة بعض أزمات التلاعب في الإفصاح-* تمكنا من الحكم على مدى صحة الفرضيات المقدمة سابقا بالشكل التالي:

الفرضية الأولى: قد يكون للمعلومات مكانة مهمة و بارزة في سوق الأوراق المالية؛ فمن خلالها يتم اتخاذ قرار الاستثمار من عدمه...

عقب استعراض الفصل الأول تبينت صحة الفرضية الأولى؛ فسوق الأوراق المالية هي سوق لتداول الأوراق المالية للشركات، و على أساس ما نُشِر و يُنْشر عن هذه الأوراق من معلومات يتجه المستثمر نحو هذه الأدوات للاستثمار فيها إن كانت المعلومات تدعو للتفاؤل، أو يحجم عن الاستثمار في الحالة المعاكسة، كما تسمح المعلومات بعد دراستها و معالجتها بإجراء المقارنات والمقاربات بين الاستثمار في شركة دون أخرى و حتى في سوق للأوراق المالية دون سواها، ثم إن المعلومات هي أهم طرف في معادلة أسعار الأوراق المالية، كما أنها العامل المحدد لمستوى كفاءة سوق الأوراق المالية من قوي إلى متوسط فضعيف، و لعل أهميتها قد برزت مع تناولنا في الفصل الثالث لبعض أزمات التلاعب في الإفصاح، و ذلك أن الأزمات كانت نتاجا لمعلومة خاطئة و ناقصة و غير ملائمة في توقيتها.

الفرضية الثانية: الإفصاح هو إعلان الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية عن مختلف المعلومات التي تخص وضعيتها المالية، و هو نوعان اختياري و إجباري.

من خلال الفصل الثاني اتضح أن الفرضية الثانية غير صحيحة، و ذلك أن الإفصاح عملية لا تقتصر على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، و إنما تتعدى لسوق الأوراق المالية بصفتها هيئة اعتبارية- شركة أيضا-، فهي كذلك تقوم بالإعلان عن مجموعة متنوعة و ضرورية من المعلومات التي تم بيانها في الجزء المعنون بإفصاح سوق الأوراق المالية، و هو كذلك إفصاح يشمل الوضعية المالية و الاجتماعية- عند ذكر أسماء المتدخلين و قدراتهم و كفاءاتهم...-، أما فيما يخص أنواع الإفصاح ففضلا عن الاختياري و الاجباري، هناك الملائم، الكافي، العادل، و الكامل من ناحية كم و نوع المعلومات، أما من حيث التوقيت فهناك الطارئ، المستمر، الدوري، والمبدئي، بالإضافة إلى الإفصاح الكمي و النوعي، و هي بذلك عديدة بتعدد معايير تصنيفها ضرورية في تكاملها وترابطها.

الفرضية الثالثة: تساهم المحاسبة في تأطير و تنظيم عملية الإفصاح بشكل يضمن سلامة عملية اتخاذ قرار الاستثمار و يجنب سوق الأوراق المالية من الوقوع في الأزمات التي قد يسببها نقص الإفصاح و التلاعب به...

هذه الفرضية أُثْبِتَتْ صحتها من خلال الفصل الثاني، فالهيئات المحاسبية قد فرضت معاييرا جديدة من شأنها الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية و تدعيمها عمليا، و ذلك حين حددت طريقة الإفصاح و مضمونه، و كذا الخصائص التي يجب أن تكون عليها المعلومة حتى تكون مفيدة وموثوقا بها، كذلك حددت الحوكمة أساليب القيام بالرقابة على الإفصاح و فرض العقوبات على التجاوزات

والمخالفات الحادثة أثناء الإفصاح؛ لذا عُدَّتْ معايير المحاسبة و الحوكمة أحد الإنجازات و المحطات المهمة في مسيرة التطور التي شهدها نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية، لكن هذا لا ينف وجود ثغرات تمكن من استغلالها البعض من مسؤولي أكبر الشركات العالمية بالتواطؤ مع الهيئات التنظيمية في بعض الأسواق المالية.

الفرضية الرابعة: نظام الإفصاح هو القوانين و التشريعات التي تنظم عملية الإفصاح في سوق الأوراق المالية...

من خلال الفصل الثاني تبين أن نظام الإفصاح لا يقتصر على القوانين و التشريعات التي تنظم عملية الإفصاح في سوق الأوراق المالية، بل يتجاوز ذلك التعريف الضيق ليشمل الهيئات والوسائل المستعملة لضمان السير الحسن لعملية الإفصاح و بالتالي ضمان حقوق من تهمهم المعلومات في سوق الأوراق المالية، و كذا سلامة التعامل في هذه السوق و الوصول للكفاءة المنشودة، و هو ما يثبت في الأخير عدم صحة الفرضية الرابعة.

الفرضية الخامسة: إن تعرض سوق الأوراق المالية للأزمات يعبر عن تدني مستوى كفاءة هذه السوق.

عقب بيان مفهوم الكفاءة و العلاقة التي تربطها بالمعلومات في الفصل الأول و الثاني، و بعد بيان علاقة الأزمات بالتلاعب بالمعلومات في سوق الأوراق المالية في الفصل الثالث و بالتعدي فإن الفرضية الخامسة هي صحيحة في حالة كان التلاعب بالمعلومات هو سبب حدوث الأزمات، فأسعار الأوراق المالية أثناء الأزمات و الناتجة عن معلومات خاطئة أو ناقصة لا تعبر عن القيمة الحقيقية والعادلة للورقة المالية و هو ما يُفْقِدُ السوق لكفاءتها.

الفرضية السادسة: يكون نظام الإفصاح فعالا إذا كان واضحا شاملا؛ بحيث لا يشوبه الغموض والنقص فلا تستغل بعض الفئات الثغرات القانونية للتهرب من العقوبات الضرورية.

مع استعراضنا لبعض أزمات التلاعب في الإفصاح بدت نقائص نظام الإفصاح جلية في معظم أسواق الأوراق المالية لذا حتى يكون نظام الإفصاح فعالا يجب أن يكون على الأقل: صارما وعادلا؛ أي أن القانون يطبق على الجميع دون تحيز و بنفس الدرجات، واضحا شاملا؛ بحيث لا يشوبه الغموض والنقص إذ يمكن أن تستغل بعض الفئات الثغرات القانونية للتهرب من العقوبات الضرورية بمعنى توفر الدقة في هذا النظام، مع توفر صفة الموضوعية و الحياد؛ فعلى الهيئات التي تسهر على تطبيق القوانين و اللوائح أن تتسم بالاستقلالية و الحياد عن كافة الجهات الأخرى، كما يجب أن يكون نظام الإفصاح ملائما أو قابلا للتطبيق-مُمْكِنَا-؛ فلا يكون مثاليا و مغريا نظريا بينما هو خَيَالِيَ التَطْبِيقِ؛ و عندما تغيب احدى هذه الصفات فالوقوع في الأزمات هو أمر بديهي ومُتَوَقَعٌ.

الفرضية السابعة: معايير المحاسبة لا علاقة لها بحدوث الأزمات؛ بل هي احدى الحلول لهذه الأخيرة.

من خلال الفصل الثالث اتضح أنه لا يمكن فصل حدوث الأزمات المالية عن تبني معايير المحاسبة الدولية، و ذلك لأن عدم دقة و غموض هذه الأخيرة خصوصا معيار القيمة العادلة التي لم يعط لها تعريف محدد و طريقة حساب موحدة و واضحة، و مع بقاء مقياس القيمة العادلة مقياسا مبهما نوعا ما تمكّن Nick Leeson ، Chen Juilin ، Enrico Bondi و شركة التدقيق العالمية Arthur Anderson، Bernie Ebbers ، Groubman و آخرون لم نأت على ذكرهم من تحقيق مكاسب شخصية ضخمة تكبد خسائرها العديد من الأطراف في سوق الأوراق المالية بعد سوق السلع المنظورة(بطالة و تدهور مستويات المعيشة، تضخم،...)، لذا كانت معايير المحاسبة طرفا أساسيا في حدوث الأزمات المالية، و قد عزز ذلك عدم التطبيق السليم و الصائب لهذه المعايير و غياب الرقابة التي نادت بها معايير الحوكمة؛ و بهذا فالفرضية السابعة غير صحيحة.

