جامعة الدكتور يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

الموضـوع

دور عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

دراسة حالة البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010– 2014

أطروحـة مقدمـة لنيـل شهادة الدكتـوراه

في العلوم التجارية – تخصص محاسبة وتدقيق –

من إعداد الطالبة:

ياسمينة عمامرة

تحت إشراف:

الدكتور: عبد القادر خليل

لجنة المناقشة

1-		رئيـسـاً
2- د. عبد القادر خليل	جامعة الدكتور يحي فارس بالمدية	مشرفاً ومقرراً
3-		عضواً ممتحناً
4-		عضواً ممتحناً
5-		عضواً ممتحناً
6-		عضواً ممتحناً

السنة الجامعية 2015/2014


بسم الله الرحمن الرحيم



اتوجه بالشكر لله سبحانه وتعالى الذي ارتضى أن يكون شكر الناس شكراً له

وبعد.

لا يسعنا في هذا المقام إلاّ أن أذكر لكلِ صاحب فضل فضله، وامتثالاً لقوله صلى الله عليه وسلم "من صنع اليكم معروفاً فكافئوه، فان لم تجدوا ما تكافئوه به، فادعوا له حتى ترو أنكم كافئتموه".

اعترافاً بالفضل والجميل أتوجه بخالص الشكر وعميق التقدير والامتنان إلى الأستاذ

الدكتور عبد القادر خليل

الذي أشرف على هذا العمل، وتعهد بالتصويب في جميع مراحل انجازه وزودنا بالنصائح والإرشادات التي أضاءت أمامنا سبيل البحث

فجزاه الله عنا كل خير.

ولا يفوتنا ان نقدم جزيل الشكر والتقدير الى الأساتذة اعضاء لجنة المناقشة اللذين تفضلوا بتسخير جزء غير يسير من أوقاتهم، لقراءة هذه الأطروحة ومناقشتها وتوجيهاتهم السديدة بالنصح والارشاد.



عمامرة ياسمينة

الإهداء

إلى من الجنة تحت أقدامها، أمي الحنون

إلى والدي معلمي ومثلي الأعلى في الحياة

إليكما يا سبب وجودي وسر نجاحي.

إلى زوجي سندي ورفيق دربي.

إلى أخواتي اللاتي أشد بهم أزري.

إلى بناتي فلذة كبدي " ألاء" و"دعاء" نور عيني.

إلى كل من أكن له محبة، وكل من استحق تسمية صديق وصديقة.

إلى كل من علمني حرفا وأنار لي دربا وكان على الصعاب معينا.

إلى كل طاقم كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

بجامعة الشيخ العربي التبسي – تبسه – وجامعة الدكتور يحي فارس – المدية –

أهدي هذا العمل.



عمامرة ياسمينة

ملخص

تتميز كفاءة أسواق الأوراق المالية باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة الواصلة الى السوق والتي تعتبر عنصر أساسي وفعّال في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، حيث يمثل كل من التحليل الأساسي، التحليلي المالي والتحليل الفني وسيلة للتعبير عن أداء السوق وتقييمه.

وتُساهم عملية الرقابة في التحكم في إدارة وتنظيم أداء السوق وقِياسه بتطبيق مختلف المبادئ الرقابية والإجراءات والأساليب التي من شأنها اكتشاف الاختلالات ومعالجتها لتحقيق المساواة بين المتعاملين وحماية مصالحهم من أجل تحقيق كفاءة السوق، معتمدة في ذلك على نظام الرقابة الداخلية الذي يتضمن مخططات التنظيم والأساليب والإجراءات المطبقة، كما تستفيد الهيئات المنظمة للسوق من الرقابة الالكترونية وخاصة نظام الرقابة الالكتروني لمعالجة التجاوزات أبكر قدر الإمكان، ولإضفاء المصداقية على هيكل الرقابة الداخلية تعتمد إدارة السوق على عملية مراجعة الحسابات، حيث يقوم المراجع بتدقيق حسابات كل من صناديق وشركات الاستثمار وشركات الوساطة في التداول، ويعمل على اكتشاف الغش والأخطاء، تقييم مدى استمرارية المتعامل داخل السوق، اكتشاف التصرفات غير القانونية للعملاء، والتقرير عنها لمستخدمي القوائم المالية لاتخاذ قرار الاستثمار والإقراض بأكبر قدر ممكن من الجودة.

وقد تطرقت هذه الدراسة إلى واقع بورصة الجزائر وأهم خصائصها، وأبرزت من خلالها محدودية دورها في الاقتصاد الوطني، حيث تتميز بصغر حجمها ومحدودية أدواتها المالية، كما أنّ هياكلها التنظيمية والتشريعية يعتريها الضعف، اضافة الى ارتفاع درجة تركز التداول والتقلبات الشديدة في الأسعار، وقد عرفت أوقات انتعاش بسبب الإصلاحات السياسية والاقتصادية والتي وصلت أقصاها سنة 2012 لتبدأ بعدها في الانخفاض بسبب عدة عوائق وصعوبات، الأمر الذي يستدعي تدخل السلطات المختصة لتطويرها وتنشيطها، لذلك طُرِحَ مشروع إصلاح السوق للخماسي 2011-2015 بتطوير السوق وتعزيز البنية التحتية، إعادة التنظيم والتأهيل المهني للسوق، تحديث الإطار القانوني، تحديث أنظمة معلومات السوق، التدريب على الاتصالات، كما أنّ مراجعة الحسابات تساهم بشكل غير مباشر في تأمين وتطوير متطلبات السوق الكفء من خلال ضرورة مراجعة المعلومات بواسطة مراجع حسابات مستقل، حتى يصبح بالإمكان الاعتماد عليها في ترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية وتحقيق كفاءة السوق وتطويرها.

وقد خلصت هذه الدراسة الى أنّ تطوير عملية الرقابة في البورصة من خلال مشروع إصلاح السوق والذي مس كل الجوانب الاقتصادية، الإدارية والقانونية لتنظيم وتطوير السوق، بالإضافة الى تطوير مهنة مراجعة وتدقيق الحسابات من خلال مراجعة الحسابات المتقدمة من شأنه ان يُشكِّل فارق في تفعيل وانعاش البورصة وتحقيق مستوى مقبول من الكفاءة والتدرج في مستوياتها بتطويرها والارتقاء بمستوى البورصة الى مستوى البورصات العربية والعالمية.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، الرقابة ومراجعة الحسابات، تطوير كفاءة سوق الأوراق المالية، بورصة الجزائر.

Résumé

L'efficacité des marchés des valeurs mobilières se caractérise par la réponse des prix des actions d'une façon assez rapide, ce qui représente un élément essentiel et efficace dans la détermination des valeurs exactes des titres. De ce fait, l'analyse fondamentale, financière et technique représente un moyen d'expression de la valeur du marché.

L'opération du contrôle contribue à la maitrise de la gestion du marché en mettant en place les principes et les mesures indispensables pour garantir l'égalité entre les clients dans le but de la concrétisation de l'efficacité du marché. Les comités de la gestion du marché bénéficient du contrôle électronique pour mieux traiter les insuffisances qui pourraient avoir lieu le plus tôt possible. Pour assurer la crédibilité du contrôle interne, la direction du marché vérifient les comptes des fonds et des établissements d'investissement pour protéger le marché d'une manière efficace.

Cette étude a traité la Bourse d'Alger et ses caractéristiques, tout en démontrant sa contribution restreinte dans l'économie nationale. Cela est du aux divers facteurs : son siège, la limite de ses moyens financiers, la faiblesse des ses cadres juridiques et administratifs, et l'instabilité permanente des prix. La Bourse a connu sa reprise financière grâce aux efforts du gouvernement en 2012. Le projet des reformes du marché 2011-2015 a été lancé pour développer le marché et pour maintenir sa base financière dans le but de la garantie de l'efficacité du marché et son développement.

La présente étude a conclu que le développement de la bourse à travers le projet de la réforme du marché selon ses aspects économiques, administratifs et juridiques. Il serait important de mieux vérifier les comptes pour permettre à cette Bourse de reprendre sa place dans le marché boursier arabe et international.

Mots clés: marché boursier, le contrôle et la vérification des comptes, le développement de l'efficacité du marché boursier, la Bourse d'Alger.

فهرس المحتويات

الفهارس	الموضوع	الصفحة
فهرس المحتويات	.....	I
فهرس الجداول	.....	IV
فهرس الأشكال	.....	V
فهرس المعادلات	.....	VI
فهرس الملاحق	.....	VII
مقدمة عامة	.....	أ-ي

الفصل الأول

الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

تمهيد	.....	02
المبحث الأول: مفاهيم عامة عن الأسواق المالية	.....	03
المطلب الأول: نبذة تاريخية واقتصادية عن الأسواق المالية	.....	03
المطلب الثاني : التقسيمات المختلفة لأسواق العمليات المالية	.....	08
المطلب الثالث: مؤشرات تطور الأسواق المالية	.....	14
المبحث الثاني: ملامح أسواق الأوراق المالية: طبيعتها، آلية تنظيمها وأدواتها	.....	18
المطلب الأول: طبيعة أسواق الأوراق المالية	.....	18
المطلب الثاني: آلية تنظيم وسير أسواق الأوراق المالية	.....	22
المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية	.....	26
المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية: كفاءتها، مؤشراتها وطرق تحليلها	.....	37
المطلب الأول: كفاءة أسواق الأوراق المالية	.....	37
المطلب الثاني: مؤشرات أسواق الأوراق المالية	.....	42
المطلب الثالث: طرق التحليل في أسواق الأوراق المالية	.....	48
خلاصة	.....	59

الفصل الثاني

مدخل نظري لعملية الرقابة ومراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية

تمهيد	.....	61
المبحث الأول: لمحة نظرية حول الرقابة ومراجعة الحسابات	.....	62
المطلب الأول: التأصيل النظري لعملية الرقابة	.....	62

المطلب الثاني: مدخل نظري لمراجعة الحسابات..... 74
المطلب الثالث: العلاقة بين عملية الرقابة ومراجعة الحسابات..... 85
المبحث الثاني: عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية: الماهية، هيكل الرقابة الداخلية والمشاكل..... 91
المطلب الأول: ماهية الرقابة في أسواق الأوراق المالية..... 91
المطلب الثاني : هيكل الرقابة الداخلية وتنظيم أسواق الأوراق المالية..... 94
المطلب الثالث: مشاكل الرقابة الداخلية في أسواق الأوراق المالية..... 96
المبحث الثالث: مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية: الإطار النظري، تطبيقاتها ومسؤولية مراجع الحسابات..... 101
المطلب الأول: الاطار النظري لمراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية..... 101
المطلب الثاني: تطبيقات مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية..... 105
المطلب الثالث: مسؤولية مراجع الحسابات في أسواق الأوراق المالية..... 110
خلاصة..... 116

الفصل الثالث

تحليل أثر عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

تمهيد..... 118
المبحث الأول: نظام المعلومات كمدخل لتطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية..... 119
المطلب الأول: المعلومات في أسواق الأوراق المالية..... 119
المطلب الثاني: أثر المعلومات على كفاءة أسواق الأوراق المالية..... 128
المطلب الثالث: دور المعلومات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية..... 134
المبحث الثاني: عملية الرقابة والأثر على تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية..... 144
المطلب الأول: مبادئ عملية الرقابة لتحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية..... 144
المطلب الثاني: أثر عملية الرقابة على كفاءة أسواق الأوراق المالية..... 146
المطلب الثالث: دور عملية الرقابة في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية..... 152
المبحث الثالث: مراجعة الحسابات والأثر على تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية..... 155
المطلب الأول: علاقة مراجعة الحسابات بكفاءة أسواق الأوراق المالية..... 155
المطلب الثاني: أثر مراجعة الحسابات على كفاءة أسواق الأوراق المالية..... 159
المطلب الثالث: دور مراجعة الحسابات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية..... 163

خلاصة..... 169

الفصل الرابع

عملية الرقابة ومراجعة الحسابات كآلية لتطوير كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

تمهيد..... 171

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في الجزائر..... 172

المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية: تنظيمها وآليات التعامل فيها..... 172

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة وآلية عمل البورصة الجزائرية..... 180

المطلب الثالث: تقييم أداء البورصة الجزائرية خلال الفترة(2010- 2014)..... 188

المبحث الثاني: عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في البورصة الجزائرية خلال الفترة (2010-2014)..... 192

المطلب الأول: تطور مفهوم الرقابة ومراجعة الحسابات في البورصة الجزائرية..... 192

المطلب الثاني : نشاط الرقابة والمراجعة في البورصة الجزائرية..... 194

المطلب الثالث: الطلب على الرقابة والمراجعة في البورصة الجزائرية..... 202

المبحث الثالث: كفاءة البورصة الجزائرية ودور عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطويرها خلال الفترة (2010- 2014)..... 204

المطلب الأول: تحليل وتقييم الكفاءة في البورصة الجزائرية خلال الفترة(2010- 2014)..... 204

المطلب الثاني: دور عملية الرقابة في تطوير كفاءة البورصة الجزائرية من خلال مشروع إصلاح السوق..... 216

المطلب الثالث: دور عملية المراجعة في تطوير كفاءة البورصة الجزائرية..... 220

خلاصة..... 227

خاتمة عامة..... 229

المراجع..... 239

الملاحق..... 258

فهرس الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	مقارنة بين الأسهم والسندات.....	33
02	هيئات إدارة أسواق الأوراق المالية العربية.....	148
03	نشاط البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2014.....	188
04	مؤشر الرسملة السوقية في البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2014.....	205
05	الصفقات المبرمة في البورصة الجزائرية خلال الفترة: 2010-2014.....	206
06	تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2014.....	207
07	تطور حجم التداول ومعدل الدوران في البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2014.....	208
08	معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة 2010-2014.....	210
09	تطور أسعار البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2014.....	211
10	الإصدارات الجديدة بالمليون دج في البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2014.....	212
11	ارتفاع قيمة الأسهم في البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2014.....	212
12	رأس المال السوقي للقطاعات ب دج في البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2014.....	213
13	حجم التداول للقطاعات في البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2014.....	214
14	مضاعف القيمة الدفترية للشركات المقيدة في البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2014....	214

فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	تدفق الموارد المالية في الأسواق المالية.....	07
02	المعلومات وآلية تسعير الورقة المالية.....	38
03	المنحنى المستمر لتطور أسعار الأسهم عبر الفترات الزمنية.....	54
04	منحنى خرائط النقط والشكل.....	55
05	منحنى الأعمدة لأسهم شركة جنرال موتورز GM في بورصة باريس.....	56
06	منحنى خطوط الاتجاه لسهم شركة IBM في بورصة باريس.....	56
07	مراحل وضع وتحديد نظام الرقابة الداخلية- إنشاء جو رقابي-.....	86
08	أثر معايير جودة المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية.....	138
09	دور لجنة المراجعة في تحقيق الكفاءة الاقتصادية لأسواق رأس المال.....	162
10	الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.....	175
11	الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.....	177
12	مواقيت وطريقة التسعير في البورصة الجزائرية.....	184
13	عملية شراء وبيع السندات في البورصة الجزائرية.....	185

فهرس المعادلات

الرقم	العنوان	الصفحة
01	معدل رسملة البورصة.....	14
02	معدل التداول.....	15
03	القيمة الدفترية.....	27
04	المؤشر البسيط.....	43
05	مؤشر الكمية البسيط.....	44
06	مؤشر الأسعار التجميعي البسيط.....	44
07	المؤشر النسبي البسيط للأسعار.....	44
08	الوزن النسبي المتساوي للأسهم.....	45
09	مؤشر ستاندر اندبور500.....	46
10	مؤشر نيكاي 225.....	46
11	مؤشر كاك 40.....	47
12	الربح الصافي للسهم.....	50
13	معدل السعر إلى الربحية.....	50
14	معدل الربحية النسبي.....	50
15	العائد الإجمالي.....	50
16	العائد الصافي.....	50
17	التقييم على أساس العائدات المستقبلية.....	51
18	قيمة السهم في حالة النمو الصفري.....	51
19	قيمة السهم في حالة النمو غير الثابت.....	51
20	قيمة السهم في حالة النمو الثابت.....	52
21	الفائدة البسيطة.....	52
22	القيمة الحالية.....	52
23	الفائدة المركبة.....	53
24	الدفعات.....	53
25	التحليل الحركي.....	57
26	المتوسط الحركي المرجح.....	57
27	المؤشر النسبي لشدة تغير الأسعار.....	57

فهرس الملاحق

N^0	Titre	Page
01	Règles de gestion des séances de négociations à la bourse des valeurs (Texte de la décision SGBV 02/99 mis à jour).....	258
02	Règles de gestion des séances de négociation des Obligations Assimilables du Trésor au niveau de la Bourse d'Alger. (Décision SGBV n° 01 /2012).....	279
03	Règles de négociation des titres de capital cotés au niveau du marché des PME de la Bourse d'Alger (Texte de la décision SGBV n° 02/2012).....	285

مقدمة

تمهيد

وُجِدت المبادلات التجارية بوجود المجتمعات البشرية، وصاحبتها تنظيمات مختلفة باختلاف حجم هذه المبادلات، وقد عجزت المجتمعات عن تحقيق اكتفائها الذاتي وإشباع حاجتها بنفسها وأصبح لِزاما عليها التنقل إلى جيرانها لسد حاجياتها، كانت تلك البوادر الأولى لتخصيص أماكن لالتقاء الجماعات، ثم صار التقاؤها في أوقات محددة تعرض فيه كل منها فائضها وتبحث عن حاجتها، وأطلقت على هذه الأماكن تسمية الأسواق التي شهدت في بدايتها تعاملات بالمقايضة لتتلاشى شيئا فشيئا، تاركة المجال لظهور العقود ثم المعاملات ثم وسائل الائتمان ووسائل دفع غير نقدية، بلغ هذا التطور ذروته بظهور البورصات التي بدأت التعامل بالبضائع، ثم المعادن ثم العملات لتصل إلى الأوراق المالية.

تطوّرت هذه الأسواق المالية لتشغل حيزاً أكبر فانتقلت من أسواق محلية إلى أسواق عالمية، وساعد على ذلك التطور المطرد للاقتصاد الرأسمالي والتوجه نحو العولمة وما صاحبه من ثورة علمية وتكنولوجية أسهمت في تحرير الأسواق متخطية الحدود الوطنية لإنشاء أسواق عالمية، ساهم هذا التطور في إرساء مبدأ التخصص من حيث النشاط والسلع المتداولة فيها ومن حيث المهنيين المتدخلين فيها والمؤطرين لها، حيث تعتبر السوق المالية أحد أهم هذه الأسواق وأهم نتائج النظام الاقتصادي الليبيرالي الذي يعتمد على حرية المبادرة ومبدأ المنافسة الحرة.

تُعدُّ الأسواق المالية أداة تمويلية هامة، حيث تجمع بين المتعاملين الاقتصاديين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، ولقد أدت متطلبات التطور الاقتصادي إلى ازدياد الحاجة إلى رؤوس الأموال لتغطية حاجات هذا التطور، وبسبب ندرتها الاقتصادية كما أنّها تُعد المحرك الأساسي لجميع العمليات الاقتصادية، فانّ المتعاملين المحتاجين لها يكونون مخيرين إمّا بالتوجه نحو اقتصاد الاستدانة- البنوك- أو اقتصاد الأسواق المالية والتي تُساهم في نقل الأرصدة النقدية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، وهي بذلك تساهم في تفعيل الاستثمار من خلال تعبئة الادخار الذي يتم استثماره في المجالات التي تساهم في خلق طاقات إنتاجية جديدة وتحقيق التنمية الاقتصادية.

وبِتتبع التطورات المتسارعة التي يعرفها الاقتصاد العالمي، يمكن تسجيل وبوضوح التزايد الكبير لأهمية الأسواق المالية، حيث أنّ الانتقال التدريجي والمستمر لمعظم الدول نحو اقتصاد السوق بما يحمله من تغيرات على مستوى المعاملات الاقتصادية والمالية، الحرية التجارية، وحرية انتقال رؤوس الأموال أدى إلى ازدياد دور هذه الأسواق من أجل استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، خاصة في ظل التطورات التكنولوجية الكبيرة، التي أسقطت الكثير من الحواجز حيث أصبح التداول وعقد الصفقات و تنفيذها يكون عالميا وفي وقت قياسي.

تُعتبر السوق المالية مفهوم اقتصادي بحت، ومع ذلك حظيت بتنظيم قانوني وتشريعي محكم، صاحبها على مر العصور والأزمنة، والتي تختلف باختلاف الأسواق وباختلاف الظروف المحيطة بها، وقد بدأ نشاطها بالازدهار بعد ظُهور العديد من البورصات العالمية وكثرة المتعاملون والمتدخلون فيها ليختص كل بنشاطه ويحتكره فأصبحوا مهنيين محترفين، ولتنظيم احترافهم واحتكارهم نظموا أنفسهم في شكل جماعات ونقابات منها نقابة السمسرة، ثم وَضعوا

قواعد خاصة تنظم مهنتهم بتحديد شروط وكيفية ممارستها، إلى جانب السماسرة ظهرت شركات تتولى تسيير عمليات البورصة وتسويتها وأصدرت قواعد خاصة بها كتحديد نظامها الداخلي وقواعد تسيير عمليات البورصة، كما أدت عولمة القانون إلى تغيير دور الدولة في الأسواق المالية إذ تحولت من دولة متدخلة في تنظيم السوق المالية من خلال القوانين والتشريعات، إلى دولة ضابطة تكتفي بتأسيس أجهزة مستقلة مختصة بتنظيم السوق المالية.

وللتحكّم الجيد في السوق بهدف الوقوف على مستوى نشاطها وتطويره، تقوم سلطة الضبط في السوق المالية بالاعتماد على مراجعة وتفتيش السوق لمختلف هياكلها التنظيمية والمؤسسات المقيدة ومختلف المتعاملين فيها، والأخذ بنتائج تقارير مراجع الحسابات الذي يضفي الثقة والمصداقية على مختلف القوائم المالية التي يعتمد عليها المستثمرون في ترشيد قراراتهم الاستثمارية، الأمر الذي ينعكس ايجابيا على نشاط التداول والذي يُؤثر في مستوى نشاط السوق وبالتالي على كفاءتها.

وفي إطار المنافسة الشديدة، أصبح لِزاما على كل دولة أن تولي اهتمامًا كبيرًا للأسواق المالية وتعمل على تطويرها وعصرنتها على جميع المستويات؛ الإدارية، التنظيمية، التشريعية، إلى جانب العمل على زيادة وتنويع الأدوات المالية المتداولة، إذ لا يمكننا أن نلغي العلاقة الوطيدة بين نمو الاقتصاد وتطوره ونمو الأسواق المالية وزيادة كفاءتها.

ومن الناحية النظرية، تُعتبر السوق المالية الكفؤة السوق التي تنعكس فيها أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة سواء كانت هذه المعلومات متعلقة؛ بالأحداث التاريخية، الحالية، المستقبلية، عامة، أو خاصة، كما تعتبر السوق كفؤة عندما تضم عددًا كبيرًا من المتعاملين الذين يتصفون بالرشد ويرغبون في تعظيم عوائدهم، كما ترتبط الكفاءة بحالة توازن السوق حيث تكون قيمة الورقة المالية مساوية لقيمتها الحقيقية، وبهذا الشكل لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق عوائد تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين.

تُعّد الجزائر من الدول التي سعت جاهدة إلى إنشاء سوق مالية متينة قادرة على إحداث نقلة نوعية في الاقتصاد الجزائري الهش المصدوم بسوء التسيير الاشتراكي، وبعد أزمة البترول سنة 1986 تداركت السلطات الوضع الاقتصادي بتعديل القانون التجاري، وإصدار نص جديد ينظم بورصة القيم المنقولة سنة 1993، ثم إطلاق برنامج إصلاح جديد يتمثل في برنامج الخوصصة سنة 1995، وبذلك تم خوصصة المؤسسات العمومية عبر السوق المالية وكانت الانطلاقة الأولى للسوق المالية الجزائرية سنة 1999.

إشكالية البحث

أدّت المشكلات المالية التي تعرضت لها العديد من الأسواق على المستوى العالمي وخاصة أسواق الأوراق المالية إلى اختلال في التوازنات المالية بصفة خاصة، وتغير نظرة المتعاملين مع الأسواق المالية والمؤسسات الممثلة بها ومحاولة هذه الأخيرة إعطاء المزيد من الضمانات لمتعامليها، كما يتطلب هذا النوع من الأسواق التكيف مع الظروف الاقتصادية المحيطة بها بغية ضمان الفعالية والصرامة في أداء نشاطها، حتى تضمن لنفسها البقاء في هذا المحيط الذي تطبعه المخاطرة الشديدة والخوف من المستقبل نتيجة الانفتاح على المحيط الخارجي.

وفي ظِل هذه الظروف، تبدو الحاجة الماسة إلى المعلومات المحاسبية والمالية والاقتصادية، التي تفي باحتياجات مختلف الأطراف التي لها مصالح في السوق سواء كانت داخلية أو خارجية، ولذا فإنّ السوق ملزمة بوضع مجموعة من الضوابط والمبادئ الأخلاقية والمهنية لتحقيق الثقة والمصداقية في المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية، والتي يحتاجها العديد من المستثمرين المتعاملين فيها، ويكون ذلك باعتماد نظام صارم للرقابة من طرف سلطة ضبط السوق لمختلف المعلومات التي تحتويها التقارير المالية، باعتبارها من المصادر الجوهرية التي يتم الاعتماد عليها في تطوير كفاءة الأسواق المالية، حيث يعمل المراجع على ضمان أنّ أصحاب المصلحة يحصلون على أعلى جودة للتقارير المالية وحماية المصالح الحالية والمستقبلية لحملة الأسهم والمستثمرين الآخرين.

وحتى يتم القيام بذلك، فانه يمكن صياغة هذه الإشكالية كما يلي:

ما مدى مساهمة عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطوير كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر؟

الأسئلة الفرعية:

إنّ هذه الإشكالية الرئيسية تتفرع عنها مجموعة من التساؤلات الفرعية، يمكن صياغتها على النحو الموالي:

- ما هي الجوانب النظرية والفنية لإقامة أسواق الأوراق المالية؟ وكيف تتم إدارتها وتنظيمها؟.
- ما مدى دعم الأساس النظري الذي تقوم عليه عملية الرقابة ومراجعة الحسابات، في تطبيقها وتلبية حاجيات جميع الأطراف المستفيدة من المعلومات المحاسبية والمالية في الأسواق المالية؟، وما هي نوعية المشاكل التي تعترضها؟.
- كيف يمكن معرفة وقِياس كفاءة أسواق الأوراق المالية؟، وما هي متطلبات تحقيقها؟ وكيف يتم تحسينها وتطويرها بالاعتماد على عملية الرقابة ومراجعة الحسابات؟.
- إلى أي حدٍ يمكن تنظيم وتحديد إجراءات وطرق الممارسة العملية للرقابة ومراجعة الحسابات في السوق المالية الجزائرية، من أجل إنتاج معلومات تَكسب ثقة المستفيدين منها؟.
- فيما يتمثل تأثير عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تحقيق وتطوير كفاءة بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة؟

فرضيات البحث

على ضوء ما تم طرحه من تساؤلات حول موضوع البحث، وأملًا في تحقيق الأهداف المرجوة، يمكن تحديد مجموعة من الفرضيات التي يسعى الباحث لاختبارها وهي كما يلي:

- باعتبار أسواق الاوراق المالية من أنواع الأسواق الأخرى، فهي لا تتميز عنها من حيث نظام العمل وآلية التعامل بين المتعاملين؛
- يُعد هيكل الرقابة الداخلية المحرك الأساسي لمهمة المراجع تجاه الأسواق المالية، والعلاقة بين عملية الرقابة ومراجعة الحسابات علاقة تكاملية؛
- الممارسة المهنية لعملية المراجعة تُدعّم تخطيط وتنظيم تنفيذها، من خلال التحقق من فعالية هيكل الرقابة الداخلية وفحص فعالية ومصداقية المعلومات المحاسبية والمالية في الأسواق المالية وبالتالي المساهمة في تحقيق وتطوير كفاءتها.

- باعتبار بورصة الجزائر ضمن البورصات الناشئة فهي لا تملك مقومات تجعلها قادرة على الارتقاء والتدرج في مستويات الكفاءة.

- تُمثّل مراجعة الحسابات أداة من أدوات عملية الرقابة، ولهذا تُعتبر أكثر أهمية وتأثير في تحقيق وتطوير كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر.

أهمية البحث

يستمد هذا الموضوع أهميته من أهمية السوق المالية في حد ذاتها، حيث أصبحت القلب النابض للاقتصاد في كل الدول مهما كانت إيديولوجيتها، وقد سارعت السلطات في الجزائر إلى توفير المناخ المناسب لها الذي يضمن حماية السوق والاقتصاد من جهة، وحماية المدخرين والمستثمرين وتعزيز ثقتهم في السوق من جهة أخرى، كما تظهر أصالة هذا الموضوع في عدم الأخذ بفكرة الرقابة والضبط الاقتصادي للسوق المالية الجزائرية كفكرة بديهية مسلم بها، إنما يتم طرحها للنقاش من زاوية قانونية واقتصادية، من خلال البحث عن الوسائل التي اتخذتها الدولة لضبط السوق على مستوى أجهزتها وعلى مستوى نشاطها.

وبناء على ما سبق، يمكن إبراز **أهمية** البحث فيما يلي:

- إبراز دور أسواق الأوراق المالية في تنمية الموارد الادخارية وتحريكها نحو فرص الاستثمارات المتاحة، وتوظيفها في إقامة مشاريع تنموية كبيرة وتقليص حاجة الدولة إلى التمويل الخارجي؛

- يُعد إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر تأكيدًا على تعاظم الاهتمام بهذا النوع من الأسواق، خاصة وأن أغلب الدول تسير في اتجاه العولمة والانفتاح الذي يقتضي تقليص دور الدولة، مما يستلزم خوصصة القطاع العام عن طريق أسواق الأوراق المالية فعالة وكفؤة؛

- التركيز على مجال كفاءة الأسواق المالية وتحليلها للوقوف على الصعوبات والمشاكل التي تهددها بهدف تخطيها ومعالجتها للاستفادة منها؛

- تسليط الضوء على وظيفة أساسية من وظائف إدارة وتسيير السوق المالية، وإبراز الخطوط العريضة للرقابة والمراجعة، وأهم طرق ضبط وتفتيش عمليات البورصة في الجزائر، بالإضافة إلى إبراز الدور الذي يحدثه مراجع الحسابات من خلال تقريره في تفعيل السوق ورفع كفاءتها.

وعلى هذا الأساس، تأخذ هذه الدراسة أهميتها، حيث جاءت لمعالجة سبل تفعيل كفاءة السوق المالية وتطويرها، من خلال إبراز مختلف الآثار التي يمكن أن تنعكس عليها بتطوير عملية الرقابة والمراجعة ومحاولة اقتراح حلول للنهوض بكفاءتها وتطويرها.

وتتمثل الإضافة الميدانية في التعرف على واقع نشاط السوق المالية الجزائرية، لأهمية دورها في الاقتصاد الوطني وفي التنمية الاقتصادية، وإمكانية تطبيقه عمليا تظهر من خلال الدراسة الميدانية.

أهداف البحث

يهدف البحث بشكل رئيسي إلى محاولة توضيح أثر عملية الرقابة والضبط في السوق المالية الجزائرية، بالاعتماد على نتائج عملية مراجعة وتفتيش السوق على مستوى كفاءتها وتطوير هذه الكفاءة، من خلال الربط بين مختلف الخدمات التي تقدمها مراجعة الحسابات كمهنة والمتمثلة في إبداء الرأي الفني المهني المحايد في التقارير المالية المعتمدة من قبل الهيئات المشرفة على السوق المالية ومختلف المستثمرين وبين ترشيد اتخاذ قراراتهم، مما ينعكس ايجابيا على تفعيل السوق المالية ورفع كفاءتها.

وانطلاقا من هذا الهدف الرئيسي يمكن تحديد الأهداف الفرعية في النقاط الموالية:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، حتى يمكن معرفة أوجه القصور في سوق الأوراق المالية الجزائرية؛

- محاولة البحث في التشريعات والتنظيمات المنظمة لبورصة الجزائر وتطوراتها وتطور أداء السوق، والوقوف على تأثيرها الاقتصادي لإبراز مستوى كفاءتها؛

- دراسة الدور الذي تقوم به عملية الرقابة والمراجعة في تحديد مدى مصداقية المعلومات المحاسبية عن التقارير المالية لمختلف المتعاملين في السوق المالية؛

- دراسة وتحليل الأشكال والأساليب المختلفة التي يعتمدها المراجع عند فحص التقارير المالية المرحلية، والسنوية، والمستقبلية في السوق المالية؛

- قَياس أثر الدور الذي يقوم به المراجع وفقا لمتطلبات معايير المراجعة المقبولة عموما في ضبط تقارير المراجعة على نشاط السوق المالية الجزائرية وتفعيلها ورفع كفاءتها؛

- الرغبة في تقديم إسهامات لتطوير بورصة الجزائر على المستوى المحلي والعالمي.

أسباب اختيار البحث

من بين أهم الأسباب التي دفعت إلى اختيار موضوع البحث، والذي جاء تحت عنوان: "**دور عملية الرقابة ومراجع الحسابات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية– دراسة حالة بورصة الجزائر–** " يمكن تلخيصها في النقاط الموالية:

- محاولة تقديم رؤية معمقة حول الأسس النظرية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، والتي من خلالها يمكن الكشف عن أوجه القصور في سوق الأوراق المالية في الجزائر، حتى يتم تقديم بعض الحلول التي تعتبر إسهاما في تفعيل ورفع كفاءتها؛

- تحليل أداء بورصة الجزائر الذي يتميز بالتناقض والتشويش بسبب حداثة نشأتها والتطورات التي شهدتها، ومحاولة المساهمة في تطويرها وتفعيلها والتدرج بها في مستويات الكفاءة (الضعيفة، المتوسطة، القوية)؛

- بالرغم من أن بورصة الجزائر قامت على أسس تنظيمية وتشريعية متقدمة، لكن أداءها يكشف أنها تواجه مجموعة من المعوقات التي ساهمت بتعقيد وضعها الراهن، كما أن القوانين المنظمة لها لا تساير الواقع الاقتصادي؛

- حاجة السوق المالية التي تتأثر بالتحولات في المحيط الاقتصادي لآلية المراجعة لتحقيق الفعالية في التسيير، والاتجاه العالمي نحو الاعتماد أكثر فأكثر على وسيلتي المراجعة والتدقيق الداخلي والخارجي، الأمر الذي يحتم على لجزائر التكيف مع التحولات الجديدة؛

- الضعف الذي تعرفه تجربة التدقيق والمراجعة في مختلف الأسواق والمؤسسات بسبب حداثتها واعتمادها على النظام المحاسبي المالي الجديد الذي يتماشى مع المعايير الدولية بدلاً من المخطط المحاسبي الوطني.

الدراسات السابقة

رغم أنّه لم توجد دراسات سابقة تناولت الموضوع من نفس الجانب حسب علمنا، إلاّ أنّه هناك مجموعة من الدراسات التي لها علاقة بموضوع البحث، وتتقاطع معه في بعض النقاط، ومن بينها الدراسات والأبحاث الموالية:

1- حمليل نواره، **النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية**، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تخصص قانون، دون تاريخ مناقشة.

ركزت الدراسة على التنظيم القانوني لأجهزة السوق المالية الجزائرية والمتمثلة في مختلف الهيئات التنظيمية والإدارية والاستثمارية المسؤولة على نشاط السوق، كما **تناولت** عملية الرقابة على السوق في جانبها القانوني والاقتصادي من خلال القواعد المنظمة لنشاط السوق الأولية والثانوية، **وتوصلت** الدراسة إلى عدم انسحاب الدولة التام من تنظيم وتسيير السوق بحجة حمايتها وحماية المتعاملين فيها، **كما نُلاحظ** أن هذه الدراسة ركّزت أكثر على الجوانب القانونية في عملية الرقابة على السوق، مع عدم تطرقها لمراجعة الحسابات وعلاقتها بعملية الرقابة وتأثيرهما على كفاءة السوق المالية، وهو ما سوف نتناوله في بحثنا.

2- عبد الوهاب نصر علي، **خدمات مراقب الحسابات لسوق المال، المتطلبات المهنية ومشاكل الممارسة العملية في ضوء معايير المراجعة المصرية والدولية والأمريكية، الجزء الأول**، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة نشر.

استهدفت الدراسة توضيح الاتجاهات الحديثة في مجالات المراجعة المتقدمة للأسواق المالية، مع توضيح الشروط الواجب توفرها في المراجع ومسؤوليته المهنية ومختلف المشاكل النظرية والعملية التي تعترض مهام المراجع في الأسواق المالية باعتماد معايير المراجعة الدولية، مع توضيح المراجعة الحديثة لحسابات الشركات المقيدة بالبورصة وفقا لمدخل الأهمية وخطر المراجعة ودورات العمليات، **وتوصلت** الدراسة إلى أنّ الاتجاهات الحديثة لمراجعة الحسابات تنحصر في المراجعة الخارجية باعتبارها أكثر استقلالية وحيادية في تقاريرها باعتماد المعايير الدولية. **وتختلف دراستنا** عن هذه الدراسة بالشمولية في معالجة الاجراءات الرقابية ومشاكلها في الأسواق المالية وكيفية تأثير كل من عملية الرقابة ومراجعة الحسابات على كفاءة الأسواق المالية وتحسينها وتطويرها.

3- عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، **مراجعة الحسابات في بيئة الخصخصة وأسواق المال والتجارة الالكترونية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

ركزت الدراسة على تطبيقات مراجعة الحسابات في الأسواق المالية مع ابراز أهمية ودور المراجعة الالكترونية المتقدمة وخاصة المراجعة الخارجية في الأسواق المالية الرقمية، مع ايضاح التأثير القوي والسريع للمراجعة الالكترونية على التجارة الالكترونية مع افتراض وجود أسواق الكترونية ومتعاملين الكترونيين، وقد كانت **نتائج الدراسة** أن تطبيق مراجعة الحسابات في الأسواق المالية من خلال معايير المراجعة الدولية وخدمات إبداء الرأي في إعداد وفحص التنبؤات والتوقعات المالية يضفي الشفافية والمصداقية في تحريك هذه الأسواق، مع اكتشاف بعض المشاكل التي تحدثها عملية الرقابة الداخلية في الشركات المسجلة في الأسواق المالية، بالإضافة الى ضرورة وحتمية اعتماد التجارة الالكترونية في الأسواق المالية العالمية المتقدمة. **ولا تتوافق دراستنا** مع هذه الدراسة خاصة في جانب كفاءة الأسواق المالية انطلاقا من تقارير مراجعة الحسابات سواء كانت تقليدية أو الكترونية، بالإضافة الى اعتماد عملية الرقابة باعتبارها أداة ضبط اقتصادي لمختلف المخالفات والتلاعب في الأسواق المالية ودورها في تحقيق كفاءتها.

4- لطرش سميرة، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم- دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية-**أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم، جامعة منتوري، قسنطينة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، 2010.

استهدفت دراسة رسالة الدكتوراه التركيز على كفاءة أسواق رأس المال وصيغها الضعيفة، المتوسطة والقوية، مع اختبار وقياس الكفاءة في صيغتها الضعيفة والمتوسطة على أسواق رأس المال العربية لكل من: بورصة عمان، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، بورصة الجزائر، **وقد توصلت** الدراسة إلى أنّ كل من بورصة عمان، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية هي أسواق كفؤة في صيغتها الضعيفة، بينما بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، بورصة الجزائر هي أسواق غير كفؤة في صيغتها الضعيفة، مع عدم كفاءة كل أسواق رأس المال العربية في صيغتها المتوسطة. **وتختلف دراستنا** عن هذه الدراسة من زاوية قياس وتحديد مستوى الكفاءة في الأسواق المالية بالتركيز على الزاوية الادارية والمحاسبية من خلال الرقابة ومراجعة الحسابات في تحقيق الكفاءة وتطويرها بدلا من صيغ الكفاءة التي تعتمد على النماذج الاحصائية.

5- أحمد أمين السيد لطفي، **علاقة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وتقارير المراجعة بكفاءة سوق الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية،2009.

تناولت الدراسة أهمية المعلومات التي تحتويها القوائم المالية في الأسواق المالية، اضافة الى اعتبارها المصدر الرئيسي والأساسي الذي يعتمد عليه مراجع الحسابات في اعداد تقاريره، مع ابراز العلاقة الطردية بين جودة المعلومات وتقارير المراجعة وكيفية تأثيرها على كفاءة الأسواق المالية، **وتوصلت** الدراسة إلى أن أهم عوامل تعزيز كفاءة أسواق رأس المال تتمثل في ارتفاع جودة المعلومات واكتمالها وعدم تماثلها، كما أثبتت أهمية المعلومات التي تحتويها

التقارير المالية باعتبارها من المصادر الجوهرية التي يعتمد عليها مراجع الحسابات في تطوير كفاءة الأسواق المالية. **وتختلف دراستنا** عن هذه الدراسة بإظهار أهمية ودور المعلومات من خلال نظام المعلومات الذي يعتبر أساس نظام الرقابة الداخلية والذي يظهر نتائج عملية الرقابة في الأسواق المالية وابراز دور وأثر عملية الرقابة على تحقيق وتطوير كفاءة الأسواق المالية.

6- Manhal Mageed Ahmad, **re- engineering audit profession in the context of information technology- study pilot to demonstrate the views of sample selection of auditors in Irak**, phd thesis submitted by the researcher, 2001.

ركزت دراسة رسالة الدكتوراه على اعادة هندسة مهنة التدقيق من خلال التدقيق الحديث الذي يعتمد على الوسائل الالكترونية وعلى تكنولوجيا المعلومات في اعداد تقارير المراجعة من خلال أخذ أراء عينة من المراجعين في العراق، وقد كانت **نتائج الدراسة** مركزة على أهمية وضرورة اعادة هندسة مهنة التدقيق التقليدية الى مهنة التدقيق الحديث والمتمثل في التدقيق الالكتروني لمسايرة التقدم التكنولوجي في النشاط الاقتصادي. **وتختلف دراستنا** عن هذه الدراسة في مجال تطبيق المراجعة المتقدمة حيث اقتصر بحثنا على الأسواق المالية وكيفية تحقيق وتطوير كفاءتها، بالإضافة الى دراسة عملية الرقابة في الأسواق المالية ودورها التأثيري على تطوير هذه الأسواق وتحسين كفاءتها.