نتائج الدراسة: بعد تناولنا لهذا الموضوع توصلنا إلى النتائج المبينة أدناه:

- ❖ الإفصاح هو مطلب و شرط مهم لإرساء و تدعيم كفاءة سوق الأوراق المالية، كونه يتضمن احتياجات متعاملي سوق الأوراق المالية.
- ❖ يجب تأطير عملية الإفصاح في سوق الأوراق المالية من خلال التشكيلة و التركيبة المكونة من القانون، الهيئة، و الوسائل المستعملة في تأطير، توجيه، ترتيب، تنسيق، و ضبط عملية الإبلاغ ، الكشف، و عرض المعلومات على المتعاملين في سوق الأوراق المالية؛ و هو ما يعرف بنظام الإفصاح.
- ❖ من أهم المعايير التي عززت قوانين الإفصاح في سوق الأوراق المالية هي:

- معايير المحاسبة الدولية التي بينت شكل الإفصاح و مضمونه، كما حددت أكدت على ضرورة توفر: الملاءمة، الوضوح و قابلية الفهم، قابلية المقارنة، الشمولية و الاكتمال، الدقة، الحيادية، الوقتية، القابلية للتحقق، الأهمية النسبية، و الاقتصادية في المعلومات للوصول إلى موثوقية و مصداقية هذه المعلومات.
- معايير الحوكمة التي شددت اهتمامها بالإفصاح و ركزت على أهمية و دور الرقابة على هذه العملية للوصول للأهداف المؤطرة.

- ❖ بالرغم من أهمية المعايير التي تحكم نظام الإفصاح نظريا إلا أن الواقع العملي أثبت تقصير هذا النظام و عجزه عن الوصول إلى مستوى الكفاءة المرغوب بها فها هي:

- أزمة الكساد العالمية تثبت عجز معايير المحاسبة السائدة آنذاك عن تحقيق الكفاءة المناسبة لسوق الأوراق المالية، فاتجهت الأنظار نحو معايير الحوكمة كمفهوم جديد للرقابة.

- أزمة المديونية تعيد الاعتبار لمعايير المحاسبة الدولية من خلال لجنة بازل التي أكدت على أن معايير المحاسبة ضرورية و لا يجدر الغاؤها من منظومة الإفصاح بل يجب إعادة النظر في بعض مفاهيمها.
- تعثرات أكبر الشركات طعنت في مصداقية الحوكمة وتعالي النداءات مطالبة بجهود أكبر لتحسين تطبيقها عمليا.
- أزمة الرهن العقاري طعنت في مصداقية المعايير المحاسبية الدولية، مما جعل إعادة النظر في هذه الأخيرة و تعديلها و توضيحها ضرورة ملحة أكثر منها بالنسبة للحوكمة.

❖ حتى يكون نظام الإفصاح فعالا يجب أن يتوفر على الشروط التالية: الصرامة و العدالة، الوضوح، الشمولية و الدقة، الموضوعية و الحياد، الاستقلالية، و الملاءمة مع الواقع فلا يكون مثاليا و مغريا نظريا بينما هو خَيَالِيَ التَطْبِيقِ و هو ما حصل و يحصل مع أسواق الأوراق المالية.

❖ انطلاقا من دراستنا للموضوع و تبعا للنتيجة السابقة فإننا نستخلص أن نظام الإفصاح له مستويات على أساسها تحدد مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية، فكلما توافرت في نظام الإفصاح الشروط السابقة كلما كانت نسبة الكفاءة أكبر و كلما قل حدوث الأزمات، و هو أمر نؤكد دائما على نسبيته.

❖ نظام الإفصاح عملة بوجهين نظريا هي السهم الصائب للوصول إلى أعلى مستويات الكفاءة، أما واقعيا فمساهمته في إرساء و تدعيم كفاءة سوق الأوراق المالية متوسطة حينا و ضعيفة حينا آخر حسب مستوى فعالية هذا النظام.

❖ طرحت الأزمات المذكورة في الدراسة مشكلة استغلال بعض الهيئات للنقائص الحاصلة في معايير الإفصاح، و هنا تجدر الإشارة للتنويه بأنه حتى مع اكتمال هذه القوانين وخلوها من النقائص- و هو شيء مستبعد- سيبقى مشكل تطبيق هذه القوانين مطروحا.

❖ أثبت رواد الرأسمالية فشل هذا النظام مجددا كونه نظاما حافلا بالتناقضات، دعوا لتبني معايير المحاسبة الدولية المُغرية في ظاهرها بعد أن جَهِدُوا سنينا معها و كانوا أول مخترق لها، كذلك فعلوا مع الحوكمة، نادوا بالحرية و مع حدوث الأزمات سارعوا لتطبيق الرقابة كحل لهذه الأزمات.

<u>الاقتراحات:</u> على إثر ما سبق التعرض له من خلال الدراسة يجدر:

☜ تكثيف التوعية بأهمية المعلومات و أثرها على تغيير وجهة قرار الاستثمار أولا و على كفاءة سوق الأوراق المالية.

- ☜ زيادة الاهتمام بالقوانين الخاصة بالإفصاح، من خلال دراستها و التمعن في دلالتها في كافة النواحي، و ذلك لاكتشاف الثغرات و النقائص التي تحيط بها، مع مراعاة توافر الحد الأدنى لشروط نظام الإفصاح الفعال.
- ☜ متابعة مدى تقيد الشركات و أسواق الأوراق المالية بقوانين الإفصاح(تشديد الرقابة) المتضمنة معايير الإفصاح و الحوكمة و فرض أقصى العقوبات على المخالفات المرتكبة لصد تجاوزات مشابهة.
- ☜ التأكيد على استقلالية التدقيق الداخلي و الخارجي و إدارة الشركات للحفاظ على حياد وموضوعية القرارات.
- ☜ ضرورة الموازنة في الاهتمام بتنظير عملية الإفصاح بما يتطابق و الواقع العملي-حدود إمكانية التطبيق-.

آفاق البحث: نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية موضوع واسع و مهم للغاية، و على غرار الوجهة التي تناولنا منها الموضوع، يمكن إثراء هذا الأخير من خلال تناول:

- ✓ نظام الإفصاح في السوق المالية- دراسة وصفية مقارنة بين السوقين النقدي و سوق الأوراق المالية-.
- ✓ حوكمة الشركات و أثرها في تفعيل دور نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية.
- ✓ دور معايير المحاسبة الدولية في تحسين مستوى نظام الإفصاح في سوق الأوراق المالية.
- ✓ وجهة نظام الإفصاح في ظل الأزمة المالية العالمية.

في الأخير نسأل الله أن نكون قد وفقنا في بيان أهم جوانب الموضوع، و نسأله أن يكون بحثنا هذا منطلقا لأبحاث أكثر اتساعا و إفادة.

قائمة المراجع

1- سليمان المنذري: الأسواق العربية لرأس المال، دار الرازي، بيروت، الطبعة الأولى، 1987.

2- حسين بني هاني: الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، و أدواتها المشتقة)، دار الكندي، عمان، الطبعة الأولى، 2002.

3- وليد صافي، أنس البكري: الأسواق المالية و الدولية ، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.

4- حسن علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محمود العتيبي: الأسواق المالية، الشركة الدولية للخدمات المكتبية، عمان، 1995.

5- سمير عبد الحميد رضوان: أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر للمعهد المالي للفكر الاسلامي، 1996.

6- صلاح السيد جودة: بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا، مكتبة الإشعاع للنشر، الإسكندرية، 2000.

7- كمال توفيق حطاب: نحو سوق مالية إسلامية، جامعة اليرموك، إربد، ص06، يوم 2010/12/12، الساعة 09:18 سا، على الموقع :

http://www.kantakji.com/fiqh/Markets.htm

8- محمود يونس، عبد النعيم مبارك: مقدمة في النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2003.

9- أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك: اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2001.

10- عادل طلبة: مذكرة لنيل شهادة الماجستير بعنوان دور الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية، البليدة، 2009|2010.

11- زياد رمضان، مروان شموط: الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008.

12- فيصل محمود الشواورة: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، دار وائل للنشر، عمان، 2008.

13- محمود محمد الداغر: الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر، عمان، 2007.

14- صالح الحناوي، محمد إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005.

15- منير إبراهيم هندي: إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشورات منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

16- محمد سويلم: إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر و التوزيع، المنصورة- مصر-، 1992.

17- محمد أمين زويل: بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء للنشر و الطباعة، الاسكندرية، 2000.

18- جمال جويدان الجمل: الأسواق المالية و النقدية، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2002.

19- طاهر حيدر حردان: مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، 1997.

20- رشيد بوكساني: مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه بعنوان معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، جامعة الجزائر، 2005- 2006.

21-Gérard Marie Henry : les marchés financiers, Edition Nathan, paris, 1999.

22- قرياقص رسمية: أسواق المال، الدار الجامعية للطباعة و النشر و التوزيع، مصر، 1999.

23- منير إبراهيم هندي، قرياقص رسمية: الأسواق و المؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر،1997.

24- تركي فدعق: خمسة عناصر أساسية لقيام سوق مالية كفؤة وفعالة، يوم 2010/12/12 ، الساعة 11:09سا، على الموقع:

http://islamfin.go-forum.net/montada-f16/topic-t1648.htm

25 - Gunther CAPELLE - BLANCARD, Nicolas COUDERC, Séverine VANDELANOITE : Les marchés financiers en fiches, PTIMUM collection dirigée par fabien fichaux (ellipses édition marketing), PARIS, 2004.

26 - Pascal François : Les produits dérivés financiers (modèles d'évaluation), édition DUNOD, PARIS, 2005.

27 -Aimé Scannavino : Les marchés financiers internationaux, édition DUNOD, PARIS,1999.

28 -Les instruments financiers hybrides : le 24- 01- 2011 à 09 :40 h sur le site :

http://www.fidomes.com/FR/societes/index.asp?idSociete=203

29- عبد القادر السيد متولي: الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، منشورات دار الفكر، عمان، الطبعة الأولى، 2010.

30- برايان كويل: نظرة عامة على الأسواق المالية، نشر و ترجمة دار الفاروق، القاهرة، الطبعة الأولى، 2006.

31- مروان عطوان: الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد والمال)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2003.

32- علال بن ثابت ، محمد بن جاب الله: المستثمرون المؤسسين ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات(الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر و الدول النامية-، جامعة محمد خيضر(بسكرة)، 21/22-11-2006.

33- حماد طارق عبد العال: دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2000.

34 - HERVÉ Juvin : Les marchés financiers (voyage au cœur de la finance mondiale), éditions d'organisations, PARIS, 2004.

35- حسن فليح خلف، المؤسسات المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، عمان، الطبعة الأولى، 2006

36- عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص: أسواق المال، منشورات الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

37- منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية و سوق رأس المال، منشورات جامعة الإسكندرية، مصر،1997.

38- قواعد وإجراءات التعامل في الأسواق المالية: يوم 2011/01/17، الساعة 10:05سا، على الموقع:

http:/www.etudiantdz.net/vb/f57/t41582-print.html

39- حسان خضر: منتدى حول قواعد و إجراءات التعامل في الأسواق المالية، المعهد العربي للتخطيط، يناير 2004، يوم 2011/01/19م، الساعة 08:53سا، على الموقع:

http://www.arab-api.org/course9/ppt/Rules3_files/frame.htm

40- سليمان مبارك: أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز أشبيليا، الرياض، 2005.

41- صفاء لشهب، دور مراقبة التسيير في تحسين أداء المؤسسة و رفع كفاءتها (مجلة الأبحاث الاقتصادية)، البليدة، العدد 03، ديسمبر 2009

42 - Prosper Mouak : La fonction d'information des marchés financiers a terme: Une application au London métal exchange(LME), le 24- 01- 2011 à 09 :40 h sur le site :

http://www.univ-orleans.fr/log/Doc-Rech/Textes-PDF/2009-2.pdf

43- دريد آل شبيب، عبد الرحمان الجبوري: أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالية، المؤتمر العلمي الرابع بجامعة فيلاديلفيا، الأردن، يوم: 15- 16/ 03/ 2005.

44- صالح مفتاح ، فريدة معارفي: مجلة الباحث؛ متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها)، كلية الحقوق و العلوم الاقتصادية بجامعة ورقلة، العدد 07، 2009- 2010 .

45- محمد أحمد عبد النبي: الأسواق المالية (الأصول العلمية و التحليل الأساسي)، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.

46- حمزة محمود الزبيدي: الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 2001.

47- محمد مطر: إدارة الاستثمارات (الإطار النظري و التطبيقات العملية)، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1999.

48- نازم محمود ملكاوي، عبد الرؤوف حمدانة: دور المعلومات المالية في الحد من آثار الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية للدول النامية (دراسة في سوق عمان المالي)، ص07، يوم /19: 02/ 2011 ، الساعة 09:44سا، على الموقع:

http://www.jps-dir.com/Forum/uploads/1364/Isra13.pdf

49- عبد الغني ددان: أطروحة دكتوراه حول قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية(نحو إرساء نموذج مبكر للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة)، جامعة الجزائر، 2008- 2009.

50- خالد وهيب الراوي: الأسواق المالية و النقدية، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2000.

51- إيهاب الدسوقي: اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.

52- محمد عرفة: مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق المال السعودي وأهمية حمايتها، يوم: 18- 02- 2011 على الساعة 17:17سا، على الموقع:

http://www.saudiinfocus.com/ar/forum/showthread.php?t=57230

53- أحمد مخلوف: الأزمة المالية العالمية و استشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات(الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية)، جامعة فرحات عباس، سطيف.

54- رضوان حلوة حنان: النموذج المحاسبي المعاصر (هيكل نظرية المحاسبة)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2003.

55- حسين قاضي، مأمون حمدان: نظرية المحاسبة، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2006.

56- لعيبي هاتو خلف: مذكرة ماجستير حول الإفصاح المحاسبي في ظل توسع المنهج المحاسبي المعاصر ليشمل المحاسبة الاجتماعية، الأكاديمية العربية بالدنمارك، بغداد، 2009.

57- رضوان حلوة حنان: تطور الفكر المحاسبي(مدخل نظرية المحاسبة)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 1996.

58- منشور عن سوق دمشق للأوراق المالية (محمد الجيلاتي): دور الإفصاح في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية، سوريا،15- 08- 1430هـ.

59- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية: تعريف الإفصاح، يوم 17- 04- 2011، الساعة 08:22 ساعة 08:22 سا، على الموقع:

http://www.pcma.ps/new/Pages.aspx?page=187

60- عباس مهدي الشيرازي: نظرية المحاسبة، مطبعة ذات السلاسل، الكويت، 1991.

61- رضوان حلوه حنان: نظرية المحاسبة، منشورات جامعة حلب، سوريا، 1990.

62- وليد ناجي الحيالي ، أحمد الراوي حكمت: نظرية المحاسبة و اقتصاد المعلومات، دار حنين، 1995.

63- حماد طارق عبد العال: موسوعة المعايير المحاسبية، مطبوعات جامعة عين شمس، الإسكندرية، 2002–2003.

64- حسين عبد الجليل آل غزوي: مذكرة ماجستير حول حوكمة الشركات و أثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية، الأكاديمية العربية بالدانمارك، 2010.

65- محمد إبراهيم السقا: لماذا الإفصاح والشفافية في البورصة؟، يوم 03- 04- 2011، الساعة 08:58 سا، على الموقع:

http://alphabeta.argaam.com/?p=8029

66- نبيل حشاد: انضباط السوق و الإفصاح في إطار بازل 02 للبنوك الإسلامية (ندوة المعايير الاحترازية للصيرفة الإسلامية)، الرياض، 15- 16/ 01/ 2007.

67- محمد علي الريبيدي: المحاسبة في البنوك التقليدية و الإسلامية، دار الفكر المعاصر، صنعاء، 2000.

68- لطيف زيود: دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (29)، العدد الأول، 2007م.

69- التقرير السنوي لسوق دبي المالي لسنة 2009، متوفر على الموقع :

http//www.dfm.co.aeDocumentsPublications1053cdb5-2dc6-4388-9e9d-d97066078569.pdf

70- النشرة ربع السنوية 2009 لسوق دبي المالي، متوفر على الموقع:

http//www.dfm.co.aedocumentsPublicationsa80c5758-47ad-4c29-91ba-863f4565b729.pdf

71- النشرة الشهرية لأبريل 2010 لسوق دبي المالي، متوفر على الموقع:

httpwww.dfm.co.aedocumentsPublicationsd1601f05-2456-42a2-800b-b8dafa1e127f.pdf

72- هيئة المحاسبة والمراجعة لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية (مركز الدراسات والمعلومات): صناعة معايير المحاسبة الدولية(التطور ودور المجالس والهيئات الوطنية والدولية)، 2005.

73 - BRÈVE HISTOIRE DE L'IASB : LE 19/02/2011, à 10:14h, sur le site:

http://www.focusifrs.com/content/view/full/1090

74- وليد ناجي الحيالي: نظرية المحاسبة، منشورات الأكاديمية العربية بالدنمارك، الجزء الثاني، 2007.

75 -Maurice Moonitz : Accounting research study No01, The Basic Postulates of Accounting, AICPA, 1961, disponible au site:

http://www.cbe.uidaho.edu/Acct561/Lecture%20notes%20&%20handouts/ARS1%20-%20Moonitz%20-%20excerpts.doc

76 -Maillet Baudrier: normes comptables internationales IAS/ IFRS, édition Berti- France-,2006.

77- المعايير المحاسبية الدولية: المعيار المحاسبي الأول، يوم 10- 04- 2011م، الساعة 10:05سا، على الموقع:

http//www.4shared.comgetvtNmotgZ___online.html

78- المعايير المحاسبية الدولية الصادرة عن هيئة معايير المحاسبة الدولية: المعيار الدولي رقم 30، منشورات المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، 1999.