تحديد إطار البحث

يتناول البحث موضوع تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال عملية الرقابة ومراجعة الحسابات، وهو نطاق واسع متعدد الأبعاد، لذا فإن موضوع البحث اقتصر على الحدود الموالية:

- **الحدود العلمية:** سيحاول البحث التركيز على عملية الرقابة دون غيرها وظائف الإدارة الأخرى، حيث تختلف الرقابة باختلاف الأساس الذي صنفت على أساسه داخلية أو خارجية، وكذا الانفراد بالتعمق في نظام وهيكل الرقابة الداخلية باعتباره مصدر المعلومات المحاسبية والمالية، بالإضافة الى دراسة مراجعة الحسابات دون غيرها من أدوات الرقابة الأخرى باعتبارها أساس التسيير السليم والعقلاني في الإدارة، أما دراسة الحالة فقد ركزت على سوق المالية المنظمة(البورصة) لقلة الدراسات التي تخصها ولتطويرها أيضا ومحاولة إنعاشها وتفعيل كفاءتها.
- **الحدود الجغرافية:** سيحاول البحث التركيز على بورصة الجزائر، بهدف التوصل إلى نتائج تكون في صالحها ومحاولة اقتراح حلول لرفع كفاءتها من خلال تطوير سلطة الضبط والتفتيش.
- **الحدود الزمنية:** سيحاول البحث التركيز على الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى سنة 2014 .

المنهج المتّبع والأدوات المستخدمة في البحث

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف البحث والإحاطة بمختلف جوانبه، تم اعتماد البحث في الجانب النظري على **المنهج الوصفي** في مناقشة تساؤلات البحث، **والمنهج الاستنباطي** في الوصول إلى النتائج، فمن خلال إتباع المنهج الوصفي التحليلي تناول البحث التعرف على نشاط الأسواق المالية، وكذا عملية الرقابة وخاصة الرقابة الداخلية، بالإضافة إلى التعرف على عملية المراجعة ومساهمة كل منهما في تفعيل ورفع كفاءة

الأسواق المالية، واعتمد المنهج الاستنباطي من خلال استنتاج مختلف العلاقات بين المراجعة والرقابة الداخلية، والقوائم المالية الموثوقة، وترشيد القرارات، وتطوير كفاءة الأسواق المالية، بالإضافة إلى الاعتماد على **المنهج التحليلي** في الجانب التطبيقي في دراسة حالة سوق الأوراق المالية في الجزائر والمتمثلة في بورصة الجزائر.

هيكل البحث

بُغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقا من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم البحث إلى مقدمة عامة يتبعها أربعة فصول، ثم نتائج البحث والتوصيات في شكل خاتمة عامة وهي كما يلي:

الفصل الأول تحت عنوان:" **الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية**" والذي يعتبر بمثابة مدخل للدراسة ويتناول التعرف على مختلف الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية وذلك ضمن ثلاث مباحث، حيث يعالج المبحث الأول مفاهيم عامة عن الأسواق المالية بالتطرق الى نبذة تاريخية واقتصادية عن الأسواق المالية، ثم التقسيمات المختلفة لأسواق العمليات المالية، وتليها مؤشرات تطور الأسواق المالية. في حين يتناول المبحث الثاني ملامح أسواق الأوراق المالية والذي يدرس طبيعة أسواق الأوراق المالية، وتتبعها آلية تنظيم وسير أسواق الأوراق المالية، وبعدها الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية. أما المبحث الثالث فيتطرق الى أسواق الأوراق المالية: كفاءتها، مؤشراتها وطرق تحليلها والذي يتضمن كفاءة أسواق الأوراق المالية، ثم مؤشرات أسواق الأوراق المالية، وأخيرا طرق التحليل في أسواق الأوراق المالية.

الفصل الثاني والمعنون بـ: "**مدخل نظري لعملية الرقابة ومراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية**" والذي يدرس الممارسة المهنية لعملية الرقابة ومراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية من خلال ثلاث مباحث، يتناول المبحث الأول لمحة نظرية حول الرقابة ومراجعة الحسابات ويتضمن التأصيل النظري لعملية الرقابة، بالإضافة الى مدخل نظري لمراجعة الحسابات، والعلاقة بين عملية الرقابة ومراجعة الحسابات. ويعالج المبحث الثاني عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية حيث يتطرق الى ماهية الرقابة في أسواق الأوراق المالية، ثم هيكل الرقابة الداخلية وتنظيم أسواق الأوراق المالية، ويليه مشاكل الرقابة الداخلية في أسواق الأوراق المالية. في حين يتناول المبحث الثالث مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية والذي يتضمن الاطار النظري لمراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية، ثم تطبيقات مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية، اضافة الى مسؤولية مراجع الحسابات في أسواق الأوراق المالية.

الفصل الثالث بعنوان: "**تحليل أثر عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية**" والذي يدرس دور وأثر عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تحقيق وتطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية وذلك ضمن ثلاث مباحث، حيث يستعرض المبحث الأول نظام المعلومات كمدخل لتطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية ويشمل على المعلومات في أسواق الأوراق المالية، بالإضافة الى أثر المعلومات على كفاءة أسواق الأوراق المالية، ودور المعلومات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية. أما المبحث الثاني فيعالج عملية الرقابة والأثر على تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية ويتضمن مبادئ عملية الرقابة لتحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية، ثم أثر عملية الرقابة على كفاءة أسواق الأوراق المالية، و دور عملية الرقابة في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية. وأما المبحث الثالث

فيستعرض مراجعة الحسابات والأثر على تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية، وذلك بالتطرق الى علاقة مراجعة الحسابات بكفاءة أسواق الأوراق المالية، أثر مراجعة الحسابات على كفاءة أسواق الأوراق المالية، ودور مراجعة الحسابات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية.

الفصل الرابع التطبيقي تحت عنوان: "**عملية الرقابة ومراجعة الحسابات كآلية لتطوير كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر**" والذي يقدم واقع بورصة الجزائر ودور وأثر عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطوير كفاءتها وذلك من خلال ثلاث مباحث، حيث يستعرض المبحث الأول سوق الأوراق المالية في الجزائر والذي يتضمن نشأة سوق الأوراق المالية، تنظيمها وآليات التعامل فيها، بالإضافة الى الأدوات المالية المتداولة وآلية عمل البورصة الجزائرية، وتقييم أداء البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010- 2014. في حين يتناول المبحث الثاني عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010- 2014 بالتطرق الى تطور مفهوم الرقابة ومراجعة الحسابات في البورصة الجزائرية، ثم نشاط الرقابة والمراجعة في البورصة الجزائرية، و الطلب على الرقابة والمراجعة في البورصة الجزائرية. أما المبحث الثالث فيدرس كفاءة البورصة الجزائرية ودور عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطويرها خلال الفترة 2010- 2014، ويتضمن تحليل وتقييم الكفاءة في البورصة الجزائرية خلال الفترة2010- 2014، بالإضافة الى دور عملية الرقابة في تطوير كفاءة البورصة الجزائرية من خلال مشروع إصلاح السوق، ودور عملية المراجعة في تطوير كفاءة البورصة الجزائرية.

صعوبات البحث

كانت هناك عدة صعوبات واجهة مسار تقدم مستوى البحث طول فترة انجازه والتي من بينها ما يلي:

- قلة المراجع ذات الاهتمام الأكاديمي والتطبيقي لعملية الرقابة في الأسواق المالية بالرغم من أهميتها ودورها في تطوير هذه الأسواق؛
- قلة المؤتمرات، الملتقيات، الندوات والأيام الدراسية التي تناقش الرقابة والمراجعة المالية ودورها في النشاط الاقتصادي؛
- عدم تجاوب موظفو شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالجزائر العاصمة مع النشاط البحثي في توفير المعلومات الضرورية للبحث بحجة توفر كل المعطيات على الموقع www.sgbv.dz .

الفصل الأول

الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

ويشتمل على:

المبحث الأول: مفاهيم عامة عن الأسواق المالية.

المبحث الثاني: ملامح أسواق الأوراق المالية: طبيعتها، آلية تنظيمها وأدواتها.

المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية: كفاءتها، مؤشراتها وطرق تحليلها.

تمهيد

اتّجهت معظم الدول منذ ثمانينيات القرن الماضي نحو اقتصاديات السوق من خلال الأدوات والوسائل التي تكفل توفير الأموال اللازمة للتنمية الاقتصادية، لذلك لجأت إلى تنشيط الأسواق المالية وتنمية الأدوات المالية واستحداث أساليب وأدوات جديدة تتلاءم مع البيئة المحلية ومتطلبات النمو الاقتصادي، وقد ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها فتنوعت بشكل كبير في السنوات الأخيرة بسبب التقدم التقني والتكنولوجي، ولتحديد مدى تطورها هناك مجموعة من المؤشرات التي تساهم في ترشيد القرار الاستثماري.

كما تُؤدي أسواق الأوراق المالية دوراً جد مهماً في أداء دور الوسيط بين الفئات التي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، وبين الفئات التي تبحث عن التمويل وبشروط جيدة، وقد تطورت بالموازاة مع تطور الأسواق المالية في مختلف الدول، ولتنظيمها وإدارتها هناك قواعد وإجراءات التعامل التي يخضع لها مختلف الهيئات الإدارية والوسطاء الماليون، الأمر الذي يمهد السبيل أمامهم لإتمام عمليات بيع وشراء الأوراق المالية بنجاح.

وباعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، فإن ذلك يقتضي توفر قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة مهما اختلفت مستوياتها، كما يعتمد المستثمرون على المؤشرات التي ترسم اتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية، وتختلف المؤشرات من دولة إلى أخرى كما تختلف في نفس الدولة من سوق لأخر، كما يعتمد قرار المستثمرون على المعلومات المتاحة حول تحليل ونتائج تحليل الأوراق المالية المتداولة وذلك بالاعتماد على التحليل الأساسي والتحليل الفني.

وعليه، سنتناول في هذا الفصل ما يلي:

- مفاهيم عامة عن الأسواق المالية؛
- ملامح أسواق الأوراق المالية: طبيعتها، آلية تنظيمها وأدواتها؛
- أسواق الأوراق المالية: كفاءتها، مؤشراتها وطرق تحليلها.

المبحث الأول

مفاهيم عامة عن الأسواق المالية

لا تختلف الأسواق المالية عن بقية الأسواق الأخرى، من حيث كونها موقع التقاء تياري العرض والطلب باتجاه مستويات التوازن السعري والكمي، إلاّ أنّ ما يميزها وبرغم من حداثة نشأتها أنّها تتفرع إلى أنواع مختلفة من الأسواق حسب معايير معينة، كما أنّها تشهد تطوراً كبيراً واهتماماً أكبر وذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها فيها، و كونها قاعدة أساسية لتمويل المشاريع الاقتصادية وعليه سيتناول في هذا المبحث مايلي:

- نبذة تاريخية واقتصادية عن الأسواق المالية؛
- التقسيمات المختلفة لأسواق العمليات المالية؛
- مؤشرات تطور الأسواق المالية.

المطلب الأول: نبذة تاريخية واقتصادية عن الأسواق المالية

إنّ وجود الأسواق المالية في أي بلد يعتبر المرآة التي تعكس الوجه الحضاري لاقتصاديات الدول وتقدمها، فهي تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للمساهمة في عمليات الاستثمار والتنمية.

1- تعريف الأسواق المالية

تُوفر الأسواق المالية كباقي الأسواق الأخرى نظاماً لتبادل، ويمكن التَعَرف عليها من خلال ما يلي:

1-1- تُعَّرف بأنّها: "الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلالها مدخراتهم إما مباشرة أو من خلال وسطاء، على مؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والأشخاص الذين يحتاجون إلى اقتراض هذه الأموال، ويعتبر وجود الأسواق المالية من الشروط الضرورية لإتمام المبادلات المالية بسرعة وبسعر عادل" [1].

1-2- كما تُعَّرف بأنّها: "الإطار الذي يجمع بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي والتي ترغب بالاستثمار، والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي والتي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة" [2].

ومنه يمكن استخلاص عدة حقائق حول الأسواق المالية منها ما يلي:

- أنّها تستمد مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام؛
- هي الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق؛
- أنّها تجمع عامل الطلب والعرض والوسيلة المناسبة التي يتحدد من خلا لها سعر الورقة المالية؛

[1] الميداني محمد أيمن عزت، **تطوير أسواق رأس المال في سوريا**، دمشق، سوريا، 2002، ص: 17.

[2] التميمي أرشيد، سلام أسامة عزمي، **الاستثمار بالأوراق المالية**، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004 ، ص: 110.

- من الأركان الرئيسة في الأسواق المالية الوسطاء وصناع السوق وقنوات الاتصال لتسهيل العمليات.

2- نشأة الأسواق المالية

وُجِدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم، وكان يتم فيها تبادل السلع عن طريق المقايضة ثم باستعمال النقود من خلال الاتصال عن طريق الوسطاء، وقد ارتبط ظهور الأسهم بالتطور الكبير في الانتاج والتبادل التجاري وانشاء المشروعات الكبيرة وظهور شركات المساهمة، وظهرت السندات بتوسع الدول في مشاريع التنمية والانفاق على الحروب.

وقد مرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها وتطورها بالمراحل الموالية:

2-1- المرحلة الأولى: تميزت بوجود عدد كبير من البنوك ومحلات الصرف، وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشاريع تجارية وزراعية وعقارية، الأمر الذي جعلهم يلجؤون إلى الاقتراض من البنوك للتمويل؛

2-2- المرحلة الثانية: تميزت بظهور البنوك المركزية وأصبحت البنوك التجارية تقوم بخصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا لضوابط البنك المركزي؛

2-3- المرحلة الثالثة: تميزت بظهور بنوك الإقراض متوسط وطويل الأجل تقوم بإصدار السندات لسد احتياجاتها من الأموال ورفع قدرتها على التمويل، كما كانت البنوك المركزية تقوم بإصدار سندات الخزينة؛

2-4- المرحلة الرابعة: تميزت بظهور الأسواق النقدية وازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع؛

2-5- المرحلة الخامسة: تميزت باندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية الدولية نتيجة لتطور وسائل الاتصال المختلفة وظهور الأسواق المالية المتخصصة [1].

3- أهمية الأسواق المالية

ترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل أهمها ما يلي:

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية ؛والتي تحتاج رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة وبدلا من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي المثقلة بالديون وعواقبها، فإنها تلجأ إلى الأسواق المالية لتمويل عملياتها التنموية؛

- عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل نظرا لمشاكل التضخم والمخاطرة وقيود الاستفادة منها، بينما تساعد الأسواق المالية على منح القروض بشروط ميسرة وتكلفة أقل؛

- كثيراً ما تتعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل إلى نقدية دون خسائر، كما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بأرباح مقبولة ومخاطر قليلة؛

[1] مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، الجزء الأول، كنوز اشبيليا للنشر، الرياض، السعودية، الطبعة الأولى، 2005، ص ص: 53-56.

- تَعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها لتحقيق التكافؤ والتوازن للسوق حفاظا على السعر من خلال قوى العرض والطلب؛

- تُعتبر مؤشر للحالة الاقتصادية من خلال تحديد الاتجاهات العامة لعملية التنبؤ التي تساعد على اختيار الاستثمارات الأكثر ربحا [1].

4- الشروط الملائمة لتكوين الأسواق المالية

يتطلب إنشاء الأسواق المالية توفر عدة شروط أساسية أهمها ما يلي:

- زيادة عدد المؤسسات المالية التي تعتبر بمثابة أوعية ادخارية لعمليات الاقراض، وتشجيع السوق المالية يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والذي بدوره يتحول إلى عمليات استثمارية منتجة؛

- تحويل المدخرات إلى استثمارات؛ وذلك لكون هذه السوق مجالاً لاستثمار أموال الأفراد في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصاً من رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية؛

- إنشاء بورصات للأوراق المالية؛ والتي تعتبر ركن أساسي من أركان السوق المالية كما أنها من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو الاقتصاد المختلط؛

- وُجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة؛ والذي يعتبر من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات طويلة الأجل؛

- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها في تكوين الشركات وطرح الأسهم والسندات حتى يعلم الجمهور فرص التوظيف، ومراقبة بيانات الإعلانات للمحافظة على مصلحة المتعاملين وحتى تكون ذات صبغة جدية [2].

5- عوامل نجاح الأسواق المالية

إضافة إلى شروط قيام الأسواق المالية، هناك عدة عوامل منها الأساسية والمكملة لنجاحها.

5-1- العوامل الأساسية: من بين العوامل الأساسية لنجاح الأسواق المالية ما يلي:

- وُجود الأنظمة واللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين والتشريعات الرقابية التي تضفي صفة المنافسة الكاملة وتمنع الاحتكار والنصب والاحتيال؛

- إنشاء أسواق للأوراق المالية داخل الدولة وتنوع أدوات الاستثمار، وبالتالي تعدد الخيارات أمام المدخرين و توفير السيولة الكافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر؛

- تَوفر نظم للمعلومات المالية التي تعكس المركز المالي والموقف المالي لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات، مما يولد الثقة بين المتعاملين؛

---

[1] رسمية احمد أبو موسى، **الأسواق المالية والنقدية**، المعتز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص: 12.

[2] جمال جويدان الجمل، **دراسات في الأسواق المالية والنقدية**، دار صفاء، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص: 21.

- الحرية الكاملة في التعامل مع السوق ووُجود الحوافز التي تمكن المستثمر من الحصول على عائد معقول [1].

5-2- العوامل المكملة: من بين العوامل المكملة لنجاح الأسواق المالية ما يلي:

- الموقع الجغرافي للأسواق المالية وقربه من الأسواق الدولية، ووُجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي
- وُجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار والشركات المساهمة العامة لأن كثرة المتعاملين تعمل على تحريك نشاط التداول، وارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد [2].

6- وظيفة الأسواق المالية

تُؤَدي الأسواق المالية وظيفة تحـويل المـوارد المالية من خلال مـا يلي [3]:

6-1- التمويل المباشر: حيث تلتقي وحدات الفائض والعجز مباشرة وتُصدر الأخيرة أصول مالية تعرضها على وحدات الفائض لتشتريها مقابل تحويل مواردها المالية إلى وحدات العجز وأهم الأصول المالية المباشرة هي الأسهم والسندات.

6-2- التمويل غير المباشر: حيث يتم تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى المؤسسات المالية الوسيطة، وتحصل على أصول مالية غير مباشرة منها شهادة الادخار والاستثمار، ويقوم الوسطاء بتحويل الموارد المالية إلى وحدات العجز التي تصدر أصول مالية مباشرة إلى الوسطاء.

ويمكن توضيح كيفية تدفق الموارد المالية في الاسواق المالية من خلال الشكل الموالي رقم 01.

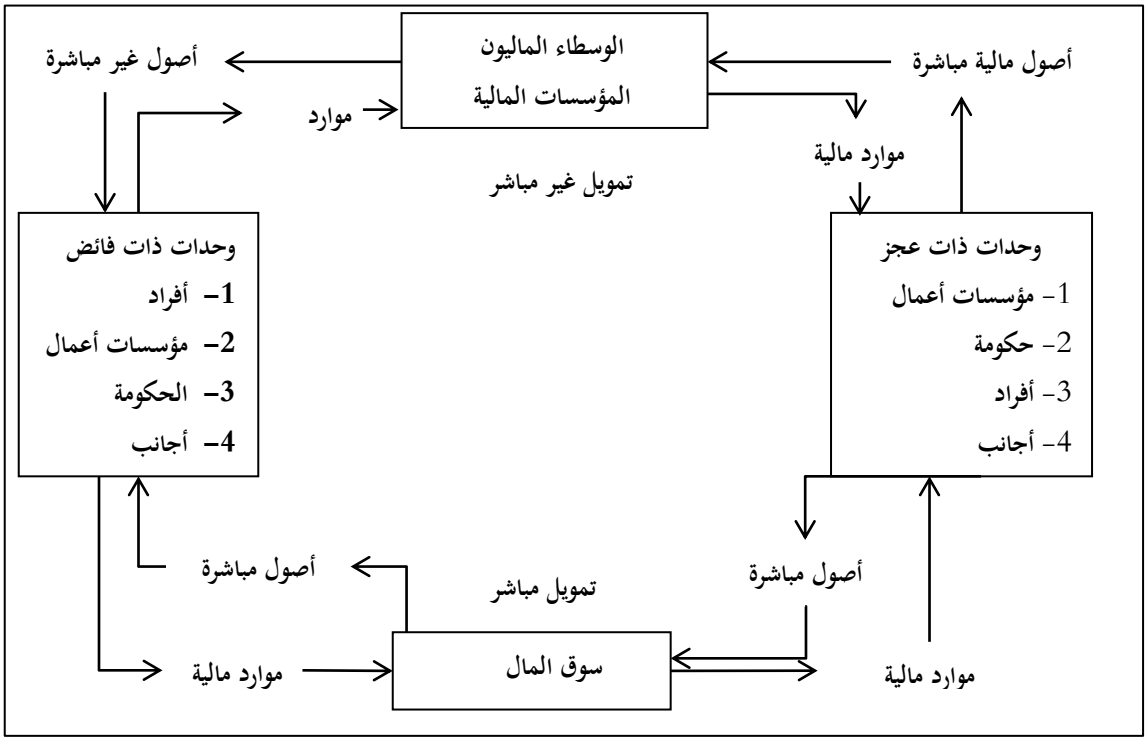
---

[1] التميمي أرشيد، سلام أسامة عزمي ، **مرجع سابق**، ص: 112.

[2] الحناوي محمد صالح، العبد جلال إبراهيم، **الإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 133.

[3] أحمد أبو الفتوح علي الناقة، **نظرية النقود والأسواق المالية- مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية**- مكتبة الإشعاع للطبع والنشر، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2001، ص: 10.

شكل رقم (01): تدفق الموارد المالية في الأسواق المالية.



المصدر: أحمد أبو الفتوح علي الناقة، نظرية النقود والأسواق المالية-مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية- مكتبة الإشعاع للطبع والنشر، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2001، ص: 10.

نُلاحظ من الشكل أنّ مؤسسات الأعمال تأتي في مقدمة وحدات العجز تُصْدر الأسهم أو السنـدات، ثم تليها الحكومة التي تصدر أذونات الخزينة والسندات الحكومية، أمّا وحدات الفائض فيأتي في مقدمتها القطاع العائلي بمدخراتهم الشخصية، ويليه مؤسسات الأعمال بمدخرات الأعمال، كما نلاحظ أن عملية تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز يتم من خلال سوق المال مباشرة أو من خلال المؤسسات المالية.

ومنه نستنتج أنّ الأسواق المالية تعتبر بمثابة مقياس للحالة الاقتصادية، وقد برزت أهمية الأسواق المالية كواحدة من أهم الأدوات المالية خاصة في ظل العولمة والتغير الاقتصادي والتكنولوجي، كما تلعب الأسواق المالية دورا حيويا في الاستثمار وتعمل على تنمية وتوسيع نطاق التعامل بالأوراق المالية.

المطلب الثاني: التقسيمات المختلفة لأسواق العمليات المالية

تَختلف أصناف الأسواق المالية باختلاف وتنوع المعايير التي تميز مختلف أنواع الأسواق عن بعضها البعض، كما أنها تفيد المتعاملين في التوجه إلى السوق المناسبة للتزود بالأموال أو عرضها، كما تفيد السلطات العمومية سواء كانت نقدية أو مالية في تنظيم ومراقبة الأسواق والحرص على توازنها بكل تفرعاتها.

1- من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها

يُمْكن التمييز بين نوعين أساسين من الأسواق داخل السوق المالية حسب هذا المعيار كما يلي:

1-1- سوق رأس المال: هي السوق التي يتم فيها تطبيق الميكانيكية التي يتم من خلالها خلق وتداول الأصول المالية طويلة الأجل في صورة قروض مباشرة أو في شكل إصدارات مالية، ويتم عرض الأموال من طرف كل من يرغب في توظيف مدخراته وأمواله لأجل طويل، بينما يتشكل الطلب عليها من طرف الراغبين في استخدامها في استثمارات طويلة الأجل، ويتميز بكونه أقل اتساعا من السوق النقدية. وتضم الأسواق الموالية [1]:

1-1-1- السوق الأوّلية: هي سوق الإصدار الجديد أو الاكتتاب لأول مرة والتعامل فيها يأخذ إما شكل قروض أو مساهمة في رؤوس أموال الشركات ومن أدواتها الأسهم، السندات، القروض العقارية.

1-1-2- السوق الثانوية: هي سوق تداول الأصول المالية طويلة الأجل من خلال تنظيم التعامل بالأوراق المالية ومـن أدواتها: الأسهم، السندات، المشتقات المالية والأوراق المهجنة، وتتكون من صناديق وشركات الاستثمار، شركات الوساطة في تداول الأوراق المالية، والأفراد المستثمرين الخواص.

1-2- سوق النقد: هي السوق التي يتم فيها تطبيق الميكانيكية التي يتم من خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ويتم عرض هذه الأموال من طرف كل من يرغب في توظيف مدخراته وأمواله لفترة قصيرة مقابل الحصول على عوائدها، بينما يتشكل الطلب عليها من طرف الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير نظير دفع فائدة. وتضم الأسواق الموالية [2]:

1-2-1- سوق الخصم: يتم فيها خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل ومنها الأوراق التجارية العادية *، القبولات المصرفية *، أُذونات الخزينة *.

---

[1] محمد يونس، عبد النعيم مبارك، **النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص ص: 130-133.

[2] زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة، مصر، 2008، ص ص: 165-179.

* الأوراق التجارية العادية: تشمل الكمبيالات والسندات الأذنية التي تصدرها الشركات التجارية، شركات التامين، بعض الشركات غير المصرفية.

* القبولات المصرفية: هي سندات مسحوبة على المصارف مقابل عمولة.

* أُذونات الخزينة: هي سندات دين تصدرها الحكومة وتقوم بطرحها عن طرق البنك المركزي.

1-2-2- سوق القروض قصيرة الأجل: تشمل جميع أنواع القروض التي فترة استحقاقها من أسبوع إلى سنة كاملة طرفيها الأفراد والمؤسسات من ناحية والبنوك ومؤسسات الإقراض من ناحية أخرى.

2- من حيث الإصدار والتداول

حسب هذا المعيار يمكن تصنيف الأسواق المالية إلى ما يلي:

2-1- السوق الأوّلية: هي سوق الإصدار تخلقها مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراق مالية قامت بإصدارها لأول مرة لحساب مؤسسة أو جهة حكومية (بنك الاستثمار) التي قد تكون بنك تجاري أو مؤسسة مالية. إلاّ أنّه يمكن إصدار وتصريف الأوراق المالية من خلال إحدى الطريقتين كما يلي [1]:

2-1-1- التعامل المباشر: يتم من خلال الاتصال بالمستثمرين مباشرة ويتم اللجوء إليه إذا كان الإصدار صغيرا، ولا حاجة للاستعانة ببيوت الخبرة أو الوساطة المالية المتخصصة في عمليات تغطية الاكتتاب.

2-1-2- التعامل غير المباشر: يتم فيه طرح الإصدارات المالية على المستثمرين من خلال الوسطاء الذين يقومون بتولي مسؤولية الإصدار وتغطية الاكتتاب وتحمل مخاطر تقلب الأسعار، نظرا لضخامة حجم الإصدار وكثرة المتعاملين.

2-2- السوق الثانوية: هي سوق تداول الأوراق المالية بعد إصدارها من خلال السوق الأولية، ويقوم بدور أساسي لتنظيم التعامل بالأوراق المالية إما بشكل تبادل منظم داخل الأسواق المنظمة أو في الأسواق الغير منظمة، اخذين بعين الاعتبار التشريعات التي تنظم تلك الآلية. وهنا يمكن التمييز بين ما يلي:

2-2-1- السوق المنظمة: هي السوق التي يلتقي فيها البائعين والمشترين للأوراق المالية، وتتميز بوجود آليات لضبط حركة الأسعار ومجلس يتولى الإدارة (البورصات)، تتميز بوجود مكان مخصص للتداول وتحديد الأشخاص وأوقات الدوام المحددة، وتتخذ عمليات التداول إما شكل عمليات فورية وعاجلة أو عمليات مستقبلة وآجلة.

2-2-2- السوق غير المنظمة: هي السوق المفاوضة غير الرسمية وغير المركزية الموازية التي تظم المعاملات التي تتم خارج البورصة وتتولاها بيوت السمسرة التي تربط بين التجار والمستثمرين، ويتحدد سعر الورقة بالتفاوض ولا توجد فيها آليات للحد من تدهور أو ارتفاع الأسعار، وتتم العمليات بدون القواعد والإجراءات التي تفرضها البورصة ولا تخضع لرقابتها وأنظمتها وتضم هذه السوق ما يلي [2]:

أ- السوق الثالثة: تتكون هذه السوق من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وهي أسواق مستمرة في أي وقت لشراء أو بيع الأوراق المالية المقيدة في السوق المنظمة وبأي كمية كانت كبيرة أو صغيرة وبأسرع وقت.

---

[1] منير إبراهيم هندي، **إدارة المنشئات المالية و أسواق المال**، دار المعارف للنشر، الإسكندرية، مصر، 2008، ص ص: 457-458.

[2] محمد صبري هارون، **أحكام الأسواق المالية-الأسهم والسندات-** النفائس للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 1999، ص ص: 22-23.

ب- السوق الرابعة: تشمل مختلف المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء أو بيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، وذلك لتجنب العمولات المدفوعة وتبرم الصفقات بسرعة أكبر وتكلفة اقل وبرضا الطرفين نتيجة الاتصال المباشر.

3- من حيث مكان التداول

تُقَسم أسواق العمليات المالية من منظور مكان تداول العمليات إلى نوعين من الأسواق كما يلي:

3-1- البورصة: هي سوق لها مكان معلوم ومحدد مسبقا، يجتمع فيه المتعاملون للقيام بعمليات التبادل بيعا وشراء بكل حرية في ضل المنافسة الكاملة، وتشمل ما يلي [1]:

3-1-1- بورصة البضائع الحاضرة: يتم في إطارها تبادل السلع والبضائع كالمنتجات الصناعية والزراعية والعقارات والأراضي والسيارات المستعملة، ويتم التعامل فيها إما نقداً أو البيع الآجل.

3-1-2- بورصة العقود: يكون موضوعها عقود ثنائية مضمونها التزامات قائمة على بضائع نموذجية غير موجودة فعلياً ويمكن التخلي عنها بدفع فرق السعر المتحقق لدى تصفية العملية.

3-1-3- بورصة النقود: يكون التبادل فيها بالنقود، حيث تتم فيها التبادل عن طريق الصرف الفوري والآجل.

3-1-4- بورصة المعادن النفيسة: تعد أحدث البورصات يتم فيها تداول السلع المعدنية الثمينة كالذهب....

3-1-5- بورصة الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل: حيث تضم الاستثمارات قصيرة الأجل كتعاملات السوق النقدية، أما الاستثمارات طويلة الأجل فهي تشمل تعاملات السوق المالي عن طريق الأوراق المالية .

3-1-6- بورصة الخدمات: تتنوع بتنوع المجالات التي يمكن ممارستها ومن أهمها :السياحة، التأمين....

3-1-7- بورصة الأفكار: تتمثل في عرض وبيع حقوق الاختراع والعلامات التجارية وصفقات نظم المعلومات.

3-1-8- بورصة العمل: تتمثل في اجتماعات العمال يقترح فيها عليهم خدمات متنوعة في مقابل يتفق عليه.

3-2- سوق التداول خارج البورصة: هي سوق التبادل الالكتروني ليس لها مكان محدد، إذ تجري التعاملات خارج السوق المنظم، ويتم التعامل من خلال بيوت السمسرة عن طريق شبكة كبيرة من الاتصالات القوية، من خلال نظام الكتروني يستطيع المستثمرون من خلاله إدخال طلبات الشراء والبيع عن طريق وسطائهم المعتمدين، تشمل كل من السوق الثالثة والسوق الرابعة.

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية زكى، **الأسواق والمؤسسات المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص ص: 6 -8.

4- من حيث طبيعة المنتجات المتداولة

تُقَسم الأسواق من منظور طبيعة المنتجات المتداولة إلى عدة أسواق فرعية أهمها [1]:

4-1- سوق السلع: هي جمعية من الأفراد والشركات التي تمنح سوقا حرة لبيع وشراء مختلف السلع ذات مواصفات محددة في الجودة والنوعية بصفة تنافسية ودائمة، تقوم بتوفير المواد الأولية وإمداد الصناعات الوطنية بها وتغذي الأسواق المحلية بمختلف المواد الاستهلاكية، يتم التداول من خلال العقود المبرمة بين المتعاملين، ونظام الأسعار يتوقف على نوع الصفقة الفورية أو الآجلة، وعلى طريقة تسليم السلع على دفعة واحدة أو على دفعات.

4-2- سوق الأوراق المالية: يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وفقا لقواعد خاصة بكل سوق وبكل بلد على الرغم من تشابه المبادئ العامة، يقوم بتنشيطها أفراد ومؤسسات وساطة مختصة مرخصة من قبل السلطات العمومية، قد تكون صفقاتها فورية يتم فيها البيع والشراء والتسليم والاستلام أثناء عقد الصفقة، أو تكون آجلة بالاتفاق على تاريخ معين لإتمام الصفقة حسب الاتفاق بين الطرفين، وتتميز بصفة المضاربة سواء كانت عملياتها عاجلة أو آجلة.

4-3- سوق القروض: تتنوع بتنوع القروض فهناك سوق متوسطة أو طويلة الأجل، وهي قسم من السوق المالية الذي يكفل للطالبين التزود بالقروض لتمويل استثماراتها، أما سوق القروض قصيرة الأجل فهي جزء من السوق النقدية الذي يكفل للطالبين مصادر التمويل لفترات قصيرة لتلبية احتياجاتهم.

5- من حيث المجال الجغرافي المغطى

تنقسم أسواق العمليات المالية وفقا لهذا المعيار إلى الأقسام الموالية:

5-1- سوق رأس المال الدولية: هي سوق الديون المقومة بالعملات المختلفة، والصادرة عن الحكومات والمؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات ولا تخضع لرقابة السلطات النقدية والمالية لأي من الدول، تقوم بتمويل العمليات الدولية والداخلية سواء كانت قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، تجمع مواردها المالية من طرف الجمهور والبنوك والمؤسسات المالية الأوروبية المرخصة. وتنقسم إلى الأسواق الموالية [2]:

5-1-1- سوق النقد الدولية: تظم هذه السوق مجموع الصفقات التجارية والمالية التي تتم بواسطة العملات الصعبة خارج بلدانها ويحتوي على الأموال السائلة قصيرة الأجل من العملات الصعبة، وقد تطورت بسرعة نتيجة تحقيق عوائد أكبر من عوائد السوق الوطنية، وكذا تطور المنتجات المالية المتداولة فيها.

[1] جبار محفوظ، **البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية**، الجزء الأول، دار هومة للنشر، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002 ، ص ص: 73-90.

[2] **نفس المرجع**، ص ص: 92-132.

5-1-2- سوق رأس المال الدولية: تعرض هذه السوق قروض مالية متوسطة وطويلة الأجل مقابل الحصول على أصول مالية يعرضها المقترضون، والمتعاملون فيها من مقرضين ومقترضين من البنوك والمؤسسات المالية الدولية والشركات العالمية، وتَنقسم إلى الأسواق الموالية:

أ- سوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية: تمنح القروض متوسطة وطويلة الأجل على المستوى العالمي وبمبالغ معتبرة، وتغطى قروضها من طرف مجموعات من المصارف لتقسيم وتخفيف المخاطر.

ب- سوق السندات الدولية: تصدر أوراق مالية تمثل دينا مصدرها بالعملة الأجنبية، كما أن الفوائد عليها ثابتة على مدى الفترة الخاصة بالإصدار، كما أنها وسيلة لجلب رؤوس الأموال من دول أخرى للتمويل.

ج- سوق الأسهم الدولية: تعرض أسهم دولية تمثل ملكية المستثمر لها لجزء من الشركة المصدرة، يتم الإصدار من قبل شركة معينة أجنبية والتوزيع تقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية دولية متخصصة.

د-سوق دولية للتقسيمات وسندات الخزينة: تعرض أدوات تمثل دينا على المؤسسة المصدرة لها لضمان وسيلة التمويل قصير الأجل، كما أنه يمكن تداولها في السوق النقدية.

5-2- سوق المال الإقليمية: هي تلك الأسواق التي يشترك في التعامل فيها عدة دول تربطها روابط جغرافية أو تاريخية أو مصيرية، كما هو الحال بالنسبة للدول العربية مجتمعة أو البعض منها ومن أهمها ما يلي:

5-2-1- السوق المالية العربية: تم اللجوء إليها لوجود دول نفطية تودع فوائضها في بنوك وأسواق غربية وفي المقابل هناك دول عربية في حاجة رؤوس الأموال للنهوض باقتصادها، كما أن الفوائض المالية العربية تتعرض لأخطار معتبرة كالتقلبات في أسعار الصرف نظرا لتقييمها بالعملات الأجنبية، وتسجيل نسب تضخم معتبرة تشارك في تآكل المدخرات العربية في الأسواق الغربية بالإضافة إلى تقاربها في العملة والإجراءات والقواعد القانونية.

5-2-2- أسواق المال المحلية: هي الأسواق المالية والنقدية التي تقوم بتمويل المؤسسات الوطنية والخاصة وتغطية العجز الحكومي داخل الدولة الواحدة، وتمكّن من تبادل الأوراق المالية للمؤسسات وإصدارات الدولة.

6- من حيث درجة المنافسة

يمكن التمييز بين أربعة أنواع من الأسواق المالية من حيث درجة المنافسة وهي كما يلي [1]:

6-1- سوق المنافسة الكاملة: تضم عدداً كبيراً من المتعاملين يتعامل كل منهم في حجم محدد جداً من إجمالي حجم الأصول المالية، وبالتالي لا يمكن لأحد منهم أن يؤثر على سعر السوق السائد، وسعر الأصل المالي معطى والربح المحقق في الأجل الطويل هو الربح العادي وذلك لأنّ المنافسة تبلغ أقصى درجاتها، وحرية الدخول والخروج من السوق متاحة للجميع.

[1] سيد محمد أحمد السيريتي، **مبادئ الاقتصاد الجزئي**، الدار الجامعية، مصر، 2004 ، ص:326-333.

6-2- سوق الاحتكار التام: هي التي يُوجد فيها بائع واحد لسلعة ما لا يتوافر له بدائل قريبة، كما يوجد فيها موانع قوية تحول دون دخول منافسين جدد، فالمحتكر هو البائع الوحيد الذي يقوم ببيع ورقة معينة، لذلك فإن جميع مبيعاته تعتمد فقط على السعر الذي يحدده هو، أمّا الأسعار التي يحددها الآخرون وتصرفاتهم فانّه لا يأخذها في الاعتبار عند تحديد سعره، وبالتالي فان المتعاملون مجبرون على اعتماد الأسعار دون المفاوضة فيها.

6-3- سوق المنافسة الاحتكارية: هي التي تجمع صفات تنافسية واحتكارية في نفس الوقت، وفي الواقع فإنّ هذا الشكل من الأسواق أكثر واقعية من سوقي المنافسة الكاملة والاحتكار ويتميز بوجود عدد كبير من البائعين أو مالكي الأصول المالية واختلاف هذه الأخيرة، حرية الدخول إلى السوق والخروج منه بالنسبة لأي بائع أو مشتري والقدرة على ترويج الصفقات.

6-4- سوق احتكار القلة: هي مزيج من سوق المنافسة الكاملة والاحتكار، وتتميز بقلة البائعين داخل الصناعة الواحدة، كما أن حجم الصفقة يمثل كمية كبيرة نسبيا، وبالتالي لا يمكن لأي صفقة أن تتجاهل غيرها.

7- من حيث توحيد السعر

تنقسم أسواق العمليات المالية حسب هذا المعيار إلى نوعين هما كما يلي [1]:

7-1- السوق الكاملة: هي السوق التي يُحدد فيها سعر واحد للأصل المالي الواحد، وشروطها تحتاج إلى وُجود عدد كبير من البائعين والمشترين حتى لا يؤثر أحدهم على سعر السوق، سهولة وتوافر الاتصالات بين مختلف الأطراف وتجانس وحدات السلع المعروضة بالسوق، وسهولة نقل السلعة من مكان السعر المنخفض إلى مكان السعر المرتفع فيزداد العرض منها مما يؤدي إلى توحيد السعر.

7-2- السوق غير الكاملة: يُؤكد الواقع العملي أن النمط الشائع لأغلبية الأسواق هي السوق غير الكاملة لعدم توافر الشروط السالفة الذكر.

ومنه نستنتج أنّه على الرغم من وضع وثبات بعض التقسيمات السابقة، إلاّ أنّ هناك في بعض الدول اتجاه نحو توحيد السوق النقدية والسوق المالية في سوق واحدة يصعب الفصل بين شقيها، وتصبح هذه السوق الموحدة تمنح الإصدارات قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل.

[1] محمود أمين زوبل، **بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق – أحوالها ومستقبلها**، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000 ، ص ص: 26-27.

المطلب الثالث: مؤشرات تطور الأسواق المالية

ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ولتحديد مدى تطورها وربطها بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات.

1- حجم السوق

يُعتبر من أهم مؤشرات تطور الأسواق المالية، ويمكن تحديده كما يلي:

1-1- حجم السوق قياسا بمعدل رسملة البورصة "MCR": يُعتبر معدل القيمة السوقية للأسهم المقيدة والذي يُعرف بمعدل رسملة البورصة ومن أهم مؤشرات قياس حجم البورصة، ويحسب كما في المعادلة الموالية رقم 01.

$$\boldsymbol{MCR = CM/PIB \dots\dots (01)}$$

حيث أن:

MCR *: معدل رسملة البورصة.

CM : رسملة البورصة؛ القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في البورصة.

PIB: الناتج المحلي الخام.

ولا يعني حجم البورصة الكبير بالضرورة أنها تعمل بكفاءة، غير أنّ الفرضية المستخدمة حول هذا المؤشر هو أنّ اتساع حجم السوق يرتبط إيجابًا مع قابلية أكبر لتنشيط رأس المال وتنويع المخاطر، ومن أوجه قصور هذا المعيار هو عدم أخذه بعين الاعتبار للأسهم التي يجري تداولها خارج البورصة على الرغم من دورها في الاقتصاد.

1-2- حجم البورصة قياسا بالشركات المدرجة: اتجه عدد الشركات المدرجة خلال عقد التسعينيات من القرن العشرين إلى الارتفاع بشكل عام، حيث تزايد عددها بشكل مطرد في البورصات المحلية نتيجة تحسن البيئة الاستثمارية للدول المستقبلة وارتفاع فرص الربح بها. وعند الاعتماد على هذا المؤشر في تحديد حجم السوق يجب الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات في رؤوس الأموال المطروحة للتداول، ويُعد تقسيم رسملة البورصة على عدد متنوع من الشركات مؤشرًا هامًا لأصحاب المحافظ المالية لما يمنحه لهم من تنويع للمخاطر[1].

2- سيولة البورصة

تسمح بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرص للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة.

---

* MCR: Ratio of Market Capitalization.

[1] سامية زيطارى، **ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة**- حالة أسواق الأوراق المالية العربية- أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع الاقتصاد القياسي، 2004، ص ص: 26-29.