79- عصام فهد العربيد: دراسات معاصرة في محاسبة البنوك التجارية و البورصات، دار الرضا للنشر، دمشق، 2001.

80- رولا كاسر لايقة: مذكرة ماجستير حول القياس و الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للمصارف و دورهما في ترشيد قرارات الاستثمار، جامعة تشرين، دمشق، 2007.

81- المعايير المحاسبية الدولية: المعيار الدولي 30، يوم 10- 04- 2011، الساعة 10:05سا، على الموقع:

http//www.4shared.comgetvtNmotgZ___online.html

82- حماد طارق عبد العال: تقييم أداء البنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، 2001.

83- علي كنعان: الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2008.

84- حماد طارق عبد العال: حوكمة الشركات(المفاهيم، المبادئ، التجارب، و المتطلبات)، الدار الجامعية، مصر، 2008.

85- ماجد إسماعيل أبو حمام: مذكرة ماجستير حول أثر تطبيق الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية، الجامعة الاسلامية، غزة، كلية التجارة، 2009.

86- يوسف محمد طارق: حوكمة الشركات و التشريعات اللازمة لسلامة التطبيق(مبادئ وممارسات حوكمة الشركات)، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2009.

87- حوكمة الشركات: يوم2011 -05 -01 ، الساعة 09:58 سا، على الموقع:

http://www.marefa.org/index.php/%D8%AD%D9%88%D9%83%D9%85%D8%A9

88- منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في التحليل المالي و تقييم الأداء(مدخل حوكمة الشركات)، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2009.

89- الهادي إدريس هباني: الشفافية والإفصاح و أثرها في الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، يوم 19- 02- 2011، الساعة 09:51سا، على الموقع:

http//www.midan.netnmprivatenewsalhadi_habbani7_09

90 -International Federation of Accountants: handbook of international auditing, assurance, and ethics pronouncements, publication of IFAC, New York, January 2007.

91- الجمعية السعودية للمحللين الفنيين: من نحن؟... ميثاق الشرف المهني، يوم 2011/12/07، الساعة 13:38سا، على الموقع:

http://www.saudi-sta.org

92 - Full disclosure system : Le 19 – 02- 2011, à 10 :02 h, au site:

http://www.sec.gov/pdf/annrep02/ar02fulldisc.pdf

93- أحمد سفر: المصارف و الأسواق المالية التقليدية و الإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، 2006.

94- تعليمات الإفصاح: يوم 17- 04- 2011، الساعة 11:08 سا، على الموقع :

http://www.ase.com.jo/ar/node/818

95- حسام أبو طعيمة: دور شفافية المعلومات تجاه إعادة الثقة لصغار المستثمرين في سوق الأوراق المالية السعودي.(بالتطبيق على منطقة عسير)، يوم 19- 02- 2011، الساعة 14:00 سا، على الموقع:

http://ipac.kacst.edu.sa/eDoc/1429/170970_1.pdf

96- محمد صالح الحناوي: المؤسسات المالية- البورصة و البنوك التجارية-، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998 .

97- سوق دمشق تنشر نظام الإفصاح للشركات المدرجة: يوم 18- 02- 2011 ، الساعة 18:02سا،على الموقع:

http://thawra.alwehda.gov.sy/_print_veiw.asp?FileName=315150891200807132207 19

98- عيسى عبد الفتاح كاظم: دليل الشركات 09، قسم البحوث و النشرات، سوق دبي المالي.

99- نظام و تعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية: يوم 18- 02- 2011 ، الساعة 18:02سا، على الموقع:

http://thawra.alwehda.gov.sy/_print_veiw.asp?FileName=315150891200807132207 19

100- رمضان على الشراح: الأزمات المالية العالمية، أسبابها – آثارها – انعكاساتها على الاستثمار بدولة الكويت، يوم 2011/05/02، الساعة 10:24 سا، على الموقع:

http://www.unioninvest.org/reasearch...0horizons2.doc

101- إدارة البحوث و الدراسات: تجارب الانهيار في عالم المال و المصارف، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، المجلد الثالث، العدد الثاني، السنة الثالثة، 1995.

102- محمود سحنون: مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف،20/21-10-2009.

103 -Barings Bank :le 10/05/2011, a 09 :52h, au site :

http://en.wikipedia.org/wiki/Barings_Bank

104 -The Professional Risk Managers' International Association; David Millar: China Aviation Oil, edition (PRMIA) Professional risk manager, Paris, 2009.

105- كيم كينيث، ديريك موهر: حوكمة الشركات(الأطراف الراصدة و المشاركة)، ترجمة محمد عبد الفتاح العشماوي، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية ، الطبعة الأولى، 2010.

106 -Parmalat a de nouveau la cote à Milan, le 17/05/2011, a 11 :35h, au site :

http://www.lexpansion.lexpress.fr/entreprise/parmalat-a-de-nouveau-la-cote-a-milan_111314.htm

107 - Parmalat : la justice italienne acquitte quatre grandes banques, le 17/05/2011, a 11 :35h, au site :

http://www.challenges.fr/actualites/monde/20110418.CHA5125/parmalat__la_justice_italienne_acquitte_quatre_grandes_.html

108 - Paul Jorion: Investing in a Post-Enron World, McGraw-Hill Companies, United States of America,2003.

109- انفجار فضائح الأزمة الاقتصادية الرأسماليةEnron :، World com، ...Vivendiعلى من الدور بعدها؟، يوم2011/03/01م، الساعة 10:17 سا، على الموقع:

http://www.kassioun.org/html/181/181-8.php

110 - BERNSTEIN LITOWITZ BERGER: WORLDCOM, inc Securities Litigation , United States District court, New York, October 11, 2002; available in site:

http//www.fl1.findlaw.comnews.findlaw.comhdocsdocsworldcomnyworldcom101402cacmp.pdf

111- كلية التجارة(جامعة الاسكندرية): الأسباب والآثار المحاسبية للأزمة المالية العالمية، يوم 01-05- 2011، الساعة 10:24سا، على الموقع:

http://www.alextac.com/data/2/4.doc

112- سالم خالد عبود: المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية العالمية بين مبدأ الإفصاح والشفافية، عمان، 28/29- 04- 2009.

113- معايير المحاسبة الدولية: المعيار المحاسبي الدولي 39، 06، يوم 10- 04- 2011، الساعة 10:05سا، على الموقع:

http//www.4shared.comgetvtNmotgZ___online.html

114- حسين عبد الجليل الغزوي: القيمة العادلة في قفص الاتهام، يوم 31-01- 2011، الساعة 03:35 سا، على الموقع:

http//www.jps-dir.comforumforum_posts.aspTID=7605

115- حشايشي سليمة: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية(التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية)، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20/ 21- 10- 2009.

116- شعيب شنوف، أسماء زاوي: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية(دور محاسبة القيمة العادلة في الأزمة المالية العالمية)، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20/ 21- 10- 2009.

117- هيئة المحاسبة والمراجعة لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية (مركز الدراسات والمعلومات): صناعة معايير المحاسبة الدولية(التطور ودور المجالس والهيئات الوطنية والدولية)، 2005 .

118- محمد مطر، عبد الناصر نور، ظاهر القشي: المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول- التحديات والآفاق المستقبلية-، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، الأردن، 28- 29/ 04/2009.

الملاحق:

الملحق رقم(01): ملخص الأداء المالي في التقرير السنوي 2009م لسوق دبي المالي[1]

أهم المؤشرات المالية لشركة سوق دبي المالي(ص03)

البيان:	2008	2009	نسبة التغير:
مجموع الإيرادات (مليون درهم)	1 .013	502.9	-50%
مجموع النفقات بدون مخصصات الاستثمار (مليون درهم)	158	156.3	-1%
صافي الربح (مليون درهم)	605	346.6	-43%
صافي الأرباح قبل مصاريف الاستهلاك والإطفاء ومخصصات الاستثمار (مليون درهم)	944	433.7	-54%
مجموع الأصول (مليون درهم)	8.6364	8.2206	-5%
مجموع المطلوبات (مليون درهم)	385.4	197.3	-49%
حقوق المساهمين (مليون درهم)	8.251	8.0232	-3%
سعر السهم (درهم)	1.25	1.88	50%

[1] التقرير السنوي لسوق دبي المالي لسنة 2009م، يوم 02- 04- 2011، الساعة 10:35سا، على الموقع:
http /www.dfm.co.aeDocumentsPublications1053cdb5-2dc6-4388-9e9d-d97066078569.pdf

معدل العائد على السهم بالدرهم	0.08	0.04	-50%
مضاعف السهم(مرة)	15.6	47	201%
معدل العائد على متوسط حقوق المساهمين٪	6.8%	4.3%	-37%
معدل العائد على متوسط الموجودات٪	6.4%	4.1%	-36%

	2008		2009	
	قيمة التداول (مليار درهم)	(%)	قيمة التداول (مليار درهم)	(%)
إجمالي قيمة الشراء	152.0	49.8%	117.1	**67.4%**
إجمالي قيمة البيع	162.2	53.1%	122.6	**70.7%**
إجمالي قيمة التداول	305.2		ة 173.5	
نسبة التوزيعات النقدية إلى صافي الأرباح	105%	115%		10%

الملحق رقم(02): انجازات السوق في التقرير السنوي 2009م لسوق دبي المالي:

إجمالي التداولات التي تمت عبر النظام الالكتروني(ص16):

الشركات التي سجلت أسعار أسهمها أكبر ارتفاع و انخفاض(ص19)

الشركات الخمس الأكبر ارتفاعا خلال عام 2009م			
الشركة	2008	2009	نسبة التغير:
غلفا للمياه المعدنية	**2.21**	**5.60**	**153.4%**
أرامكس	**0.87**	**1.57**	**80.5%**
إعمار العقارية	**2.26**	**3.86**	**70.8%**
المشروعات الكبرى العقارية	**1.00**	**1.70**	**70.0%**
دار التكافل	**0.99**	**1.68**	**69.7%**
فالشركات الخمس الأكبر تراجعا خلال عام 2009م			
الشركة:	2008	2009	نسبة التغير:
بيت التمويل الخليجي	**13.90**	**1.07**	**-92.3%**
بيت الاستثمار العالمي	**7.23**	**1.25**	**-82.7%**
المدينة للتمويل والاستثمار	**5.41**	**0.99**	**-81.7%**
فالخليجية للاستثمارات العامة	**5.45**	**1.10**	**-79.8%**
فبنك المشرق	**263.77**	**91.00**	**-65.5%**

الشركات الخمس الأكثر تداولا من حيث القيمة و عدد الأسهم (ص20)

حسب القيمة:			حسب عدد الأسهم:		
الشركة:	قيمة الأسهم المتداولة (مليون درهم)	النسبة من الإجمالي (٪)	الشركة:	عدد الأسهم المتداولة (مليون درهم)	النسبة من الإجمالي (٪)
إعمار	47,839	27.6%	سوق دبي المالي	14,444	13.0%
آرابتك	27,375	15.8%	إعمار	14,259	12.9%
سوق دبي المالي	24,281	14.0%	آرابتك	12,023	10.9%
دريك أند سكل	10,749	6.2%	دريك أند سكل	12,009	10.9%
العربية للطيران	8,397	4.8%	ديار	10,307	9.3%

قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأسهم العربية الرئيسية/مليون دولار أمريكي (ص 21)

السوق:	2008	2009	نسبة التغير:	النسبة إلى الإجمالي:
سوق الأسهم السعودي	548,786	404,026	-26.4%	**60.3%**
سوق الكويت للأوراق المالية	134,310	79,349	-40.9%	**11.8%**
بورصة القاهرة	96,879	75,931	-21.6%	**11.3%**
سوق دبي المالي	82,935	47,149	-43.2%	**7.0%**
بورصة الدوحة	48,207	25,283	-47.6%	**3.8%**

بورصة أبوظبي للأوراق المالية	62,997	18,931	-70.0%	**2.8%**
بورصة عمان	27,116	13,403	-50.6%	**2.0%**
سوق مسقط للأوراق المالية	8,710	5,948	-31.7%	**0.9%**
سوق البحرين للأوراق المالية	2,062	474	-77.0%	**0.1%**
المجموع	1,012,002	670,494	-33.8%	**100.0%**

الجنسيات الأكثر تداولا في سوق دبي المالي خلال عام 2009 (ص21)

الجنسية:	قيمة الشراء (مليون درهم)	قيمة البيع (مليون درهم)	إجمالي التداولات (مليون درهم)	صافي الاستثمار (مليون درهم)
الأردن	**12,447**	**12,381**	**24,828**	**65**
مصر	**8,590**	**8,545**	**17,135**	**46**
بريطانيا	**7,700**	**7,413**	**15,113**	**287**
السعودية	**5,250**	**5,105**	**10,355**	**145**
فلسطين	**4,407**	**4,286**	**8,693**	**121**
سوريا	**4,228**	**4,119**	**8,347**	**109**
لبنان	**3,418**	**3,360**	**6,778**	**58**

الملحق رقم(03): البيانات المالية في التقرير السنوي 2009م لسوق دبي المالي

بيان المركز المالي: كما في 31 ديسمبر 2009 / المبالغ مدرجة بآلاف الدراهم (ص25)

	الإيضاح:	2009:	2008:
الموجودات			
الموجودات المتداولة			
نقد و أرصدة لدى البنوك	5	**33,462**	**95,547**
ودائع استثمارية إسلامية	13,6	**1, 482,292**	**1, 572,049**
مصاريف مدفوعة مقدما و ذمم مدينة أخرى	7	**26,680**	**33,644**
مطلوب من طرف ذي علاقة	13	**3,914**	**4,551**
مجموع الموجودات المتداولة	/	**1,546,348**	**1,705,791**
الموجودات غير المتداولة			
ودائع استثمارية إسلامية	6	**38,527**	/
موجودات مالية أخرى متاحة للبيع	**2.8**	/	**944,366**
موجودات مالية أخرى بالقيمة العادلة من خلال الدخل الشامل الآخر	2.8	**1, 003,793**	/
الممتلكات و المعدات	9	**29,932**	**308,377**

موجودات غير ملموسة	10	**2, 723,092**	**2, 798,946**
الشهرة	11	**2, 878,874**	**2, 878,874**
مجموع الموجودات غير المتداولة	/	**6, 674,218**	**6, 930,563**
مجموع الموجودات	/	**8, 220,566**	**8, 636,354**
المطلوبات و حقوق المساهمين			
المطلوبات المتداولة			
ذمم دائنة و مصاريف مستحقة	12	**22,415**	**34,119**
توزيعات أرباح مستحقة	18.13	**123,140**	**20,165**
مطلوب لطرف ذي علاقة	13	**48,500**	**48,500**
مجموع المطلوبات المتداولة	/	**194,055**	**102,784**
المطلوبات غير المتداولة			
مخصص تعويض نهاية خدمة الموظفين	14	**3,279**	**2,578**
دخل مؤجل– منحة حكومية	**13.9**	/	**280,000**
مجموع المطلوبات غير المتداولة	/	**3,279**	**282,578**
مجموع المطلوبات	/	**197,334**	**385,362**
حقوق المساهمين			
رأس المال	15 (أ)	8, 000,000	**8, 000,000**

أسهم الخزينة	15 (ب)	**(55,864)**	**(55,864)**
		7, 944,136	**7, 944,136**
صافي إيرادات إصدار الأسهم	16	**31,608**	**31,608**
احتياطي إعادة تقييم الاستثمارات- متاحة للبيع	17	/	**(974,754)**
احتياطي إعادة تقييم الاستثمارات- بالقيمة العادلة من خلال الدخل الشامل	17	**(1, 163,469)**	/
احتياطي إلزامي و احتياطات أخرى	17	**239,120**	**613,374**
الأرباح المستبقاة	/	**971,837**	**636,628**
مجموع حقوق المساهمين	/	**8, 023,232**	**8, 250,992**
مجموع المطلوبات و حقوق المساهمين	/	**8, 220,566**	**8, 636,354**

تشكل الإيضاحات المرفقة جزءا لا يتجزأ من هذه البيانات

بيان الدخل للسنة المنتهية في 31ديسمبر 2009/المبالغ بآلاف الدراهم(ص26):

	إيضاح	2008	2009
الإيرادات			
رسوم عمولات التداول		**374,738**	640,209
رسوم شركات الوساطة		**20,785**	21,018
رسوم تحويلات أوراق مالية و رهنها		**5,672**	20,538
رسوم أخرى		**4,683**	7,111
الإيرادات التشغيلية		**405,878**	688,876
صافي الإيرادات عن الاستثمارات	19	**91,510**	263,214
إيرادات أخرى		**5,541**	/
ربح إعادة تقييم استثمارات في أوراق مالية محتفظ بها بغرض المتاجرة		/	61,044
مصاريف عمومية و إدارية	20	**(80,460)**	(82,309)
إطفاء الموجودات غير الملموسة	10	**(75,854)**	(75,854)
خسارة انخفاض قيمة استثمارات متاحة للبيع		/	(250,000)

صافي ربح السنة		**346.615**	**604,971**
الربح الأساسي للسهم	21	**0.04**	0.08

بيان الدخل الشامل للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2009م/المبالغ مدرجة بآلاف الدراهم(ص27)