2-1- معدل التداول "VTR" *: يُمثل قيمة الأوراق المالية المتداولة خلال فترة معينة كنسبة من الناتج المحلي الخام، كما أنه يحدد دور البورصة في الاقتصاد ككل، ويمكن الحصول عليه من خلال المعادلة الموالية رقم 02.

$$\mathbf{VTR = VT/PIB} \dots\dots\dots \mathbf{(02)}$$

حيث أن:

VT: قيمة الأوراق المتداولة.

PIB: الناتج المحلي الخام.

يُكمل مؤشر معدل التداول مؤشر حجم البورصة، حيث من الضروري الأخذ بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون تحليل النتائج أكثر دقة، فقد يكون حجم البورصة كبيرًا نتيجة عدد الشركات المدرجة أو بسبب ارتفاع رسملة البورصة وبالتالي نشاطها، غير أن الأخذ بمؤشر التداول قد يُفضي إلى التوصل بأن هذا المؤشر منخفض، مما يعني أن وزن البورصة في الاقتصاد منخفض وقلة نشاطها وهو ما يتناقض مع النتيجة الأولى.

2-2- معدل الدوران "TR" *: يقيس قيمة الأوراق المتداولة نسبة إلى رسملة البورصة حيث يُؤشر المعدل المرتفع على انخفاض تكاليف الصفقات ويكمل بدوره معدل الرسملة، فالبورصة ذات الحجم الكبير والتي تتسم بالركود تدل على أنه بالرغم من ارتفاع الرسملة إلّا أنّ معدل الدوران بها منخفض، كما يكمل معدل التداول نسبة إلى الناتج المحلي الخام، فالبورصة التي يكون حجمها صغير مع سيولة مرتفعة تعبر عن ارتفاع معدل الدوران بها على الرغم من انخفاض معدل التداول.

2-2- درجة التقلب في البورصة "V" *: يُقدم هذا المؤشر درجة تأثر أسعار الأصول المالية بالتغيرات المختلفة، ويُمكن حسابه بطريقتين كما يلي [1]:

2-3-1- الأولى: بقسمة معدل التداول على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية؛

2-3-2- الثانية: بقسمة معدل الدوران على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية.

فالبورصة التي تتمتع بمعدلات مرتفعة من المؤشرين السابقين يكون حجم التداول فيها مرتبط بتقلبات الأسعار.

* VTR: Value Traded Ratio.

* TR: Turnover Ratio.

* V: Volatility.

[1] الوظائفي مازن نجيب محمد، **دور التشريعات في تطوير أسواق الأوراق المالية وتشجيع الاستثمار**، مداخلة مقدمة في مؤتمر الاستثمار في إقليم الشمال في وآفاق تطويره، عمان، الأردن، 4-5 ماي 1998، ص ص: 7-11.

3- تأثير تطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي

يعتمد التحليل الدقيق للأثر المحتمل لتطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي على ما يلي:

3-1- كفاءة تسعير الأصول المالية وتطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي: يتم من خلال تتبع طرق تسعير الأصول والمعايير القانونية والمحاسبية المعتمدة في السوق المالية وهي كما يلي [1]:

3-3-1- كفاءة تسعير الأصول المالية: يتم تحديد هذا المؤشر على نموذج تسعير الأصول، والذي يسمح بتحديد كفاءة السوق من خلال الفرق بين العائد الحقيقي للورقة المالية والعائد على الاستثمار المحسوب وفق نموذج التسعير، ويتجلى أثر هذا المؤشر في تنوع استثمارات المحفظة، توسع الشركات الساعية إلى تلبية احتياجاتها المالية من المصادر الأجنبية والتطور الحاصل في تسيير الأصول المالية.

3-3-2- الهيكل المؤسسي والتنظيمي: يتم التركيز من خلال هذا المؤشر على طرق نشر المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في البورصة، وعلى المعايير المحاسبية المتبعة من طرفها ومدى تطابقها مع المعايير المحاسبية الدولية، وتعد قوانين حماية المستثمر ودرجة العوائق المفروضة على الاستثمار الأجنبي من أوليات هذا المؤشر.

3-2- العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي: تعتبر دراسة هذه العلاقة من أحدث الدراسات وتعتمد على معرفة التأثيرات الموالية [2]:

3-2-1- أثر المعلومات والسيولة على النمو: إنّ البورصات في نظر الدول النامية تقوم بنقل ملكية الأصول المالية من فرد إلى آخر، إلا أن هذه النظرة لا يمكن اعتبارها صحيحة لسببين هما كما يلي:

أ- الأولى: أنّ السوق الأولية أين يتم إصدار خلالها الأوراق المالية الجديدة لا يمكنها الاستمرار ما لم تكن هناك سيولة وهو ما توفره السوق الثانوية.

ب- الثانية: أنّ المعلومات التي توفرها البورصة حول القيمة السوقية للأوراق المالية، والأوضاع المالية للشركات المدرجة في البورصة، وبالتالي فالسوق الثانوي هو مصدر للسيولة والمعلومات التي تؤثر على النمو الاقتصادي.

3-2-2- أثر تنويع المخاطر على النمو: تنويع المخاطر الناتج عن تكامل الأسواق العالمية يشجع على الاستثمار في المشاريع ذات العوائد المرتفعة من خلال إجراء المقارنات مع باقي الأسواق العالمية، وبالمقابل فإن انحصار التعاملات في أنواع محددة من الأوراق المالية يساهم في ارتفاع المخاطر مما يؤدي إلى انخفاض الادخار وتقلص النمو الاقتصادي.

---

[1] محفوظ محمد علي محفوظ خويره، **التخطيط الضريبي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية**، أطروحة دكتوراه، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، كلية الدراسات العليا، 2004، ص ص: 48-50.

[2] حسان خضر، **تحليل الأسواق المالية**، سلسلة دورية تعنى بقضايا الأقطار العربية، إصدارات جسر التنمية، الكويت، العدد السابع والعشرون، مارس، 2004، السنة الثالثة، ص ص: 10-11. متاح على الموقع http://www.arab-api.org/develop_1.htm

3-2-3- أثر مؤشرات تطور البورصات على النمو: قام البنك الدولي في إطار الدراسات التي يُشرف عليها بوضع تشكيلة متجانسة تشمل مختلف مؤشرات تطور البورصة وربطها بمؤشرات تطور البنوك واستخلاص علاقتها بمعدلات النمو في المدى الطويل، وبعد الأخذ بعين الاعتبار تأثير العوامل القانونية والسياسية والاقتصادية تم التوصل إلى إيجابية العلاقة بين سيولة البورصة ومعدلات النمو، تراكم رأس المال، وتحسين الإنتاجية.

ومنه نستنتج أنّ استخدام مؤشرات تطور الأسواق المالية يسمح بإجراء المقارنات بين الدول مما يكفل تحديد موقع كل سوق مالي إقليميًا وعالميًا، ويعد مؤشر حجم السوق وسيولته من أهم هذه المؤشرات للتأثير على تعبئة المدخرات.

وكخلاصة نجد أنّ الأسواق المالية تعمل كغيرها من الأسواق على تلبية حاجة المستثمرين فيها من خلال العمل على انتقال الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز مقابل أوراق مالية معينة، كما أنّه يمكن تصنيف الأسواق المالية من خلال عدد من المعايير أو الخصائص الرئيسية لها، ويمكن قياس تطور الأسواق المالية من خلال عدة مؤشرات وبالتالي فهي تعمل على تنشيط الحياة الاقتصادية.

المبحث الثاني

ملامح أسواق الأوراق المالية – طبيعتها، آلية تنظيمها وأدواتها–

تُشَكل أسواق الأوراق المالية ركنا هاما من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد على النشاط الفردي والحرية الاقتصادية، فهي تسعى إلى تشجيع الادخار وتنميته من خلال إعادة استثماره بشكل مباشر أو غير مباشر لتمويل المؤسسات في مختلف القطاعات مما يساعد على تنمية الاقتصاد الوطني وتطوره، ويتضمن هذا المبحث مايلي:

- طبيعة أسواق الأوراق المالية؛
- الية تنظيم وسير اسواق الاوراق المالية؛
- الادوات المالية المتداولة في اسواق الاوراق المالية.

المطلب الأول: طبيعة أسواق الأوراق المالية

تُشَكل أسواق الأوراق المالية جزء من السوق المالي الموازي للسوق النقدي، كما يدخل في تنشيط هذه الأسواق مجموعة من المتعاملين، كما أن إنشائها يقتضي توفر مجموعة من الشروط حتى تؤدي مهامها.

1- تعريف أسواق الأوراق المالية

يُمْكن التَعَّرف على أسواق الأوراق المالية من خلال ما يلي:

1-1- تُعّرف بأنّها: "عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق، إمّا عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول" [1].

1-2- كما تُعَّرف بأنّها: "الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع، مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي" [2].

من خلال التعريفات السابقة يمكن استنتاج العناصر الأساسية لأسواق الأوراق المالية كما يلي:

---

[1] محمد يوسف ياسين، **البورصة– عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم**– منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2004، ص: 15.

[2] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية**، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 17.

- الأوراق المالية؛ تشمل الأسهم والسندات وتمثل البضاعة أو السلعة التي يتم تداولها في السوق؛
- المتعاملون؛ هم البائعون والمشترون والسماسرة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات التداول؛
- المعلومات؛ تمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء والبيع ومعرفة المستثمرين الحاليين والمرتقبين؛
- القواعد المعتمدة في القوانين والأنظمة؛ تمثل مختلف قواعد وإجراءات القانون الداخلي للسوق.

2- ظهور أسواق الأوراق المالية

تَرجع بدايتها إلى اجتماع الصيارفة والتجار في أثينا وروما في القرن 5 ق م، إلا أن ظهور البورصة بشكلها الحاضر كان كما يلي:

إن كلمة "بورصة" تعود إلى القرن 15م وهي اسم أحد الصيارفة "VAN DER BOURSE" بمدينة "بريج البلجيكية" والذي كان يؤومه التجار من كافة المناطق. وبتطور التعامل أصبح الارتباط في شكل عقود وتعهدات وأتى لفظ "BOURSE"ليعبر عن مكان الاجتماع، وفي القرن 16م أنشأت بورصة في ليون سنة 1554م وفي روان سنة 1556م وفي باريس سنة 1724م أنشأت بقرار من مجلس الملك وفي سنة 1826م اتخذت مركزا لها النهائي الحالي في باريس، وخلال القرن 19م وبتوسع سوق الصكوك المالية وتعدد شركات المساهمة تم إنشاء بورصات عديدة ومتنوعة في مختلف البلدان [1].

3- العوامل التي أدت إلى نشأة أسواق الأوراق المالية

من بين أسباب ظهور بورصة الأوراق المالية العوامل الموالية [2]:

- الانقلاب الصناعي في أوروبا وظهور الحاجة الماسة إلى الكميات الضخمة من المواد الخام للصناعات؛
- زيادة السكان وانتشار المدن إثر الثورة الصناعية احتاج إلى تموينها بالمواد الغذائية، فنشأ فريق من التجار سموا بالمضاربين وفريق آخر من تجار الجملة، ونشأت البورصات لتكون الملتقى والمنظم لتلك المعاملات؛
- اقتراض الحكومات من المواطنين للصرف على الحروب التي أنشأتها من أجل الحصول على المواد الصناعية، والبحث عن أسواق لصرف منتجاتهم، فكانت الحكومات تقدم المستندات لهؤلاء المقرضين؛
- اقتراض الشركات وتقديم المستندات لهؤلاء الدائنين على أساس أنها رهائن يمكن أن تباع في أي وقت، ورغبة الشركات في زيادة رأسمالها؛

[1] محمد يوسف ياسين، **مرجع سابق**، ص ص: 17-20.

[2] البرواري، شعبان محمد إسلام، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي– دراسة تحليلية نقدية–** دار الفكر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2002، ص: 34.

- ضخامة المشروعات بسبب التقدم الصناعي، وضخامة رأسمالها مما استلزم الحاجة لتمويل رأس المال، ولهذا نشأت الشركات المساهمة وجزأت رأسمالها إلى أسهم لمن يريد التمويل والمشاركة في هذه الشركات التي وبسبب ضخامة رأسمالها واستثماراتها تتطلب تجمع عدة مساهمين.

4- دور وأهمية أسواق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي

يُمْكن التطرق لوظيفة وأهمية أسواق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي من خلال ما يلي:

4-1- دور أسواق الأوراق المالية: تمارس البورصة وظيفة هامة في النشاط الاقتصادي فهي تقوم بما يلي [1]:

- تتمثل الوظيفة الأساسية في نقل الأموال من أطراف الفائض المالي إلى التي تعاني من عجزها، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين المتعاملين الاقتصاديين هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات؛

- كما تلعب دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد الوطني، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.

4-2- أهمية أسواق الأوراق المالية: تزداد أهمية الأسواق وتتبلور ضرورتها من خلال ما يلي [2]:

- تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار وتوجيها نحو القطاعات الاقتصادية على أسس تنافسية كفؤة؛

- جذب الاستثمارات الأجنبية التي تساهم في تسريع عملية التنمية الاقتصادية وتقليص الاعتماد على الاقتراض الخارجي؛

- الإسهام في تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المالية المتاحة وبالتالي التقليل من تكاليف ومخاطر التمويل؛

- المساهمة في رفع مستوى الوعي الادخاري والاستثماري للأفراد والمؤسسات وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد الكلي؛

- تسريع وتسهيل عملية التخصيص وتوسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد؛

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لتمويل مشروعات التنمية، والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي؛

- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة؛

[1] محمد مطر، فايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص: 73.

[2] عبد الغفار حنفي، رسمية زكي، **أسواق المال وتمويل المشروعات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 15.

- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة؛

- المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية والذي يؤدي إلى تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى الوطني.

5- خصائص وسمات أسواق الأوراق المالية الجيدة

ينبغي أن تتوافر بعض الخصائص والسمات في أسواق الأوراق المالية الجيدة منها ما يلي [1]:

- توفر المعلومات والبيانات؛ حيث يكون باستطاعة المتعاملين الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة للبيع والشراء في وقته وبدقة تامة؛

- توفر السيولة؛ للقدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وبسهولة، وبسعر محدد ومعروف؛

- العمق؛ بوجود عدد كبير من البائعين والمشترين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري؛

- إنخفاض تكلفة التعاملات؛ حيث كلما كانت منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة، وتسمى الكفاءة الداخلية؛

- سرعة تعديل الأسعار بسرعة في السوق وفقاً للمعلومات الجديدة الخارجية فيما يتعلق بالعرض والطلب.

6- الشروط النظرية لإنشاء أسواق الأوراق المالية الفعالة

إقامة أسواق فعالة للأوراق المالية يتطلب مجموعة من الشروط والمقومات والتي من أهمها ما يلي [2]:

6-1- توفير مناخ استثماري ملائم: يقصد به مجموعة الظروف والسياسات التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته، حيث يتضمن مناخ الاستثمار كل السياسات والمؤشرات والأدوات التي تؤثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على القرارات الاستثمارية بما في ذلك السياسات الاقتصادية الكلية، بالإضافة إلى الأنظمة الاقتصادية والبيئية والقانونية التي تؤثر على توجهات القرارات الاستثمارية في أي اقتصاد.

6-2- المتطلبات الأساسية على المستوى الكلي لإنشاء أسواق الأوراق المالية: من أهم المتطلبات الضرورية والأساسية لإنشاء أسواق الأوراق المالية ما يلي: مستويات النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته، تحديد محددات ومعدلات الادخار، مستوى الدخل وتحديد معدل توزيعه، وسعر الفائدة والعناصر المحددة له.

---

[1] رسمية زكي، **أسواق المال– الأسواق، رأس المال، المؤسسات–** الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 17.

[2] راشد فؤاد، أسامة عزمي سلامة، **الاستثمار بالأوراق المالية– تحليل وإدارة–** ميسرة للنشر، عمان، الأردن، 2004، الطبعة الأولى، ص ص: 25- 28.

6-3- المتطلبات النظرية المتعلقة بالجانب القانوني لإنشاء أسواق الأوراق المالية: من بين القوانين والإجراءات التشريعية المرتبطة بأسواق الأوراق المالية ما يلي: قانون الشركات وقانون الخوصصة، قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادر بمقتضاها، قانون الأنظمة الضريبية، والتشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي [1].

ومنه نستنتج أنّ أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها، كما أنها تستمد أهميتها من الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، كما أنها تخضع لجملة من القواعد والشروط المناسبة لنشاطها بفعالية.

المطلب الثاني: آلية تنظيم وسير أسواق الأوراق المالية

لتنظيم وإدارة أسواق الأوراق المالية لابد من توفر قواعد وإجراءات التعامل، التي يخضع لها مختلف الهيئات الإدارية وكذا مختلف الوسطاء الماليون حيث نجد كل من الأوامر وكذا نظام التسعير.

1- الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية والمتعاملون فيها

تتكون أسواق الأوراق المالية من مجموعة من الهيئات المنظمة لها بالإضافة إلى مجموع من المتعاملين

1-1- الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية: يقوم بإدارة وتنظيم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية هيئات تمثل النظام الداخلي لسوق الأوراق المالية، وتسهر على سير عمليات التداول بتطبيق مختلف الإجراءات والقواعد القانونية وهي كما يلي [2]:

1-1-1- الجمعية العامة: تتكون من الأعضاء المنضمين وتختص بالتصديق على الميزانية وحساب الإيرادات والنفقات، لها الحق في تعديل اللائحة الداخلية التي توضح نظام العمل الداخلي، وإصدار القرارات يكون بأغلبية الأصوات.

1-1-2- لجنة البورصة: يختار أعضاؤها من السماسرة ومن قبل الدولة، تعمل على تحسين سير العمل بإصدار نشرة الأسعار يوميا وفي جلسات البورصة، وفي حالة حدوث قصور أو خطأ تكون هناك عقوبة الوقف أو الشطب من اللجنة أو بغرامة مالية.

1-1-3- هيئة التحكيم: تتشكل من رئيس لجنة البورصة وأربعة أعضاء تختارهم اللجنة، تقوم بالفصل في جميع المنازعات وتكون قراراتها غير قابلة للاستئناف.

---

[1] أحمد البيطار، **المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الشفافية**، صندوق النقد العربي، 2002 ص ص: 03-06.

[2] شمعون شمعون، **البورصة، بورصة الجزائر**، الأطلس للنشر، الجزائر،1999، ص ص: 38-40.

1-1-4- مجلس التأديب: يختص بالنظر فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين البورصة وكذا المسائل التي تمس حسن سير العمل والنظام، أما العقوبات التأديبية فقد تكون: الإنذار، الغرامة، الوقف أو الشطب.

1-1-5- مندوب الحكومة: مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح يحضر كل مجالس البورصة وإلا كانت قراراتها باطلة، له الحق في الاعتراض على جميع القرارات المخالفة للقوانين والصالح العام.

1-2- المتعاملون في أسواق الأوراق المالية: إنّ وُجود عدد كبير من المتعاملين في البوصة شرط ضروري لنشاطها وتطورها وهم كما يلي [1]:

1-2-1- طالبو رؤوس الأموال: الذّين لهم العجز في الأموال اللازمة لتنفيذ مشاريعهم واستثماراتهم أو توسيعها ومواجهة نفقاتهم المتزايدة، ويمكن حصرهم في: الدولة وإداراتها، القطاع الخاص، البنوك ...

1-2-2- عارضو رؤوس الأموال: الذّين يمتلكون فوائض مدخرة أو مكتنزة، يتدخلون في البورصة قصد الاستفادة من الأرباح التي تعود عليهم من خلال استثمارها، ويمكن حصرهم في: العائلات، الشركات...

1-2-3- سماسرة الأوراق المالية: يقومون بدور الوسيط في نقل أو تحويل الأموال قصيرة وطويلة الأجل من أصحاب العرض إلى أصحاب الطلب، وإتمام عقد بيع وشراء الأوراق المالية مقابل عمولة غالبا ما تكون نسبة معينة، ويمكن حصرهم في بنوك الادخار، شركات التأمين، وكلاء ومكاتب الاستشارات المالية....

2- سير أسواق الأوراق المالية

يتم تنظيم وتسيير نشاط أسواق الأوراق المالية اعتمادا على ما يلي:

2-1- عمليات البورصة: تتمثل في عمليات البيع والشراء التي تتم إما بطريقة مباشرة بين الطرفين أو بطريقة غير مباشرة بواسطة الوسطاء. وتنقسم إلى ما يلي [2]:

2-1-1- العمليات العاجلة: تتم فورا بدفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة حالا، مع بيان نوع وصفة الورقة المالية، وكمية الأوراق المالية المعروضة والمطلوبة مع تحديد سعرها.

2-1-2- العمليات الآجلة: تتميز بأنّ دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يكون عند عقد الصفقة بل بعد فترة تعين مسبقا تسمى موعد التصفية، ومن أهمّها: العمليات الباتة أو القطعية عند التسوية، العمليات الآجلة بشرط التعويض في حالة الامتناع عن إتمام الصفقة، العمليات الآجلة بشرط الزيادة، العمليات الآجلة بشرط الانتقاء بين الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى عند التصفية.

[1] راشد فؤاد أسامة، عزمي سلامة، **مرجع سابق**، ص ص 16-18.

[2] محمد يوسف ياسين، **مرجع سابق**، ص 98.

2-1-3- العمليات المركبة: يقوم بها المضاربين وذلك بالقيام بعمليتين باتجاه معاكس ومنها ما يلي: شراء عاجل مقابل بيع بشرط التعويض، شراء بات مقابل بيع بشرط التعويض، شراء بشرط التعويض مقابل بيع بات، وشراء بشرط التعويض مقابل بيع بشرط التعويض.

2-2- أوامر البورصة: هي تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض الشراء أو البيع ومنها ما يلي [1]:

2-2-1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: تُصدر للوسيط لتنفيذ العملية بأفضل سعر متاح له في السوق ويسمى بالأمر السوقي، أو حسب سعر محدد يبينه المستثمر ويسمى بالأمر المحدد ومنها: الأوامر بالسعر أحسن سواء في الشراء أو البيع، الأوامر بالسعر محدد وتتحدد ما بين السعر الأعلى والسعر الأدنى.

2-2-2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: تُصدر ليتم تنفيذها في فترت زمنية محددة من قبل المستثمر، تكون غالبا أوامر محددة ليوم وتنفذ العملية خلال يوم واحد أو محددة بأسبوع أو بشهر، وفي بعض الأحيان تكون الأوامر مفتوحة إذ يجوز التصرف بالأوراق من قبل الوسيط في أي وقت ممكن.

2-2-3- الأوامر المرتبطة بشرط: يطلب صاحب الأمر من وسيطه أن يشتري أوراقا مالية معينة، بشرط أن يتنازل له عن أوراق مالية أخرى يحددها له مسبقا والعكس صحيح في عملية التنازل، كما يمكن أن تكون الأوامر مشروطة بمبلغ، أي أن الصفقة تتم على أساس مبلغ محدد عند الشراء أو البيع.

2-2-4- أوامر الإيقاف: تُلزم الوسيط تنفيذ أو عدم تنفيذ عمليات البيع والشراء عند وصول السعر إلى مستوى معين، للحفاظ على أرباح تم تحقيقها أو تجنب خسائر إضافية يمكن حدوثها.

2-2-5- الأوامر الفورية: هي الأوامر التي يجب أن تنفذ فورا بمجرد استلامه وبالسعر الأفضل الجاري حينئذ وإلّا أُعتبر لاغيا كله، وذلك للاستفادة قدر الإمكان من الفرصة المتاحة والتي تجاوزها يُكلّف.

2-2-6- أوامر حرية التصرف: من خلالها يتصرف الوسيط حسب مقتضى الحال وكما يراه مناسبا ضمن أوضاع السوق الحالية والمستقبلية، وتكون له حرية مطلقة في تحديد السعر المناسب وتنفيذه في الوقت المناسب.

2-3- نظام التسعير في أسواق الأوراق المالية: يتوقف التسعير في البورصة على آلية العرض والطلب التي يخضع لها جميع المتعاملين، وهناك عدة عوامل تؤثر في تكوينه أهمها ما يلي [2]:

2-3-1- العوامل المتحكمة في تكوين السعر: هناك عدة عوامل تؤثر في تكوين السعر في البورصة من اهمها:

- عوامل خاصة بكل سند على حدا ومنها(العائد، نوع العملة التي تدفع بها قيمته...)؛
- عوامل عامة تتعلق بمجموع الأوراق المالية، منها الاقتصادية كالتضخم، ومنها السياسية كالتأميم.

وهناك تدابير خاصة يلجأ إليها للحيلة دون إحداث تأثير كبير على الأسعار ومنها ما يلي:

[1] شمعون شمعون،، **مرجع سابق**، ص ص: 65-69.

[2] الحناوي محمد، العبد جلال، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص ص: 141.

- رقابة جمعية الوسطاء على مختلف الوسطاء الرافضين للسعر، وإغلاق البورصة لتجنب النتائج الخطيرة؛
- شراء الأوراق المالية أو بيعها من قبل الصناديق العامة أو البنك المركزي للتأثير على سعر الأوراق المالية بسعر العملة في أن واحد.

2-3-2- طرق تحديد السعر: يمكن تحديد سعر الأوراق المالية من خلال إحدى الطرق كما يلي [1]:

أ- طريقة المناداة: وذلك باجتماع الوسطاء في المقصورة وينادون بأعلى أصواتهم عن ماهية العروض والطلبات حتى يتم التوازن، ونظرا للضجيج والفوضى يلجا الوسطاء إلى استعمال إشارة اليد أفقيا في حالة الشراء وعموديا في حالة البيع.

ب- طريقة المعارضة: حيث تدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، وبذلك يعرف مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية وحدود الأسعار وبذلك يتحدد سعر التوازن من طرف شخصين أحدهما المسعر موظف البورصة والأخر خبير مندوب الوسطاء.

ج- طريقة الصندوق: يلجأ إليها عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة وخاصة عندما لا يستطيع تحديد السعر بطريقة المعارضة، حيث يقوم الوسطاء بوضع عروض طلباتهم في صندوق خاص وتقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات.

2-3-3- التسعيرة الرسمية: هي الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في كل جلسة، غايتها إعلان سعر التداول الفعلي للأوراق المالية، وتحتوي على المعلومات التالية [2]:

- اسم الورقة المالية، السعر السابق، السعر في جلسة اليوم؛
- عدد الأوراق المالية وقيمة القرض المقبول في التسعيرة، عدد الأوراق المالية وقيمة القرض الموضوع في التداول؛
- بالنسبة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت تذكر الفائدة، مقدار الضريبة، وموعد استحقاق الفوائد؛
- أسهم الشركات الوطنية، وموعد السحب في حالة وجوده.

ومنه نستنتج أنّه للمحافظة على قيمة وأهمية بورصة الأوراق المالية في الحياة الاقتصادية لابد من اعتماد آلية لتنظيمها وتسييرها بشكل يضمن التوازن في الأسعار، والمساواة في فرص تحقيق الأرباح والخسائر.

[1] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية**، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص ص: 53-55.

[2] شمعون، شمعون، **مرجع سابق**، ص ص: 46-47.

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تُعْتبر الأوراق المالية أدوات تمويل وأصول مالية من وجهة نظر المستثمرين، وهي صكوك تمثل حق ملكية سهم أو حق دين سند تعطى لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد.

1- الأسهم

تُشَّكل الأسهم أحد أصناف السلع الرئيسية والأدوات المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية.

1-1- تعريف الأسهم: هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية وفقا للقانون التجاري، وتمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموما، وتمثل حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية [1].

1-2- خصائص الأسهم: تتمتع الأسهم بمجموعة من الخصائص التي تميزها وهي كما يلي [2]:

- القابلية للتداول بالطرق التجارية وفقا للقانون التجاري دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها؛

- الأسهم متساوية القيمة الصادرة عن نفس الشركة، إلا إذا كانت هناك أسهم ممتازة تختلف قيمتها عن قيمة الأسهم العادية؛

- محدودية مسؤولية المساهم في الشركة على خلاف الشريك في شركات الأشخاص الذي لا تكون له أية مسؤولية.

1-3- قيم الأسهم: تتمتع الأسهم بعدة قيم اقتصادية تختلف باختلاف الزاوية التي ينظر منها إليها وهي كما يلي [3]:

1-3-1- القيمة الاسمية للأسهم :هي قيمة الأسهم عند إصدارها أول مرة وهي أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة الأسهم الواجبة في ملكية المؤسسة، ويمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء منها أو كاملة وربما أكثر، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للأسهم.

---

[1] مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، **الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية**، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، 1993 ، الطبعة الأولى، ص: 169.

[2] هوشيار معروف كاكامولا، **الاستثمار والأسواق المالية**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص: 92.

[3] محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، **الاستثمار في الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص ص: 191-192.

1-3-2- القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية: تُعادل قيمة الأسهم عند التصفية، وتُحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية، كما في المعادلة الموالية رقم 03.

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} + \frac{\text{رأس المال + الإحتياطات + أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم}} \quad \ldots\ldots\ldots (03)$$

1-3-3- القيمة السوقية: هي سعر الأسهم خلال التداول في الأسواق الثانوية الذي يخضع لظروف العرض والطلب، ويتأثر بظروف البيئة الاقتصادية، السياسية والاجتماعية المحيطة، وواقع الشركة المعنية، وفي السوق لا تمثل كلا من القيمة الاسمية والدفترية التقييم الحقيقي، لأنّ القيمة الحقيقية للسهم العادي تتوقف على العائد المتوقع.

1-3-4- القيمة التصفوية: هي القيمة التي يتوقع حامل الأسهم الحصول عليها في حالة تصفية أصول الشركة وإنهاء أعمالها بالكامل.

1-4- أنواع الأسهم: يمكن التمييز بين عدة أنواع للأسهم حسب عدة معايير كما يلي:

1-4-1- حسب الشكل الذي تظهر به: يمكن أن تصنف حسب هذا المعيار كما يلي:

أ- أسهم اسمية: تحمل اسم صاحبها وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على: الاسم، اللقب، الصناعة، الوطن، الجنسية، نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، نوع الشركة وعنوانها، رأسمالها ومركزها، بيان المدفوع من قيمة الأسهم، عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها.

ب- أسهم لحاملها: يَكون عندما يُصدر بشهادة لا تحمل اسم مالكها، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوقها للحائز عليها.

ج- أسهم لأمر: للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداولها ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير [1].

1-4-2- حسب الحصة التي يدفعها المساهم :يتم تقسيم الأسهم حسب هذا المعيار إلى ما يلي:

أ- أسهم عينية: تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، ولا يجوز للشركة تسليمها إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداولها إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

ب- أسهم مختلطة: هي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

[1] زياد رمضان، مروان شموط، **مرجع سابق**، ص: 98.

ج- **أسهم نقدية:** هي التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية عند صدور العقد التأسيسي للشركة [1].

1-4-3- حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: تقسم حسب هذا المعيار كما يلي:

أ- **الأسهم العادية:** هي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، وأصحابها لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية.

ب- **الأسهم الممتازة:** هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنه يختلف عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة وهي كما يلي:

- إنّ حملتها يستلمون عائدًا ثابتاً لا يتغير، فهو يشبه السند وأحيانا تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الأرباح بالإضافة إلى مشاركتهم في حصص الأرباح الموزعة، كما أنّ العائد لا يتغير والسعر مستقر نسبيا؛
- حملتها عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم؛
- حملتها لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة وعلى قيمتها عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.

ج- **أسهم التمتع** :تمنحها الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة الشركة تعويضا للمساهمين القدامى، ويُشترط أن يكون مصرحا بذلك في القانون الأساسي للشركة وتُمنح لكي لا تنقطع صلة المساهم الذي استهلكت أسهمه بالشركة، وتخول لصاحبها حقوق في التصويت والأرباح [2].

1-5- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم: بالإضافة للأنواع السابقة تم استحداث أنواع جديدة منها ما يلي:

1-5-1- الأسهم العادية: من بين الأنواع المستحدثة في الأسهم العادية ما يلي:

1-5-2- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: في الحالة العادية فان الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي حققتها المؤسسة ككل، أما هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين.

1-5-3- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة: حسب التشريع الضريبي فإنه يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

---

[1] عبد الغفار حنفي، **البورصات- أسهم، سندات، صناديق الاستثمار-** المكتب العربي الحديث، القاهرة، مصر، 1995، ص: 126.

[2] منير هندي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأسمال والأوراق الحاضرة والمستقبلية- سلسلة الأوراق المالية-** الاقتصادية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 1994، ص ص: 123-125.

1-5-4- الأسهم العادية المضمونة: ظهرت لأول مرة في أمريكا سنة 1984م وتعطي الحق لصاحبها بطلب تعويض من المؤسسة، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين أو خلال فترة محدودة عقب الإصدار، حيث يتم تعويض حامل هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.

1-5-5- الأسهم الممتازة: من بين الأنواع المستحدثة في الأسهم الممتازة ما يلي [1]:

أ- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ظهرت في سنة 1982م في أمريكا ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزانة، ويجري تعديل على نصيبها من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناء على التغيير الذي يطرأ على عائد سندات الخزانة، وحدد مجال تغير نسبة التوزيعات بين 7.5 % إلى 15.5 % من القيمة الاسمية لها.

ب- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: ظهرت لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة حيث عند انخفاض قيمتها السوقية تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة، لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية.

2- السندات

تُعْتبر السندات أحد السلع الرئيسية والأدوات المالية طويلة الأجل المتداولة في بورصة الأوراق المالية.

2-1- تعريف السندات: هي تمثل دينا على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، وعندما يشتري مستثمر سندا فهو بذلك يكون قد وافق على اقتراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق [2].

وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي كما يلي:

- القيمة الاسمية؛ وهي القيمة التي يتم بها الإصدار لأول مرة؛
- معدل الكوبون؛ والذي على أساسه يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند؛
- أجل الاستحقاق؛ هو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة؛
- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة؛
- السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية؛
- الاهتلاك على غرار الفوائد التي يدفعها المصدر، فإنه يتحمل تسديد قيمة السند حسب جدول اهتلاك القرض السندي حيث تحدد تعاقديا عند الإصدار [3].

---

[1] منير إبراهيم هندي، **صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1994، ص ص: 11-12.

[2] J. Peyrard, **La bourse**, Imprimerie hérissey a ayreux, 1993, 3éme édition, P: 27.

[3] سعيد توفيق عبيد، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مكتبة عين شمس، مصر، 1998 ، ص: 51.

2-2- خصائص السندات: بالمقارنة مع الأسهم يمكن تلخيص خصائص السندات كما يلي [1]:

- تُعْتبر أداة دين يرتب لحاملها على الشركة المصدرة حق دائنيه ويكون لحاملها حق أولوية ملكيتها عن حامل الأسهم العادية في استيفاء حقوقه من الشركة؛

- تُمثل أداة استثمار ثابتة الدخل لأن حاملها يتقاضى فائدة سنوية، بينما يتغير الدخل السنوي لحاملها تبعا لتغير الأرباح وتغير نسبة توزيعها؛

- محدودية الأجل واستحقاقها بأجل محدد على عكس الأسهم الذي لا يحدد بأجل، ويعتبر أجلها عنصر مهم في تحديد معدل كوبون السعر السوقي؛

- قابليتها للتداول مثل الأسهم من حيث الأحكام المطبقة في التداول، وبالتالي توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

2-3- قيم السندات: تتميز السندات بوجود قيمتين وهما كما يلي:

2-3-1- القيمة الاسمية: هي قيمة الإصدار الأول، وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق أو السداد.

2-3-2- القيمة الجارية: هي قيمة التداول في الأسواق المالية وتسمى أيضا بالقيمة السوقية.

2-4- أنواع السندات: تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها وفق عدة معايير كما يلي:

2-4-1- حسب الجهة المصدرة: حسب هذا المعيار يمكن أن تصنف السندات إلى ما يلي:

أ- سندات عامة: وهي الصادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، شركات القطاع العام أو القطاع الخاص والخواص وهذا بهدف تحقيق ما يلي:

- تغطية العجز في الميزانية العامة، والإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها؛

- تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد لضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد؛

- التحكم في الأزمات الاقتصادية، وخاصة في فترة التضخم، حيث تلجأ الدولة إلى إصدار سندات حكومية للتقليل من حجم السيولة المتداولة، وفي حالة الكساد تقوم بشراء السندات والزيادة في السيولة العامة.

ب- سندات خاصة: هي التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد، ومن أهم مميزاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضا للمخاطرة من حامل السندات الحكومية على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين [2].

[1] زياد رمضان، مروان شموط، **مرجع سابق**، ص ص: 106-107.

[2] M. Donis, **Valeurs mobiliers et gestion de portefeuille**, Québec, SMG, 1993, P: 61.

2-4-2- حسب طريقة السداد: يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد وهي كما يلي:

أ- سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حامليها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.

ب- سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها :وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحابها.

2-4-3- حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها: ويمكن أن نميز نوعان وهي كما يلي [1]:

أ- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهي التي يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.

ب- سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

2-4-4- حسب معدل العائد: يمكن أن نميز نوعان من السندات وهي كما يلي [2]:

أ- سندات ذات المعدل الثابت: هذا النوع من يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، ويزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لأنه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

ب- سندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

2-4-5- حسب ما تحققه الشركة: يمكـــن أن نميز نوعان من السندات وهي كمـــا يلي [3]:

أ- سندات عادية: هي التي لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.

ب- سندات الدخل: هذا النوع يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.

2-4-6- حسب الضمانات المقدمة: هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات وهي كما يلي:

أ- سندات مضمونة: من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها أو بعضها، وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم.

---

[1] عبده محمد مصطفى محمد، **تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة**، الدار الجامعية، مصر، ص ص: 15-17.

[2] محمد يوسف ياسين، **مرجع سابق**، ص: 46.

[3] سعيد توفيق عبيد، **مرجع سابق**، ص: 53.

ب- سندات غير مضمونة: يتميز هذا النوع من السندات في أن الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملتها هذا يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة لعدم وجود الضمانات التي تقدمها الشركات [1].

2-5- اهتلاك السندات: بما أن السندات يمثل أصل قرض طويل الأجل، فإن على الجهة المصدرة له أن تسدده حين استحقاق أجله، أو قبل ذلك باهتلاكها بعدة طرق ينص عليها نظام إصدار السندات، وإن غاب نص صريح في هذا الشأن فإن اختيار الطريقة يرجع إلى الجهة المصدرة عادة، وفيما يلي هذه الطرق [2]:

2-5-1- السداد الجزئي للسندات: تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل أجال استحقاق القرض المجزأ، أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها وبناء على نص قانوني خاص بهذه العملية في نظام الإصدار.

2-5-2- تكوين احتياطي استهلاك السندات: قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي خاص باهتلاك السندات، وفي هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية وقانونية، ويشكل هذا الاحتياط بعدة طرق كأن يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد، تخصيص مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة، وتخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

2-5-3- السداد التدريجي: تُصدر بعض الشركات نوعا من السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسل، أي أنّ السندات المصدرة لا تُستحق السداد دفعة واحدة، بل تُسدد في تواريخ استحقاق متوالية، وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة ،حيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها، ويُؤدى سداد السنوات تدريجيا وبطريقة منظمة معروفة لجميع الأطراف.

2-6- التوجهات الجديدة للسندات: تم استحداث أنواع جديدة للسندات منها ما يلي:

2-6-1- سندات لا تحمل معدل كبون: وهي التي تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن تسترد القيمة الاسمية عند الاستحقاق، ويمكن بيعها بالسعر السوقي إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

2-6-2- سندات ذات معدل فائدة متحركة: أُستحدثت في الثمانينات لمواجهة التضخم الذي عمل على تخفيض القيمة السوقية، حيث يحدد سعر فائدة مبدئي ويعدل كل 6 أشهر ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة.

2-6-3- سندات ذات الدخل: هي التي لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق ربحاً، إلاّ إذا نص على غير ذلك في العقد ويحصل على الفوائد من أرباح سنة لاحقة.

---

[1] محمد عثمان إسماعيل حميد، **أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال**، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص: 139.

[2] مروان عطون، **الأسواق النقدية والمالية-البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال – أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الجزء الأول، 1993 ، ص ص: 76-77.

2-6-4- سندات رديئة (متواضعة الجودة): وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جزء من أسهمها المتداولة في السوق، ويترتب عن ذلك زيادة الأموال المقترضة عن الأموال المملوكة الأمر الذي يجعل الاستثمار أكثر خطورة وتعويضها برفع معدل الفائدة [1].

2-6-5- سندات المشاركة: تعطي للمستثمر الحق في أرباح الشركة إلى جانب الفوائد الدورية.

2-7- الفرق بين الأسهم والسندات: من خصائص الأسهم والسندات يمكن رصد فوارق بينهما يمكن تلخيصها في الجدول الموالي رقم 01.

جدول رقم (01) : مقارنة بين الأسهم والسندات.

الأسهم	السندات
- جزء من رأس المال الشركة. - حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته. - ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة. - حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة. - حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو لنقصان. - عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة. - القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري. - عائد الأسهم يعتبر توزيعا للأرباح يخضع للضريبة. - للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة. - يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار	- دين على الشركة - حامل السند دائن بقيمة السند. - عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة. - حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى. - حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل. - حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية. - القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند. - الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة. - حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو الحضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات. - يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.

المصدر: ضياء مجيد الموسوي، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات، image، 1988، ص ص: 44-45.

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، السيدة عبد الفتاح، **الأسواق المالية- أسواق رأسمال، البورصات، البنوك،شركات الاستثمار**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص ص: 43- 44.

3- المشتقات والأوراق المهجنة

تُعْتبر من الأدوات المالية تجمع بين صفات وخصائص الأسهم والسندات.

3-1- المشتقات المالية: يمكن التطرق لمشتقات الأوراق المالية في الأسهم أو السندات من خلال ما يلي:

3-1-1- تعريف المشتقات: تُعّرف على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبليات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.

3-1-2- أنواع المشتقات المالية: تتعدد أنواعها حسب نوع العقود المتداولة في السوق وهي كما يلي [1]:

أ- عقود الاختيار: تعتبر من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الاختيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت في السنوات الأخيرة بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

أ-1- تعريف عقود الاختيار: تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد بسعر متفق عليه مقدما، ويضمن عقد الاختيار لحامله حقا وليس التزاما، وعند حلول موعد التنفيذ فإن اختيار حامل عقد الاختيار قد لا ينفذ ومفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح مُلزما.

أ-2- أنواع عقود الاختيار: تتمثل أنواع عقود الاختيار في ما يلي:

- **خيار النداء:** يكون لصاحبه الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد فإن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد السابق الاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فانه يكون لصاحبه الحق في شراء الأصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه.
- **خيار الطرح:** يعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحبه عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى. تسمى عملية إنشاء الخيار بعملية الفتح، وتسمى عملية إنهاء الخيار بعملية الإقفال، وهنا يمكن للفرد أن يقوم بإنهاء الخيار، وإقفال العملية بأحد الطرق الثلاثة الآتية:

- **الطريقة الأولى:** بيع الخيار إلى شخص آخر عن طريق دخول السوق بعملية عكسية؛

- **الطريقة الثانية:** ترك الخيار إلى أن ينتهي تلقائيا إذا ما فقد قيمته، كأن يكون سعر السهم في السوق أقل من السعر المتفق عليه في خيار النداء، أو يكون سعر السهم في السوق أعلى من السعر المتفق عليه في خيار الطرح؛

[1] منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، منشأة المعرف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 605.