	2009	2008
صافي ربح السنة	**346,615**	**604,971**
الدخل الشامل الآخر		
أرباح إعادة تقييم استثمارات بالقيمة العادلة من خلال الدخل الشامل الآخر	**61,285**	/
خسارة إعادة تقييم استثمارات متاحة للبيع	/	**(1, 265,720)**
انخفاض قيمة الاستثمارات المتاحة للبيع المحول إلى بيان الدخل	/	**250,000**
محول من احتياطي استثمارات متعلق ببيع استثمارات متاحة للبيع	/	**(147,587)**
الدخل/الخسائر الشامل الأخرى للسنة	**61,285**	**(1, 163,307)**
مجموع الدخل/ الخسائر الشاملة للسنة	**407,900**	**(558,336)**

بيان التغيرات في حقوق المساهمين للسنة المنتهية في31 ديسمبر 2009/المبالغ مدرجة بآلاف الدراهم(ص28):

	رأس المال	أسهم الخزينة	صافي إيرادات إصدار الأسهم	احتياطي إعادة تقييم الاستثمارات – متاحة للبيع	احتياطي إعادة تقييم الاستثمارات بالقيمة العادلة من خلال الدخل الشامل الآخر	الاحتياطي الإلزامي و الاحتياطات الأخرى	أرباح مستبقاة	المجموع
الرصيد كما في 31- 12- 2007	**8,000,000**	**(55,864)**	**31,608**	**188,553**	/	**431,883**	**1,007,724**	**9,603,904**
صافي الربح للسنة	/	/	/	/	/	/	604,971	**604,971**
الخسارة الشاملة الأخرى	/	/	/	(1,163,307)	/	/	/	**(1,163,307)**

للسنة								
مجموع الخسارة الشاملة للسنة	/	/	/	(1,163,307)	/	/	604,971	**(558,336)**
محول إلى احتياطي إلزامي و الاحتياطات الأخرى (إيضاح17)	/	/	/	/	/	181,491	(181,491)	/
توزيعات أرباح معلنة	/	/	/	/	/	/	(794,576)	**(794,576)**
الرصيد كما في 31- 12- 2008	**8,000,000**	**(55,864)**	**31,608**	**(974,754)**	/	**613,374**	**636,628**	**8,250,992**
تأثير	/	/	/	974,754	(1,224,754)	/	250,000	/

التغيرات على السياسات المحاسبية – تصنيف و قياس الموجودات المالية IFRS 9 (إيضاح02)								
الرصيد كما في01-01 -2009 معاد عرضه	**8,000,000**	**(55,864)**	**31,608**	/	**(1,224,754)**	**613,374**	**886,628**	**8,250,992**
صافي الربح للسنة	/	/	/	/	/	/	346,615	**346,615**
الدخل الشامل	/	/	/	/	61,285	/	/	**61,285**

الآخر للسنة								
مجموع الدخل الشامل للسنة	/	/	/	/	61,285	/	346,615	**407,900**
محول إلى احتياطي إلزامي	/	/	/	/	/	34,662	(34,662)	/
توزيعات أرباح معلنة (إيضاح18)	/	/	/	/	/	/	(635,660)	**(635,660)**
محول من الاحتياطات إلى الأرباح المستبقاة (إيضاح18)	/	/	/	/	/	(408,916)	408,916	/
الرصيد كما في 31-	**8,000,000**	**(55,864)**	**31,608**	/	**(1,163,469)**	**239,120**	**971,837**	**8,023,232**

								12- 2009

بيان التدفقات النقدية للسنة المنتهية في 31-12-2009/ المبالغ مدرجة بآلاف الدراهم(ص29)

	2009	2008
التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية		
صافي ربح السنة	**346,615**	**604,971**
تعديلات لـ:		
استهلاك ممتلكات و معدات	**11,327**	**12,877**
مخصص تعويض نهاية خدمة الموظفين	**957**	**735**
إطفاء الموجودات غير الملموسة	**75,854**	**75,854**
خسائر انخفاض قيمة الاستثمارات المتاحة للبيع	/	**250,000**
مخصص حسابات مشكوك في تحصيلها	**237**	**2,022**
الربح من بيع استثمارات متاحة للبيع	**(688)**	**(130,465)**
ربح إعادة تقييم استثمارات في أوراق مالية محتفظ بها بغرض المتاجرة	/	**(61,044)**
الربح من بيع ممتلكات و معدات	/	**(5)**

عوائد ودائع استثمارات إسلامية	**(85,205)**	**(104,656)**
إيرادات توزيع أرباح	**(5,600)**	**(28,093)**
الربح التشغيلي قبل التغيرات في الموجودات و المطلوبات التشغيلية	**343,497**	**622,196**
الزيادة/النقص في مصاريف مدفوعة مقدما و ذمم مدينة أخرى	**(1,736)**	**13,649**
النقص/ الزيادة في المطلوب من طرف ذي علاقة	**637**	**(2,313)**
النقص في الذمم الدائنة و المصاريف المستحقة	**(11,704)**	**(254,713)**
التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية	**330,694**	**378,819**
تعويضات نهاية خدمة الموظفين المدفوعة	**(256)**	**(115)**
صافي النقد الناتج من العمليات التشغيلية	**330,438**	**378,704**
التدفقات النقدية من العمليات الاستثمارية		
المبالغ المحصلة من بيع موجودات مالية أخرى	**2,546**	**976,645**
المبالغ المحصلة من بيع الممتلكات و المعدات	/	**5**
شراء موجودات مالية أخرى	ؤ/	**(1, 355,905)**
شراء ممتلكات و معدات	**(12,882)**	**(10,266)**
صافي ودائع/ متحصلات الاستثمارات	**(652,988)**	**437,753**

الإسلامية		
أرباح استثمارات إسلامية مستلمة	**93,154**	**112,068**
توزيع أرباح مقبوضة	**6,114**	**27,580**
صافي النقد المستخدم في/ الناتج من العمليات الاستثمارية	**(564,056)**	**187,880**
التدفقات النقدية من العمليات الاستثمارية		
توزيعات أرباح مدفوعة للمساهمين	**(532,685)**	**(774,411)**
صافي النقد المستخدم في العمليات التمويلية	**(532,685)**	**(774,411)**
صلفي النقص في النقد و ما يعادله	**(766,303)**	**(207,827)**
النقد و ما يعادله في بداية السنة	**1, 105,547**	**1, 313,374**
النقد و ما يعادله في نهاية السنة(إيضاح22)	**339,244**	**1, 105,547**

الملحق رقم(04): بعض محتويات النشرة اليومية لسوق دبي المالي في31- 03- 2011[1]

نشرة التداول كما في 31/03/2011 Trading As On				
إجمالي حجم التداول: 168,767,097			إجمالي قيمة التداول: 254,784,789.350	
مؤشر السوق: 1556.04 التغير: 13.10			إجمالي عدد الصفقات: 2,731	
اسم الشركة	فئة	آخر سعر نفذ	سعر الإغلاق الحالي	الفرق بالدرهم
Comapny Name	Category	Last Deal Price	Current Close	Change AED
الشركة الإسلامية العربية (للتأمين(سلامه Islamic Arabic Insurance Company	1	0,712	0,712	0,002
الخليج للملاحة القابضة Gulf Navigation Holding Pjsc	1	0,340	0,340	0,010
شركة سوق دبي المالي	1		1,310	

[1] http/www.dfm.co.aepagesdefault.aspxc=2091&fid=1862

0,030	1,310		Dubai Financial Market PJSC
(0,001)	0,760	1	العربية للطيران Air Arabia
0,010	0,240	1	ديار للتطوير DEYAAR
0	0,800	1	مصرف عجمان Ajman Bank
0,028	0,580	1	تكافل الا مارات Takaful Emarat
0,006	0,737	1	دار التكافل TAKAFUL HOUSE
0,050	1,690	1	شركة ارابتك القابضة Arabtec Holding Company
0,010	1,080	1	دريك آند سكل انترناشيونال Scull & Drake International
0,010	3,310	1	الإمارات دبي الوطني Emirates National Bank of Dubai

0,014	0,434	0,434	1	المدينة للتمويل و الاستثمار Al–Madina for Finance Investment &
0,007	0,349	0,349	1	اكتتاب القابضة Ekttitab Holding .Company K.S.C.C
0,010	0,304	0,304	1	الاتحاد العقارية Union Properties
0,060	1,110	1,110	1	شعاع كابيتال (ش م ع) SHUAA Capital
0,090	3,230	3,230	1	اعمار العقارية EMAAR Properties
(0,004)	0,845	0,845	1	دبي للاستثمار Dubai Investment
0,009	0,312	0,312	1	الشركة الخليجية للاستثمارات العامة GULF GENERAL .INVESTMENT CO
0,005	0,695	0,695	1	هيتستليكوم Hits Telecom holding Company K.S.C
	3,000		1	بنك دبي التجاري

(0,250)		3,000		Commercial Bank of Dubai
0,005	0,630	0,630	1	مصرف السلام – البحرين AL SALAM–BAHRAIN BANK
0	1,800	1,800	1	ارامكس ARAMEX PJSC
(0,130)	1,670	1,670	1	مصرف السلام – السودان Al Salam Bank – Sudan
0,030	2,220	2,220	1	بنك دبي الإسلامي Dubai Islamic Bank
(0,060)	3,160	3,160	1	الإمارات للاتصالات المتكاملة –du Emirate Integrated Telecommunications–du
(0,010)	1,140	1,140	1	الشركة الوطنية للتبريد المركزي (تبريد) National General Cooling Company(Tabreed
0,930	7,180	7,180	1	دبي للمرطبات Dubai Refreshments

((PSC			
شركة دبي الاسلامية للتامين و إعادة التأمين Dubai Islamic & Insurance Reinsurance Co	1	0,670	(0,020)
		0,670	

Shares UAE Nationals & Foreigners Trade Summary For The Period From 31/03/2011-31/03/2011 تداولات الإماراتيين والأجانب في الفترة من 2011/03/31 إلى 2011/03/31			
	إجمالي قيمة الشراء (درهم) Value of Stocks Bought - AED	إجمالي قيمة البيع (درهم) Value of Stocks Sold - AED	صافي الاستثمار (درهم) Net Investment - AED
العرب ARAB	48 658 945	52 783 578	-4 124 633
الخليجيون GCC	37 830 041	6 312 608	31 517 433
جنسيات أخرى OTHERS	39 907 830	42 466 471	-2 558 641
إجمالي تداولات الأجانب Total Foreign Trading	126 396 816	101 562 658	24 834 159
الإماراتيون UAE Nationals	128 387 973	153 222 132	-24 834 159
المجموع Total	**254 784 789**	**254 784 789**	**0**

Shares Institutional & Retail Investment For The Period From 31/03/2011-31/03/2011 الاستثمار المؤسسي والفردي في الفترة من 2011/03/31 إلى 2011/03/31			
	إجمالي قيمة الشراء (درهم) Value of Stocks Bought - AED	إجمالي قيمة البيع (درهم) Value of Stocks Sold - AED	صافي الاستثمار (درهم) Net Investment - AED
البنوك **Banks**	496 390	5 373 042	-4 876 652
الشركات **Companies**	69 102 648	54 685 309	14 417 339
المؤسسات **Institutions**	419 250	355 300	63 950
إجمالي الاستثمار المؤسسي **Total institutional investment**	70 018 288	60 413 652	9 604 636
الأفراد **Individuals**	184 766 501	194 371 138	-9 604 636
المجموع **Total**	**254 784 789**	**254 784 789**	**0**

كما في As on2011/03/31					
الأوراق المالية الأكثر تداولا(حسب عدد الصفقات) Most Active Companies by No. of Deals			الأوراق المالية الأقل تداولا(حسب عدد الصفقات) Less Active Companies by Tading No. of		

الشركات Companies	عدد الصفقات No. of Deals	النسبة إلى إجمالي السوق % of Total Market	الشركات Companies	عدد الصفقات No. of Deals	النسبة إلى إجمالي السوق of Total Market %
EMAAR	571	20,908	CBD	1	0,037
ARTC	474	17,356	DARTAKAFUL	1	0,037
AIRARABIA	289	10,582	DRC	1	0,037
DIB	198	7,250	TAKAFUL-EM	3	0,110
DFM	192	7,030	ALSALAMSUDAN	6	0,220

الأوراق المالية الأكثر تداولا(حسب الحجم) Most Active Companies by Trading Volume		الأوراق المالية الأقل تداولا(حسب الحجم) Less Active Companies by Tading Volume		
الشركات Companies	حجم التداول Trading	النسبة إلى إجمالي السوق	الشركات Companies	حجم التداول Trading Volume

		of Total % Market	Volume	
2 750	DRC	18,530	31 272 736	**ARTC**
4 000	CBD	15,824	26 705 970	**EMAAR**
5 000	DARTAKAFUL	12,388	20 905 943	**DSI**
71 000	ALSALAMSUDAN	11,490	19 390 559	**AIRARABIA**
109 000	TAKAFUL-EM	6,878	11 608 520	**DFM**

كما في As on2011/03/31					
		الأوراق المالية الأقل تداولا(حسب القيمة) Less Active Companies by Tading Value			**الأوراق المالية الأكثر تداولا(حسب القيمة) Most Active Companies by Trading Value**
النسبة إلى إجمالي السوق of Total	**قيمة التداول Trading Value**	**الشركات Companies**	**النسبة إلى إجمالي السوق % of Total Market**	**قيمة التداول Trading Value**	**الشركات Companies**

EMAAR	85 595 241,650	33,595	DARTAKAFUL	3 685,000	0,001
ARTC	52 365 319,930	20,553	CBD	12 000,000	0,005
DSI	22 479 912,180	8,823	DRC	19 745,000	0,008
DIB	20 485 029,040	8,040	TAKAFUL-EM	61 740,000	0,024
DFM	15 113 095,410	5,932	ALSALAMSUDAN	123 979,500	0,049

كما في 2011/03/31 As on

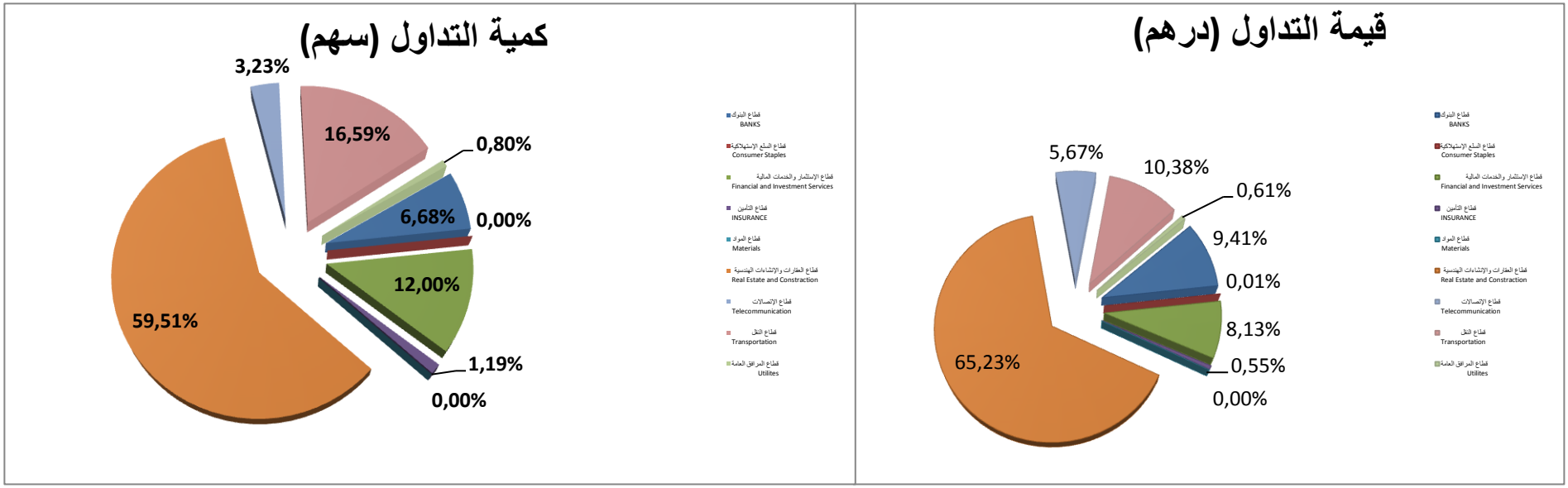
الأوراق المالية الأكثر صعودا(حسب التغير %) Top Gainers - % of Change			الأوراق المالية الأكثر هبوطا(حسب التغير %) Top loosers - % of Change			
الشركات Companies	الإغلاق الحالي Current	التغير Change	التغير(%) (%)Change	الشركات Companies	الإغلاق الحالي Current Close	التغير Change	التغير(%) (%)Change

						Close	
-7,692	-0,250	3,000	CBD	14,880	0,930	7,180	**DRC**
-7,222	-0,130	1,670	ALSALAMSUDAN	5,714	0,060	1,110	**SHUAA**
-2,899	-0,020	0,670	AMAN	5,073	0,030	0,580	**TAKAFUL-EM**
-1,863	-0,060	3,160	DU	4,348	0,010	0,240	**DEYAAR**
-0,870	-0,010	1,140	TABREED	3,401	0,010	0,304	**UPP**

							الأداء اليومي لسوق الأسهم في سوق دبي المالي حسب القطاعات كما في 2011/03/31 The Daily