- **الطريقة الثالثة:** أن يستفيد صاحب الحق من الخيار في ميعاد استحقاقه، ويحصل الطرف الملتزم الذي كتب الخيار على علاوة الخيار بمجرد توقيع الالتزام، وذلك بغض النظر عما قد يحدث في المستقبل [1].

ب- العقود المستقبلية: يمكن التطرق لمفهوم العقود المستقبلية ومختلف أنواعها من خلال ما يلي:

ب-1- تعريف العقود المستقبلية: هي عقود تلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام الورقة المالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، و يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول تتمتع بسيولة عالية يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال [2].

ب-2- أنواع العقود المستقبلية: من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

- **عقود مستقبلية على أسعار الفائدة:** هي التي تتم بين مشتري وبائع العقد، أغلبها يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.
- **عقود مستقبلية تنصب على مؤشرات السوق:** عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.
- **عقود مستقبلية على السلع:** هي بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدارا محددا من ورقة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد [3].

ب-3- الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة: هناك فروق جوهرية بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة، يمكن حصرها فيما يلي:

- **مخاطرة عدم القدرة على الوفاء:** حيث أن العقود الآجلة لا توفر عنصر الحماية لطرفي التعاقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، على عكس العقود المستقبلية والتي توفر الحماية لطرفي التعاقد نتيجة لتداولها في السوق المنظمة وما تفرضه هذه السوق على المتعاملين بإلزام تطبيق الإجراءات والقواعد القانونية.
- **مخاطرة عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد المستقبلي:** حيث يمكن لأي طرف فيه التخلص من التزاماته بموجب الاتصال بسمسار وإبداء الرغبة في إقفال مركزه والأمر يختلف تماما مع العقد الآجل، فالانسحاب

---

[1] محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص ص: 332-333.

[2] أحمد صالح عطية، **مشاكل المراجعة في أسواق المال**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 234.

[3] نور الدين بومدين، مداني احمد، **دور رأس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة**، الملتقى الدولي الخامس حول: رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المحور السابع، ص ص: 4-5.

من التعاقد يتطلب إعادة التفاوض مع الطرف الآخر أو التفاوض مع طرف ثالث بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزا عكسيا من طرف الراغب في الانسحاب ويطلق عليه مخاطر تسويق العقد.

- **تكلفة المعاملات:** تتمثل في أي تكاليف نقدية مصاحبة للعقد كعمولة السمسرة والضرائب، والتي تكون أقل عندما يكون العقد في سوق منظم، بالإضافة إلى تكاليف الكوارث الطبيعية والأزمات الاقتصادية والسياسية.
- **التسوية اليومية للعقد:** في العقود المستقبلية يتم تسوية مراكز الأطراف يوميا على أساس سعر التسوية، أما في حالة العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد [1].

3-2- الأوراق المهجنة: يمكن دراسة الأوراق المهجنة باعتبارها أوراق مالية جديدة من خلال ما يلي:

3-2-1- تعريف الأوراق المهجنة: هي أوراق مالية جديدة لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية(السندات) وأدوات حقوق الملكية (الأسهم)، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما ولا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما .

3-2-2- أنواع الأوراق المهجنة: يمكن التمييز بين عدة أنواع للأوراق المهجنة ومنها ما يلي:

أ- الأسهم الممتازة: مستند ملكية له قيمة اسمية، دفترية، وسوقية مثل السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، ليس له نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية. كما تتميز هذه الأسهم بأنها دائمة ما دامت المؤسسة قائمة ومستمرة ،فهي ليس لها تاريخ استحقاق محدد.

ب- شهادات الاستثمار: تُمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدرة وتعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية، وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص وتحصل على أموال خاصة دون فقدانها للمراقبة.

ج- الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي: تَشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي [2].

ومنه نستنتج بأن الأوراق المالية سواء كانت أسهم، سندات أو مشتقات مالية وأوراق مهجنة تعتبر السلعة الرئيسية المتداولة، وتعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من العائد أو امتلاك أصل معين.

وكخلاصة نجد أنّ سوق الأوراق المالية من أكثر أسواق المال نشاطا وأهمية باعتبارها سوق منظمة تتركز في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين، ويكون ذلك بإتباع أوامر معينة وفي حدود الأسعار الجاري اعتمادها، وذلك مهما كانت طبيعة أوراق المالية سهما أو سندا أو مشتقات مالية وأوراق مهجنة بين الأسهم والسندات، وبذلك تكون سوق الأوراق المالية المرآة التي تعكس الوجه الاقتصادي لمختلف الدول.

---

[1] أحمد صالح عطية، **مرجع سابق**، ص: 240.

[2] عطية احمد محمد صلاح، **الأدوات المالية المشتقة-تحد جديد للمراجعين**- مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، السنة العشرون، المجلد العشرون، العدد الأول، يناير، 1998، ص ص: 93- 132.

المبحث الثالث

أسواق الأوراق المالية: كفاءتها، مؤشراتها وطرق تحليلها

باعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار لتحقيق الأرباح، فإن ذلك يقتضي توفر قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة حتى تتصف السوق بالكفاءة، لأن الأسعار تتأثر بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق والشركة المصدرة، كما يعتمد المستثمرون على المؤشرات التي ترسم اتجاه الأسعار بالإضافة إلى طرق التحليل المناسبة، ويستعرض هذا المبحث مايلي:

- كفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- مؤشرات اسواق الاوراق المالية؛
- طرق التحليل في اسواق الاوراق المالية.

المطلب الأول: كفاءة أسواق الأوراق المالية

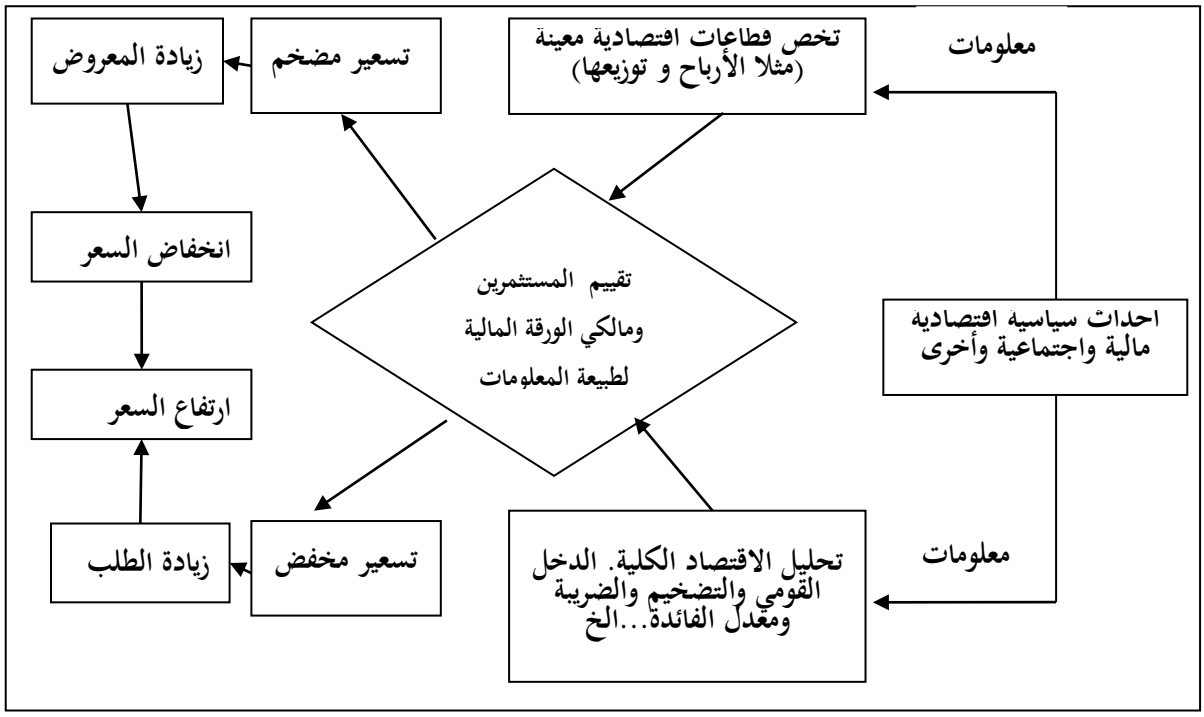
إنَّ كفاءة أسواق الأوراق المالية تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرين في المعلومات المتاحة والمنشورة، وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة.

1- علاقة المعلومات بمفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية

تُمثل المعلومات المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية لتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية، باعتبارها بيانات تنظم في شكل نظام معلومات له معنى وقيمة لمختلف المتعاملين في صياغة القرارات الاستثمارية، وتنعكس أهمية المعلومات في ثقة المتعاملين بكفاءة سوق الأوراق المالية حيث تتحدد درجة هذه الثقة بنوعية وكمية المعلومات الموجهة للمتعاملين بتكلفة أرخص ومنفعة معتبرة، بشرط أن تعكس مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف السوق والوضع الاقتصادي العام، كما أنّ ترويج معلومات عن مناخ البورصة وظروفها يجنب المتعاملين في السوق التسعير الخاطئ للورقة المالية مع إيضاح مستقبل أداء الاستثمارات [1].ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي رقم 02.

[1] محمد الفيومي، **نظام المعلومات المحاسبية في المنشآت المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،1990، ص: 63.

شكل رقم (02): المعلومات وآلية تسعير الورقة المالية.



المصدر: راشد فؤاد، أسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية –تحليل وإدارة– ميسرة للنشر، عمان، الأردن،2004 ، الطبعة الأولى، ص: 133.

يتضح من الشكل أنّ دراية المستثمر وحملة الأوراق بظروف السوق والبيئة المحيطة يتوقف على طبيعة المعلومات التي يستقبلها والتي تخص قطاعات اقتصادية معينة لها علاقة بالسوق، أو تخص مؤشرات اقتصادية عامة تُؤثر في تسعير مضخم يؤدي الى زيادة العرض وانخفاض الأسعار، أو تسعير مخفض يؤدي الى زيادة الطلب وارتفاع الأسعار.

2- تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية

تَعدَّدت التعريفات التي وضعها الباحثون عن أسواق الأوراق المالية الكفؤة ومنها ما يلي:

2-1- تُعَّرف بأنَها: "الأسواق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماما لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها" [1].

2-2- كما تُعّرف بأنّها: "الأسواق التي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وفي ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة

[1] حسان حضر، **تحليل الأسواق المالية**، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، مارس 2004، ص ص: 8-9.

تعكس تمامًا قيمته الحقيقية التي يتولَّد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار فـي ذلك السهم مـن مخاطـر" [1].

ومنه نستنتج أنّه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنّها تلك الأسواق التي تحقق التخصيص الأمثل للموارد المالية، التقييم الدقيق للمبادلات بين المتعاملين، وتقديم خدمات بأقل تكلفة.

3- خصائص أسواق الأوراق المالية الكفؤة

تتميز أسواق الأوراق المالية الكفؤة بالخصائص الموالية [2]:

- عدم وجود قيود على التعامل؛ كتكاليف المعاملات أو ضرائب الأمر الذي يوفر المنافسة الكاملة في السوق وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية متمثلة في الشركات القابضة؛
- كفاءة التشغيل؛ فلابد أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير؛
- كفاءة الأسعار؛ أي أن سعر الورقة المالية بناء على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعات؛
- الأمن؛ أي أن تتوفر الحماية ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، كما أن له الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم بسهولة ودون شروط؛
- العقلانية واتصاف المستثمرين بالرشد؛ حيث يجب أن يكون المتعاملون في السوق يهدفون إلى تحقيق الربح؛
- وُجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على الأسعار، وأن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.

4- متطلبات كفاءة الأسواق الأوراق المالية

لكي تتحقق كفاءة أسواق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصتين أساسيتين وهما كما يلي:

4-1- 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 للجميع في الحصول عليها وعلى نفس مستوى الأرباح، إلاّ أنّه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات وكيفية الحصول عليها قبل أن تصبح معروفة للجميع.

4-2- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية): ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة تحقيق مدى أو هامش

[1] الرزين، عبد الله بن محمد، **الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة**، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس، اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، عمان، الأردن، 2005، ص: 13.

[2] بتال أحمد حسين، **محاضرات في الأسواق المالية**، نسخة الكترونية، كلية المعارف الجامعية، 2004، ص: 11.

ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق، على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية [1].

5- أنواع الكفاءة في أسواق الأوراق المالية

يُوجد نوعين من الكفاءة في أسواق الأوراق المالية وهما كما يلي [2]:

5-1- الكفاءة الكاملة: يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن الأسعار وبالتالي تغييرها الفوري، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف، وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط الموالية:

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛
- حرية المعاملات من أي قيود على دخول أو خروج المتعاملين، وعلى البيع والشراء لأي كمية من الأوراق وللشركة التي يرغب فيها؛
- تواجد عدد كبير من المستثمرين حيث لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية؛
- رشادة المستثمرون وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

5-2- الكفاءة الاقتصادية: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب نتيجة الفارق في السعر بين القيمة الحقيقية والسوقية، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي غالبية المتعاملين إلى تعظيم ثرواتهم.

6- المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية

تُعتَبر الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقاً، وقد قسمت الكفاءة إلى ثلاثة مستويات هي كما يلي [3]:

6-1- المستوى الضعيف: يعني هذا المستوى أنّ أسعار الأسهم تسير بصورة عشوائية وبلا وجود علاقة بين بعضها البعض، وهذا يعني أنّ حركة أسعار الأسهم في الماضي لا تشكل مرشداً لحركة الأسعار في المستقبل، وفي

[1] عبد الغفار حنفي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص ص: 191-192.

[2] عبد الغفار حنفيي، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص ص: 75-76.

[3] محمد السقا، **دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي وفي الخصخصة**، محاضرات قدمت في برنامج– تحليل سوق الأوراق المالية– المعهد العربي للتخطيط بالكويت، 2000، ص ص: 75-76.

هذه الحالة فإن المستثمرين لا يستطيعون الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية.

6-2- المستوى شبه القوي: أي أنّ أسعار الأسهم تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وأنّ المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع، والسبب الأساسي في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو أن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد أثرت بالفعل في الأسعار.

6-3- المستوى القوي: أي أنّ أسعار الأسهم ينعكس فيها المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة المعلنة وغير المعلنة، أي أن المتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة لأنّ هذه المعلومات ستنعكس على أسعار الأسهم المتداولة.

7- الخصائص التنظيمية والإدارية لأسواق الأوراق المالية الكفؤة

من أهم الخصائص التنظيمية والإدارية الواجب توافرها للوصول إلى مستوى الكفاءة المعقول ما يلي [1]:

- وُجود هيئة عامة لأعضاء الأسواق المالية تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول؛
- وُجود لجنة إدارية تضع أنظمة الأسواق المالية وتُشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها وتراقب عمليات التداول؛
- وُجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة الأسواق المالية لاستمرارية أو إيقاف هذا الإدراج؛
- وُجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض، ووجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ أوامر وتحديد أسعار الصفقات بسرعة؛
- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول، وسرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق؛
- أن يخضع التداول الذي يقوم به الأشخاص في السوق للأنظمة والقوانين، ومراقبة الشركات للتأكد من عدم استغلال المعلومات المتاحة لهم وفق وظائفهم ولتحقيق الأرباح.

ومنه نستنتج أنّ أسواق الأوراق المالية الكفؤة أداة هامة تساعد في زيادة وعي المستثمرين بواقع مختلف أسعار الأوراق المالية، وذلك من خلال نظام معلوماتي مدروس في مختلف أنواع الكفاءة ومستوياتها، كما أنه يسير وفق مجموعة من الشروط التنظيمية والإدارية.

[1] حسين بني هاني، **الأسواق المالية**، دار الكندي للنشر، عمان، الأردن، 2002، الطبعة الأولى، ص ص: 34-35.

المطلب الثاني: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تُعتَبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليلها والتنبؤ بحركة تطورها مستقبلا، حيث تعطي فكرة سريعة عن مستوى الأسعار في السوق بشكل مستمر، والحكم على أداء المديرين وأداة تقدير مخاطر المحفظة المالية.

1- تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

هناك عدة تعاريف لمؤشرات أسواق الأوراق المالية يمكن ذكر منها ما يلي:

1-1- تُعَّرف بأَنها: "قيم رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوينها وتحديد قيمتها في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية ، ويمثل مقياسا شاملا لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات الأسعار، ويمثل مستوى مرجعي للمستثمر عن السوق وعن الأوراق المالية" [1].

1-2- كَما تُعَّرف بأَنها: "مؤشرات تقيس مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينية من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينية بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه" .

ومنه نستنتج أنّ مؤشر سوق الأوراق المالية عبارة عن تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في السوق المنظمة وغير المنظمة، من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاع سوقي بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة.

2- أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية

يمكن تلخيص أهمية مؤشرات أسواق الأوراق المالية وعلاقتها بالحالة الاقتصادية كما يلي:

- تكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، إذا كان النشاط الاقتصادي قائم على نشاط الشركات المتعاملة في الأسواق وكانت الأسواق على مستوى من الكفاءة؛
- يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغير بفترة زمنية؛
- اِرتباط نوع الأسواق وعمليات المضاربة بمؤشر الأسعار صعودا ونزولا، حيث تعتبر الأسواق صعودية عندما يزيد معدل العائد الذي تحققه وفقا للمؤشر على العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر والعكس في الحالة النزولية.

[1] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 251.

3- استخدام المؤشرات في أسواق الأوراق المالية

نظرا لاختلاف المؤشرات بين الأسواق فانه يؤدي إلى اختلاف استخدام مؤشراتها ومنها ما يلي [1]:

- مُتابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية، حيث يعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق وبالتالي يمكن للمستثمر أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي؛

- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة، كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق؛

- الحكم على أداء المديرين حيث أن المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاما عليه أن يحقق عائدا جيدا الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، مع الأخذ في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيه؛

- التنبؤ بالحالة الاقتصادية من خلال الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات كالتحليل الأساسي.

4- أنواع مؤشرات أسواق الأوراق المالية

هناك مؤشران رئيسيان يتفرع عنهما أنواع أخرى وهما كما يلي:

4-1- المؤشرات البسيطة (غير المرجحة): هي عبارة عن نسبة مئوية يتم استخراجها عن طريق تقسيم المتغيرات(س1، س2)،* كما هي دون أي ترجيح، ويكون الناتج الرقم القياسي البسيط ويسمى منسوب السعر، وإذا كان المرغوب فيه نسبة مئوية يضرب الناتج في 100% كما هو موضح في المعادلة الموالية رقم 04.

$$\text{المؤشر البسيط} \dots\dots\dots (04) = \left(س2/س1\right) \times 100\%$$

وتنقسم المؤشرات البسيطة إلى ما يلي:

4-1-1- مؤشر الكمية البسيط: عبارة عن مؤشر يقيس كمية تغير الأوراق المالية مع الزمن، وهي نسبة مئوية يتم الحصول عليها بقسمة المتغيرات (ك1،ك2)* في 100% كما تبينه المعادلة الموالية رقم 05.

---

[1] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **مرجع سابق**، ص: 252.

* س1: سعر الورقة المالية في فترة سابقة تسمى فترة الأساس، وس2: سعر الورقة المالية في الفترة الحالية وتسمى فترة المقارنة.

* ك1: كمية الأوراق المالية في فترة الأساس، ك2: كمية الأوراق المالية في فترة المقارنة.

$$\text{مؤشر الكمية البسيط} = \left(\text{ك2}/\text{ك1}\right) \times 100\% \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (05)$$

4-1-2- مؤشر السعر البسيط: وهو عبارة عن نسبة أسعار الأسهم في فترة المقارنة (س2) على أسعار الأسهم في فترة الأساس (س1) في 100%، وينقسم بدوره إلى المؤشرات الموالية:

أ- مؤشر الأسعار التجميعي البسيط: يعبر عن نسبة مجموع أسعار عدة أسهم في فترة المقارنة إلى مجموع أسعار نفس الأسهم في فترة الأساس ويجب أن تكون الأسعار بنفس وحدات العملة كما هو موضح في المعادلة الموالية رقم 06.

$$\text{مؤشر الأسعار التجميعي البسيط} = \left(\text{مج س2}/\text{مج س 1}\right) \times 100\% \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (06)$$

حيث أن:

مج س2: أسعار مجموع الأسهم في فترة المقارنة.

مج س1: أسعار مجموع الأسهم في فترة الأساس.

ب- المؤشر النسبي البسيط للأسعار: وهو متوسط منسوب السعر لعدد من الأسهم، وذلك باستخراج منسوب السعر لكل سهم ثم استخراج المتوسط الحسابي لها، وهو نفسه المتوسط التجميعي البسيط للأسهم مقسوما على عدد الأسهم كما هو موضح في المعدلة الموالية رقم 07.

$$\text{المؤشر النسبي البسيط للأسعار} = \left(1/\text{ن}\right) \times \left(\text{مج س2}/\text{ مج س1}\right) \times 100\% \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (07)$$

حيث أن:

ن: عدد منسوبات السعر.

4-2- المؤشرات المرجحة: وهي المؤشرات التي تكون مرجحة أو موزونة بمقدار معين وقد يكون هذا المقدار هو إما عدد الأسهم وعندها يكون مرجح بالكمية، وإما أسعار الأسهم وعندها يكون مرجحا بالقيمة [1].

5- المتغيرات الأساسية لمؤشرات أسواق الأوراق المالية

على الرغم من الاختلاف في حساب وبناء المؤشرات إلا أنها تقوم على المتغيرات الموالية [2]:

5-1- حجم العينة وملائمتها: تُعَّرف العينة بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر ويجب أن تستوفي ما يلي:

5-1-1- الحجم: حيث أنّه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق.

[1] زياد رمضان، مروان شموط، **مرجع سابق**، ص ص: 164-168.

[2] أحمد سعد عبد اللطيف، **بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص ص: 230- 234.

5-1-2- الاتساع: يقصد به مدى تغطية العينة المختارة لمختلف قطاعات السوق.

5-1-3- المصدر: هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، وينبغي أن يكون السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية.

5-2- الأوزان النسبية لمفردات العينية: تمثل القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر، ويمكن تحديدها كما يلي:

5-2-1- الوزن على أساس السعر: وهي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر.

5-2-2- الوزن على أساس الأوزان المتساوية: يتم ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر ويتم حساب هذا العامل على أساس سعر السهم الذي يعادل مقلوب سعر السهم. ويمكن توضيح ذلك من خلال المعادلة الموالية رقم 08.

(08) ..... الوزن النسبي المتساوي للأسهم = سعر السهم × معامل الترجيح

5-2-3- الوزن على أساس القيمة: وذلك بإعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذه الطريقة تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.

6- بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية

تختلف مؤشرات أسواق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى وذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة

6-1- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية: من أكثر المؤشرات نشاطا واستعمالا نجد المؤشرات الموالية [1]:

6-1-1- مؤشر دواجونز الصناعي "DJIA" *: يعكس حركات أسعار أكبر الشركات المقيدة في بورصة نيويورك، تسمى أسهمها ذات الشريحة الزرقاء، يتم حسابه كل نصف ساعة بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار ويتم تعديله بالأخذ في الحسبان عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر، وتضم المجموعة المعتمدة في حسابه 65 ورقة مالية الممثلة لـ 65 شركة وهي: 30 شركة صناعية، 20 شركة نقل، 15 شركة من شركات المرافق العامة والخدمات، ويتم حسابه على أساس سعر الأقفال للأوراق المالية المكونة للعينة المعتمدة في حساب المؤشر ويتم الإعلان عنه بواسطة مجموعة من النقاط تتغير طبقا لحالة سوق الأوراق المالية.

[1] محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد، **مرجع سابق**، ص ص: 253-256.

* DJIA : Dow Jones Industrial Average

6-1-2- مؤشر ستاندر آندبور: بدأ تكوينه في 1957/03/04، ويعتمد أسلوب بنائه على أساس القيمة، ويعتبر الأكثر شهرة واستخداما وأصبح الآن يعرف باسم "S&P 500" *، لأنه يتكون من 500 سهم وهي: 425 سهم من الشركات الصناعية، 25 سهم من منشآت المنافع العامة، 50 سهم من شركة الخدمات العامة من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك. ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال المعادلة الموالية رقم 09.

$$\text{مؤشر ستاندر آندبور } \mathbf{500} = \frac{\text{السوقية القيمة للأسهم في الفترة}}{\text{القيمة السوقية للأسهم في فترة الأساس}} \quad \textbf{(09)} \ldots\ldots\ldots$$

هناك ارتباط بين مؤشر ستاندر أندبور 500 وبين أسواق المال العالمية من خلال تدفق الحر لرؤوس الأموال عبر الدول قد زاد في السنوات الأخيرة كنتيجة للاندماج العالمي لأسواق الأوراق المالية مما يؤدي بمعاملات الارتباط إلى الارتفاع كلما زاد التكامل.

6-2- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان: هناك مؤشران يكثر استخدامهما في البورصات اليابانية ولهما شهرة عالمية وهما كما يلي [1]:

6-2-1- مؤشر نيكاي " Nikkei": تم إنشاءه عام 1950م ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة، وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار الـ 225 مؤسسة لعينته والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة، بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها المؤشر، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة. ويمكن حسابه كما هو موضح في المعادلة الموالية رقم 10.

مؤشر نيكاي 225 = مجموع أسهم الشركات الـ 225/الرقم الخاص الذي يتغير بتغير هوية الشركة (10) ....

6-2-2- مؤشر توبيكس: لقد تم إنشاؤه بتاريخ 1968/01/04 وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي أعتبر سنة الأساس، وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي.

6-3- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا: تشتهر البورصة الفرنسية بالمؤشرات الموالية:

6-3-1- مؤشر كاك لكافة الأسهم "CAC": يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل، وهو مؤشر أكثر تمثيل يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة وذلك بتاريخ 1981/12/31.

* S & P : 500standard and poor's 500.

[1] محمد أمين زوبل، يونس البطريق، **بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص:123.

6-3-2- مؤشر كاك 40 " CAC40 ": يتم حسابه انطلاقا من عينة تتكون من 40 شركة فرنسية مقيدة في سوق التسديد الشهري، وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة للقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 1987/12/31 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة بـ 1000 وفق الصيغة الموالية: cac نقطة، وتتم عملية حساب المؤشر كاك 40 كما هو موضح في المعادلة الموالية رقم 11 [1].

$$\text{المؤشر كاك } \mathbf{40} = \left(\text{القيمة السوقية الحالية}/\text{القيمة السوقية القاعدية المعدل}\right) \times \mathbf{1000} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (\mathbf{11})$$

6-4- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا: من بين المؤشرات الأكثر استخداما وشهرة في البورصات البريطانية وهما كما يلي:

6-4-1- مؤشر فاينانشال تايمز 100 "FT – SE 100" *: يعد أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا، ويتكون من 100 سهم التي تمثل 100 شركة قائدة ومتداولة ببورصة لندن، ويعتمد حسابه على المتوسط الحسابي المرجح ويتم تعديله عند الضرورة لاستيعاب التغيرات التي تؤثر على قيمة المؤشر والتي لارتجع إلى حركة التعامل العادية بالسوق، ويتم حساب قيمته كل دقيقة من خلال نظام إلكتروني معين يطلق عليه EPIS *، ويتم نشره على شاشات عرض ملحقة بحاسبات آلية تسمى TOPIC *، ويتم عرض قيمة المؤشر في نفس الوقت بالمقصورة ويتم توزيع ونشر قيمته من خلال الإذاعة ودور النشر.

6-4-2- مؤشر فاينانشل لكثافة الأسهم "FT – ALL – Share": يضم مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها يختص بصناعة أو قطاع معين، والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس نوعية يمكن استخدامها كمؤشرات عامة للمحافظ الاستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع نوعي معين، كذلك يمكن استخدامه في حساب معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل بيتا Beta وهناك العديد من صناديق الاستثمار الإنجليزية التي تكون محافظ استثماراتها بالاعتماد على مكونات أسهـــم هذا المؤشر مضروبا في 2 اثنان.

6-4-3- مؤشر الفاينانشال تايمز الـ 30 " FT 30 CHares index ": يعتبر من أقدم مؤشرات أسواق الأوراق المالية البريطانية وأكثرها حسابا منذ عام 1935 ويضم 30 سهما لأكبر الشركات الصناعية ببريطانيا، وما تجدر الإشارة إليه هو أنه يمثل 35% من المؤشر من جملة قيمة الأسهم المتداولة ببورصة لندن مما يعكس تحركات

[1] براق محمد، **بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية**، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر ، 1999 ، ص: 179.

* FT– SE 100: Financial Times Stock Exchange 100.

* EPIS: Electronic price information computer.

* TOPIC: Teletext out put of price information by computer

السوق بالكامل، ولقد كان الغرض الرئيسي من حساب هذا المؤشر المتوسط الهندسي، ولا يتم ترجيح أسهم المؤشر حتى يتم إعطاء كافة أسهم المؤشر أوزانا متساوية أي أنه يهمل حجم الشركات المصدرة لأسهم المؤشر [1].

ومنه نستنتج أنّ مؤشرات أسواق الأوراق المالية تلعب دورا هاما في إعطاء نظرة شاملة عن نشاطها وتطورها، وهناك العديد من المؤشرات البسيطة والمرجحة التي تختلف من دولة إلى أخرى منها ما هو مرجح بالأسعار، الأوزان المتساوية، أو بالقيمة.

المطلب الثالث: طرق التحليل في أسواق الأوراق المالية

تتأثر قرارات المستثمر في الأوراق المالية بالإقبال أو بالإحجام بالمعلومات المتاحة حول نتائج تحليل الأوراق المالية المتداولة، ويعتبر كل من التحليل الأساسي والتحليل الفني أساس القرارات الاستثمارية في السوق.

1- التحليل الأساسي

ينطلق من كون أنّ الأسهم ذات القيمة الحقيقية تدور حولها الأسعار في البورصة ارتفاعًا أو انخفاضًا.

1-1- تحليل الظروف الاقتصادية: على المحلل الأساسي أن يأخذ بعين الاعتبار في تحليله عددًا من المتغيرات الاقتصادية والتي منها ما يلي:

1-1-1- الدورات الاقتصادية: تُؤثر على البورصة بشكل كبير ففي فترة الانتعاش الاقتصادي تشهد دفاتر أوامر السماسرة حجمًا كبيرًا من طلبات الشراء والبيع، وهذا ينعكس بالإيجاب على أرقام أعمال الشركات ونتائجها المالية، وتعتبر فترة نهاية الركود الاقتصادي هي أفضل الفترات للمستثمر، فإذا قام بتوقع هذه الفترة بشكل جيد فإنه يدرك بأنه في المدى المتوسط سينتعش اقتصاد الوطن ويُقبل على الشراء على أمل الاستفادة من فارق السعر.

1-1-2- التضخم والانكماش: تُؤدي هذه الظاهرة إلى قيام الحكومات بإتباع سياسات نقدية من شأنها أن تؤثر على مسار التعاملات في البورصة، كما أن فقدان العملة لقيمتها في فترات التضخم يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية للمستهلك، ويترتب عن ظاهرة التضخم ارتفاع أرقام أعمال الشركات نتيجة ارتفاع أسعار المبيعات مما يسبب ارتفاعًا في أسعار البورصة، أمّا في حالة الانكماش والذي يمثل انخفاضًا عامًا للأسعار فهو حالة عكسية للتضخم يكون انعكاسها على تطور الأسعار في البورصة بشكل عكسي.

1-1-3- معدلات الفائدة: لها أهمية قصوى في تقييم الأوراق المالية حيث يقوم المستثمر في سبيل تحقيق توافق بين الربحية والمخاطرة، بمقارنة علاوة المخاطرة الموجودة ثم إجراء المراجحة بين الأوراق المالية حسب مستوى علاوة

[1] بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،2006، ص: 121-122.

المخاطرة، ويؤدي ارتفاع معدلات الفائدة لعوائد أفضل بالنسبة للسندات لانخفاض مستوى علاوة المخاطرة لديها، ما ينجم عنه تحول المستثمرين من شراء الأسهم إلى السندات.

1-1-4- معدلات الصرف: اتجهت العديد من الدول إلى نظام تعويم عملتها منذ انهيار اتفاقية بريتون وودز سنة 1971 فأصبح تقلب معدلات الصرف يخضع لقوانين العرض والطلب، وأصبحت الدول تعتمد على عدد من الأدوات لتعديل معدلات صرف عملاتها ومن بينها تغيير معدلات الفائدة.

1-2- التحليل القطاعي: يسمح بتقييم الورقة المالية بحسب القطاع الاقتصادي المنتمية إليه وذلك كما يلي:

1-2-1- منتجات الشركة: إنّ اختيار قيمة مالية على حساب أخرى يعتمد عادة على دراسة منتجات الشركة، فعلى المستثمر أن يتجه إلى النشاط الاقتصادي الذي يمتلك فيه دراية كافية، بالنسبة للمستثمر الصغير يعتبر القطاع المصرفي أهم مجال يمكن الاستثمار فيه، أما إذا كان المستثمر ذو خبرة كافية فإن قطاع التكنولوجيات الجديدة أفضل مجال للاستثمار والذي يحمل الكثير من التعقيدات.

1-2-2- حجم الشركة: تختلف استراتيجيات البورصة بحسب حجم الشركة والمكانة التي تحتلها في السوق، فإذا كانت هناك رغبة في تقليل المخاطر يكون من الأفضل الاستثمار في الشركات الكبرى، أما إذا كان للمستثمر توجهات مضاربية فيمكنه الاهتمام بالشركات المتوسطة بمراهنته على احتمال نمو سريع أو اندماج مع شركة كبرى.

1-2-3- المواد الأولية: يُؤدي تقلب أسعارها إلى التأثير على أسعار الشركة المعنية كقطاع المحروقات والصناعات الورقية، أما في القطاعات الأخرى فإن أسعارها تؤثر على المنتجات النهائية بشكل ضئيل وغير مباشر، وبالتالي فعلى المحلل أن يتتبع دورة الإنتاج فضلا عن أسعار المواد الأولية المستخدمة في الإنتاج لتقييم جيد للشركة [1].

1-2-4- العملات القابلة للتحويل: يُؤثر تغير معدلات صرف العملات القابلة للتحويل على نتائج الشركات، وإذا كانت الشركة تقوم بجميع صفقاتها من بيع أو شراء بعملة واحدة فإن تطور أسعار عملة التبادل يكون ذو أثر ضئيل على الحسابات، فمن المهم إذًا الاطلاع على الأسواق وعلى طرق تسوية التعاملات مع الجهات الأجنبية.

1-2-5- نشاط الشركة: من الضروري إدراك تنظيم نشاط الشركة فالعديد من شركات الأعمال التي كان لديها توجهًا نحو تنويع أنشطتها، تحولت إلى التركيز على النشاط الأصلي الذي عرفت به في البداية، ومن الضروري وضع ميزانية تشمل جميع أنشطتها للوصول إلى صورة واضحة حول نشاطها الحقيقي، وفي حالة تنوع أنشطة الشركة فإن عملية التقييم تصبح أكثر تعقيدًا كون كل نشاط يمكن تحليله بطريقة مختلفة بحسب القطاع الذي تنتمي إليه [2].

---

[1] محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، **الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص ص: 125-127.

[2] **نفس المرجع**، ص: 128.

2- التحليل المالي

يندرج التحليل المالي ضمن التحليل الأساسي ويهتم بأوضاع الشركة المالية من الداخل من خلال ما يلي:

2-1- محددات المركز المالي: يكتسب المركز المالي أهمية بالغة في علاقات المؤسسة مع غيرها، كما يعمل على إيضاح الرؤية أمام المستثمرين من خلال إمكانية التنبؤ بمستويات الأسعار، وتتمثل محدداته في ما يلي:

2-2-1- الربح الصافي للأسهم: كلما ارتفعت هذه النسبة ترتفع قيمة الأسهم وكذا النسبة التي يتم توزيعها على المساهمين، وتكمن صعوبته في تحديد الأسهم المشكلِة لرأس مال الشركة وذلك لاختلاف عدد الأسهم المقيدة في السجلات التي لا تتضمن شهادات الاستثمار والأسهم الممتازة، ولا يمكن الاعتماد عليه في المقارنة بين الشركات لاختلاف عدد الأسهم من شركة لأخرى، ويتم حسابه كما هو موضح في المعادلة الموالية رقم 12.

(12) ..... الربح الصافي للسهم = صافي الأرباح المحققة/عدد الأسهم المشكلة لرأس المال

2-2-2- معدل السعر إلى الربحية: يستخدم في تقييم الأسهم ويتم استعماله على نطاق واسع مقارنة بمعدل الربح الصافي للأسهم كونه يستخدم في مقارنة أسهم مختلفة وبالتالي معرفة ما إذا كانت مقيمة أكثر أو أقل من القيمة الحقيقية، وصيغته موضحة في المعادلة الموالية رقم 13.

(13) ..... معدل السعر إلى الربحية (Per Ratio) = سعر السهم/الربح الصافي للسهم

كما يُستخدم كذلك في مقارنة قيم الشركة المالية مع باقي قيم الشركات التي تنتمي إلى نفس القطاع، بحساب معدل الربحية المتوسط للقطاع ومقارنته بالمعدل النسبي للشركة والذي يحسب وفق المعادلة الموالية رقم 14.

(14) ..... معدل الربحية النسبي = معدل ربحية الشركة/معدل ربحية القطاع

2-1-3- العائد: يقيس المداخيل التي تنجم عن امتلاك السهم مقارنة بتكلفة اقتنائه، وهناك عدة صيغ لحسابه منها ما هو موضح في المعادلتين الموليتين رقم 15-16 [1].

(15) ..... العائد الإجمالي = (التوزيعات الصافية – الحقوق الجبائية)/سعر السهم

(16) ..... العائد الصافي = التوزيعات الصافية/سعر السهم

يُقيم العائد الصافي تقلبات أسعار الأسهم مثل معدل التسعير في لحظة زمنية معينة، وتعتبر التوزيعات هي الدخل الوحيد دون احتساب فائض القيمة المترتب عن احتمال التخلي عن السهم.

2-2- تقييم أسهم الشركة: هناك عدة طرق لتقييم أسهم الشركات يمكن تقسيمها إلى فئتين كما يلي:

[1] الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي – الإدارة المالية: دروس وتطبيقات–** وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006، الطبعة الأولى، ص ص: 433- 439.

2-2-1- التقييم على أساس الميزانية: تهدف إلى تقييم الشركة على أساس العناصر المكونة للميزانية، من خلال جعل أصولها وخصومها أقرب إلى الواقع، فيحسب صافي الأصل المحاسبي ويتم تعديله بعد تعديل الأصول والخصوم، غير أن الصورة التي تقدمها هذه الطريقة هي تقييم لتصفية الشركات أكثر منه تقييم لأسهم الشركات المتعاملة في السوق المالية، كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار العوائد المستقبلية للشركة.

2-2-2- التقييم على أساس العائدات المستقبلية: وتعتمد على التوقعات المستقبلية بشأن تطور عائدات أسهم الشركة وهو المبدأ الذي تقوم عليه البورصة، أما جوهر هذه الطريقة فيتمثل في أن السعر الحالي للسهم ما هو إلاّ القيمة الحالية للمداخيل المستقبلية للسهم، ووفقا لهذا النموذج فإن القيمة الحقيقية للسهم ينبغي أن تساوي القيمة الحالية لمجموع التدفقات المستقبلية متمثلة في التوزيعات التي يتوقع المستثمر الحصول عليها من ملكيته لهذا السهم [1] ويتم التعبير عن ذلك بالمعادلة الموالية رقم 17.

$$\mathbf{P_0 = \sum_{t-n}^{\alpha} \frac{D_t}{(1+K)^t} \dots\dots\dots (17)}$$

حيث أن:

P_0: القيمة الحالية للسهم؛

D_t: قيمة التوزيعات المتوقعة من السنة الأولى(1) إلى السنة n(α)؛

K: معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر.

ويُمكن لنموذج التوزيعات الموضح في المعادلة، أن يأخذ عدة أشكال حسب معدل نمو التوزيعات كما يلي:

أ- **النمو الصفري:** يحصل فيه المستثمر على عائد دوري ثابت كما هو موضح في المعادلة الموالية رقم 18.

(18) .... قيمة السهم = التوزيع المحتمل/العائد المطلوب

ب- النمو غير الثابت: حيث يكون المعدل في البداية منخفض بسبب إعادة استثمار الأرباح، ثم يتزايد إلى غاية مرحلة النضوج ثم يبدأ في الانخفاض إلى أن يستقر، وتكون قيمة السهم كما توضحه المعادلة رقم 19.

(19) .... السهم قيمة= معين نمو بمعدل الأولى المرحلة في للتوزيعات الحالية القيمة +

آخر نمو بمعدل ثانية مرحلة في للتوزيعات الحالية القيمة

[1] زياد رمضان، مروان شموط، **مرجع سابق**، ص ص: 239-245.

ج- النمو الثابتة: يعتبر نموذج "غوردون وشابيرو" صورة مثلى له، ويفترض هذا النموذج وجود توزيعات دائمة من طرف الشركة وبالتالي فلا أثر لفوائض القيمة في هذا النموذج.[1] كما هو موضح في المعادلة الموالية رقم 20.

$$\mathbf{P_0 = D/(k_C - g) \dots\dots (20)}$$

حيث أن:

P_0: قيمة النظرية للسهم؛

D: التوزيعات المتوقعة للفترة الأولى؛

K_c: معدل الربحية المرتقب من طرف المساهم؛

g: معدل نمو التوزيعات.

2-3- تقييم السندات: يسمح للمستثمر باتخاذ القرارات حول السندات المطروحة للتداول وتكوين المحفظة المالية، وتكمن محددات تقييم السندات في ما يلي:

2-3-1- حساب الفائدة: الفائدة هي تعويض يمنح من ٱلمقترض إلى المقرض مقابل تقديم هذا الأخير لرأس مال لمدة زمنية محددة بين الطرفين، وتنقسم الفائدة إلى فائدة بسيطة وأخرى مركبة كما يلي:

أ- **الفائدة البسيطة:** صيغتها موضحة في المعادلة الموالية رقم 21.

$$\mathbf{i = (c \times t \times n)/100 \dots\dots (21)}$$

حيث أن:

i: الفائدة المدفوعة؛

c: رأس المال الموظف(المقترض)؛

t: معدل الفائدة السنوي؛

n: مدة التوظيف(مدة القرض).

ب- القيمة الحالية: تمثل رأس المال الابتدائي إضافة إلى الفوائد المترتبة عليه خلال فترة زمنية من توظيف رأس المال، وصيغتها موضحة في المعادلة الموالية رقم 22.

$$\mathbf{C_n = C\left[1 + \left(\frac{t \times n}{100}\right)\right] \dots\dots (22)}$$

حيث أن:

C: رأس المال؛

t: معدل الفائدة السنوي؛

n: عدد السنوات.

[1] علاء الدين أحمد جبر، **بورصة الأوراق المالية**، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 2007، ص: 39.

ج- الفائدة المركبة: يكون رأس المال موظفًا حسب الفائدة المركبة إذا أضيفت الفائدة المحققة كل فترة إلى الرأس المال الابتدائي الموظف، أو ما يعرف برسملة الفائدة، [1] والصيغة العامة لها مفسرة في المعادلة الموالية رقم 23.

$$C_n = C_0 \times (1 + i)^n \dots\dots (23)$$

حيث أن:

C_n: القيمة الحالية للتوظيف خلال n من السنوات؛

C_0: رأس المال الابتدائي؛

n: عدد سنوات التوظيف؛

i: معدل الفائدة للفترة.

2-3-2- الدفعات: هي متتالية تتم خلال فترات زمنية منتظمة وتستخدم عادة في تشكيل رأس المال أو في تسديد الديون، وتستخدم التسديدات الثابتة لتبسيط الحساب وصيغتها ملفوظة في المعادلة الموالية رقم 24.

$$Van = a \times [(1 + i)^n - 1]/i \dots\dots (24)$$

حيث أن:

Van: القيمة الحالية؛

a: مبلغ التسديدات؛

n: عدد التسديدات؛

i : معدل الفائدة.

2-3-3- نموذج تقييم السندات: تتوقف قيمة السندات على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، ويؤثر معدل الفائدة عند إصدار السند على قيمته فإذا كان هذا المعدل أقل من معدل الفائدة السائد، فإن السند يباع بأقل من قيمته الاسمية والعكس صحيح. كما يؤثر التضخم بشكل كبير على السندات مقارنة بالأسهم، فالعائد الثابت الذي تدره السندات على صاحبها يجعلها أكثر تأثرًا بتغيرات معدلات التضخم، حيث من شأن ارتفاع هذه المعدلات أن يؤدي إلى ارتفاع في معدلات الفائدة، مما يؤثر على قيمة السندات ودرجة إقبال المستثمرين عليها [2].

[1] حسان خضر، **تحليل الأسواق المالية**، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، الكويت، العدد 27، مارس 2004، ص: 08.

[2] عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقي، أسامة عزمي سلامة، شقيري نوري موسى، **الإدارة المالية- النظرية والتطبيق-** دار ميسرة، عمان، الأردن، 2009 ، الطبعة الثالثة، ص: 205.

3- التحليل الفني

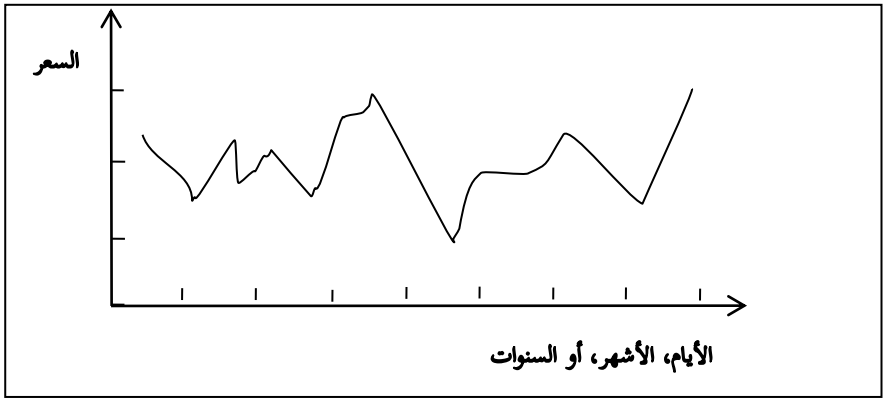
يُشَكل التحليل الفني التقني توقعًا للاتجاهات المستقبلية للسوق من خلال دراسة المنحنيات، حيث يتم التركيز على دراسة تغيرات الأسعار في الماضي ومحاولة وضع نمط للتغيرات التي تطرأ عليها، ومن أدواته ما يلي:

3-1- مؤشرات البورصة: تعطي تمثيلا لواقع البورصة وقد تكون ممثلة لمختلف القطاعات الاقتصادية، ويسمح التصميم الجيد لهذه المؤشرات تقديم توقعات عن الحالة الاقتصادية خاصة إذا كانت الشركات المدرجة تشكل الدعامة الرئيسية للاقتصاد، كما تُقدم فكرة حول عائدات المحفظة المالية للمستثمرين، وعلى الرغم من وجود عدد كبير من المؤشرات في مختلف البورصات العالمية والاختلاف فيما بينها في طرق حسابها وكيفية بنائها، إلاّ أنّها تعتمد على جملة من القواعد الأساسية تتمثل في اختيار العينة وتحديد الأوزان النسبية للعينة [1].

3-2- المنحنيات: تعتبر القاعدة الأساسية للتحليل الفني وتسمح قراءته بمعرفة تاريخ الشركة، وهي الطريقة المعتمدة في اتخاذ القرار من قبل المحللين الكميين فيقوم المحلل برسم الاتجاهات العامة لأداء السوق ووضع الصيغ الرياضية الملائمة، ويمكن إبراز بعض الأشكال البيانية المعتمد عليها في التحليل الفني كما يلي [2]:

3-2-1- المنحنى المستمر: يُمثل أسعار الإقفال اليومية للأسهم التي يتم الربط بينها بخط مستقيم، ويتم رسم المنحنى المستمر في حالة اعتماد الأسبوع كوحدة زمنية عن طريق الأخذ بآخر تسعير للأسبوع، أو عن طريق حساب المتوسط الحسابي لأسعار الأسبوع للإقفالات اليومية، ولا يمكن عمليًا الاعتماد على المنحنى المستمر فالمشكل يكمن في اختيار القيمة الممثلة للسعر في اليوم، حيث يتم الاعتماد عادة على أسعار الإقفال وعدم إبراز باقي التغيرات الهامة في الأسعار اليومية ،ويظهر ذلك من خلال الشكل الموالي رقم 03.

شكل رقم (03): المنحنى المستمر لتطور أسعار الأسهم عبر الفترات الزمنية.



Source: Comprendre La Bourse, Web Site: http//: www.comprendrelabourse.com

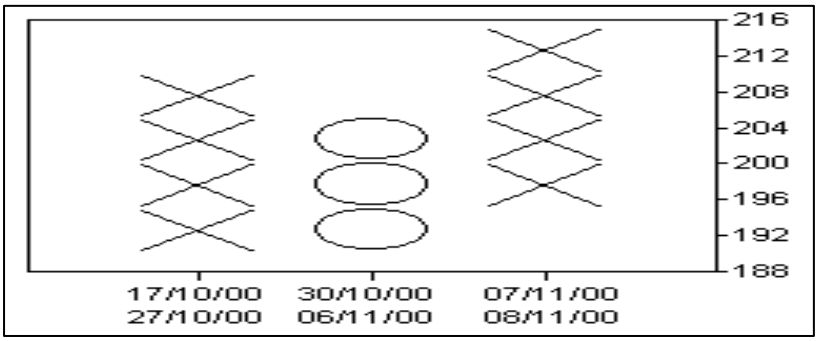
[1] منير إبراهيم هندي، **مرجع سابق** ص.ص: 132-140.

[2] محمد صالح الحناوي، **مرجع سابق**، ص ص: 159-163.

3-2-2- منحنى الفرع الواحد: هي تقنية مستمدة من اليابان ظهرت في القرن 18 في تحديد أسعار الأرز، وتم تحويل هذه التقنية إلى الأسواق المالية فأصبحت تستخدم لتحديد الأسعار الماضية من خلال المنحنى، تظهر معطيات سعر الافتتاح والإقفال، السعر الأقصى والأدنى في الجلسات، وتختلف عن طريقة الأعمدة من حيث إظهارها لمفهوم إضافي يتمثل في ظهور الانخفاض في الفترة باللون الأسود، أما الارتفاع فيظهر باللون الأبيض.

3-2-3- خرائط النقط والشكل: تهتم بالتسعير وليس بالزمن، وهدفها إبراز التغيرات الهامة في العرض والطلب، يتم الاعتماد على حرف X لإظهار ارتفاع السعر وعلى الحرف O لإبراز الانخفاض، ولن يُمثل التغير في الأسعار سواءً بالانخفاض أو الارتفاع إلا في حدود يتم الاتفاق عليها بين المحللين. كما هو مبين في الشكل الموالي رقم 04.

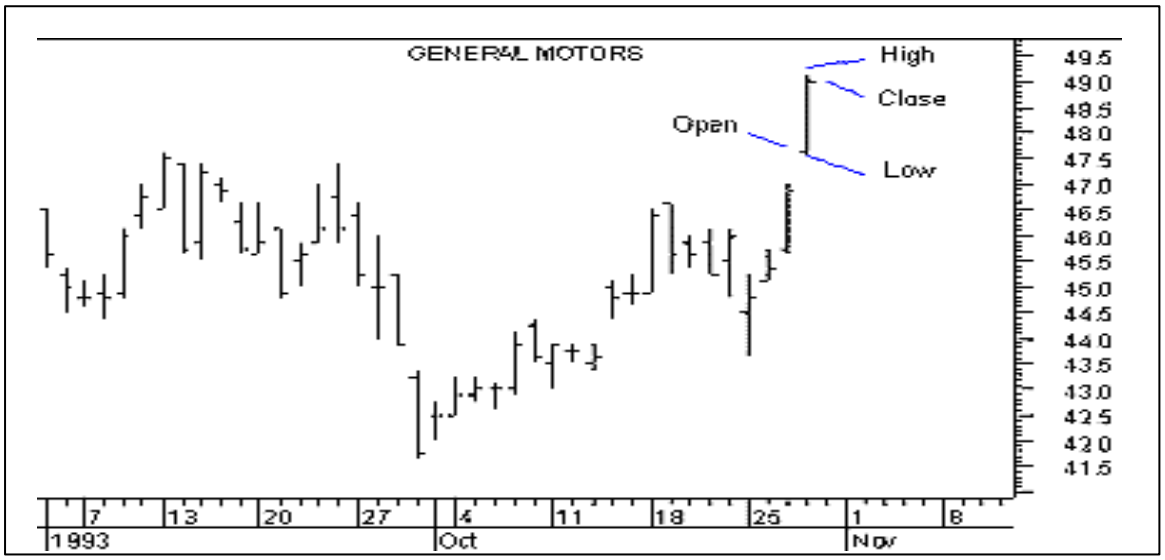
شكل رقم (04): منحنى خرائط النقط والشكل.



Source: Société abcbourse.com, Web page : www.abcbourse.com.

3-2-4- منحنى الأعمدة: ينشر العديد من المعلومات حول سعر الافتتاح، أعلى وأدنى سعر، سعر الإقفال، يُعتبر هذا المنحنى الأكثر استعمالا في التحليل الفني، تُمثل قمة الأعمدة السعر الأعلى الذي تم بلوغه خلال الجلسة فيما يمثل أسفل الأعمدة السعر الأدنى أثناء التعاملات في ذلك اليوم، كما هو موضح في الشكل رقم 05.

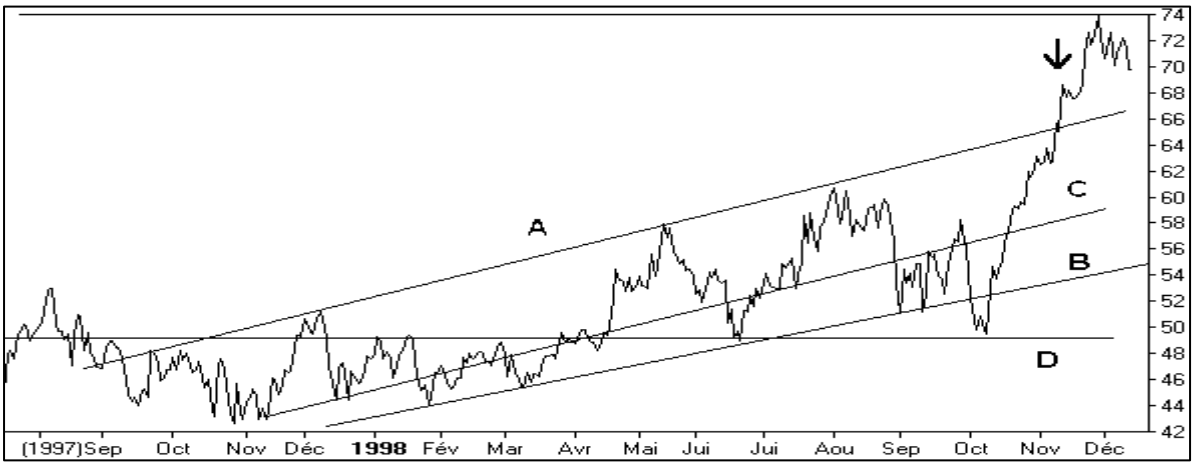
شكل رقم (05): منحنى الأعمدة لأسهم شركة جنرال موتورز GM في بورصة باريس.



Source: Comprendre La Bourse, Web Site: http//: www.comprendrelabourse.com

3-3- خطوط الاتجاه: تُمثل القانون الأساسي للتحليل الفني، ويعتبر شارلز داو CHarles Dow أول من تتبع اتجاهات الأسعار في نظريته، والتي تركزت على تضمن سعر السهم لجميع المعلومات المتاحة في السوق، ومن شأن التحديد الدقيق لهذه الخطوط أن يساعد على فهم اتجاهات السهـم وكيفيـة تطوره، كما يفسره الشكل الموالي رقـم 06.

شكل رقم (06): منحنى خطوط الاتجاه لسهم شركة IBM في بورصة باريس.



المصدر: أحمد صلاح عبد العزيز، التحليل الفني ميسرا، مترجم عن john.j.murphy, charting made easy. متاح على الموقع: (http://www.novapdf.com)، 2014/01/20، 19:34، ص: 47.

من خلال تحليل الشكل يتم التوصل إلى النتائج الموالية [1]:

- تحديد مستوى المقاومة لاتجاه ارتفاع الأسعار بالإحجام عن الشراء، وانخفاض الأسعار بالتشجيع على الشراء؛
- تحديد مستوى الدعم والذي يمر بأدنى مستويات سعر الأسهم؛
- وضع خطوط الاتجاهات داخل الحدود القصوى والدنيا للأسعار لملاحظة مسار التوظيفات على المدى القصير.

3-4- التحليل الحركي: يتم حساب المتوسطات الحسابية لأسعار الأسهم خلال فترات مختلفة، وتعتبر نقطة تقاطع منحنى المتوسط الحسابي الحركي مع منحنى آخر مؤشرًا هام في اتخاذ قرار الشراء أو البيع، ويتم حسابها من خلال الصيغة المبينة في المعادلة الموالية رقم 25 [2].

$$\mathbf{MM_n(X_k) = \frac{\left(\sum_{i=k\rightarrow(n+1)} Y_i\right)}{n} \dots\dots (25)}$$

حيث أن:

XK: عدد الأيام؛

Yi: سعر الورقة في اليوم i.

3-4-1- المتوسط الحركي المرجح"MACD" *: يُمثل الفرق بين متوسطين مرجحين، بحيث يأخذ المتوسط المرجح الصيغة المبينة في المعادلة الموالية رقم 26.

$$\boldsymbol{MME_n = \left(0.09 \times \text{سعر الإقفال لليوم}\right) + \left(0.91 \times \text{اخر متوسط حركي}\right) \dots\dots (26)}$$

3-4-2- المؤشر النسبي لشدة تغير الأسعار RSI:* يتم اللجوء إلى حسابه لشدة تغير الأسعار والذي يكون مجال تغيرها فيه بين الصفر والمائة نقطة، ويُحسب هذا المؤشر لفترة محددة كما هو مبين في المعادلة الموالية رقم 27.

$$\mathbf{RSI \times 10 = [(RS + 1)/100] - 100 \dots\dots (27)}$$

حيث أن: RS متوسط الارتفاع أو الانخفاض خلال آخر10 أيام.

يُساعد هذا المؤشر في تحديد منطقة فائض الشراء وتُؤشر على المبالغة في الشراء عند بلوغ RSI بين النقاط 60 و70 و80، ومنطقة فائض البيع وتُؤشر على المبالغة في البيع عند بلوغ RSI بين النقاط 20 و30 و40.

[1] **Société abcbourse.com**, Web page: www.abcbourse.com/apprendre/at/leconl.html

[2] مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، **مرجع سابق**، ص ص: 101-104.

* MACD: Moving Average Convergence Divergence

* RSI: Relative Strength Index

ومنه نستنتج أنّ التحليل الأساسي يُعتبر المرحلة الأولى في تكوين القرارات الاستثمارية بالاعتماد على التحليل المالي، بينما يركز التحليل الفني على دراسة تغيرات الأسعار في الماضي ومحاولة التنبؤ بها مستقبلا باستخدام أدوات تحليلية متنوعة.

وكخلاصة نجد أنّ درجة كفاءة السوق المالية تسمح بتحديد مدى استيعاب المتعاملين للمعلومات المتاحة، ولن تتحقق الصورة النظرية لوجود المنافسة التامة في السوق إلاّ إذا كانت ذات درجة عالية من الكفاءة، كما أنّ مؤشرات تطورها تسمح بتحديد موقعها محليا وعالميا، وتحديد درجة نموها وتطورها وتكيفها مع التغيرات الاقتصادية، كما تسمح طرق تحليلها بالتأثير على نشاطها من خلال توجيه قرارات المستثمرين بالإقبال أو الإحجام على التداول.

خلاصة

مع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي أضحت الضرورة إلى وجود أسواق مالية كبيرة، نظرا للدور الهام الذي تلعبه في تحريك المدخرات والاستثمارات بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي وذات العجز المالي، وذلك لإحداث النمو والتقدم في قطاعات الاقتصاد الوطني.

وقد مرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها وتطورها بعدة مراحل كانت تتطور فيها من مرحلة إلى أخرى، كما أنّه يمكن تصنيفها من خلال عدد من المعايير أو الخصائص الرئيسية لها، ويمكن قياس تطورها من خلال عدة مؤشرات أهمها حجم السوق المالي وسيولة البورصة.

وتُعتبر أسواق الأوراق المالية من أبرز الأسواق المالية لما تقدمه من سيولة في النظام المالي، وتتميز بتنظيم خاص يسهر على ضمان سلامة المعاملات وحماية المستثمرين من التجاوزات المحتملة، وكغيرها من الأسواق فإن لها مجموعة من الإجراءات والقواعد التي تضبط سيرها ونشاطها، كما أن لها منتجات يتم تداولها وفق مقاييس محددة تتمثل في الأسهم، السندات، والمشتقات المالية والأوراق المهجنة وتضمن تحقيق أسعارها وفق قوانين العرض والطلب من خلال نظام التسعير الذي يحدد سعر التداول.

وتُعتبر كفاءة أسواق الأوراق المالية أحد الأسباب الرئيسية لمساهمتها الفعالة في الاقتصاد، ويشكل تقييم الورقة المالية من طرف المتعاملين في البورصة الاهتمام الأكبر لديهم لتحديد إمكانية الاستفادة من الفرق بين السعر الحقيقي والسوقي، حيث يمثل التحليل الأساسي الركيزة التي ينطلق منها المحلل باطلاعه على البيئة التي تتواجد فيها المؤسسة وتأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على قيمها المالية، كما يتم اعتماد التحليل المالي الذي يقدم نتائج مهمة للقيمة الحقيقية للسهم، أما التحليل الفني فهو وسيلة للتعبير عن أداء السوق في الماضي من خلال المنحنيات والأعمدة، فيما تقدم المعادلات والصيغ الرياضية محاولة لوضع توقعات مستقبلية قد تفيد مستخدميها في اتخاذ القرار.

ولِضمان نشاط أسواق الأوراق المالية بالكفاءة المرجوة في تنفيذ عمليات التداول، والمحافظة علي الأوراق المالية وحماية حقوق المستثمرين، واكتشاف الأخطاء والعمل على تصحيحها بأقل الخسائر، لابد من اعتماد إجراءات وأساليب رقابية صارمة سواء كانت داخلية أو خارجية، وذلك من خلال نظام الرقابة الداخلية الذي يعتمد عليه كل من مراجع الحسابات عند فحص وتدقيق القوائم المالية، وإعطاء الرأي المحايد والمستقل في مدى صدق وصحة البيانات المالية ومطابقتها للمعايير المحاسبية المتعارف عليها. وهو ما سوف نتناوله في الفصل الموالي.

الفصل الثاني

مدخل نظري لعملية الرقابة ومراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية

ويشتمل على:

المبحث الأول: لمحة نظرية حول الرقابة ومراجعة الحسابات.

المبحث الثاني: عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية: الماهية، المشاكل وهيكل الرقابة الداخلية.

المبحث الثالث: مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية: الإطار النظري، تطبيقاتها ومسؤولية مراجع الحسابات.

تمهيد

تُعَد أسواق الأوراق المالية البيئة الاستثمارية التي يقع على عاتقها العديد من المهام أهمها تركيز النشاط المالي المتعلق بالأوراق المالية بشروط معينة، فرض الأنظمة لحماية ما يصدر عناها من بيانات، حماية المتعاملين من تقلبات الأسعار الفجائية بتحديد نسب الصعود والهبوط للأسعار.

الأمر الذي ألحّ على ضرورة إحاطة أسواق الأوراق المالية بإطار رقابي تنظيمي يحول دون التعامل على أساس المضاربة فقط، كما يجب وضع قواعد وإجراءات واجبة التطبيق واضحة تبين حجم التعاملات وتنظم سير عمليات التداول، وما يقع على عاتق المتعاملين من التزامات تؤدي إلى مصداقية القوائم المالية، وخلو عمليات التداول مما قد يشوبها من غش أو ترويج لبيانات تفتقد إلى الصحة بالتضليل أو الاحتيال، والتأكد من احترام قواعد هذه الأنظمة، واتخاذ الإجراءات القانونية في حالة مخالفتها أو الخروج عنها.

وتُعد مهمة الرقابة في أسواق الأوراق المالية من المهام الدقيقة التي ينبغي القيام بها بحكمة وروية، وذلك لإقامة التوازن بين مصالح مختلف المتعاملين داخل السوق، حيث تعمل على متابعة أداء السوق للتعرف على مدى مطابقتها للخطة الموضوعة، واكتشاف الاختلالات ومعالجتها بأقل الأضرار والتكاليف حيث تعتمد في ذلك على هيكل الرقابة الداخلية.

ولإضفاء المصداقية على صحة القوائم المالية تعتمد إدارة السوق على عملية مراجعة الحسابات التي تقدم الاستشارة والتقييم الموضوعي للبيانات المالية من خلال الفحص، التحقق، التقييم، التأكد من صحة ومصداقية القوائم المالية، وذلك عن طرق تقرير مراجع الحسابات وبتطبيق معايير المراجعة المتعارف عليها، ويقع على عاتقه مسؤولية اكتشاف الأخطاء والغش، تقييم فرض استمرار المشروع، اكتشاف التصرفات غير القانونية لعميله.

وعليه، سنتناول في هذا الفصل ما يلي:

- لمحة نظرية حول الرقابة ومراجعة الحسابات؛
- عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية: الماهية، المشاكل وهيكل الرقابة الداخلية؛
- مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية: الإطار النظري، تطبيقاتها ومسؤولية مراجع الحسابات.

المبحث الأول

لمحة نظرية حول الرقابة ومراجعة الحسابات

تُعْتبر عملية الرقابة من الأنشطة الضرورية في متابعة أداء المؤسسة للتعرف على مدى مطابقتها للخطة الموضوعة، وحتى إذا ما اكتشفت فيها الإدارة انحرافا كما هو مقرر انجازها يمكنها تصحيحه قبل أن يستفحل أمره، وهذا يقتضى اعتماد مراجعة الحسابات من خلال الفحص والتحقق والتقييم لنظام الرقابة الداخلية، بهدف إعطاء تقرير شامل ومفصل لوضعية المؤسسة المالية والمحاسبية والإدارية. ويستعرض هذا المبحث مايلي:

- التأصيل النظري لعملية الرقابة؛
- مدخل نظري لمراجعة الحسابات؛
- العلاقة بين عملية الرقابة ومراجعة الحسابات.

المطلب الأول: التأصيل النظري لعملية الرقابة

تُعَد الرقابة إحدى أهم الدعائم الأساسية في المؤسسات، فهي التي تحافظ على التوازن بين الوسائل والأهداف، أو بين الجهود والنتائج بقصد التأكد والتحقق بأن هناك توافق بين الأداء الفعلي والأداء المخطط، وإذا اكتشفت وجود انحرافات فإنها تعمل على تصحيحها بأسرع وقت وبأقل التكاليف.

1- ماهية العملية الرقابية

يمكن التعرف على العملية الرقابية من خلال ما يلي:

1-1- تعريف الرقابة: تختلف تعاريف الرقابة باختلاف وجهة نظر الباحثين ومنها ما يلي:

1-1-1- تعريف النظرية الكلاسيكية: تناولت الرقابة سنة 1918م مع – فايول- أين كانت الرقابة تنتمي للأنشطة التي نقول عناها أنها إدارية مثل التنظيم والتنسيق، وقد عرفها فايول بأنها "عملية للتحقق ما إذا كانت الأعمال تتم حسب البرنامج المقرر" [1].

1-1-2- كما تُعرف بأنّها:" عملية ضبط سير النشاطات للتأكد من حسن انجازها كما خطط لها، ولتصحيح أية انحرافات قد تحدث، حيث تقوم بقياس الأداء وأخذ الخطوات اللازمة للحصول على نتائج مثمرة بهدف الحصول على مستويات معينة من الأداء المرغوب به" [2].

---

[1] Heem,G, **un approche conventionnaliste de l'évolutions du contrôle interne**, revue frençais de gestion, Juin_ Guillet et août, 2001, n°143 p: 38.

[2] حسن ابراهيم بلوط ، **المبادئ والاتجاهات الحديثة في إدارة المؤسسات**، النهضة العربية للنشر، بيروت، الطبعة الأولى، 2005، ص: 456.

وعموما فانّ عملية الرقابة هي وظيفة التأكد من أن الأنشطة توفر النتائج المرغوبة من خلال قياس الأداء واكتشاف الانحرافات واتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة.

1-2- ظهور الرقابة: يمكن متابعة ظهور عملية الرقابة منذ أقدم العصور إلى يومنا من خلال ما يلي:

1-2-1- المرحلة الأولى: قبل سنة 1500م كانت الأحداث المالية تسجل في سجلين منفصلين بواسطة أشخاص مستقلين، يتولى كل منهم التسجيل لنفس العملية مستقلا عن الأخر لمنع التلاعب والاختلاس، وبالتالي كان الاقتصار على الرقابة الداخلية دون الخارجية، وبتطور النشاط التجاري بين الدول تطور أسلوب الرقابة وأصبح يهتم بالتحقق المفصل الدول من خلال الجمارك الحدودية [1].

1-2-2- المرحلة الثانية: 1500- 1850م حيث اتسع استخدام الرقابة بوجود الثورة الصناعية وازدادت أهميتها بسبب انفصال الملكية عن الإدارة، إلا أن هناك تغيرات جوهرية في اتجاهات الرقابة وأدواتها، وكان هناك اعتراف عام بوجود نظام محاسبي لغرض الدقة في التقارير ومنع الغش والتلاعب [2].

1-2-3- المرحلة الثالثة: 1850م إلى ما بعد ذلك، تميزت بظهور المشروع كبير الحجم، شركات المساهمة وانتقلت الإدارة من الملاك إلى المسيرين، وظهرت مهنة المراجعة كرقابة خارجية محايدة، واعتراف بالرقابة الداخلية كنظام ضروري لأي تنظيم محاسبي [3].

1-3- خصائص الرقابة: للرقابة خصائص مميزة تجعلها الأهم في قِياس الأداء وتصحيحه وهي كما يلي:

- الملائمة بين النظام الرقابي مع نشاط المؤسسة، حجمها، أهدافها، نوع العملاء، طبيعة مخرجاتها، استطلاعاتها المستقبلية، وعلى أساسها يتحدد النظام الرقابي إذا كان معقد وشامل أو مبسط؛
- السرعة في كشف الانحرافات من خلال التنبؤ بالانحرافات قبل وقوعها أو اكتشافها فور وقوعها لمعالجتها قبل أن تنتج عنها أثار سلبية؛
- المرونة حتى تحتفظ بفعاليتها في مواجهة الخطط المتغيرة والظروف غير المتوقعة؛
- الوضوح حيث تكون واضحة وصريحة ومفهومة للجميع، كما يمكن الاستعانة بذوي الخبرة والاختصاص لإيضاح الوسائل الرقابية المعقدة؛
- إمكانية تشخيص وتصحيح الأخطاء من خلال إبراز أسباب وقوعها وتصحيحها في نهاية الأمر [4].

---

[1] عبد الفتاح الصحن، أحمد نور، علي أبو الحسن، **الرقابة ومراجعة الحسابات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1989، ص: 2.

[2] عبد الفتاح محمد الصحن، فتحي رزق السوافيري، **الرقابة والمراجعة الداخلية**، الدار الجامعية، الإسكندرية 2004، ص: 10.

[3] **نفس المرجع**، ص: 10

[4] بشير العلاق، **الإدارة الحديثة نظريات ومفاهيم**، البازوري للنشر، عمان الطبعة العربية، 2008، ص ص: 347-348.

1-4- وظيفة الرقابة: إنّ وظيفة الرقابة في شكلها المعقول والمقبول ترتكز على كل العناصر التي لها صلة بالنشاط، فهذه الوظيفة هي تحديدا واضحا للمخطط والنتائج المتوقع حصولها واكتشاف الأخطاء والانحرافات ومواطن الضعف في التنفيذ بالعمل على تصحيحها أو السيطرة عليها لخدمة الخطة الموضوعة، إلى جانب هذا ترتبط وظيفة الرقابة بالتخطيط وأن فاعليتها لا تكون إلا من خلال قرارات تخطيطية دقيقة للمستقبل [1].

1-5- أهمية الرقابة: تتجلى أهمية الرقابة في الدور الذي تلعبه كوسيلة لقياس الأداء وتصحيحه كما يلي:

- تصحيح الأداء مما يجنب المؤسسة الكثير من المخاطر والخسائر؛
- التأكد من أن الخطة تسير وفق مسارها المرسوم والعمل على تصحيحيه إذا حدث انحراف؛
- تُعتبر همزة وصل بين حلقات العملية الإدارية من تخطيط، تنظيم، وتوجيه؛
- تفسح المجال للمديرين للتفرغ للقضايا الأساسية كاتخاذ القرارات واختيار الاستراتيجيات، وعدم هدر الوقت في الانحرافات وتصحيحها؛
- التأكد من توفر الانسجام بين مختلف الأجهزة الإدارية وسيرها في اتجاه السياسات المقررة [2].

1-6- أهداف الرقابة: تسعى المؤسسة من خلال عملية الرقابة إلى تحقيق الأهداف الموالية:

- قِياس الأداء وتقييمه ومقارنته بالأهداف المرسومة سابقا؛
- الكشف المبكر عن نقاط الاختلال والأخطاء لمعالجتها بسرعة؛
- الحد من تراكم الأخطاء باكتشافها ومعالجتها والحد من تكرار حدوثها للتأكد من زوالها؛
- الكشف عن المواقف التي تسير فيها الأمور أفضل مما هو متوقع واستغلال الفرص لتحقيق نتائج ايجابية؛
- التحقق من أن الموارد والوسائل المتاحة تمكن من تحقيق الأهداف بكل كفاءة وفعالية [3].

1-7- أنواع الرقابة: يُمكن تصنيف الرقابة إلى أنواع متعددة وفقا لعدد من المعايير المتنوعة وهي كما يلي:

1-7-1- من حيث وقت إجراء الرقابة: حسب هذا المعيار يتم تقسيم عملية الرقابة إلى الأصناف الموالية:

أ- الرقابة في التخطيط: تكون للتأكد من أن المعلومات المعتمد عليها في وضع الخطة سليمة وأنها أعدت وفق إجراءات صحيحة، ومتابعة البيانات لإجراء التصحيحات ومتابعة الخطة.

ب- الرقابة قبل التنفيذ: تكون للتأكد من تصحيح الأخطاء السابقة (مواطن الإسراف أو الخلل) قبل البدء في التنفيذ المرحلة الموالية.

---

[1] كامل بربر، **الإدارة عملية ونظام**، المؤسسة الجامعية للدراسات، مصر، الطبعة الأولى، 1996، ص ص: 147-148.

[2] زاهر عبد الرحيم عاطف، **الرقابة على الأعمال الإدارية**، الراية للنشر، عمان، 2009، ص: 39.

[3] كامل بربر، **الاتجاهات الحديثة في الإدارة وتحديات المديرين**، دار المنهل اللبناني للنشر، بيروت، الطبعة الأولى، 2006،ص: 331.

ج- الرقابة خلال التنفيذ: تشمل متابعة الأداء الفعلي أثناء تنفيذ النشاط من بدايته إلى نهايته.

د- الرقابة بعد التنفيذ: تتمثل في مقارنة الأداء الفعلي بالمخطط واتخاذ الإجراء اللازم للتصحيح وتحديد الانحراف ومسبباته والمسؤولية عن حدوث الخطأ [1].

1-7-2- من حيث الجهة التي تؤدي الرقابة: حسب هذا المعيار تصنف عملية الرقابة إلى ما يلي:

أ- الرقابة الداخلية: تمارسها الإدارة بمستوياتها المختلفة وتهدف إلى تحسين أداء المؤسسة وحماية أصولها، وتشمل كل أنواع الرقابة من ضبط داخلي أو مراجعة داخلية.

ب- الرقابة الخارجية: تكون من خارج جهاز المؤسسة وتهدف إلى ضمان وتأكيد سلامة التصرفات المالية وأن القوائم والحسابات الختامية سليمة، وأن الأساليب المستخدمة تحقق الأهداف [2].

1-7-3- من حيث طبيعة الرقابة: حسب هذا المعيار تنقسم عملية الرقابة إلى ما يلي:

أ- الرقابة الإدارية: ويتم من خلالها تقييم أداء الإدارة ومدى تطبيقها للوائح والأنظمة وسلامة اتخاذ القرارات.

ب- الرقابة المالية: يقصد بها التأكد من أن الأموال يتم استخدامها طبقا للأهداف المحددة مسبقا بمعنى أن الاحتياجات المالية وفرت في الوقت، المصدر، وبالشروط المحددة.

ج- الرقابة الشاملة: تشتمل على الرقابة الإدارية، المالية، ورقابة الكفاءة والفعالية، هذه الأخيرة تتمثل في الرقابة على الاستغلال الأمثل للموارد الداخلية والخارجية لتحقيق الأهداف المخططة.

د- الرقابة المحاسبية: هي رقابة على البيانات المحاسبية والتأكد من أنها مؤيدة بمستندات قانونية، كما أنها تضمن صحة التسجيل والتوجيه المحاسبي وفق معايير المحاسبة المتعارف عليها.

هـ- الرقابة التشغيلية: تتعلق بالتنفيذ إذ تقيد العمل بقواعد وسيره بصفة مستمرة وذلك في مختلف وظائف المؤسسة [3].

1-7-4- من حيث نطاق الرقابة: تنقسم الرقابة من حيث نطاق تطبيقها إلى ما يلي:

أ- الرقابة الكاملة: حيث يتم رقابة القيود والمستندات والسجلات قصد التوصل إلى رأي فني محايد لصحة القوائم المالية ككل، وقد تكون رقابة كاملة تفصيلية أو اختيارية.

ب- الرقابة الجزئية: هي رقابة جزء من أنشطة المؤسسة دون غيرها حسب توجهات الإدارة.

1-7-5- من حيث المستوى التسييري: هناك ثلاث أنواع للرقابة على هذا الأساس وهي كما يلي:

---

[1] جلال إبراهيم العبد، **إدارة الأعمال مدخل اتخاذ القرارات وبناء المهارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 301.

[2] محمد نصر مهنا، **تحديث في الإدارة العامة و المحلية**، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، القاهرة، 2005، ص: 151.

[3] أحمد ماهر، **الإدارة المبادئ و المهارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 121.

أ- **الرقابة الاستراتيجية:** تأخذ في الاعتبار التغيرات الممكنة في المحيط ومدى قدرة المؤسسة في التكيف معها لتحدد توجهاتها المستقبلية الطويل الأجل.

ب- **الرقابة التكتيكية:** وضعت كمواجهة بين الرقابة الاستراتيجية والعملية، تسمح بالتعديل قصير الأجل مع رقابة الأهداف طويلة الأجل.

ج- **الرقابة العملية:** تتمثل في تطبيق وفحص العمليات التي تسمح بتعديل التطورات التكرارية وتفقد الالتزام بقواعد العمل [1].

2- ضوابط العملية الرقابية

نظرا لأهمية الرقابة في متابعة أعمال تنفيذ الخطط والسياسات الموضوعة فهي صارمة في وضع ضوابطها.

2-1- مستويات الرقابة: يمكن تقسيم المستويات الرقابية إلى ثلاث مستويات وهي كما يلي:

2-1-1- الرقابة على مستوى المؤسسة: تتمثل في محاولة تقييم الأداء الكلي للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة، وعلى هذا يتحدد إلى أي مدى تستطيع المؤسسة كوحدة واحدة تحقيق الأهداف المقررة، ومن المعايير المستخدمة في هذا النوع من الرقابة: معدل العائد على الاستثمار، الربحية، والحصة السوقية..

2-1-2- الرقابة على مستوى العمليات: تشمل رقابة الأداء اليومي لنشاطات الأفراد في مستويات إشرافية مثل العمليات التشغيلية والخدماتية، ومن المعايير المستخدمة في هذه الرقابة: إجمالي عدد الوحدات المنتجة إلى عدد الساعات التشغيلية للآلة لمعرفة مدى فاعلية ساعة التشغيل...

2-1-3- الرقابة على مستوى الأفراد: تختص بتقييم أداء الأفراد والرقابة على السلوك وطرق وتوقيت انجاز العمل، ومن المعايير المستخدمة في هذه الرقابة: ميزانية الحوافز إلى عدد العمال، قياس مهارة الأفراد بالتدريب والتأهيل... [2].

2-2- الخطوات الأساسية في عملية الرقابة: يكتمل عقد دورة العملية الرقابية من خلال الخطوات الموالية:

2-2-1- وضع المعايير: هذه الخطوة تحتاج لإدراك حقيقي لمحيط العمل الفعلي ونوعية الأهداف والنتائج المطلوب تحقيقها، وتحديد معيار الأداء عدة ما يتطلب عدة أوجه وعدة معايير منها: معايير ربحية، تكنولوجية،...

2-2-2- قياس الأداء: وذلك بقياس الأداء الفعلي الحالي من خلال الملاحظة الشخصية والتقرير الشفوي في حالة إمكانية التحكم في الأداء، واعتماد التقارير الرسمية المكتوبة في حالة كثافة الأداء من خلال الموازنات التقديرية، التقارير الإحصائية، والخرائط...

[1] عبد الرؤوف جابر، **الرقابة المالية و المراقب المالي من الناحية النظرية**، دار النهضة العربية، بيروت، الطبعة الأولى، ص ص: 26-27.

[2] خليل محمد الشماع، خضير كاظم محمود، **نظرية المنظمة**، دار ميسرة للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2007، ص: 81.

2-2-3- التعرف على الانحرافات: من خلال مقارنة الأداء مع الأهداف ومعايير الأداء التقديرية لاكتشاف الفروق الحاصلة بينهما، ومن أهم وسائل المقارنة نجد المعطيات التاريخية والمقارنة النسبية [1].

2-2-4- اتخاذ الإجراءات الضرورية: وهي مرحلة تنفيذ ما اكتشفته الرقابة من انحرافات، حيث يختار متخذ القرار إما تصحيح الأداء الحالي، وإما إعادة النظر بالمعايير أو ترك الأمور كما هي.

2-3- أدوات عملية الرقابة: تستعين عملية الرقابة عادة بمجموعة من الأدوات أهمها ما يلي:

2-3-1- الموازنات التقديرية: عبارة عن خطة مالية تتضمن تفصيلات خاصة بكيفية الإنفاق والحصول على الأموال، وتساعد على تحسين الأداء وتحقق الخصائص الرئيسية التالية: التخطيط، التنسيق، الرقابة والتحفيز، وتنقسم إلى الموازنات الموالية:

أ- الموازنات التقديرية التشغيلية: تتضمن جميع العناصر التي تدخل في الدورة التشغيلية للمؤسسة، وتختص بمراقبة التكاليف والإيرادات والأرباح.

ب- الموازنات التقديرية المالية: تختص بتحقيق التطابق والتكامل بين الخطة المالية للمؤسسة وخططها التشغيلية، ومنها الموازنات التقديرية للنفقات الرأسمالية والموازنات التقديرية النقدية.

2-3-2- البيانات الإحصائية: هي عرض جميع الأنشطة في شكل بيانات إحصائية تاريخية أو مستقبلية، وتكون على شكل خرائط ورسوم بيانية.

2-3-3- التقارير والتحاليل الخاصة: تعمل على سد الثغرات التي تعاني منها الحسابات التقليدية والتقارير الإحصائية الدورية.

2-3-4- تحليل نقطة التعادل: تكون بين الإيرادات والتكاليف حيث يتحقق الربح عند زيادة الحجم عن حجم التعادل وتتحمل الخسارة عند انخفاض الحجم عن حجم التعادل.

2-3-5- المراجعة الداخلية: يقوم بها هيئة من المراجعين الداخليين تقوم بمراجعة وتقييم الأداء المالي والمحاسبي ومختلف الأنشطة الأخرى.

2-3-6- الملاحظات الشخصية: تتحقق من خلال ملاحظة وقياس الأنشطة التي يقوم بها الأفراد.

2-3-7- تحليل القوائم المالية: هي عملية معالجة البيانات المالية لتقييم الأداء المالي، كما تبين حجم ونوع التمويل المناسب لكل أصل من الأصول، كما أنها تحدد قرارات الاستثمار، مخاطر الاستثمار، قرارات التمويل قصيرة وطويلة الأجل [2].

---

[1] كامل بربر، **مرجع سابق**، ص ص: 335-336.

[2] عبد الفتاح الصحن، محمد السيد سرايا، **الرقابة والمراجعة الداخلية على المستوى الجزئي والكلي**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص ص: 18-20.

3- عملية الرقابة الداخلية

يمارس المديرون الرقابة الداخلية إما بالاعتماد على الأشخاص أو بالإشراف المباشر على العمل واستخدام ما أتيح لهم من وسائل مساعدة.

3-1- تعريف الرقابة الداخلية: تطورت تعاريفها بتطور الأفكار الاقتصادية ومن بينها ما يلي:

3-1-1- تعريف الجمعية الأمريكية:" الرقابة الداخلية تشمل مخططات التنظيم والأساليب والإجراءات المطبقة داخل المؤسسة لحماية أصولها، وضمان دقة وصحة المعلومات المالية والمحاسبية، وذلك للرفع من مردودية العمليات وتطبيق السياسات المحددة من الإدارة" [1].