							Performance of Sectors Shares By In DFM As On 31/03/2011
Trading Volume- Shares (كمية التداول(سهم	Trading Value AED (قيمة التداول(درهم		Market Capitalization القيمة السوقية			Index المؤشر	Sector القطاع
		%to the total Market النسبة من إجمالي السوق	Market Capitalization - AED (القيمة السوقية(درهم	Change (%) (%)التغير	Change - Point (التغير(نقطة	Index(point) (المؤشر(نقطة	
11 278 496	23 985 129,540	26,616	51 854 894 541,230	-0,003	-0,030	956,540	قطاع البنوك BANKS
2 750	19 745,000	0,615	1 198 703 750,000	0,000	0,000	605,000	قطاع السلع الإستهلاكية Consumer Staples
20 253 054	20 723 529,350	10,933	21 300 702 440,396	1,035	17,700	1 727,710	قطاع الإستثمار والخدمات المالية Financial and Investment Services
2 006 208	1 404 244,510	4,414	8 600 418 434,060	0,237	6,300	2 669,670	قطاع التأمين INSURANCE
0	0,000	19,093	37 197 152 497,150	0,000	0,000	128,460	قطاع المواد

100 425 619	166 203 187,930	17,595	34 278 769 768,252	2,773	74,620	2 765,440	قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية Real Estate and Constraction
5 448 334	14 452 023,900	7,672	14 946 751 502,060	-1,864	-10,130	533,380	قطاع الإتصالات Telecommunication
28 001 129	26 447 510,750	12,919	25 169 098 008,000	0,222	0,990	447,460	قطاع النقل Transportation
1 351 507	1 549 418,370	0,142	277 453 200,000	-0,869	-3,610	412,060	قطاع المرافق العامة Utilites
168 767 097	254 784 789,350	100,000	194 823 944 141,148	0,849	13,100	1 556,040	



ف الملحق رقم (05): المعايير الصادرة عنIASB /IASC

المعايير المحاسبية الدوليةIAS

رقم المعيار	تاريخ التطبيق	موضوع المعيار	ملاحظات
الأول	1975/1/1	السياسات المحاسبية والافصاح عنها	
الأول /معدل	1998/1/1	عرض البيانات المالية	
الثاني	1976/1/1	تسعير وبيان البضاعة في إطار نظام التكلفة التاريخية	
الثاني معدل	1995/1/1	المخزون	
الثالث	1977/11	توحيد البيانات المالية	حل محله المعارين 27 و 28
الرابع	1977/1/1	محاسبة الاستهلاك	
الخامس	1977/1/1	المعلومات التى يجب الإفصاح عنها في القوائم المالية	حل محلة المعيار 1997/1
السادس	1978/1/1	المعالجة المحاسبية لتغير الأسعار	حل محله المعيار15

بيان مصادر الدخل واستخداماته	1979/1/1	السابع
قوائم التدفق النقدي	1994/1/1	السابع معدل
البنود غير العادية وبنود الفترات السابقة والتغيرات في السياسة المحاسبية	1979/1/1	الثامن
صافي ربح أو خسارة الفترة والأخطاء الأساسية, التغيرات في السياسات المحاسبية	1995/1/1	الثامن معدل
المعالجة المحاسبية لتكاليف أعمال البحث والتطوير	1980/1/1	التاسع
الالتزامات الطارئة والأحداث اللاحقة لتاريخ البيانات المالية	1980/1/1	العاشر

	الأمور الطارئة والأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية العمومية	2000/1/1	العاشر معدل
	محاسبة عقود المقولات	1980/1/1	الحادي عشر
	عقود الإنشاء	1995/1/1	الحادي عشر/معدل
	محاسبة ضريبة الدخل	1981/1/1	الثاني عشر
	ضرائب الدخل	1998/1/1	الثاني عشر/معدل1
	ضرائب الدخل	2001/1/1	الثاني عشر/معدل2
حل محله المعيار 1	عرض الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة	1981/1/1	الثالث عشر
	إعداد التقارير المالية للقطاعات المختلفة في المنشأة	1983/1/1	الرابع عشر
	التقارير المالية للقطاعات	1998/7/1	الرابع عشر/معدل

	المعلومات التى تعكس آثار التغير في الأسعار	1983/1/1	الخامس عشر
	المعالجة المحاسبية للممتلكات والمنشات والمعدات	1983//1	السادس عشر
عدل في 1998	الممتلكات والمعدات والمصانع	1995/1/1	السادس عشر/معدل
	محاسبة عقود الإيجار	1994/1/1	السابع عشر
	عقود الإيجار	1999/1/1	السابع عشر/معدل
	الإقرار بالإيراد	1984/1/1	الثامن عشر
	الإيراد	1995/1/1	الثامن عشر معدل
	محاسبة معاشات التقاعد في البيانات المالية لرب العمل	1985/1/1	التاسع عشر
	تكاليف منافع التقاعد	1995/1/1	التاسع عشر/معدل

منافع المستخدمين	2001/1/1	التاسع عشر/معدل1
محاسبة المنح الحكومية والإفصاح عن المساعدات الحكومية	1984/1/1	العشرون
محاسبة آثار تغير أسعار صرف العملات الأجنبية	1985/1/1	الحادي والعشرون
آثار التغيرات ف يا سعار صرف العملات الأجنبية	1995/1/1	الحادي والعشرون/معدل
محاسبة دمج المنشات	1985/1/1	الثاني والعشرون
اندماج الأعمال	1995/1/1	الثاني والعشرون/معدل1
اندماج الأعمال	1999/7/1	الثاني والعشرون/معدل2
رسملة تكاليف الاقتراض	1986/1/1	الثالث والعشرون

تكاليف الاقتراض	1995/1/1	**الثالث والعشرون/معدل**
الإفصاح عن الأطراف ذات العلاقة	1986/1/1	**الرابع والعشرون**
محاسبة الاستثمارات	1987/1/1	**الخامس والعشرون**
المحاسبة والقرير عن برامج منافع التقاعد	1988/1/1	**السادس والعشرون**
القوائم المالية الموحدة والمحاسبة عن الاستثمارات في المنشات التابعة	1990/1/1	**السابع والعشرون**
المحاسبة عن الاستثمارات في المنشات الزميلة	1990/1/1	**الثامن والعشرون**
التقرير المالي في الاقتصاديات ذات التضخم المرتفع	11990/1	**التاسع والعشرون**

الثلاثون	1991/1/1	الإفصاح في القوائم المالية للبنوك والمؤسسات المالية المشابهة	
الحادي والثلاثون	1992/1/1	التقرير المالي عن الحصص في المشاريع المشتركة	
الثاني والثلاثون	1996/1/1	الأدوات المالية:الإفصاح والعرض	عدل 1998
الثالث والثلاثون	1998/1/1	حصة السهم من الأرباح	
الرابع والثلاثون	1999/1/1	التقارير المالية المرحلية	
الخامس والثلاثون	1999/1/1	العمليات المتوقفة	
السادس والثلاثون	1999/7/1	انخفاض قيمة الموجودات	
السابع والثلاثون	1999/7/1	المخصصات,الالتزامات والموجودات المحتملة	
الثامن والثلاثون	1999/7/1	الموجودات غير الملموسة	
التاسع والثلاثون	2001/1/1	الأدوات المالية:الاعتراف والقياس	1998/12

2000/11	الأدوات المالية:الاعتراف والقياس	2001/1/1	التاسع والثلاثون معدل
	الاستثمارات	2001/1/1	الأربعون
	الزراعة	2003/1/1	الحادي والأربعون

المعايير الدولية للتقارير المالية IFRS

FRANÇAIS	ANGLAIS	عربي	MODULE
PREMIER ADOPTION DES IFRS.	FIRST-TIME AION OF INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS.	تبني المعايير الدولية لاعداد التقارير المالية للمرة الاولى.	$IFRS_{01}$
PAIMENT FONDE SUR DES ACTION	SHARE _BASED PAYMENT.	الدفع على اساس الاسهم .	$IFRS_{02}$
REGROUPEMENTE D'ENTREPRISES	BUSINESS COMBINATIONS.	اندماج الاعمال .	$IFRS_{03}$
CONTRATS D'ASSURANCE	INSURANCE CONTRACTS	عقود التامين.	$IFRS_{04}$
ACTIFS NON COURANTS DETENUS EN VUE DE LA VENTE ET ACTIVITES ABANDONNEES	NON-CURRENT ASSETS HELD FOR SALE AND DISCONTINUED OPERATION	الاصول غير المتداولةالمحتفظ بها برسم البيع و العمليات المتوقفة.	$IFRS_{05}$
PROSPECTION ET EVALUATION DE RESSOURCES MINERALES	EXPLORATION FOR AND EVALUATION OF MINERAL RESOURCES	استكشاف وتقييم الموارد الطبيعية.	$IFRS_{06}$
INSTRUMENTS FINANCIERS:INFORMATIONS FOURNIR	FINANCIAL INSTRUMENT: DISCLOSURES	الادوات المالية الافصاح.	$IFRS_{07}$
SEGMENTS OPÉRATIONNELS	OPERATING SEGMENTS	القطاعات العملية .	$IFRS_{08}$

و