3-1-2- كما تُعرف بأنّها: "عبارة عن الخطة التنظيمية ووسائل التنسيق والمقاييس المتبعة في المؤسسة، بهدف حماي أصولها وضبط ومراجعة البيانات المحاسبية والمالية، والتأكد من دقتها ومدى الاعتماد عليها وتشجيع العاملين على التمسك بالسياسات الإدارية الموضوعة" [2].

وعموما فانّ الرقابة الداخلية هي إجراء تضعه الإدارة العامة بالمشاركة مع المرؤوسين والعمال، في شكل مجموعة من الإجراءات والوسائل والقوانين، من أجل ضمان التحكم في الأداء وتحسينه لتحقيق الأهداف المسطرة.

3-2- تعريف نظام الرقابة الداخلية: تقوم المؤسسة بوضع وتصميم نظام الرقابة الداخلية لضمان حسن سير العمل والتقيد بالسياسات الموضوعة.

3-2-1- تعريف المنظمة الوطنية لمحافظي الحسابات بفرنسا "CNCC": " هو شكل من الإجراءات الرقابية المحاسبية، والتي تقوم الإدارة بتعريفها وتطبيقها وحراستها من أجل التحقق من حماية الأصول، مصداقية وصح التسجيلات المحاسبية، تطابق القرارات مع سياسة الإدارة" [3].

3-2-2- تعريف الفيدرالية الدولية للمحاسبة "IFAC": "هو نظام مكون من مجمل السياسات والإجراءات الموضوعة من طرف الإدارة من أجل تحقيق تسيير محكم ونجيع لأنشطتها، وذلك لاحترام سياسات التسيير، حماية الأصول، الرقابة من حالات الغش والأخطاء، واستخراج الوثائق المالية في الوقت المناسب عند حاجتها" [4].

---

[1] HaminiAllel, **le contrôle interne et l'élaboration du bilan comptable**, Alger, opu,1993,p: 22.

[2] حسين القاضي و آخرون، **دور الإفصاح الذي تقوم به الإدارة في تفعيل الرقابة الداخلية**، مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية و القانونية، مجلد**28**، العدد **02**، سن **2006**، ص: 174.

[3] Mikol.A, **les audits financiers**, Nathan, PARIS, 1999,P: 83.

[4] خالد أمين عبد الله، **التدقيق والرقابة في البنوك**، عمان، وائل للنشر، الطبعة الأولى، 1998، ص: 23.

ومنه نستنتج أنّ نظام الرقابة الداخلية هو مجموعة من الوسائل والقواعد والقوانين والخطط التنظيمية، والتي توضع من طرف الإدارة من أجل التحكم في النشاط والمخاطر وحماية لأصول من الضياع والاختلاس.

3-3- عوامل نشأة نظام الرقابة الداخلية: من بين عوامل ظهور نظام الرقابة الداخلية ما يلي:

- كِبَر حَجْم المؤسسات وتعدد العمليات التي تقوم بها، الأمر الذي أدى انفصال الملكية عن الإدارة بالإضافة إلى صعوبة الاتصال الشخصي في الإدارة وتحتم اعتماد الكشوفات التحليلية وأنظمة المعلومات الرقابية في الإدارة؛
- توزيع وتفويض السلطات والمسؤوليات على الإدارات الفرعية مما يسمح بالتفرغ للأمور الاستراتيجية وتنفيذ كل الأعمال واتخاذ القرارات في الوقت المناسب بناءا على المعلومات التي يوفرها نظام الرقابة الداخلية عن النشاط.
- البيانات الدورية التي تحتاجها الإدارة من اجل اتخاذ أنجع القرارات وانسبها لتصحيح الانحرافات [1].

3-4- العوامل المساعدة على تطور نظام الرقابة الداخلية: من بين هذه العوامل ما يلي:

- الأصناف العديدة للمؤسسات سواء من ناحية طبيعة نشاطها، حجمها، أو طبيعتها القانونية فرضت تطوير وتحسن نظامها الرقابي لتقييم أدائها بدقة؛
- تعدد العمليات التي تقوم بها المؤسسات وتعقدها، وبذلك فان نظام الرقابة الداخلية مطالب بالتكيف مع التنوع والتعدد في العمليات اليومية وغير اليومية؛
- توزيع السلطات والمسؤوليات بسبب التوسع في أنشطة المؤسسات، لذا فان نظام الرقابة الداخلية يتكيف مع مختلف أنشطة الفروع والوظائف؛
- الحاجة الدائمة للمعلومات حيث يعمل نظام المعلومات على توليد مخرجات ذات مصداقية ومعبرة عن الوضعية الحقيقية، الأمر الذي يعكس مدى مصداقية نظام الرقاب الداخلية؛
- حِماية أصول المؤسسة بشكل فعال من خلال إنشاء حماية محاسبية ومادية، لذا يجب تكييف نظام الرقابة الداخلية لضمان التأمينات اللازمة للأصول [2].

3-5- وسائل نظام الرقابة الداخلية: تعتمد الإدارة في تنفيذ نظام الرقابة الداخلية على الوسائل الموالية:

3-5-1- الخطة التنظيمية: من الضروري وجود خطة تنظيمية تستجيب للقرارات المتخذة ومحاولة توجيهها في الصالح العام، كما أنها تشمل تحديد الأهداف، تحديد الهيكل التنظيمي، وتحديد المسؤوليات والالتزامات.

[1] الصباح عبد الرحمان، **مبادئ الرقابة الإدارية– المعايير، التقييم، التصحيح–** جامعة عمان الأهلية، الأردن، كلية الاقتصاد ، 1998، ص: 128.

[2] محمد التهامي طواهر، مسعود صديقي، **المراجعة وتدقيق الحسابات**، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2005، ص ص: 87-90.

3-5-2- الطرق والإجراءات: والتي تعتبر من أهم الوسائل التي تعمل على تحقيق الأهداف المرجوة من نظام الرقابة الداخلية، بالإضافة إلى تأدية الخدمات المساعدة على تحقيق الأهداف.

3-5-3- المقاييس المختلفة: والتي تعمل على تمكين نظام الرقابة الداخلية من تحقيق أهدافه، وذلك من خلال قياس درجة مصداقية المعلومات، مقدار النوعية الحاصل من العمليات الفعلي،... [1].

3-6- المقومات الأساسية لنظام الرقابة الداخلية: يبنى نظام الرقابة الداخلية على مجموعة من المقومات المحاسبية والإدارية وهي كما يلي:

3-6-1- المقومات المحاسبية: تتضمن الطرق والوسائل المحاسبية الموالية:

- الدليل المحاسبي الذي يعمل على تقسيم الحسابات إلى حسابات رئيسية وأخرى فرعية؛
- الدورة المستندية باعتبارها المصدر الأساسي للقيد وأدلة الإثبات، فهي من الأساسيات الضرورية للوصول إلى نظام جيد للرقابة الداخلية؛
- المجموعة الدفترية وخاصة دفتر اليومية وما يرتبط به من يوميات مساعدة، ودفتر الأستاذ العام والمساعد، والتي تعتبر أدلة الإثبات القاطعة التي يعتمدها نظام الرقابة الداخلية؛
- أنظمة التكاليف المعيارية ونظم تكاليف الأنشطة لإجراءات الرقابة الداخلية المحاسبية.

3-6-2- المقومات الإدارية: تشمل على مجموعة من الوسائل ذات الطابع الإداري ومنها ما يلي:

- هيكل تنظيمي كفء يتلائم مع الأهداف المسطرة، والهدف من إنشائه هو تحديد الإدارات والأقسام واختصاصات كل منها، وتعيين درجات المسؤولية؛
- كفاءة الأفراد حيث يتطلب النظام الرقابي الجيد برامج تدريبية للعمال بصفة مستمرة؛
- مستويات ومعايير أداء سليمة لتسهيل المقارنة بين الأداء الفعلي والمخطط، ومعالجة الانحرافات؛
- قسم المراجعة الداخلية الذي يهتم بالتأكد من تطبيق وانجاز مهمات الرقابة الداخلية؛
- سياسات وإجراءات لحماية الأصول ومنع تسربها واختلاسها ومنها التأمين ضد السرقة، الحرائق... [2].

4- مفاهيم أساسية لعملية الرقابة الخارجية

تشدد الرقابة الخارجية على دور الرؤساء في تطبيق قواعد وإجراءات العمل بواسطة مراقب خارجي مستقل، وموكل من طرف المؤسسة أو من طرف هيئات أخرى لها مصلحة الرقابة عليها.

---

[1] محمد التهامي طواهر، مسعود صديقي، **المراجعة وتدقيق الحسابات- الإطار النظري والممارسة التطبيقية-** ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 2003، ص: 93.

[2] صديقي مسعود، **دور نظام الرقابة الداخلية في تفعيل الأداء المحاسبي للمؤسسة الاقتصادية**، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، 22-23 افريل 2003، ص ص: 88-92.

4-1- تعريف الرقابة الخارجية: يُمكن التعرف على الرقابة الخارجية من خلال أهم التعاريف الموالية:

4-1-1- تُعرف بأنّها: "الاستعانة بأفراد أو هيئات خارجية تقوم بمهمة الرقابة على نشاطات المؤسسة أو بعض نشاطاتها كما هو الحال في مراقبة ديوان المحاسبة على النشاطات المالية في الدوائر الحكومية والمؤسسات العامة، كما توجد الرقابة الخارجية التي تطلبها المؤسسة من طرف خبير متخصص خارجي لرقابة أداء المؤسسة".

4-1-2- كما تُعرف بأنّها: "العملية التي يقوم بها أشخاص من خارج المؤسسة بهدف التأكد من تطابق القوائم المالية مع وضع الشركة المالي، لهذا يقوم بها شخص خارجي مستقل محايد عن إدارة المؤسسة".

وعليه فعملية الرقابة الخارجية هي قيام شخص خارجي عن المؤسسة بقياس أداء المؤسسة تصحيحه من خلال اكتشاف الانحرافات وتقديرها، وعلى أساسها يتم اتخاذ القرارات التصحيحية للتأكد من أن نشاط المؤسسة يتبع المسار المخطط وفق الإجراءات والقواعد المحددة سابقا.

4-2- خصائص الرقابة الخارجية: تتميز بمجموعة من الخصائص التي تجعلها أكثر مصداقية ومن بينها ما يلي:

- تَفرض النظام على الأفراد وتحاسبهم على مدى تقيدهم بقواعدها وإجراءاتها؛
- تعمل على التحقق من قيام المؤسسة بواجباتها نحو المجتمع بشكل صحيح، وتحقيق الأهداف الاجتماعية والاقتصادية المتوخاة من حيث الكم والزمان والأساليب المستخدمة؛
- في حالة قصور معايير المؤسسة فان المراقب يعتمد على معايير الرقابة والمراجعة الدولية؛
- تضمن التأكد من أن تصرفات العمال لا تشكل إخلالا أو خروجا عن القواعد والقوانين؛
- إمداد المؤسسة بجوانب ايجابية كالبحوث ودراسات السوق مما يؤهل المؤسسة في تحقيق أهدافها وإزالة العقبات التي تعترض طريق النشاط؛
- تُمارس من طرف هيئات متخصصة في الرقابة مثل جهاز الرقابة الإدارية، وهيئات قضائية وتشريعية وذلك للتأكد من شرعية وقانونية أداء المؤسسات؛
- ترتبط بالنظام السياسي المطبق في الدولة، أساسيات النظم الرقابية، والعرف المحاسبي السائد [1].

4-3- أهداف الرقابة الخارجية: تهدف الرقابة الخارجية إلى تحقيق الأهداف المولية:

- مراقبة حسابات الجهة الخاضعة للرقابة من ناحية الإيرادات، المصروفات، الدقة المحاسبية؛
- التأكد من مدى الالتزام بإجراءات وقواعد الرقابة المحددة؛
- الكشف والتحقيق في المخالفات الإدارية و المالية والمحاسبية التي تقع فيها المؤسسة؛

[1] محمد أمين علي قطان، **هيئات الرقابة الشرعية- اختيار أعضائها وضوابطها-** المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2008، ص: 71.

- إبداء الرأي الفني المحايد نحو قدرة تمثيل القوائم المالية لنتائج أداء المؤسسة ومركزها المالي؛
- التحقق من كفاءة وفعالية أداء المؤسسة في انجاز أهدافها وبرامجها ومشاريعها؛
- الحصول على مؤشرات تبين ما إذا كانت سياسات المؤسسة سليمة أم تحتاج إلى تعديل [1].

4-4- أسباب اعتماد الرقابة الخارجية: من الدوافع والحاجات الملحة لاعتماد الرقابة الخارجية ما يلي:

- عدم كفاية نظام التقارير المعتمد من طرف المؤسسة، وعدم كفاية الإفصاح* في القوائم المالية؛
- فشل إدارة الرقابة الداخلية في تقييم أداء المؤسسة وتصحيحه، وتخفيض وقت وتكلفة عملية المراجعة.

4-5- أنواع الرقابة الخارجية: تختلف أنواع الرقابة الخارجية حسب الزاوية التي ينظر بها إليها وهي كما يلي:

4-5-1- من حيث الجهة التي تقوم الرقابة: حسب هذا المعيار يمكن تصنيف الرقابة الخارجية كما يلي [2]:

أ- مراقب الحسابات الخارجي: يقوم برقابة لاحقة للأداء تنتهي بإعداد الكشفين الماليين الرئيسيين هما: كشف الدخل والميزانية العمومية مع إبداء الرأي في صحة الحسابات وسلامة التعامل المالي، وأوجه الخلل والمجالات التي تحتاج إلى تعديل. وتستفيد إدارة المؤسسة وخاصة مجلس الإدارة أو الإدارة العليا من هذه الكشوفات والتقارير التي تعد من التحليلات المستندة إليها في رقابة العمليات والمعاملات المالية وتعمل على تصحيح ومعالجة أوجه النقص والخلل في الأداء.

ب- الرقابة الإدارية الخارجية: يقصد بها قيام مكتب خارجي متخصص بالإدارة بتقييم أداء المؤسسة دوريا على غرار ما يقوم به مراقب الحسابات على مختلف الأنشطة، لمعرفة مدى توافق الأداء الفعلي مع الأهداف الفرعية مع التأكيد على تشخيص وتحديد مواطن الضعف والقوة.

ج- الجهات الخارجية الأخرى: تتعدد هذه الجهات وتتنوع مهمتها سعة وعمقا بحسب النظام الاقتصادي ومن أهمها ما يلي الرقابة التشريعية، القضائية، الوزارة القطاعية، وزارة المالية، وزارة العمل، والرقابة الشعبية.

4-5-2- من حيث طبيعة ونوع المؤسسة: يمكن تقسيم الرقابة الخارجية حسب هذا المعيار إلى ما يلي:

---

[1] العامر، **أفضل المبادئ للإجراءات الرقابية على المؤسسات الدولية**، وثيقة مترجمة من قبل ديوان المراقبة العامة بالمملكة العربية، متاح على الرابط: www.intossai.org، ص: 06.

* الافصاح: هو عملية إظهار المعلومات المالية سواء كانت كمية أو وصفية في القوائم المالية أو الهوامش والملاحظات والجداول المكملة في الوقت المناسب.

[2] يوسف محمد جربوع، **مدى قدرة المراجع الخارجي من خلال التحليل المالي على اكتشاف الأخطاء غير العادية والتنبؤ بفشل المشروع- دراسة تطبيقية على مراجعي الحسابات القانونيين في قطاع غزة-فلسطين-**مجلة الجامعة الإسلامية، سلسلة الدراسات الإنسانية، المجلد الثالث عشر، العدد الأول، يناير، 2005، ص: 265.

أ- بالنسبة للمؤسسات والشركات ذات الطابع الاقتصادي: بالنسبة لها فان الرقابة الخارجية تهدف إلى إضفاء الثقة على القوائم المالية وتقديم التقرير النهائي للجهات المعنية في المؤسسة كمجلس الإدارة، أو تنفيذ الرقابة الخارجية من طرف المستثمرون، البنوك، نقابات العمال والضرائب.

ب- بالنسبة للهيئات والمؤسسات العمومية ذات الطابع الإداري: بالنسبة لهذا النوع من المؤسسات فان تمويل مختلف أنشطتها يعتمد على ميزانية الدولة أي أنها تخضع لقواعد المحاسبة العمومية، فالأطراف التي تهتم برقابة الوضعية المالية لهذه المؤسسات والهيئات هي الجهات الوصية عليها المتمثلة في مختلف الوزارات التابعة لها [1].

4-6- الصعوبات التي تواجه الرقابة الخارجية: تتعرض الرقابة الخارجية إلى مجموعة من الصعوبات والمشاكل أهمها ما يلي:

- الرقابة الزائدة حيث يقبل العمال عادة درجة معينة من الرقابة وإذا ازدادت تنقلب إلى رفضها؛
- تركيز بعض النظم الرقابية الخارجية في الغالب على نقاط معينة لا تتفق مع وجهة نظر العاملين، وتعكس من وجه نظرهم رؤية محدودة جدا مما قد يثير المسؤولين ضد هذه الرقابة؛
- عدم التوازن بين المسؤوليات والصلاحيات كما قد يتطلب النظام الرقابي الرقابة اللصيقة والمراجعة التفصيلية لكل جزيئات العمل مما يرتبط سلبا بقبول العاملين والتجارب مع النظم الرقابية؛
- عدم التوازن بين العائد والتكاليف التي يحصل عليها العاملون لهذه النظم الرقابية؛
- قد يؤدي عدم تصميم النظام الرقابي الخارجي بشكل محايد إلى عدم قبول المسؤولين بهذه النظم [2].

ومنه نستنتج أنَ عملية الرقابة ضرورية وأساسية في أي نشاط اقتصادي سواء كان ذلك بتنفيذ الأساليب والأنظمة الرقابية من داخل المؤسسة، أو الاستعانة بأطراف خارجية لممارسة الرقابة على الأداء إما بطلب منها أو بإلزام من طرف هيئات أخرى لها سلطة الرقابة على المؤسسة.

[1] أكرم إبراهيم حماد، **مرجع سابق**، ص ص: 25-27.

[2] يوسف محمد جربوع، **مرجع سابق**، ص: 259.

المطلب الثاني: مدخل نظري لمراجعة الحسابات

إنّ المراجعة ميدان واسع عرف تطورات كبيرة متواصلة، صاحبت تعقد النشاطات وتنوعها مع كبر حجم المؤسسات وضخامة الوسائل البشرية، المادية والمالية المستعملة، حيث يصعب فيها التسيير إذ تكثر العمليات المنجزة والمعلومات المتدفقة والأخطاء والانحرافات والتلاعب أحيانا.

1- ماهية مراجعة الحسابات

عرفت المراجعة تغيرات جذرية منذ ظهور أول ممارسة لها إلى غاية اليوم، ولقد أسهمت هذه التغيرات بشكل كبير في تطوير هذه المهنة.

1-1- تعريف مراجعة الحسابات: إنّ تعدد الزوايا التي يتم من خلالها التعرف على المراجعة، أدى إلى تعدد تعاريفها منها ما يلي:

1-1-1- تعريف جمعية المحاسبة الأمريكية: "هي عملية منتظمة للحصول على القرائن المرتبطة بالعناصر الدالة على الأحداث الاقتصادية، وتقييمها بطريقة موضوعية لغرض التأكد من درجة مسايرة هذه العناصر للمعايير الموضوعة، ثم توصيل نتائج ذلك للأطراف المعنية" [1].

1-1-2- كما تُعرف بأنّها: "اختبار تقني صارم وبناء بأسلوب من طرف مهني مؤهل ومستقل، بغية إعطاء رأي معلل على نوعية ومصداقية المعلومات المالية المقدمة من طرف المؤسسة، وعلى مدى احترام الواجبات والقوانين في إعداد هذه المعلومات في كل الظروف" [2].

ومنه نستنتج أنّ عملية المراجعة عبارة عن الفحص الانتقادي لمعلومات المؤسسة حيث تشتمل على الفحص والتحقق والتقرير.

1-2- لمحة تاريخية عن المراجعة: لقد مر ظهور وتطور عملية المراجعة بالمراحل الموالية:

1-2-1- المرحلة الأولى إلى غاية 1500م: تميزت هذه الفترة بممارسة المراجعة عن استماع أصحاب ملاك الأراضي للحسابات التي كانت تتلى عليهم، كما تم استعمال مصطلح "audire" للدلالة عن المراجعة ومن ثم اشتقاق كلمة "audit" والتي ما يزال استعمالها إلى يومنا هذا.

1-2-2- المرحلة الثانية 1500- 1850م: تميزت بالتمهيد للثورة الصناعية، ومن نتائجها انفصال ملكية الإدارة، كما تم تطبيق واستعمال نظرية القيد المزدوج في النظام المحاسبي وظهور نوع من الرقابة الداخلية على المشاريع.

[1] محمد التهامي طواهر، مسعود صديقي، **المراجعة وتدقيق الحسابات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1996، ص: 09.

[2] عبد الفتاح الصحن، **مبادئ وأسس المراجعة علما وعملا**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1993، ص: 04.

1-2-3- المرحلة الثالثة 1850-1905م: بعد انطلاق الثورة الصناعية وظهور الحاجة لمالكي المؤسسات والمشاريع لمن يحافظ على أموالهم، خاصة بعد ظهور قانون الشركات البريطاني الذي أقر ضرورة استعمال مراجعي الحسابات لمراجعة شركات المساهمة.

1-2-4- المرحلة الرابعة 1905م إلى يومنا هذا: تميزت بالاعتماد على أنظمة الرقابة الداخلية من طرف المراجع وكذلك المراجعة الاختبارية، كما أصبح الهدف الأساسي للمراجعة هو إبداء الرأي الفني والمحايد حول القوائم المالية ومدى سلامتها في تمثيل المركز المالي للمؤسسة والنتائج المسجلة [1].

1-3- فروض مراجعة الحسابات: تتمثل فروض عملية مراجعة الحسابات في ما يلي:

- البيانات المالية قابلة للفحص وخلوها من الأخطاء غير المادية؛
- وُجود نظام للرقابة الداخلية سليم يبعد احتمال حدوث أخطاء؛
- التطبيق المناسب للمبادئ المحاسبية يؤدي إلى قوائم مالية سليمة ؛
- العناصر والمفردات التي كانت صحيحة في الماضي تبقى صحيحة إلاّ إذا ثبت العكس.

1-4- أهمية مراجعة الحسابات: تُعتبر المراجعة مهمة بالنسبة للمستثمرين وأصحاب الأموال ومنهم ما يلي:

- مسيرو المؤسسات وذلك من خلال التأكد من أن الأهداف المسطرة قد تم بلوغها؛
- المساهمون وملاك المؤسسة وذلك للتأكد من قدرة تسيير المسؤولين، والاستغلال الجيد والأمثل للأموال المستثمرة قبل الالتزام بقرارات جديدة؛
- الدائنون والموردون الذين يستعينون برأي المراجع في القوائم المالية والمركز المالي؛
- المستثمرون في قرار الإفلاس أو في حالة استثمارات إضافية؛
- الهيئات الحكومية تبنى سياستها على تقرير المراجع لحماية المؤسسات العمومية؛
- إدارة الضرائب تركز عليها في تحديد الوعاء الضريبي وإعطاء المصداقية للتصريحات الضريبية؛
- البنوك عند منحها للقروض لمختلف أنواع المؤسسات [2].

1-5- أهداف مراجعة الحسابات: تهدف مراجعة الحسابات إلى تحقيق مجموعة من الأهداف منها ما يلي:

- التأكد من صحة البيانات والقوائم المالية ومدى الاعتماد عليها؛
- اكتشاف حالات الغش والأخطاء في الدفاتر والسجلات المحاسبية؛

---

[1] يحي حسين عبيد، إبراهيم طه عبد الوهاب، **أصول المراجعة-الأبعاد العلمية ومعايير التطبيق** -الجلاء للنشر، مصر، 2001، الطبعة الأولى، ص ص: 10-11.

[2] عبد الفتاح الصحن، **مرجع سابق**، ص ص: 09-10.

- التأكد من وجود رقابة داخلية جيدة للتقليل من فرص ارتكاب الأخطاء؛
- مراقبة الخطط والسياسات ومتابعة درجة التنفيذ وأسباب الانحرافات؛
- تقييم الأداء ونتائج الأعمال المحققة من قبل المؤسسات وتحقيق أقصى كفاية اقتصادية وإنتاجية [1].

2- أنواع مراجعة الحسابات ومسارها

تختلف مراجعة الحسابات باختلاف زاوية البحث، كما تتبع منهجية خاصة تنطبق على جميع التحقيقات والفحوصات المرتبطة بكل مهام المراجعة في المؤسسة.

2-1- أنواع مراجعة الحسابات: تعدد أنواع المراجعة بتنوع الزاوية التي ينظر منها إليها وهي كما يلي:

2-1-1- من حيث القائم بعملية المراجعة: حسب هذا المعيار هناك نوعان للمراجعة وهما كما يلي:

أ- **المراجعة الداخلية:** تقوم بها هيئة داخل المؤسسة، تخول لها مهام التقييم والمراقبة والتطابق والتحقق.

ب- **المراجعة الخارجية:** تتم من طرف مراجع خارجي عن المؤسسة، وتتمثل مهامه في إبداء الرأي عن مدى صحة وسلامة القوائم المالية والمعلومات المحاسبية.

2-1-2- من حيث الالتزام القانوني: تنقسم المراجعة من حيث الالتزام القانوني إلى نوعين كما يلي:

أ- **المراجعة الإلزامية:** حيث تلتزم المؤسسة بضرورة تعيين مراجع خارجي لمراجعة حساباتها، ويترتب عن عدم القيام بها وقوع المؤسسة في مخالفة.

ب- **المراجعة الاختيارية:** تتم بصفة اختيارية من طرف المؤسسة ويمكن أن تكون كاملة أو جزئية.

2-1-3- من حيث مجال المراجعة: في هذا النوع نجد نوعين من المراجعة وهما كما يلي:

أ- **المراجعة الكاملة:** يكون الإطار الذي يعمل فيه المراجع غير محدد وبدون قيود، ويتعين على المراجع إبداء الرأي الفني والمحايد عن مدى سلامة القوائم المالية كاملة.

ب- **المراجعة الجزئية:** يختار المراجع قسما من أقسام المؤسسة ويقوم بمراجعته، وبالتالي لا يستطيع الخروج برأي نهائي حول كل القوائم المالية.

2-1-4- من حيث حجم الاختبارات: حسب هذا المعيار هناك نوعين للمراجعة هما كما يلي:

أ- **المراجعة الشاملة:** تصلح للمؤسسات الصغيرة لإمكانية فحص جميع القيود والمفردات.

ب- **المراجعة الاختبارية:** هي مراجعة جزء من الكل ثم يقوم المراجع بإبداء رأيه انطلاقا من هذه العينة.

2-1-5- من حيث توقيت عملية المراجعة: حسب توقيت المراجعة هناك نوعان للمراجعة هما كما يلي:

أ- **المراجعة النهائية:** تكون بعد انتهاء الفترة المالية وانتهاء المحاسب من عمله وإقفاله للحسابات.

[1] أمين السيد أحمد لطفي، **المراجعة بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص: 31.

ب- المراجعة المستمرة: هي القيام بمراجعة الحسابات طوال السنة المالية بزيارات متعددة ومفاجئة [1].

2-2- مسار عملية المراجعة: إنّ منهجية المراجعة تنطبق على جميع التحقيقات والفحوص في المؤسسة وذلك كما يلي:

2-2-1- اكتساب معرفة عامة عن المؤسسة: حيث يتم جمع معلومات ومعطيات عامة عن ما يلي:

- البحث عن المعلومات المهمة التي تؤثر على طبيعة التدقيق سواء كانت داخلية أو خارجية؛
- تحديد أهداف المهمة فكل خطوة من مهمته لابد أن تندرج ضمن هدف معين وواضح، إذ أنه من المستحيل مراجعة وفحص كل العمليات المحققة في المؤسسة.

2-2-1- تقييم نظام المراقبة: يتم تقييم نظام المراقبة في المؤسسة من خلال ما يلي:

- تنظيم المؤسسة من خلال تحليل التنظيم الداخلي الذي يشمل التنظيم الإداري والمحاسبي، وتنظيم العمل؛
- خصائص المراقبة الداخلية التي تسمح بالسير الحسن للعمليات اليومية والتي تتطلب خطط السير، تنظيم دفاتر الإجراءات الداخلية للمؤسسة، مؤهلات وكفاءات ملائمة للموظفين.

2-2-2- تنفيذ مهمة المراجعة: على أساس المعلومات المحصل عليها في المرحلة الأولية يقوم المراجع بما يلي:

- إعداد المهمة بناءا على ما تم تحديده في برنامج العمل والأهداف، يقوم المراجع بتطبيق البرنامج وذلك بالاعتماد على تحديد مجال المراجعة، محاولة التدقيق في النظام الرقابي؛ تحديد عناصر المراقبة الداخلية؛
- تنفيذ المراقبات من خلال فحص مطابقة العمليات من خلال الملاحظة، والمصادقة على وضعية المؤسسة بعد التأكد التام والدقيق لصحتها.

2-2-3- مراحل تنفيذ المراجعة: وذلك باستخدام مجموعة من الفحوص والمراقبات الخاصة بكل جانب من جوانب الظاهرة المدروسة، ونميز بين ثلاث مراحل للتدقيق وهي: مراجعة المعطيات المالية والإحصائية، مراجعة عمليات التسيير، ومراجعة العمليات الإدارية.

2-2-4- إعداد التقرير: تعتبر المرحلة النهائية ويمكن تقسيمه إلى جزأين كما يلي:

- الاجتماع النهائي الذي تتجلى أهميته في عرض وتوضيح كل النقاط والإثباتات التي تحصل عليها المراجع أثناء مهمته، يتطلب تحضير جيد من ناحية العرض أو عند مناقشة التوصيات؛
- تقرير المراجعة الذي يشكل وثيقة رسمية ومصدرا للمعلومات، يتم فيه توضيح ما يلي: تقييم نظام المراقبة الداخلية، الكشف عن الأوضاع السائدة، واقتراح توصيات وتوجيهات لتصحيح الأخطاء والمخالفات... [2].

---

[1] السيد محمد، **المراجعة والرقابة المالية –المعايير والقواعد**، الكتاب الحديث للنشر، بيروت،2008، ص ص: 46-48.

[2] K.Belamiri , **méthodologie de vérification des comptes**, Revue S.N.C N° 1, P P: 23- 25.

3- معايير مراجعة الحسابات

يُمكن اعتبار معايير المراجعة كمقياس للجودة من حيث أداء المراجع للإجراءات والأهداف التي يعمل على تحقيقها، فهي تمتاز بعدم التغيير والثبات النسبي.

3-1- المعايير العامة: تتعلق هذه المعايير بتكوين الشخص القائم بعملية المراجعة من حيث المستوى العلمي والمهني، والاعتبارات الأخلاقية ودرجة الجدية في العمل وتتكون من المعايير الموالية:

3-1-1- معيار التأهيل العلمي والتدريب العملي: يعتبر أهم معايير التكوين الشخصي للمراجع من التأهيل الدراسي المناسب والتدريب العلمي على أعمال المحاسبة والمراجعة، يتطلب هذا المعيار ما يلي:

- أن يكون على درجة من التأهيل المهني مع تقييم ذلك لتحديد إذا كان قادر على انجاز المهام؛
- يجب على المراجع أن يكون متعدد التكوينات في المحاسبة، والقانون، والاقتصاد، والضرائب؛
- إلى جانب التأهيل العلمي لا بد من وجود الخبرة الكافية التي تسمح بأداء المهام بشكل كفء.

3-1-2- معيار الحياد والاستقلالية والموضوعية: وذلك بالالتزام ظاهرا وواقعا عند قيامه بعملية المراجعة بالحياد والموضوعية، وترتبط الاستقلالية بقدرة الشخص على العمل بنزاهة وموضوعية. يتطلب هذا المعيار ما يلي:

- على المراجع أن يكون مستقلا استقلالا تاما في جميع ما يتعلق بمهنته؛
- على المراجع الالتزام بالحياد والموضوعية عند تقييم الأدلة والقرائن؛
- على المراجع تجنب ما يحمل الآخرين على الشك في استقلاله وحياده وموضوعيته.

3-1-3- معيار العناية المهنية اللازمة: وذلك بإعطاء الاهتمام الكافي لجميع مراحل عملية المراجعة، أي لا يكفي المراجع أن يكون مؤهلا ومستقلا حتى ينجز عملية المراجعة، وما يلاحظ من هذا المعيار هو صعوبة القياس بطريقة مباشرة لذلك يتم قياس هذه العناية عن طريق التعرف على مدى الوفاء بمسؤوليته [1].

3-2- معايير العمل الميداني: تهتم هذه المعايير بوضع التوجيهات التي يجب الأخذ بها عند تنفيذ عملية المراجعة، وتكون معايير تطبيقية في الميدان يعمل المراجع على تطبيقها وهي كما يلي:

3-2-1- معيار وضع الخطة والتخطيط السليم والإشراف على المساعدين: وذلك على شكل خطة مكتوبة تتضمن الدفاتر والسجلات الواجب فحصها والوقت المحدد لذلك، ولتحقيق هذا المعيار يجب إنجاز الأنشطة الثلاثة الموالية:

- وضع خطة سليمة للعمل مع اكتشاف بيئة المراجعة التي ينشط فيها المراجع؛
- تخصيص المساعدين على مهام الفحص؛

[1] أمين السيد أحمد لطفي، **مراجعات مختلفة لأغراض مختلفة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص ص: 52-54.

- الإشراف على عمل المساعدين وتقييم أدائهم.

3-2-2- معيار الرقابة والتوثيق: وذلك لضمان تنفيذ العمل المخطط بمستوى معين من الرقابة والإشراف على أداء فريق العمل، إلى جانب حتمية توثيق كل الأعمال التي يقام بها أثناء أداء المهام، ويتم الاحتفاظ بأوراق العمل في نوعين من الملفات إحداهما ملف دائم، والآخر ملف جاري.

3-2-3- معيار جمع الأدلة الكافية والملائمة: وذلك بالنظر إلى المراجعة بأنها وسيلة وعملية منتظمة ومتكاملة لتجميع الأدلة، وتحقيق هدف المراجعة لا يتحقق إلا بوجود دليل مادي لهذه القوائم والسجلات المحاسبية، فكلما يصل المراجع إلى جمع أكبر حجم من الأدلة كّلما كان رأيه النهائي ذو صحة ومصداقية [1].

3-3- معايير إعداد التقرير: يُعتبر التقرير بمثابة مؤشر على قيام المراجع بمراجعة القوائم المالية للمؤسسة ويتطلب مـا يلي:

3-3-1- إبداء الرأي عن مدى تطبيق المبادئ المحاسبية عند إعداد القوائم المالية: حيث لا تحض البيانات المحاسبية المقدمة من طرف المؤسسة بالقبول إلا إذا ثبت أن المبادئ المحاسبية المتفق عليها مطابقة، لذلك يقوم المراجع بإبداء رأيه في المبادئ المحاسبية ومدى تطبيقها من طرف المؤسسة.

3-3-2- إبداء الرأي في مدى تطبيق المبادئ المحاسبية خلال مختلف السنوات السابقة: بهدف التنسيق في تطبيق المبادئ المحاسبية ولضمان قابلية القوائم المالية للمقارنة على مدار السنوات المالية، وذلك لأن عدم الثبات في تطبيق هذه المبادئ يؤدي إلى تداخل بين عناصر الإيرادات والمصاريف للفترات المالية السابقة وبالتالي النتائج المالية المتوصل إليها تكون غير صحيحة.

3-3-3- اِحتواء القوائم المالية على كل الإيضاحات والبيانات: حتى يتسنى لمستعمليها فهمها بطريقة مباشرة دون أي غموض، أما في حالة عدم احتواء القوائم المالية على الإيضاحات والبيانات اللازمة، فعلى المراجع أن يذكر هذا الخلو في تقريره النهائي الذي يسلمه للمؤسسة محل المراجعة.

3-3-4- اِلمام تقرير المراجع بجميع القوائم المالية: وهذا لا يعني أنه على المراجع إعطاء موافقة تامة أو رفض على كل القوائم المالية حتى وان تم اعتماد أسلوب العينة ففي أغلب الحالات التي لا يمكن للمراجع إعطاء موافقة تامة عليها، فلا يقوم برفضها بصفة حتمية، كما أنه يذكر في تقريره النهائي أساب الموافقة أو الرفض على محتوى التقارير المالية.

[1] عيد حامد معيوف الشمري، **معايير المراجعة ومدى أمكانية استخدامها في تنظيم الممارسة المهنية**، معهد الدارة العامة للنشر، الرياض، 1994،ص ص:81-83.

4- مفاهيم أساسية لمراجعة الحسابات الداخلية

تعمل المراجعة الداخلية على تطوير وتحسين أنظمة الرقابة الداخلية التي تعتبر العين الساهرة على المؤسسة ووسيلة لتحكم مسؤوليها في العمليات التي هم بصدد إدارتها وتسييرها.

4-1- تعريف مراجعة الحسابات الداخلية: تتعدد تعاريف المراجعة الداخلية التي تتميز بالتنوع والتعدد بتعدد المختصين والهيئات المهتمة بها ومنها ما يلي:

4-1-1- تعريف المعهد الأمريكي للمراجعين الداخليين "I.I.A": "هي نشاط مستقل للتقييم داخل المؤسسة، يعمل على مراجعة النواحي المحاسبية والمالية والأعمال الأخرى، وذلك لخدمة الإدارة، كما أنها رقابة إدارية تقوم بقياس وتقييم الوسائل الأخرى للرقابة" [1].

4-1-2- كما تُعرف أنّها: "وظيفة إدارية تابعة لإدارة المؤسسة، تعبر عن نشاط داخلي مستقل لإقامة الرقابة الإدارية بما فيها المحاسبية لتقييم مدى تماشي النظام مع ما تتطلب الإدارة، أو العمل على حسن استخدام الموارد بما يحقق الكفاية الإنتاجية القصوى" [2].

وعموما فانه يمكن استخراج مجموعة من المظاهر الهامة لوظيفة المراجعة الداخلية وهي كما يلي:

- يشير اصطلاح "داخلي" إلى أن تنفيذ وظيفة المراجعة يتم أساسا داخل المؤسسة؛
- عدم إقامة حدود أو قيود على حكم المراجع الداخلي؛
- تقوم المراجعة الداخلية بالبحث عن الحقائق وتقييم النتائج وذلك خدمة للإدارة.

4-2- آلية عمل مراجعة الحسابات الداخلية: تتضمن مجموعة من الإجراءات الإلزامية التي يعتمدها المراجع من أجل إتمام مهامه بكل ثقة ومصداقية. وتتمثل في ما يلي:

4-2-1- الفحص: يشمل السجلات المحاسبية ومراقبة الأصول والتحقق من التقارير المالية، والهدف من ذلك يتمثل في التأكد من مدى صحة العمليات المحاسبية من حيث الدقة المحاسبية والمستندية، وسلامة التوجيه المحاسبي.

4-2-2- التحليل: يقصد به الفحص الانتقادي للسياسات الإدارية وإجراءات الرقابة الداخلية والحسابات، ويتطلب إجراء المقارنة والربط بين العلاقات، والتمعن بقصد اكتشاف الأمور غير الطبيعية.

[1] عطاء الله، **دراسات متقدمة في المراجعة**، مكتب الشباب، القاهرة، 1994، ص: 34.

[2] جمعة أحمد حلمي، **المدخل الحديث لتدقيق الحسابات**، الصفاء للنشر، عمان، 2000، الطبع الأولى، ص: 59.

4-2-3- الالتزام: يكون في السياسات الإدارية المرسومة بأداء العمليات وفقا للطرق والنظم والقرارات الإدارية، كما أن إدارة المراجعة الداخلية لا تقتصر على المحاسبين والمراجعين، وإنما يمكن أن تزود بقانونيين ومختصين في خصوصيات نشاط المؤسسة للإلمام بجميع نواحي النشاط.

4-2-4- التقييم: ينتج عن عملية الفحص والتحليل مقدرة الحكم على مدى قوة النظام الموضوع ونقاط الضعف فيه، مما ينعكس على التقرير الشخصي الموضح لمدى كفاءة وفعالية واقتصادية السياسات والإجراءات التي تسير عليها المؤسسة.

4-2-5- التقرير: يبرز آراء فنية حول المشكلة وأهميتها وطريقة معالجتها وما توصل إليها من نتائج وتوصيات، وتتبلور قدرة المراجع الداخلي على العرض الواعي والواضح لما قام به من فحص وتقصي [1].

4-3- تقنيات مراجعة الحسابات الداخلية ووسائل تنفيذها: تتمثل تقنيات ووسائل تنفيذ مراجعة الحسابات الداخلية فيما يلي:

4-3-1- المعاينة والجرد الفعلي: وذلك لكي يتأكد المراجع من صحة وحقيقة الرصيد الدفتري للأصل ومقارنته مع الوجود الفعلي، وهذه الوسيلة تعتبر أهم وأقوى وسيله للتحقق من الوجود الفعلي للأصل.

4-3-2- المراجعة الحسابية: تهدف إلى التأكد من سلامة الأرقام والبيانات المحاسبية المسجلة بالمستندات والدفاتر والكشوف والقوائم المالية وتشمل: التحقق من الأرصدة الافتتاحية، مراجعة وفحص العمليات الحسابية، مراجعة جميع صفحات دفتر اليومية، دفتر الأستاذ، ميزان المراجعة...

4-3-3- المراجعة المستندية: تعتبر من أهم الوسائل المستخدمة للحصول على أدلة الإثبات في المراجعة، ولابد للمراجع أن يتحقق من الشروط الواجب توافرها في المستندات، حتى يمكن اعتبارها دليل إثبات وقرينه من قرائن المراجعة والتي على أساسها يبني قراره المهني ويعد تقريره النهائي المدعم بالمستندات الهامة والضرورية حتى يكون قراره أكثر مصداقية.

4-3-4- نظام المصادقات: هي عبارة عن بيان أو إقرار مكتوب من الغير مرسل إلى المراجع بغرض التأكد من صحة رصيد أو بيانات معينة، وتساعد المراجع في التحقق من الوجود الفعلي ومن الملكية ومن التقييم لبعض الأصول غير الموجودة بحيازة المؤسسة.

4-3-5- نظام الاستفسارات والتتبع: حيث يوجه المراجع بعض الأسئلة أو الاستفسارات إلى المختصين داخل المؤسسة، وهذه الاستفسارات تأخذ أحد شكلين الاستفسارات الشفوية أو التحريرية. وعلى المراجع أن يحرص في البحث عن مدى صحة الإجابات.

[1] أيوب توفيق، **طبيعة التدقيق الداخلي**، مجلة المحاسب القانوني العربي، الأردن، 1998، العدد97، ص: 25.

4-3-6- نظام المقارنات والربط بين المعلومات: يشمل إجراء مقارنات بين معلومات الفترة الحالية والفترات السابقة، ودراسة العلاقات بين المعلومات المالية وغير المالية.

4-3-7- المراجعة الانتقادية: يقوم المراجع الداخلي من خلال هذه الوسيلة بدراسة انتقادية فاحصة وتحليل متمعن لبعض العمليات، الدفاتر، السجلات، الحسابات، القوائم المالية.

4-3-8- فحص وتقييم نظام الرقابة الداخلية: من خلاله يتمكن المراجع من تحديد نطاق عملية المراجعة، وتقدير مدى الاعتماد على ذلك النظام، وتحديد حجم العينة والاختبارات التي يجب عليه أن يقوم بإجرائها [1].

4-3-9- نظام الشهادات – الإقرارات-: هي شهادات يحصل عليها المراجع من داخل المؤسسة، ولا ينتج عنها أدلة أو قرائن إثبات وإنما تمكن المراجع من التأكد من سلامة الإجراءات التي يقوم بها وتغطية موقفه خارج نطاق الإجراءات.

5- مفاهيم أساسية لمراجعة الحسابات الخارجية

جاءت المراجعة الخارجية لخدمة أطراف خارج المؤسسة، من أجل تأكيد صدق المعلومات المالية المعلن عنها من قبل الإدارة، مما يؤدي إلى تفسير الأداء المالي والمحاسبي.

5-1- تعريف مراجعة الحسابات الخارجية: تُعرف بالمراجعة الحديثة للحسابات ويقوم بها شخص خارجي مؤهل. ويمكن التعرف عليها من خلال ما يلي:

5-1-1- تُعرف بأنّها: "عملية منظمة للتجميع والتقييم الموضوعي للأدلة الخاصة بنتائج الأحداث والتصرفات الاقتصادية، لتحديد مدى تماشي هذه الأدلة مع المعايير المحددة، وتوصيل النتائج لمستخدمي القوائم المالية وأصحاب المصلحة في المؤسسة" [2].

5-1-2- كما تُعرف بأنّها: "فحص أنظمة الرقابة الداخلية البيانات والمستندات والحسابات والدفاتر الخاصة بالمشروع تحت التدقيق فحصا انتقاديا منظما، بقصد الخروج برأي فني محايد على مدى دلالة القوائم المالية عن الوضع المالي لذلك المشروع في نهاية فترة زمنية معلومة، ومدى تصويرها لنتائج أعماله من ربح أو خسارة عن تلك الفترة" [3].

---

[1] رياض المسلم، **التدقيق الداخلي أهميته وأهدافه ومعاييره**، مجلة المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، العدد111، الربع الثالث1999، ص ص: 37-40.

[2] Pier Conso. Farouk Hémici, **l'entreprise en20 leçons**, **stratégie**, **gestion**, **fonctionnement**, dunod, paris, 2006, 4édition, p: 254.

[3] صديقي مسعود، براق محمد، **انعكاس تكامل المراجعة الداخلية والخارجية على الأداء الرقابي**، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، 08-09 مارس2005، ص: 25.

وعموما فانّ المراجعة الخارجية هي أصل الممارسة المهنية لعملية المراجعة، وعادة ما تقوم بها جهة مستقلة من خارج المؤسسة وقد تكون هذه الجهة شركة أو مكتب من مكاتب المراجعة.

5-2- أدوات مراجعة الحسابات الخارجية: يستعين مراقب الحسابات في إتمام عملية المراجعة بالأدوات المولية:

5-2-1- الأدوات الفحصية: يستعين بها المراجع في فحص مستندات المؤسسة وتشمل ما يلي:

- السبر الإحصائي الذي يعتمد على أسلوب العينة ويقوم على عدة فروض أهمها: المحادثة، البحث الآلي، الفحص والتحقق.
- البحث على أدلة الإثبات الممكنة وذلك من خلال الفحص والتحقق.

5-2-2- الأدوات الوصفية: تعتمد من أجل تقييم أداء المؤسسة وتشمل ما يلي:

- الملاحظة التي تعتبر كأداة أساسية يؤكد من خلالها مدى تمثيل العنصر لواقع الأداء.
- الهيكل التنظيمي الذي يعتبر المرأة العاكسة لتوزيع مختلف الوظائف والمهام الجزئية للمؤسسة على مختلف الأقسام، لذا ينبغي في إعداده مراعاة حجم وطبيعة نشاط المؤسسة وتحديد المسؤوليات [1].

5-3- خطوات مراجعة الحسابات الخارجية: تتم مراجعة الحسابات الخارجية من خلال عدة مراحل متتابعة منطقيا وهي كما يلي:

5-3-1- مرحلة قبول التكاليف: تشمل استلام خطاب التكليف، الإلمام بطبيعة نشاط العمل وتحديد احتياجات التكليف من الموارد المالية والبشرية، مع تقييم مدى قدرة المكتب على أداء التكليف والرد بقبول التكليف من خلال خطاب الارتباط.

5-3-2- مرحلة تخطيط أعمال المراجعة: تشمل أداء الإجراءات التحليلية الضرورية، تحديد حدود الأهمية النسبية ومستوى خطر المراجعة المقبول، فهم الهيكل المتكامل للرقابة الداخلية وتقدير مستوى خطر الرقابة، مع إعداد الخطة العامة لأعمال المراجعة وبرنامج المراجعة المبدئي.

5-3-3- مرحلة تنفيذ أعمال المراجعة: تشمل أداء اختبارات الفحص التحليلي باستخدام الأدوات الفحصية، واختبارات التفاصيل لأرصدة الحسابات وأداء الاختبارات الإضافية للتفاصيل.

[1] محمد سمير الصبان، عبد الوهاب نصر علي، **المراجعة الخارجية –المفاهيم الأساسية وآليات التطبيق وفق المعايير المتعارف عليها والمعايير الدولية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 95.

5-3-4- مرحلة تحديد نتائج المراجعة وإعداد التقرير: تشمل فحص الأحداث الطارئة في تاريخ الميزانية، تجميع الأدلة النهائية والحكم النهائي عليها، تقييم نتائج المراجعة وإعداد التقرير، وإتمام الاتصال بلجنة المراجعة وإدارة المؤسسة [1].

5-4- جودة مراجعة الحسابات الخارجية: تُعَبر الجودة عن الخصائص الفنية النوعية في المراجعة والتي تشبع حاجات أصحاب المصلحة من المراجعة.

5-4-1- عناصر الرقابة على جودة المراجعة الخارجية: لا تحدد المؤسسات المهنية إجراءات معينة لمراقبة الجودة في مكاتب المحاسبة والمراجعة، لأنّها تختلف من مكتب إلى آخر وهي كما يلي [2]:

- الاستقلال والاحترام والموضوعية وعمل استقصاء سنوي بخصوص الاستقلال والمصالح المادية المباشرة وغير المباشرة يجيب عليه كل شريك أو مساهم؛
- إدارة الأفراد؛ حيث تقوم إدارة المكتب بوضع السياسات والقيام بالإجراءات التي تقدم للمكتب تأكيدا معقولا بأن كل الأفراد في الأماكن المحددة لهم وفق الهيكل التنظيمي مع احترام السلم الأفقي والعمودي في الادارة؛
- القبول والاستمرار مع العملاء والتكليفات المهنية، من خلال وضع السياسات والإجراءات اللازمة لاتخاذ قرار القبول أو الاستمرار في العلاقة مع العميل؛
- أداء التكليف الذي يتطلب وجود سياسات وإجراءات للتأكد من أن العمل الذي يقوم به المساعدون يتماشى مع المعايير المعنية والمتطلبات اللائحية ومعايير مراقبة الجودة المهنية الخاصة؛
- المتابعة التي تتطلب وجود سياسات وإجراءات للتأكد من أن العناصر السابقة تطبق بفعالية؛
- الاتصال المتكامل الذي يتطلب وجود قنوات وآليات ووسائل اتصال تسمح بتوصيل سياسات وإجراءات مراقبة الجودة إلى العاملين بالمكتب.

ومنه نستنتج أنّ مراجعة الحسابات تعتمد على قيام المراجع بعمليات الفحص والتقييم لأداء المؤسسة طريق إبداء رأي فني محايد حول تلك البيانات المفحوصة سواء من طرف مراجع داخلي أو مراجع خارجي وذلك في إطار معايير المراجعة المتعارف عليها.

[1] صديقي مسعود، براق محمد، **مرجع سابق**، ص: 27.

[2] أحمد حلمي جمعة، **التدقيق الحديث للحسابات**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 1999، ص ص: 148-149.

المطلب الثالث: العلاقة بين عملية الرقابة ومراجعة الحسابات

تعمل المراجعة الداخلية على تحسين وتطوير وتصحيح الإجراءات الرقابية الموضوعة من طرف الإدارة، تتمثل في قيام المراجع الداخلي بعمليات الفحص والتقييم لنظام الرقابة الداخلية، وإعطاء نصائح للإدارة حول العمليات التي تمت مراجعتها.

1- الإجراءات التي يؤديها المراجع لفهم نظام الرقابة الداخلية

على المراجع أن يحصل على فهم كافٍ لإجراءات الرقابة لغرض تطوير خطة المراجعة، ولغرض الحصول على هذا الفهم على المراجع معرفة وجود أو غياب إجراءات الرقابة الحاصل عليها من خلال فهمه لبيئة الرقابة وللنظام المحاسبي ليقرر فيما إذا كانت هناك ضرورة لفهم إضافي لإجراءات الرقابة، وبسبب اندماج إجراءات الرقابة مع بيئة الرقابة والنظام المحاسبي وبما أن المراجع سيحصل على فهم لبيئة الرقابة وللنظام المحاسبي، فإنه من المرجح الحصول على بعض المعرفة لإجراءات الرقابة أيضاً، مثلاً عند الحصول على فهم للنظام المحاسبي يخص النقدية فإن المراجع سيدرك عادة فيما إذا تتم مطابقة حسابات المصرف واعتيادياً فإن تطوير خطة المراجعة الشاملة لا تتطلب فهماً لإجراءات الرقابة لكل توكيد في البيانات المالية ولرصيد كل حساب ولكل طائفة من المعاملات.

2- العوامل التي تساعد المراجع على فهم نظام الرقابة الداخلية

من بين العوامل التي تساعد المراجع على فهم نظام الرقابة الداخلية ما يلي:

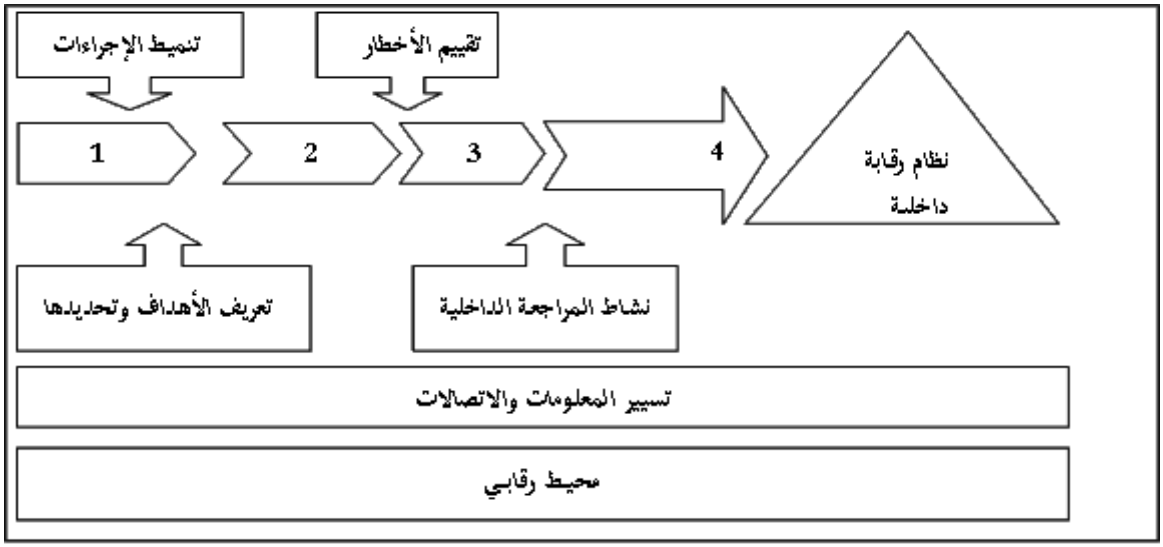
- تجربته السابقة مع المؤسسة؛
- الاستفسارات المتمثلة في فحص و تفتيش المستندات والقيود المحاسبية؛
- ملاحظة أنشطة المؤسسة لفهم نظام الرقابة الداخلية؛
- إعادة تطبيق إجراءات رقابية معينة؛
- التفرقة بين تنفيذ نظام الرقابة الداخلية و فعالية تنفيذ نظام الرقابة الداخلية؛
- أسلوب تطبيق سياسات وإجراءات الرقابة الداخلية ومدى الثبات في تطبيقها؛
- توثيق تفاصيل فهم المراجع لنظام الرقابة الداخلية [1].

3- دور المراجع في تصميم وتطوير نظام الرقابة الداخلية

تعتبر المراجعة الداخلية حلقة مكملة لنظام الرقابة الداخلية مكونة بذلك جو رقابي تعمل في ظله المؤسسة، يمكن تجسيد كل هذا في الشكل الموالي رقم 07.

[1] الغانم عبد الله، **التدقيق الداخلي**، مجلة جمعية المحاسبين القانونيين، السعودية، 2005، ص: 07

شكل رقم (07): مراحل وضع وتحديد نظام الرقابة الداخلية –إنشاء جو رقابي–



Source: Mise En Place D'un Système De Contrôle Interne, Art. Cit, P:10.

نُلاحظ من خلال الشكل أنّه لإنشاء جو رقابي يجب على المراجع وضع نظام الرقابة الداخلية، حيث يبدأ أولاً بوضع الإجراءات والقواعد الرقابية الملزم تطبيقها ويعتمد في ذلك على قواعد وقوانين الإدارة، ثم تحديد الأهداف المراد الوصول إليها وتوضيحها حسب الأولوية والأهمية، ثم يعمل على دراسة المخاطر التي يمكن مواجهتها وتقييمها ووضع حلول وقائية لتجنبها، وفي الأخير يعمل على تحديد ووضع نشاط المراجعة الداخلية بالاعتماد على تسيير المعلومات والاتصالات التي يوفرها المحيط الرقابي.

4- دور المراجع في تقييم أداء نظام الرقابة الداخلية

يقوم المراجع الداخلي بتقييم نظام الرقابة الداخلية من خلال ما يلي:

4-1- تقييم وجود الرقابة الداخلية: يتم تقييم وجود الرقابة الداخلية من خلال فهم إجراءات معالجة بيانات الرقابة الداخلية كما يلي:

- التعرف على نظام معالجة البيانات ونظم الرقابة التي وضعتها المؤسسة؛
- التحقق عن طريق الاختبارات من أن الإجراءات الرقابية التي تم وضعها مطبقة فعلا في المؤسسة؛
- تقييم درجة الخطر الناتج عن أخطاء معالجة البيانات مقارنة بالأهداف المخططة للرقابة؛
- تقييم نظم الرقابة الداخلية التي تضمن حماية الأصول عند وجود خطر فقدانها؛

- فعالية الرقابة الداخلية التي يعتمد عليها المراجع الداخلي وتسمح بتخفيف أعمال المراجعة [1].

4-2- تقييم استمرارية الرقابة الداخلية: من خلال فحص سير عمليات الرقابة الداخلية بهدف ضمان تحقيقيها للنتائج المرجوة طوال فترة المراجعة، فحص التطبيق الدائم للإجراءات، الحكم النهائي انطلاقا من تقييم نتائج المراحل السابقة [2].

5- أساليب تقييم المراجع لنظام الرقابة الداخلية

يتعمد المراجع في تقييم نظام الرقابة الداخلية على مجموعة من الوسائل أهمها ما يلي:

5-1- الأسلوب الوصفي: يعتمد على تحضير قائمة تحتوي على عناوين الأنظمة الفرعية للرقابة الداخلية، وتوجيه الأسئلة للموظفين المسؤولين وتسجيل الإجابات ثم يقوم المراجع بترتيب الإجابات، حيث تظهر كيفية سير العملية من بدايتها إلى نهايتها و يحدد ما إذا كان النظام يتضمن ثغرات أو ينقصه بعض الضوابط الرقابية.

5-2- خرائط التدفق: تتمثل في قيام المراجع بفحص كل دورات الاستغلال ولتسهيل العمل يمكن تصوير نظام الرقابة الداخلية لأي عملية في المؤسسة في شكل خريطة تدفق معبرا عنها على شكل رموز أو رسومات تبين الإدارات والأقسام المختصة بأداء العملية، والمستندات التي تعد في كل مرحلة والدفاتر التي تثبت بها، والإجراءات التي تتبع لمعالجتها وإتمامها، و يمكن أن يضاف للخريطة رموز توضح الوظائف، ومنها الخرائط العمودية والأفقية.

5-3- أسلوب قوائم الاستقصاء(الاستبيان): يعتبر من الأساليب الأكثر استعمالا من طرف المراجعين حيث تقوم على تحضير قائمة نموذجية تشمل مجموعة واقعية من الأسئلة و التي تتناول جميع نواحي النشاط داخل المؤسسة، ويقوم المراجع بتوزيع القائمة على الموظفين لتلقي الإجابات عليها و من ثم تحليلها للوقوف عن مدى فعالية نظام الرقابة الداخلية المطبق بالمؤسسة [3].

6- مراحل تقييم المراجع لنظام الرقابة الداخلية

حتى يتوصل المراجع إلى تقييم نظام الرقابة الداخلية فانه يعتمد المراحل الموالية:

6-1- وصف الأنظمة والإجراءات: تتم هذه المرحلة من خلال التمعن في الإجراءات ومحاولة فهم كيفية عملها باستجواب الموظفين، ثم التعبير عن الإجراءات التي تم فهمها والتي يمكن استعمالها في تقييم قوى وضعف الرقابة الداخلية باستعمال الأسلوب الوصفي، خرائط التدفق، والاستبيان.

---

[1] براق محمد، قمان عمر، **دور حوكمة الشركات في التنسيق بين الآليات الرقابية الداخلية والخارجية للحد من الفساد المالي والإداري**، ملتقى وطني حول: حومة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة،06-07 ماي 2012، ص: 12.

[2] Eglem Jean-Yves et Autres, **les Mécanismes Comptables de l'Entreprise**, 4eme Edition, Gualino Editeur, paris, 2001,p: 296.

[3] Batude. D, **L'audit comptable et financier**, Nathan, Paris, 1997, P P: 57- 59.

6-2- التحقق من فهم الأنظمة: تتم هذه المرحلة من خلال التحقق من أن الإجراءات التي دونت هي فعلا الإجراءات التي تنفذ في المؤسسة عن طريق اختبارات التطابق مع الواقع العملي، لتجنب انطلاق المراجع في عملية تقييمه للرقابة الداخلية على أسس خاطئة، ويعتمد المراجع في هذه المرحلة على ما يلي: اختيار الإجراءات التي يتم اختبارها، القيام بعملية الاختبار، والأهمية الكمية للاختبارات.

6-3- التقييم الأولى لنظام الرقابة الداخلية: تُعتبر هذه المرحلة من أهم المراحل في تقييم نظام الرقابة الداخلية حيث يسلط المراجع الضوء على نقاط القوة والضعف الخاصة بالرقابة الداخلية، من خلال الفحص معمق للإجراءات الموصوفة من أجل إيجاد النقائص لتصحيحها والحفاظ على نقاط قوتها باستعمال قوائم الاستقصاء أو الاستبيان، ثم يحضر وثيقة شاملة يلخص بها وبالنسبة لكل إجراء نقاط القوة والنقائص التي تم إيجادها، وبذلك تتشكل فكرة التقييم المبدئي لنظام الرقابة الداخلية.

6-4- التأكد من تطبيق النظام: تتم هذه المرحلة باستعمال أسلوب العينات والتأكد بأن الإجراءات الموصوفة تحتوي على ضمانات كافية وأن هذه الإجراءات تطبق فعلا، ويعتمد المراجع خلال هذه المرحلة على ما يلي: اختيار الإجراءات التي يتم اختبارها، القيام بعملية الاختبارات، ومجال اختبارات الديمومة.

6-5- التقييم النهائي: يعتمد المراجع خلال هذه المرحلة على المراحل السابقة، حيث من خلال اختبارات الديمومة التي تحدد نقائص التشغيل أو التطبيق في المرحلة السابقة، بالإضافة إلى النقائص في التصميم التي حددت عند إجراء التقييم الأولي لنظام الرقابة الداخلية. يحدد المراجع مدى تأثير هذه النقائص أو نقاط ضعف هذا النظام على صحة ومصداقية الحسابات والقوائم المالية، كما يسمح التقييم النهائي للمراجع باتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة على الرقابة الداخلية [1].

7- تكامل عملية الرقابة ومراجعة الحسابات

تشترك عملية الرقابة الداخلية والمراجعة الداخلية في تحقيق أهداف المؤسسة من خلال التكامل والتناسق فيما بينها. ويتم ذلك من خلال ما يلي:

7-1- أهمية مراجعة الحسابات الداخلية في الرقابة الداخلية: إنّ المراجعة الداخلية تعمل على مساعدة الرقابة الداخلية في تحقيق ما يلي:

- الأهداف المالية من خلال الوقوف على ما يجب القيام به وما تم تحقيقه، تحقيق وتحديد أهم الفرص والتهديدات؛
- الأهداف التشغيلية من خلال مراجعة ومتابعة الإجراءات التشغيلية المختلفة داخل المؤسسة؛

[1] السيد محمد، **المراجعة و الرقابة المالية –المعايير و القواعد-** دار الكتاب الحديث للنشر، الجزائر، 2008، ص ص: 96-101.

- الأهداف التشريعية من خلال التأكد من أن ما يتم اتخاذه من إجراءات وقرارات يتماشى والنصوص القانونية وأنه ليس هناك أي تعارض أو أي مخالفة لهذه التشريعات [1].

7-2- أثر تقييم نظام الرقابة الداخلية على تصميم برنامج المراجعة: عندما يكون نظام الرقابة الداخلية قوي وفعال و يمكن الاعتماد عليه فإن المراجع يقوم بما يلي:

- الحد من الاختيارات التي سيجريها على الدفاتر والسجلات واستخدام أسلوب العينة الإحصائية، من خلال عدم التحيز عند اختبار العينة العشوائية؛

- التوسع في الإجراءات للتحقق من جميع بنود قائمة الدخل وقائمة المركز المالي؛

- إذا تبين أن نظام الرقابة الداخلية غير قوي وغير فعال ولا يمكن الاعتماد عليه، فإن مراجع الحسابات يقرر استخدام خبرته وحكمه الشخصي بدلا من أسلوب العينة الإحصائية [2].

7-3- تقدير مخاطر المراجعة في عملية الرقابة الداخلية: تُعتبر مخاطر المراجعة الأساس الذي يعتمد عليه المراجع عند التخطيط لعملية المراجعة وتقييّم الأدلة، وتتضمن هذه المخاطر ما يلي:

7-3-1- المخاطر الملازمة: هي الأخطار الجوهرية التي يقدرها مراجع الحسابات بناءا على مستوى البيانات المالية التي يحصل عليها ويأخذها بعين الاعتبار عند تطوير برامج التدقيق، كما يقوم بربطها بأرصدة الحسابات الأساسية أو الافتراض بأن المخاطر الملازمة مرتفعة ومحاولة تجنبها ومعالجتها.

7-3-2- مخاطر الرقابة: هي المخاطر التي تنشأ عن الأخطاء التي يمكن أن تحدث في رصيد حسابات معينة أو عمليات منفردة أو مجتمعة مع أخطاء بيانات أو عمليات الترصيد، وهذه الأخطاء لا يمكن منعها أو اكتشافها وتصحيحها في الوقت المناسب بواسطة الأنظمة المحاسبية والرقابة الداخلية من خلال إعادة فحص المستندات المحاسبية.

7-3-3- مخاطر الاكتشاف: هي المخاطر الناتجة عن خطأ في البيانات ولا يمكن اكتشافها من قبل المدقق عند إجراء الإجراءات التفصيلية، وقد تكون هذه الأخطاء موجودة في حساب معين أو عملية أو مجموعة عمليات كما أنها قد تكون مع أخطاء أخرى لبيانات أو أرصدة لحسابات طرأت عليها عمليات مكثفة أثناء النشاط [3].

---

[1] رياض المسلم، **مرجع سابق**، ص: 06.

[2] محمد التهامي طواهر، مسعود صديقي، **مرجع سابق**، ص: 134.

[3] غسان فلاح المطارنة، **تدقيق الحسابات المعاصرة**، ميسرة للنشر، الأردن، 200، ص ص: 224-225.

7-4- تقييم مراجع الحسابات لفعالية عملية الرقابة: يقوم مراجع الحسابات بتقييم فعالية الرقابة الداخلية والتي يعتبرها بداية مهامه عن طريق الخطوات الموالية:

7-4-1- تقييم الرقابة الداخلية: من خلال تأكيدات القوائم المالية وفي حالة الإجراءات الرقابية الضعيفة يتم تحديد أعلى مستوى لمخاطر الرقابة ويلجأ لاختبارات التحقق التفصيلية، أما في حالة الإجراءات الرقابية الفاعلة فإنه يتخذ إحدى القرارين:

- إذا كان إجراء اختبارات التحقق التفصيلية المكثفة لوحدها سيكون أقل تكلفة من الجمع بين اختبارات التحقق التفصيلية واختبارات الرقابة فإنه يقوم باختبارات التحقق التفصيلية؛

- إذا كان الجمع بين إجراء اختبارات الرقابة واختبارات التحقق التفصيلية سيكون أقل تكلفة من إجراء اختبارات التحقق التفصيلية المكثفة فإنه يجمع بين اختبارات الرقابة والتحقق التفصيلية.

7-4-2- إجراء اختبارات الرقابة: وذلك لمعرفة فعالية تصميم وتنفيذ الأساليب الرقابية، ويستخدم المراجع عدة طرق للحصول على الأدلة والقرائن عن فعالية تصميم وتنفيذ السياسات والإجراءات الرقابية.

7-4-3- إعادة تقييم مخاطر الرقابة: حيث في حالة تخفيض مستوى الرقابة فإن المراجع يقوم بتعديل طبيعة وتوقيت ونطاق اختبارات التحقق التفصيلية، أما في حالة ارتفاع مستوى مخاطر الرقابة فإنه يقوم بتوثيق الأسس التي بني عليها استنتاجه بأن أساليب الرقابة المتبعة ملائمة لذلك المستوى من مخاطر الرقابة الداخلية [1].

ومنه نستنتج أنّ مراجعة الحسابات الداخلية لها دور مهم في ضبط النظام الرقابي عن طريق فحص وتقييم نظام الرقابة الداخلية، وإعطاء التقرير الشامل والمفصل للوضع المالي والمحاسبي والإداري.

وكخلاصة نجد أنّ اعتماد النظام الرقابي يساعد على حماية الموجودات، واكتشاف أية مخالفات أو انحرافات في وقت مبكر لاتخاذ الإجراءات التصحيحية ودقة البيانات المحاسبية والمالية، وذلك من خلال مراجعة الحسابات التي تعتمد على الفحص، التدقيق والتحقق من مختلف الإجراءات الرقابية عن طريق تصميم، دراسة وتقييم نظام الرقابة الداخلية.

[1] أحمد السيد السقا، **المراجعة الداخلية الجوانب المالية والتشغيلية**، الجمعية السعودية للمحاسبة، السعودية 1997، ص ص: 27-28

المبحث الثاني

عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية: الماهية، هيكل الرقابة الداخلية والمشاكل

تخضع أسواق الأوراق المالية كغيرها من الأسواق الأخرى لنوع من التنظيم والرقابة سواء كانت داخلية أو خارجية، وتعد من المهام الدقيقة غير السهلة التي ينبغي القيام بها بدقة وروية لأحداث التوازن بين المتعاملين في السوق، ويكون ذلك من خلال هيكل الرقابة الداخلية للتحكم في عمليات التداول، إلا أنها تعاني من صعوبات أو مشاكل نضرا لتعدد وتعقد أنشطة التداول، حيث سنتناول في هذا المبحث مايلي:

- ماهية الرقابة في أسواق الأوراق المالية؛
- هيكل الرقابة الداخلية وتنظيم أسواق الأوراق المالية؛
- مشاكل الرقابة الداخلية في أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: ماهية الرقابة في أسواق الأوراق المالية

تم إنشاء هيئات الرقابة والتنظيم، من أجل تنظيم ومراقبة مختلف الأسواق وفقًا لمتطلبات اقتصاد سوق فاعل، وتعمل على التأكد من سير النشاط بين لمتعاملين في السوق.

1- تطور مفهوم عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية

لقد تطورت عملية الرقابة بتطور أسواق واقتصاديات الدول، كما أنها تختلف من سوق لأخر

1-1- تعريف الرقابة في أسواق الأوراق المالية: يمكن التعرف على عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية من خلال ما يلي:

1-1-1- تعرف بأنها: "مجموعة القوانين، القواعد، والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة" [1].

1-1-2- كما تعرف بأنها: "مختلف الإجراءات التي تعنى بمتابعة عمليات التداول للتأكد من التزام المشاركين في السوق باللوائح الصادرة عن هيئة السوق، والتأكد من إيفاء الشركات المدرجة بشروط وضوابط الإفصاح المستمر، والتأكد من قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية على المستثمرين" [2].

[1] سناء عبد الكريم الخناق، **حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للازمات المالية– التجربة الماليزية–** مجلة جامعة ملايا، ماليزيا،

[2] إبراهيم أنور، **الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية**، مجلة جسر التنمية، الكويت، المجلد 10، العدد100 ، 2011، ص: 02

ومنه نستنتج أنّ عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية هي وظيفة التأكد من أن الأنشطة توفر النتائج المرغوبة من خلال قياس أداء المشاركين في السوق واكتشاف الانحرافات، والاختلالات لاتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة، والتأكد من التزام كل الأطراف بمهامها في السوق المالية.

1-2- نشأة الرقابة في أسواق الأوراق المالية: تختلف هيئات الرقابة من سوق إلى آخر؛ حيث نجد في الجزائر أن عملية الرقابة مسندة إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة C.O.S.O.B *.

تم تأسيس هذه اللجنة بمقتضى مرسوم تشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993م، المتعلق ببورصة القيم المتداولة وتتكون من رئيس وستة أعضاء غير دائمين لمدة أربع سنوات، تهتم في الأساس بتنظيم ومراقبة أسواق القيم المتداولة وهذا لحماية المستثمرين فيها وتحقيق الشفافية وحسن سير سوق القيم المنقولة. ولقد خولت لها عدّة سلطات تتمثل فيما يلي:

1-2-1- السلطة التنظيمية: تتعلق بتحديد الأطر القانونية لتنظيم وتسيير السوق بواسطة إصدار التنظيمات المتعلقة بشروط الاعتماد والقواعد المهنية الخاصة بالوسطاء في عمليات البورصة.

1-2-2- سلطة التحقيق: تقوم بالتحقيق في مدى مصداقية كل المعلومات التي تقدمها المؤسسات والشركات المدرجة في البورصة، والسهر على تصحيح المخالفات التي تم ضبطها.

1-2-3- سلطة التدخل: تتدخل في حالة التجاوزات وتتكون من المؤسسات المصدرة، وتتدخل في العمليات والصفقات التي تتم بصورة غير قانونية، سواء كان تدخل قبلي وقائي أو بعدي علاجي.

1-2-4- سلطة التحكيم والتأديب: يكون التأديب بالتدخل في حق الوسطاء المتجاوزين للقوانين والتشريعات في البورصة، والتحكيم في فصل المنازعات الموجودة بين الوسطاء وكذلك في شرح وفهم كل المواد القانونية والتشريعية [1].

2- أهداف الرقابة في أسواق الأوراق المالية

تهدف عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية إلى تحقيق ما يلي:

- تحقيق استقرار السوق ودعم الثقة بين المتعاملين، وحمايتهم من الغش والاحتيال، وفض النزاعات بأسرع وقت وبأقل التكاليف؛
- توفير فرص أكثر للالتقاء المدخرين وأصحاب المشاريع الذين يبحثون عن تمويل؛

* Commission D'organisation et de Surveillance des Opération de Bourse

[1] محفوظ جبار، عديلة مريمت، **انهيار سوق الأسهم الجزائرية وبدائل الاستثمار- ملحوظة علمية-** مجلة دراسات العلوم الإدارية، جامعة الجزائر، المجلد 35، العدد2 ، 2008، ص: 401.

- تحقيق المساواة في توفير المعلومات التي تمكن المتعاملين من تقدير العوائد والمخاطر المحتملة؛
- الحد من استغلال السماسرة لتحقيق مصالحهم وإلحاق الضرر بالعملاء ؛
- الحد من استفادة الأشخاص ذوي العلاقة بالشركة المصدرة للأسهم من المعلومات اللازمة لتحقيق المنافع على حساب المستثمرين الآخرين [1].

3- الأطر الرقابية والتنظيمية في أسواق الأوراق المالية

لتحديد إذا كانت الأسواق بحاجة للتطوير، تم وضع مجموعة من الأطر الرقابية وهي كما يلي:

3-1- قانون الشركات: يتضمن الأشكال القانونية للشركات، متطلبات التسجيل، إجراءات ممارسة النشاط، والخروج من النشاط والتصفية.

3-2- قانون الأوراق المالية: يشمل أحكام العضوية في البورصة، إدراج وإلغاء الأوراق المالية، الإفصاح والشفافية والتداول، التسجيل ونقل الملكية، السلوك المهني للمتعاملين، المخالفات والعقوبات.

3-3- قانون إدارة السوق: يتضمن أحكام تعيين مجلس الإدارة وإدارات كل من: إيداع الأوراق المالية، التراخيص والتفتيش، متابعة إجراءات الشركات، المتابعة والتنفيذ، الإشراف والرقابة، تنظيم وتطوير السوق [2].

4- وسائل الإدارة في الرقابة في أسواق الأوراق المالية

تعتمد الإدارة في تطبيق الرقابة في السوق على مجموعة من الوسائل الوقائية والرقابية الموالية:

4-1- الوسائل الوقائية: تتجسد في مجموع الإجراءات الأولية قبل نشوء العلاقة بين الشركات والمتعاملين في السوق، وتشمل هذه الإجراءات قرار ترخيص إنشاء وقبول إدراج الشركات في السوق، وتداول الأوراق المالية في سوق مرخص ومن خلال وسيط مقيد في السوق.

4-2- الوسائل الرقابية: تتمثل في نشاط هيئة السوق والتي تعمل على ضرورة تطبيق القرارات التنظيمية وفرض احترامها على أطراف التعامل، والكشف عن الانحرافات والاختلالات لتصحيحها، على أن يكون ذلك في إطار تحقيق كفاءة السوق [3].

---

[1] دريد كامل ال شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2012، ص ص: 150-151.

[2] ابراهيم أنور، **مرجع سابق**، ص ص: 03-06.

[3] خليف ثامر الحميدة، **وسائل الإدارة في الرقابة على سوق الأوراق المالية**، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات- أفاق وتحديات- جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006، ص ص: 17-36.

وعموما فانّ عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية تعبر عن التحكم في أو توجيه سلوك المتعاملين، من خلال وضع الأطر والضوابط المنظمة للتعامل، وتحديد قواعد السلوك الواجب إتباعها بين المتعاملين ومعاقبة من يخالفها.

المطلب الثاني: هيكل الرقابة الداخلية وتنظيم أسواق الأوراق المالية

يَختلف هيكل الرقابة الداخلية وتنظيم وإدارة أسواق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى وفقاً لمعايير وأهداف كل سوق، وعموما فانه حسب سوق الأوراق المالية في الجزائر فان الهيئة العامة التابعة للدولة هي الجهة الرقابية الخارجية والهيئة الرقابية هي الجهة الرقابية الداخلية.

1- هيكل تنظيم أسواق الأوراق المالية

يعتمد تنظيم أسواق الأوراق المالية على الهياكل الموالية:

1-1- الهيئة العامة: تمثل الجهة الحكومية وتقوم بحماية المستثمر، تشجيع إقامة أسواق أولية وثانوية للتداول، تتميز بالكفاءة وحسن التنظيم والرقابة.

1-2- الهيئة التشريعية: تقرر القوانين واللوائح التي تحكم السوق، وتحديد مهام الجهات الرقابية.

1-3- الهيئة الرقابية: تشرف على تنفيذ القوانين، وفرض عقوبات يجيزها القانون في حق المخالفين.

1-4- المنظمات المهنية: يكون أعضاؤها من الشركات والأفراد المتعاملين، تساهم في تنظيم السوق من خلال التنظيم الذاتي لأعضائها [1].

2- الرقابة الذاتية في أسواق الأوراق المالية

يقوم مفهوم الرقابة الذاتية على افتراض بأن المتعاملين وصلوا إلى مستوى كاف من النضج لوضع معايير لتسيير العمل، تساهم في تعزيز مكانتهم في نظر الجمهور، وتتضمن التأكد من الالتزام بالمعايير الأخلاقية وأحكام القانون من خلال أعضاء بذات المنظمة كرقيب داخلي، ويكون الرقيب خبير متخصص بأُسس تداول الأوراق المالية مع تطبيق العقوبات على المخالفات [الأخطاء، الغش، التضليل، خلق الإشاعات ونشرها، التصرفات غير القانونية...] وذلك لضمان حسن سير التداول، والسهر على تقديم قوائم مالية صحيحة لتسهيل مراجعتها من طرف مراجع الحسابات [2].

---

[1] أحمد أمين السيد لطفي، **التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص ص: 487-488.

[2] **نفس المرجع**، ص ص: 490-492.

3- معايير فعالية هيكل الرقابة الداخلية في أسواق الأوراق المالية

يعتمد هيكل الرقابة الداخلية الفاعل في أسواق الأوراق المالية على مجموعة من المعايير التي تعتبر أساس الهيكل الرقابي السليم .ومن بين هذه المعايير ما يلي:

3-1- الهيكل التنظيمي: يشمل مختلف الهياكل والمصالح الإدارية أفقيا وعموديا ويمثل نقطة البداية لتحقيق الرقابة المحاسبية والإدارية الفاعلة على عمليات السوق.

3-2- نظام محاسبي سليم: يتضمن سلسلة من الإجراءات والقواعد المحاسبية التي يتبعها السوق بهدف الاحتفاظ بسجلات محاسبية، يتم بموجبها توجيه وتسجيل وتبويب عملياتها وإعداد التقارير المفصل عن عمليات التداول.

3-3- إجراءات العمل التفصيلية وأدلة التدقيق: يتم تطبيقها بتوفر برنامج يتضمن كافة الإجراءات التفصيلية التي يجب تنفيذها لكل صفقة وتحديد الجهة المسئولة عن تنفيذ تلك الإجراءات، والعمل على جمع أكبر عدد ممكن من أدلة الإثبات عن مختلف عمليات التداول وعن السيرة المهنية للمتعاملين.

3-4- وجود العاملين المؤهلين: من الأفضل توفر الكفاءات والخبرات المهنية المتخصصة بدرجة كافية، واستخدام كافة الوسائل المحوسبة في النواحي المالية والإدارية لضمان الدقة وتوفير الضوابط الرقابية لحماية المستثمر من أي تلاعب أو اختلاس.

3-5- رقابة الأداء: وذلك للتأكد من مدى الالتزام بمستويات الأداء المخطط لها من طرف العاملين والمتعاملين، ومعالجة الاختلالات عن هذه المستويات الذي يعكس وجود بيئة رقابية فاعلة في السوق المالية [1].

4- تقييم هيكل الرقابة الداخلية في أسواق الأوراق المالية

لتقييم هيكل الرقابة الداخلية في أسواق الأوراق المالية فانه يجب تقييم كل من ما يلي:

4-1- بيئة الرقابة: تشمل هذه البيئة مجموعة العوامل التي تزيد فعالية سياسات وإجراءات الرقابة على المتعاملين ومن بينها ما يلي: أساليب تحديد السلطة والمسؤولية في كل المستويات التنظيمية، المؤثرات الخارجية البيئية على الوسطاء....

4-2- النظام المحاسبي: والذي يتكون من السجلات والقواعد والإجراءات المستخدمة في حصر، تحليل، تلخيص، تصنيف، تسجيل، تقرير عن عمليات التداول. كما يتحقق مراجع الحسابات من أنه يراعي الأسس والمعايير المحاسبية المتعارف عليها.

[1] محفوظ جبار، عديلة مريمت، **مرجع سابق**، ص: 407.

4-3- إجراءات الرقابة: وهي الإجراءات التي تطبق في كافة المستويات التنظيمية للسوق المالية وتهدف إلى الوصول إلى ضمان معقول لتحقيق السوق لأهدافها، من بين الإجراءات الرقابية إجراءات لحماية وحيازة واستخدام الأوراق المالية، نظام السجلات والتوثيق للمعاملات، برامج الحاسب الآلي المتطورة والمشفرة وسجلات العملاء والعمولة [1].

وعموما فانّ أسواق الأوراق المالية تعتمد على هيكل أو نظام الرقابة الداخلية كباقي الأسواق الأخرى، فهو الأداة الرقابية التي تمكن إدارة السوق من التحكم في عمليات التداول، واكتشاف الاختلاس والتزوير ومواجهته بأقل الأضرار على المتعاملين وضمان استمرار وتطور نشاط السوق.

المطلب الثالث: مشاكل الرقابة الداخلية في أسواق الأوراق المالية

إنّ طبيعة عمليات وأهداف وتنظيم نشاط أسواق الأوراق المالية، تتطلب تركيز مراقب الحسابات على عناصر ومفردات معينة تستلزم إجراءات رقابية خاصة لتجنب مشاكل ومخاطر الرقابة

1- أهم مشاكل الرقابة الداخلية في صناديق وشركات الاستثمار

ترتبط مشاكل الرقابة الداخلية في صناديق وشركات الاستثمار بما يلي:

1-1- التعرف على صناديق وشركات الاستثمار

يمكن إعطاء لمحة نظرية مختصرة عن صناديق وشركات الاستثمار من خلال ما يلي:

1-1-1- التعريف: "هي شركات مساهمة أو توصية بالأسهم يتركز نشاطها الرئيسي في تجميع الأموال من المساهمين، وإعادة استثمارها في أوراق وحقوق مالية وطنية أو أجنبية، وقد تكون صناديق عامة أو صناديق تابعة للبنوك أو شركات التامين، ومراجعتها هي مراجعة خارجية للحسابات تهدف لإبداء الرأي المستقل المحايد في القوائم المالية" [2].

1-1-2- أنواع صناديق وشركات الاستثمار: تتعدد صناديق الاستثمار وفقا لحاجات ورغبات وأهداف المستثمرين، ومن أهمها ما يلي:

أ- وفقا لهيكل رأس المال: حسب هذا المعيار تصنف الصناديق إلى ما يلي:

---

[1] عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، **مراجعة الحسابات في بيئة الخصخصة وأسواق المال والتجارة الالكترونية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص ص: 232-234.

[2] منى قاسم، **صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين**، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2000، ص: 07.

أ-1- الصناديق المغلقة: هي صناديق مشتركة يتم خلالها إعادة شراء حصص الأسهم من ملاكها بأي كمية وفي أي وقت، تتميز بثبات رأس مالها بمجرد انتهاء فتر اكتتابه، تشكله شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة *.

أ-2- الصناديق المفتوحة: هي صناديق مشتركة يتم خلالها إعادة شراء حصص الأسهم من ملاكها، ولا يكون لها حجم أو فترة محددة، حيث يمكنه بدأ الاستثمار مع استمرار الإصدار مع حرية دخول وخروج المشاركين.

ب- وفقا للأهداف المقررة: حسب هذا المعيار تصنف الصناديق إلى ما يلي:

ب-1- صناديق النمو: تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية لتشكيلة الصندوق خاصة أسهم الشركات عالية النمو، لتوليد المزيد من الأرباح التي تعاد استثمارها مرة أخرى لتنعكس على القيمة السوقية للسهم.

ب-2- صناديق الدخل: تهدف إلى تحقيق دخل جاري للمستثمرين خاصة اللذين يعتمدون على عوائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة.

ب-3- صناديق الدخل والنمو: تهدف إلى المحافظة على أصولها وتحقيق دخل دوري، تستهدف اللذين يعتمدون جزئيا على عوائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة، وفي نفس الوقت تحقيق قدر من النمو لاستثماراتهم.

ب-4- صناديق إدارة الضريبة: لا تقوم بأي توزيعات على المستثمرين، وقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمرين على أسهم إضافية بقيمتها، وعدم دفع الضريبة لعدم الحصول على توزيعات.

ب-5- صناديق ذات أهداف مزدوجة: هي نوع خاص تلبي احتياجات نوعين من المستثمرين أحدهما يهدف إلى الحصول على دخل من استثماراته، والأخر يهدف إلى تحقيق نمو معتبر في استثماراته.

ج- وفقا لمكونات التشكيلة: حسب هذا المعيار تصنف الصناديق إلى ما يلي:

ج-1- صناديق الأسهم العادية: تتكون من أسهم عادية فقط ومنها الأسهم العالية النمو، والأسهم التي تشارك في مؤشر معين في السوق.

ج-2- صناديق السندات: تتكون من السندات منها السندات التي تصدرها الشركات، أو تصدرها الحكومة، أو سندات مرتفعة الجودة، أو منخفضة المخاطر.

ج-3- الصناديق المتوازنة: تسمى بالصناديق المنوعة تتكون من الأسهم و الأوراق المالية الأخرى، منها السندات التي تصدرها الحكمة أو الشركات، والسندات القابلة للتحول إلى أسهم و الأسهم الممتازة [1]؛

* شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة: هي شركات يخول لها إصدار أسهم تباع للجمهور، وتحدد حجم وفترة استثماراتها من البداية، وعند بلوغ استثمارها عند المستوى المطلوب تغلق إصدارها ولا تقبل مشاركين جدد ولا تسمح بانسحاب المشاركين الحاليين حتى نهاية فترة الاستثمار.

[1] وليد هويمل عوجان، **صناديق الاستثمار- دراسة وتحليل-** المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات- أفاق وتحديات- جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006، ص ص: 19-29.

ج-4- صناديق سوق النقد: تتكون من تشكيلة الأوراق المالية قصيرة الأجل عادة ما تتداول في سوق النقد، ومنها أذونات الخزينة، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول.

1-2- صعوبات الرقابة الداخلية في صناديق وشركات الاستثمار: تواجه الرقابة الداخلية مجموعة من الصعوبات والعوائق في صناديق وشركات الاستثمار وأهمها ما يلي:

1-2-1- توقيت تقييم هيكل الرقابة الداخلية: من الأفضل أن تبدأ إجراءات الرقابة مبكرا بسبب أن عمليات التداول تتسم بالسرعة ويفضل التحقق من إجراءات الرقابة الداخلية عليها مبكرا، وانجاز مهمة تقييم نظام الرقابة الداخلية مبكرا لأن الإفصاح عن التقارير المالية يكون نصف وربع سنوية عادة، واهتمام الإدارة باستمرارية التحقق من استيفاء نظام الرقابة الداخلية لمقومات الكفاءة والفعالية لأن نشاط الصناديق يجب أن يتم بدقة وكفاءة لتأثير نشاطها البارز في السوق.

1-2-2- الإنابة في الإدارة والتسجيل المحاسبي: حيث تعهد الإدارة نشاطها إلى وكيل أو مدير الاستثمار، كما أن الرقابة الداخلية تتطلب في هذا الشأن أن يكون الوكيل مستوفيا الشروط القانونية، ومتابعة نشاط الوكيل لتحديد مدى التزامه بقواعد التعامل بين المتعاملين، وجود إجراءات للرقابة على الوكيل في إصدار الأسهم وتداولها.

1-2-3- محفظة الأوراق المالية: تعتبر الرقابة الداخلية على الاستثمارات أهم إجراءات الرقابة على الإطلاق حيث يجب ما يلي: مراعاة ضوابط الاستثمار في الأوراق المالية للشركة المصدرة، وجود سياسة محددة وإجراءات لمتابعة حركة الاستثمارات لدى الوكيل، الفصل بين سجلات الاستثمارات حسب نوع الورقة المالية ومدى تداولها في البورصة المحلية والأجنبية، وجود إجراءات فعالة لتقييم ومراقبة أداء المحفظة [1].

2- أهم مشاكل الرقابة الداخلية في شركات السمسرة في الأوراق المالية

من أهم مشاكل وتطبيقات الرقابة الداخلية لأهم عمليات شركة السمسرة ما يلي:

2-1- التعرف على شركات السمسرة في الأوراق المالية: يمكن إعطاء لمحة نظرية مختصرة عن شركات السمسرة في الأوراق المالية كما يلي:

2-1-1- التعريف: "هي شركات مساهمة أو توصية بالأسهم، تقوم بمباشرة عمليات التداول بالبورصة من خلال السمسار، تتمثل إيراداتها في عمولة السمسار عن عمليات الوساطة، تتمثل أصولها في حسابات عملاء

[1] عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، **مرجع سابق**، ص ص: 201-203.

السمسار والأوراق المالية والنقدية بالبنوك والخزينة، وتشمل التزاماتها حسابات الدائنين، ومراجعتها هي مراجعة خارجية تهدف لإبداء الرأي المستقل المحايد في القوائم المالية" [1].

2-1-2- أنواع شركات السمسرة في الأوراق المالية: كانت شركات السمسرة قبل القرن 18م تصنف إلى الوسطاء النقديين والوسطاء غير النقديين وفي العصر الحديث أصبحت تصنف إلى نوعين من المؤسسات هما كما يلي:

أ- المؤسسات الودائعية: هي مؤسسات مالية تصدر حقوق ذات قيمة ثابتة على نفسها وتقوم بخلق الودائع بمختلف أنواعها ومن بينها ما يلي: البنوك التجارية، بنوك الادخار، مؤسسات الادخار والاقتراض، اتحاد الائتمان.

ب- المؤسسات غير الودائعية: هي مؤسسات متعددة تقدم خدمات مالية غير تلقي الودائع ومن بينها شركات التأمين بمختلف أنواعه، شركات التمويل [2].

2-2- صعوبات الرقابة الداخلية في شركات السمسرة في الأوراق المالية: تواجه الرقابة الداخلية مجموعة من الصعوبات والعوائق في شركات السمسرة والوساطة في الأوراق المالية منها ما يلي:

2-2-1- الأوراق المالية: في ظل الالتزام بالضوابط الرقابية فانه يجب أن يكون لكل نوع من الأوراق المالية رقم يميزه ودليل مستندي على الملكية، وأن يكون هناك موظف مسؤول عن تسجيل المبادلات مع تطبيق مقومات الرقابة، وأن تكون الرقابة على عمليات التبادل التي تتم عن طريق الفاكس، البريد والتبادل الالكتروني، ويجب الاحتفاظ بسجلات مصنفة للعملاء والسماسرة ومتابعة الحسابات المعلقة للأوراق المالية والتفطن لأسبابها وأثارها المستقبلية على السوق المالية.

2-2-2- حسابات العملاء: من أهم متطلبات الرقابة الداخلية على العملاء وجود موظف في فتح الحسابات الجديدة للعملاء وسجل خاص لعملاء الشراء، وجود نظام محدد لإرسال المراكز المالية للعملاء بصورة دورية، وضع وتنفيذ إجراءات رقابية لضمان عدم الخروج عن التعليمات والعمل على اكتشاف التزوير والتلاعب سِواء من خلال الإجراءات الرقابية أو من خلال تقرير مراجع الحسابات.

2-2-3- الحسابات المعلقة: من أهم شروط الرقابة الداخلية حصر وتحديد أجال عمليات الشراء والبيع المعلقة بصفة دورية وإعداد تقرير دوري عنها، يجب التأكد من مفردات العمليات المعلقة دوريا لتحديد مدى

---

[1] فريد النجار، **إدارة شركات تداول الأوراق المالية- فنون الاستثمار في البورصة-** مجلة مركز التعليم المفتوح بجامعة بنها، كلية التجارة، برنامج مهارات التسويق والبيع، 2008، ص: 12.

[2] وليد عبد مولاه، **البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية**، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس 2010، العدد91،ص: 46.

ملاءمة الرصيد المدين أو الدائن في الحساب، يجب فحص عناصر العمليات المعلقة التي تم تسويتها والتأكد من صحة إجراءات التسوية مع الاحتفاظ بالأدلة والقرائن الدالة على الحالة.

2-2-4- إيرادات العمولة: تستهدف شروط الرقابة الداخلية الفصل في المهام والواجبات لحساب العمولة، وتخصيص سجل خاص بإيراد العمولة اليومي المفصل، التحقق من صحة حساب العمولة عن عمليات الوساطة بين البائع والمشتري في مختلف عمليات التداول [1].

3- أهم مشاكل الرقابة الداخلية في الشركات المقيدة في أسواق الأوراق المالية

من أهم مشاكل الرقابة الداخلية في الشركات المقيدة في أسواق الأوراق المالية ما يلي:

3-1- تقدير الخطر: يجب أن يحصل المراقب على معرفة كافية لعملية تقدير الخطر بسبب التغيرات الجوهرية في بيئة أداء الشركة لأنشطتها، دخول موارد بشرية جديدة في التنظيم، الاعتماد على نظم معلومات غير مستحدث، والنمو السريع لأعمال الشركة وعدم اعتماد الإدارة على تقنيات حديثة في إدارة وتسيير الشركة، عدم تعديل الشركة لاستراتيجياتها وتجنب محاولة الدخول في أنشطة جديدة أو تنويع أوراقها المالية.

3-2- المتابعة: من أهم مصادر المعلومات التي تستدعي تعديل الرقابة الداخلية دراسة الحالة الراهنة للرقابة الداخلية المطبقة والمتابعة الدورية لفعالية الرقابية الداخلية من خلال التقارير المقدمة للإدارة، آلية التغذية العكسية من القائمين على الرقابة الداخلية ومتابعة شكاوى العملاء التي تمثل مصدر مهم للمعلومات [2].

وعموما فإنّ مشاكل الرقابة الداخلية في أسواق الأوراق المالية تتلخص في مشاكل المتعاملين وخاصة منهم صناديق وشركات الاستثمار، شركات السمسرة في الأوراق المالية، الشركات المقيدة في السوق.

ومنه نستنتج أنّ عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية تخضع لإجراءات وقواعد خاصة، نظرا لأهمية نشاطها في الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال التحكم في عمليات التداول واكتشاف الاختلاس والتزوير وحماية حقوق المستثمر، وتعتمد في ذلك على هيكل الرقابة الداخلية، مع أنها قد تواجه صعوبات تواجهها وتعمل على مواجهتها ومعالجتها بأقل الأضرار والتكاليف الممكنة.

---

[1] عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، **مرجع سابق**، ص ص: 258-263.

[2] عبد الوهاب نصر علي، **خدمات مراقب الحسابات لسوق المال- المتطلبات المهنية ومشاكل الممارسة العملية في ضوء معايير المراجعة المصرية والدولية والأمريكية**، الجزء الأول، المراجعة الحديثة لحسابات الشركات المقيدة بالبورصة وفقا لمدخل الأهمية وخطر المراجعة ودورات العمليات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص ص: 113-114.

المبحث الثالث

مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية: الإطار النظري، تطبيقاتها ومسؤولية مراجع الحسابات

تلعب مهنة مراجعة الحسابات دوراً محورياً في تعزيز مصداقية القوائم المالية، من خلال التحقق من مدى عدالة المعلومات الواردة بها، والتقرير عنها لمستخدمي القوائم المالية لاتخاذ قرار الاستثمار والإقراض، وذلك بأكبر قدر ممكن من الجودة لاستخدام المعلومات المالية على نحو رشيد، كما يتحمل المراجع المسؤولية من أي خطر قد يؤثر على مصداقية القوائم المالية، وسنتطرق في هذا المبحث الى:

- مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية؛
- تطبيقات مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية؛
- مسؤولية مراجع الحسابات في أسواق الأوراق المالية

المطلب الأول: مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية

تعمل مراجعة الحسابات على تطوير وتحسين أنظمة الرقابة الداخلية، التي تعتبر العين الساهرة على السوق المالية ووسيلة للتحكم في العمليات المالية.

1- تطور مفهوم مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية

يمكن تتبع تطور مفهوم مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية من خلال ما يلي:

1-1- تعريف مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية: هناك عدة تعاريف لعملية مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية ومنها ما يلي:

1-1-1- تُعَّرف بأنّها: "عملية منظمة للتجميع والتقييم الموضوعي للأدلة الخاصة بمزاعم العميل، بشأن نتائج الأحداث والتصرفات الاقتصادية، لتحديد مدى تماشي هذه المزاعم مع المعايير المحددة وتوصيل النتائج لمستخدمي القوائم المالية وأصحاب المصلحة في النشاط" .

1-1-2- كما تُعَّرف بأنّها: "النشاط التقييمي المحايد الذي يتم داخل السوق المالي بقصد مراجعة العمليات المحاسبية والمالية كأساس لتقديم الخدمات الوقائية للإدارة" [1].

[1] كمال خليفة أبو زيد وأخرون، **دراسات في المراجعة الخارجية للقوائم المالية**، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص: 17.

وعموما فانّ مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية هي نشاط تقيمي واستشاري مستقل وموضوعي، مصمم لإضافة القيمة وتحسين عمليات السوق عبر مساعدتها في تحقيق أهدافها، بواسطة إكساب السوق آلية منظمة ومنهج انضباطي لتقييم وتحسين فعالية إدارة المخاطر والرقابة.

1-2- أنواع مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية: تتنوع مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية حسب أساس التفرقة وهي كما يلي:

من حيث مدى انتظامها توجد المراجع المنتظمة وغير المنتظمة، ومن حيث مدى الشمول توجد المراجعة الشاملة والاختبارية، ومن حيث المجال توجد المراجعة المالية وغير المالية- تم التطرق لهذه الأنواع في المبحث الأول_ وحسب القائم بها وعلاقتها بالإدارة نجد ما يلي:

1-2-1- المراجعة الداخلية: هي نشاط تقييمي داخل السوق المالية، يقوم بمتابعة ومراقبة كافة عمليات التداول بين المتعاملين، كما أنها من أدوات الرقابة الداخلية على السوق.

1-2-2- المراجعة الخارجية: هي نشاط تقوم به هيئة خارجية مستقلة ومحايدة، مجالها القوائم المالية والإيضاحات المتممة لها، وهدفاها إبداء الرأي الفني المحايد في صحة القوائم المالية وغالبا ما تكون تابعة للدولة من خلال البنك المركزي أو هيئة أخرى [1].

1-3- خدمات مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية: تقدم عملية مراجعة الحسابات لأسواق الأوراق المالية تشكيلة من الخدمات وهي كما يلي:

1-3-1- الخدمات التصديقية: هي خدمات ثلاثية الأطراف بين المراجع والمستثمر والإدارة للمصادقة عليها، تقدم استنتاج كتابي حول مدى صدق القوائم المالية ومنها: مراجعة القوائم المالية، الفحص المادي القوائم المالية بصفة دورية، تجميع القوائم المالية باعتماد الخبرة المحاسبية.

1-3-2- الخدمات غير التصديقية: هي خدمات ثنائية الأطراف بين المراجع والمستثمر مباشرة، ولا تحتاج وجود الإدارة للتصديق عليها ومنها: خدمات الضرائب، النصائح والاستشارة الإدارية، مسك الدفاتر.

1-3-3- التأكيد المهني: هو خدم مهنية لتحسين جودة المعلومات وبيئتها للمستثمر ومنها: تأكيد أمان وسرية التجار الالكترونية، بناء مقاييس أداء الاستثمار، تأكيد برامج العناية بالمستثمر [2].

---

[1] عبد الفتاح أحمد علي خليل، **قياس البعد الاختياري للدور الحكومي للمراجعة في الشركات المسجلة في سوق الاوراق المالية المصري**، المجلة المصري للدراسات التجارية، مصر، المجلد28، العدد 04، 2004، ص: 194.

[2] عبد الوهاب نصر علي، **مرجع سابق**، ص ص: 31-33.

1-4- جودة مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية: يقصد بجودة المراجعة مجموع الخصائص الفنية النوعية في المراجعة، والتي تشبع حاجات المتعاملين في السوق بتوفير آلية لمراقبة الأداء المالي والاقتصادي للسوق المالية، ولأهميتها تم وضع مجموعة من المعايير للتأكد من وفاء المراجع لمسؤوليته ومنها:

- الاستقلال والاحترام والموضوعية في القيام بالمسؤولية المهنية؛
- إدارة الأفراد باستخدام تقرير مناسب لتقييم أصحاب الخبرة والكفاءة؛
- قبول والاستمرار مع العملاء والتكليفات المهنية؛
- أداء التكاليف والمصادقة عليها قبل البدء في تنفيذها؛
- المتابعة والتأكد من تطبيق المعايير السابقة بفعالية؛
- الاتصال المتكامل بين إدارة السوق والمراجع والمستثمر والاستفادة من التغذية العكسية [1].

2- معايير مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية

تتمثل معايير مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية في ما يلي [2]:

2-1- المعايير العامة: تتضمن المعايير العامة لمراجعة أسواق الأوراق المالية المعايير الخاصة بالتكوين الشخصي لمراجع الحسابات وهي كما يلي:

- أن يكون مؤهلا ومدربا بصورة كافية وملائمة؛
- أن يكون مستقلا ومحايدا؛
- بذل العناية المهنية الكافية في تخطيط، تنفيذ وإعداد التقرير.

2-2- معايير العمل الميداني: تختص معايير العمل الميداني بتجميع الأدلة والأنشطة اللازمة لتنفيذ المراجعة وهي كما يلي:

- تخطيط وتقسيم العمل، وحسن الإشراف على المساعدين؛
- فهم الرقابة الداخلية، وتحديد طبيعة ومدى وتوقيت الاختبارات الأساسية؛
- الحصول على الأدلة الكافية والملائمة من خلال الفحص، الاستفسار والمصادقات.

---

[1] كمال خليفة أبو زيد، سمير كامل عيسى، رجب السيد راشد، **دراسات في المراجعة الخارجية للقوائم المالية**، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية،2008 ، ص: 43.

[2] عامر محمد الرطام، **قياس تأثير التطور في معايير المحاسبة والمراجعة على مصداقية تقارير مراقبي الحسابات- دراسة ميدانية على سوق الأوراق المالية بدولة الكويت-** مجلة الفكر المحاسبي، مصر، المجلد14، العدد 02،ص ص: 202-205.

2-3- معايير التقرير: تتضمن معايير التقرير إعداد وعرض التقرير الفني المحايد ومنها ما يلي:

- الإشارة إلى أن القوائم المالي قد تم عرضها وفق المعايير المحاسبية؛
- الإشارة إلى الظروف التي لم يراعى فيها تطبيق المبادئ المحاسبية؛
- كفاية الإفصاح المحاسبي وسلامته في التقرير؛
- إبداء الرأي في القوائم المالية التي تمت مراجعتها [1].

3- متطلبات مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية

تتمثل متطلبات مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية في متطلبات كل مرحلة كما يلي:

3-1- مرحلة قبول التكليف: تشمل هذه المرحلة استلام خطاب التكليف، والإلمام بطبيعة نشاط العمل وتحديد احتياجات التكليف من الموارد المالية والبشرية، مع تقييم مدى قدرة المراجع على أداء التكليف والرد بقبول التكليف من خلال خطاب الارتباط.

3-2- مرحلة تخطيط أعمال المراجعة: تشمل هذه المرحلة على أداء الإجراءات التحليلية الضرورية، وتحديد حدود الأهمية النسبية ومستوى خطر المراجعة المقبول، فهم الهيكل المتكامل للرقابة الداخلية وتقدير مستوى خطر الرقابة، مع إعداد الخطة العامة لأعمال المراجعة وبرنامج المراجعة المبدئي.

3-3- مرحلة تنفيذ أعمال المراجعة: تشمل هذه المرحلة على أداء اختبارات الفحص التحليلي باستخدام الأدوات الفحصية، واختبارات التفاصيل لأرصدة الحسابات، وأداء الاختبارات الإضافية للتفاصيل.

3-4- مرحلة تحديد نتائج المراجعة وإعداد التقرير: تشمل هذه المرحلة على فحص الأحداث الطارئة في تاريخ الميزانية، وتجميع الأدلة النهائية والحكم النهائي عليها، وتقييم نتائج المراجعة وإعداد التقرير، وإتمام الاتصال بلجنة المراجعة وإدارة السوق [2].

وعموما فانّ مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية تعمل على إضفاء الثقة والمصداقية في القوائم المالية، التي يعتمد عليها المتعاملين في السوق، وذلك من خلال الفحص، التحقق، والتقرير.

---

[1] مصطفى راشد العبادي، **مدى حاجة معايير المحاسبة والمراجعة السعودية لتبني القيمة العادلة كأساس للقياس والإفصاح والمراجعة بالقوائم المالية- دراسة تحليلي مقارنة-** السعودية، مجلة جامعة الملك سعود، كلية إدارة الأعمال، ص ص: 28-30.

[2] حسين أحمد دحدوح، حسن يوسف القاضي، **مراجعة الحسابات المتقدمة- الإطار النظري والإجراءات العملية**- الجزء الثاني، دار الثقافة للنشر، عمان، 2009، ص ص: 325-328.

المطلب الثاني: تطبيقات مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية

نظرا لأهمية مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية، فان تطبيقها من أولويات صناديق وشركات الاستثمار والشركات الوساطة في تداول الأوراق المالية.

1- مراجعة حسابات صناديق وشركات الاستثمار

يمكن متابعة الجوانب النظرية لمراجعة حسابات صناديق وشركات الاستثمار كما يلي:

1-1- السمات المميزة لمراجعة صناديق وشركات الاستثمار: من أهم ما يميز مراجعة صناديق وشركات الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي:

- الأهمية الخاصة في تحقيق أهداف المراجعة الخارجية الحديثة للحسابات وتوجيه الاقتصاد الوطني؛
- وجود قواعد محاسبية خاصة منها: الإفصاح المحاسبي، أسس محاسبية عن الأوراق والقيم المالية؛
- تكليف مراقب الحسابات من خلال قانون سوق المال؛
- شساعة مجال مراجعتها عن مجال مراجعة الشركات الاقتصادية الأخرى [1].

1-2- استكشاف بيئة مراجعة صناديق وشركات الاستثمار: لاستكشاف بيئة مراجعة صناديق وشركات الاستثمار في الأوراق المالية، يجب الإلمام بما يلي:

1-2-1- طبيعة نشاط صناديق وشركات الاستثمار: إن الاختلاف بينهما هو أن شركات الاستثمار تحصل على أموالها من خلال طرح أسهم رأس مالها للاكتتاب العام، وتستثمرها في محفظة الأوراق المالية في البورصة إما مباشرة أو عن طريق مؤسسة مالية محترفة، أما صندوق الاستثمار قد يكون عاما هو شركة المساهمة، أو خاصا يمثل أحد البنوك أو شركات التأمين، ويحصل عل الأموال بإصدار وثائق استثمار ويدير أمواله بواسطة مؤسسة مالية محترفة.

1-2-2- القوائم المالية لصناديق وشركات الاستثمار: منها قوائم مالية ربع ونصف سنوي وهي ما يلي:

- قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية؛
- قائمة الأرباح المحجوزة، قائمة الاستثمارات، قائمة الالتزامات؛
- قائمة الأصول، قائمة صافي الأصول، قائمة التغيرات في صافي الأصول [2].

[1] عبد الهاب نصر علي، **مرجع سابق**، 2004، ص: 190.

[2] أحمد صلاح عطية، **مشاكل المراجعة في أسواق المال**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 14-16.

1-3- الإجراءات الخاصة بمراجعة صناديق وشركات الاستثمار: من أهم الإجراءات مراجعة صناديق وشركات الاستثمار ما يلي:

1-3-1- حسابات الاستثمارات: عند فحصها يجب التأكد من ملكية الأوراق المالية، التحقق من الوجود المادي لها، تقويمها بالتكلفة وبالسوق ومقارنتها، التحقق من صحة حساب وتسجيل وتسوية دخل الاستثمارات، التحقق من ضوابط الاستثمار في الأوراق المالية.

1-3-2- حساب رأس المال ووثائق الاستثمار: يطلب التحقق من عدد الأسهم ووثائق الاستثمار وتوزيعاتها، التحقق من صحة التقارير الدورية، فحص السجل الشخصي وأرصدة المتعاملين، التحقق من أسس وقواعد حساب القيمة الاستردادية لوثائق الاستثمار المستردة.

1-3-3- أتعاب مدير الاستثمار: يجب فحص أسس الاتفاق وصورة عقده، التحقق من حساب الأتعاب حسب الاتفاق والإفصاح عنها في القوائم المالية.

1-3-4- ضرائب الدخل: التحقق من أن صافي الدخل الخاضع للضريبة محدد بنصوص التشريع الضريبي، صحة حساب الإعفاءات الضريبية، التحقق من سداد الضريبة.

1-3-5- الإفصاح المحاسبي الشامل: تشمل التحقق من الإيضاحات المتممة للقوائم المالية، التحقق من أهم عناصر وتبويب قائمة المركز المالي، التحقق من قائمة الدخل، التحقق من قائمة التدفقات النقدية [1].

1-4- تقرير مراجع الحسابات لصناديق وشركات الاستثمار: يقدم تقرير مراجع حسابات صناديق الاستثمار لحملة وثائق الاستثمار والبنك أو شركة التامين ولإدارة السوق، بينما يقدم تقرير مراجع حسابات شركات الاستثمار لمساهمي الشركة، ويتضمن التقرير ما يلي:

- تقرير برأي نظيف عل القوائم المالي السنوي لصناديق الاستثمار؛
- بدائل رأي المراجع على القوائم المالية السنوية لصناديق الاستثمار؛
- تقرير الفحص الدوري لمراجع الحسابات [2].

[1] خالد سعد زغلول حلمي، **النظام القانوني للرقابة عل المحافظ وصناديق الاستثمار- تجربة الكويت-** المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات- أفاق وتحديات- جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006،ص ص: 16-18.

[2] عبد الوهاب نصر على، شحاتة السيد شحاتة، **مرجع سابق**، ص: 211.

2- مراجعة حسابات شركات الوساطة في تداول الأوراق المالية

يمكن متابعة الجوانب النظرية لمراجعة حسابات شركات الوساطة كما يلي:

2-1- السمات المميزة لمراجعة شركات الوساطة في تداول الأوراق المالية: من أهم ما يميز مراجعة حسابات شركات الوساطة في تداول الأوراق المالية ما يلي:

- تتم مراجعة حسابات شركات السمسرة في ظل التزام كامل بمعايير المراجعة المتعارف عليها؛
- الجمعية العامة للشركة هي التي تقوم بتعين وعزل المراجع، أو التجديد له وتحديد أتعابه؛
- مراجعة حسابات السمسار تساعد على ممارسة الرقابة الخارجية على شركة السمسرة؛
- إعداد قوائم مالية يتم مراجعتها بواسطة مُراجع مرخص، مما يزيد من أهميتها للأغراض الرقابية؛
- التأثير في ثقة المتعاملين في السوق من خلال الرأي المحايد الخالي من التحفظات.

2-2- استكشاف بيئة مراجعة شركات الوساطة في تداول الأوراق المالية: لاستكشاف بيئة مراجعة شركات الوساطة يجب الإلمام بما يلي:

2-2-1- طبيعة نشاط شركات الوساطة: يتمثل في السمسرة من خلال السمسار على عمليات الوساطة في تداول الأوراق المالية، ويحضر عليها تنفيذ عمليات تداول أوراق مالية لحسابها، أو لحساب أحد أعضاء مجلس إدارتها أو لحساب أحد العاملين، لا يجوز مباشرة نشاطها إلا بعد الحصول على ترخيص من الهيئة العامة لسوق المال [1].

2-2-2- القوائم المالية شركات الوساطة: منها قوائم مالية ربع ونصف سنوي وهي ما يلي:

- قائمة المركز المالي، قائمة الدخل؛
- قائمة التدفقات النقدية، قائمة الأرباح المحجوزة؛
- قائمة التغير في حقوق الملاك، قائمة التغير في مطلوبات الدائنين؛
- الافصاحات والتحليلات الإيضاحية المتممة للقوائم المالية [2].

2-2-3- الحسابات الخاصة بشركات السمسرة في الأوراق المالية: تتمثل الحسابات الخاصة بشركات السمسرة في الأوراق المالية في ما يلي:

- يومية مؤقتة لتسجيل عمليات الشراء والبيع وعمليات السداد والتحصيل؛
- استخدام سجل يوضح كل سمسار ومعاملاته؛

---

[1] نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحموي، **الأسواق و المؤسسات المالية** ،كلية التجارة، جامعة عين شمس ، 2005، ص: 159

[2] عادل اسحق، **مراجع متقدمة- مراجعة شركات السمسرة في الأوراق المالية**- المجموعة الثانية، الفقرة الرابعة، الفصل الخامس، 2013، ص: 04.

- إمساك سجل إيداع لكل ورقة مالية على حدى؛
- إمساك حساب معلق لحيت إتمام تسوية العمليات؛
- استخدام حساب فروق الأوراق المالية في حالة اختلاف الرصيد الدفتري عن الفعلي.

2-3- الإجراءات الخاصة بمراجعة شركات الوساطة في تداول الأوراق المالية: تقوم شركات الوساطة – السمسرة- بمراجعة حساباتها وحسابات العملاء كما يلي:

2-3-1- مراجعة حسابات شركات الوساطة: من أهم إجراءات مراجعة شركات الوساطة في تداول الأوراق المالية ما يلي:

أ- الإلمام بمتطلبات البورصة: بمعرفة مراسيم وتعليمات البورصة لمنع السمسار من الإضرار بالعملاء، معرفة قواعد حساب العمولة، معرفة سجلات وضوابط التسجيل والرقابة والمتابعة والمنشورات والتقارير المالية العامة التي تضعها البورصة.

ب- تقارير الرقابة الداخلية: إذا كان بها أوجه قصور جوهرية في إجراءات الرقابة الداخلية المحاسبية والممارسات والتعليمات التي حددتها هيئة سوق المال، فان مراجعة حسابات شركات الوساطة تلزم بأن يعد المراجع تقريرا مفصلا عن نظام الرقابة الداخلية.

ج- سجل مراكز الأوراق المالية: التحقق من أن سجل كل نوع من الأوراق المالية يلخص مركز متوازن للورقة، من خلال طلب مصادقات بصحة هذه المراكز من العملاء وهيئة السوق.

د- الأوراق المالية التي في الحيازة: فحص الإجراءات المتبعة في حصر الأوراق المالية والتحقق من تنفيذها، إعادة حساب كمية الأوراق المالية والتأكد من أو عدم وجود اختلافات بين الرصيد الدفتري والفعلي للأوراق، فحص الإجراءات المتبعة في معالجتها.

هـ- الأوراق المالية المعدة للتداول: إذا كانت في حيازة السمسار يجب طلب مصادقة الأوراق من حائزها، فحص المستندات المؤيدة لهذه الأوراق.

و- الأوراق المالية الخاصة بصفقات فاشلة: التحقق من سبب الفشل في إتمام الصفقة، التحقق من شروط ونسبة الائتمان في حالة الأوراق الممولة بالإقراض، طلب مصادقة بشأن الأوراق التي في حيازة الغير.

ز- أرصدة وحسابات الأستاذ العام: فحص حسابات العملاء، حسابات الاستثمار والحسابات التجارية [1].

2-3-2- مراجعة حسابات العميل في شركات السمسرة: غالباً ما تقوم شركات السمسرة بالمراجعة الربع السنوية لحساب العملاء وتشمل ما يلي:

- درجة توافق مقترحات وتوصيات تنفيذ أوامر الشراء وأوامر البيع؛

[1] عبد الوهاب نصر علي، **مرجع سابق**، ص ص: 75-79.

- المشاركة في حساب العملاء، وفي الحساب الواحد لعدة عملاء؛
- المدفوعات العارضة دون مواعيد، والخسائر الكبيرة في المعاملات؛
- التركيز على عدد من الأوراق المالية منخفضة السعر؛
- أي معاملات أخرى غير عادية [1].

2-3-3- تقرير مراجع الحسابات لشركات الوساطة في تداول الأوراق المالية: يضمن تقرير مراجع الحسابات لشركات الوساطة في تداول الأوراق المالية ما يلي [2]:

أ- التقرير النمطي المختصر المتكامل: يتضمن الفقر التمهيدية، فقرة النطاق التقليدية، فقرة الرأي الأساسي، فقرة الرأي الخاص.

ب-التقرير النمطي المختصر على مرحلتين: الأولي هي التقرير على القوائم المالية الأساسية للشركة، والثانية هي التقرير على الإفصاح غير الأساسي الإضافي الملزم للشركة.

ج- بدائل الرأي: قد تكون رأي نظيف غير متحفظ، رأي متحفظ، رأي معاكس، الامتناع عن إبداء الرأي.

د- تقرير مراجع الحسابات: والذي يكون عن هيكل الرقابة الداخلية كطلب من البورصة.

وعموما فإن الخدمات التي تؤديها المراجعة ونوعيتها لها بالغ الأثر في المحافظة على المتعاملين في السوق، ولذا تطبق بكل التزام على مختلف شركات الاستثمار والوساطة.

[1] فريد النجار، **إدارة شركات تدال الأوراق المالية- فنون الاستثمار في البورصة-** جامعة بنها، كلية التجارة، مركز التعليم المفتوح، برنامج مهارات التسويق والبيع، 2008، كتاب متاح على الرابط: http://www.pdffactory.com، تاريخ التصفح : 2014/01/25، على الساعة: 11.10

[2] بدر نبيه ارسانيوس، **تطوير دور مراقبي الحسابات في التقرير عن تقييم تقارير الإدارة بشأن فعالية ضوابط الرقابة الداخلية وأثر ذلك على جود التقارير المالية- دراسة ميدانية-** مجلة كلية التجارة، جامعة بني يوسف، القاهر، 2008، ص: 68.

المطلب الثالث: مسؤولية مراجع الحسابات في أسواق الأوراق المالية

يعتبر مراجع الحسابات في أسواق الأوراق المالية العنصر المهم في تحريك عمليات التداول، نظرا لأهمية المعلومات التي يقدمها والمسؤولية التي يتحملها وتأثيرها على مصداقية القوائم المالية.

1- مسؤولية مراجع الحسابات عن اكتشاف الأخطاء والغش

تعتبر ممارسة الأخطاء وارتكاب الغش من أكثر عمليات النصب والاحتيال في السوق المالية وهـي كما يلي:

1-1- تعريف الغش في تداول الأوراق المالية: هو الخداع والكذب البسيط المصحوب بطرق احتيالية يصدر من أحد المتعاقدين أثناء العقد، بقصد الإفلات من القواعد المنظمة للسوق الأولية أو الثانوية لتداول الأوراق المالية، من أجل الحصول على المنفعة أو الإضرار بحقوق الغير.

1-2- تعريف الخطأ في تدول الأوراق المالية: هو الإخلال بالثقة من طرف أحد المتعاملين في السوق المالية، وقد يكون الخطأ متعمد هدفه الإضرار بالغير، كما قد يكون غير متعمد سببه الاستهتار وعدم التركيز والتدقيق وهو أيضا يلحق الأضرار بالغير[1].

1-3- أنواع الغش في تداول الأوراق المالية: تختلف درجات الغش باختلاف الاستراتيجية المطبقة في تنفيذه ومن أبرزها ما يلي":

1-3-1- الغش البسيط: هو الغش الذي يسهل اكتشافه ولا يقترن بأية طرق مميزة لإخفائه، وأضراره أقل خطورة؛

1-3-2- الغش الموصوف: هو الغش المحاط بتنظيم محكم للاستيلاء على أموا الغير واكتشافه صعب على من وقع عليه الضرر؛

1-3-3- الغش الالكتروني: ساعد على ظهوره وتطوره التقدم الواسع في التكنولوجيا الحديثة، واكتساب المهارات العملية الفائقة لإخفاء الآثار، ومكنها الاكتتاب في أسهم الشركات، تحريف تداول الأوراق المالية عن طريق الانترنت،... [2].

1-4- البعد المهني لمسؤولية مراجع الحسابات: أصبح مراجع الحسابات مسؤول عن اكتشاف الأخطاء والغش، وتتضمن مهمته ما يلي:

---

[1] أبو الوفا محمد أبو الوفا، **جريمة الغش في تداول الأسهم في القانون المقارن والفقه الإسلامي**، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات- أفاق وتحديات- جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006،ص: 02.

[2] أبو الوفا محمد أبو الوفا، **مرجع سابق**، ص ص: 25-28.

- تخطيط وأداء أعمال المراجعة للوصول إلى تأكيد معقول بأن القوائم المالية خالية من التحريفات الجوهرية سواء كانت متعمدة – الغش- أو غير متعمدة- الأخطاء-؛

- طلب المتعاملين في السوق على مسؤولية المراجع عن اكتشاف الأخطاء والغش والذي يعرف بفجوة التوقعات *؛

- وفاء مراجع الحسابات بمسئوليته عن اكتشاف الأخطاء والغش، يعود عليه بالنفع وعلى الإدارة ومستخدمي التقارير المالية نوعيا واقتصاديا [1].

1-5- المتطلبات المهنية لوفاء مراجع الحسابات بمسؤوليته: يحتاج المراجع للوفاء بمسؤوليته عدة متطلبات مهنية منها ما يلي:

- ضرورة التفرقة بين الأخطاء غير المتعمدة والغش المتعمد؛
- التحديد الدقيق لأهم صور الأخطاء والغش وإيضاح سببها؛
- تحديد أهم السيمات الفنية للغش ومنها: الفرصة، إمكانية الإخفاء، التواطؤ،...؛
- تقدير خطر التحريف الجوهري بسبب الغش من خلال الإلمام الكافي بالمتغيرات والعوامل الملازمة للتحريف؛
- توثيق وتقييم نتائج وإجراءات اكتشاف الأخطاء والغش [2].

1-6- التصرفات المهنية لمراجع الحسابات في حالة اكتشاف الأخطاء والغش: تتمثل تصرفات مراجع الحسابات عند اكتشاف الأخطاء والغش في ما يلي:

- إعداد تقرير للإدارة يوضح فيه حالة الغش المؤكدة أو حالة الشك في حدوث غش؛
- تعديل التقرير عن مراجعة حسابات الشركة والإفصاح عن ذلك بوضوح في القوائم المالية؛
- إعداد تقرير بالخطأ والغش لجهات الرقابة الرسمية مع احترام توقيت وكيفية إعداده [3].

---

* فجوة التوقعات: يقصد بها أن أطراف السوق المالية تطلب مجالات للمسؤولية أكثر مما يسأل عنه مراجع الحسابات فعلا، حسب معايير المراجعة المتعارف عليها.

[1] يوسف محمود جربوع، **مدى مسؤولية المراجع الخارجي عن اكتشاف الخطأ والغش والتصرفات غير القانونية بالقوائم المالية- قطاع غزة بدولة فلسطين-**مجلة الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة، 2004، ص: 14.

[2] وسن عبد الصمد نجم الجعفري، **دور مراقب الحسابات ومسؤوليته تلبية احتياجات مستخدمي القوائم المالية**، المعهد العربي للمحاسبين القانونيين، جامعة بغداد، 2006، ص: 17.

[3] أحمد حسين دحدوح، **مسؤولية مراجع الحسابات عن اكتشاف التضليل في التقارير المالية والعوامل المؤثرة في اكتشافه – حالة الشركات الصناعية-** مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد22، العدد 01، 2006، ص:186.

2- مسؤولية مراجع الحسابات عن تقييم فرض الاستمرار

تعبر مسؤولية تقييم فرض الاستمرار من أحدث مسؤوليات المراجع، ودليل على تضييق فجوة التوقعات وتتضمن هذه المسؤولية ما يلي:

2-1- تعريف فرض استمرار الشركة: إن فرض الاستمرار يعني أن الشركة سوف تستمر في عملياتها ولن تخرج من الصناعة أو يتم تصفيتها، وحتى يتم ذلك يجب أن تكون قادرة على زيادة مواردها بشكل كاف ولفترة زمنية غير محدودة تمكنها من تحقيق خططها، والوفاء بالتزاماتها، ونمو أنشطتها بدون خسائر [1].

2-2- البعد المهني لمسؤولية مراجع الحسابات عن تقييم فرض الاستمرار: تتضمن مهمة مراجع الحسابات عند تقييم فرض استمرارية الشركة ما يلي:

- عند تخطيط أعمال المراجعة وتقييم نتائجها، فان المراجع يقوم بتقييم مدى ملاءمة فرض استمرار الشركة لمدة زمنية معقولة؛
- طلب المتعاملين في السوق المالية عن مسؤولية تقييم فرض الاستمرار لوجود فجوة التوقعات؛
- أهمية وفاء المراجع بمسؤوليته عن تقييم فرض الاستمرار يعتبر مهما له في مواجهة فجوة التوقعات، كما أنها دليل على حيويته وجودة عملية المراجعة في خدمة السوق المالية [2].

2-3- المتطلبات المهنية لوفاء مراجع الحسابات بمسؤوليته عن تقييم فرض الاستمرار: يتضمن معيار الدقيق الدولي رقم 570 الخاص بالاستمرارية توفير إرشادات حول مسؤولية المراجع عند مراجعته البيانات المالية المتعلقة بملائمة فرض الاستمرارية كأساس لإعداد القوائم المالية، ولتقييم مدى ملاءمة فرض استمرار الشركة يجب أن يستوفي المراجع المتطلبات الموالية :

- التركيز على الخطط الموضوعة والتي لها تأثير هام على المركز المالي للمؤسسة في المستقبل القريب؛
- تقييم خطر عدم ملاءمة فرض الاستمرار من خلال المؤشرات المالية، التشغيلية، مظاهر الضعف الإداري؛
- جمع الدليل الكافي والملائم على الشك في مقدرة الشركة على الاستمرار من خلال أدلة المراجعة؛
- تقييم نتائج التحقق من مدى ملاءمة فرض الاستمرار باستخدام حكمه المهني الشخصي [3].

2-4- المؤشرات التي يستخدمها المراجع في تقييم فرض الاستمرار: هناك مجموعة من المؤشرات التي يستطيع المراجع الحصول عليها لتقييم مدى استمرارية الشركة منها ما يلي:

---

[1] عاهل عيد سرحان، **دور مدقق الحسابات الخارجي في تقويم القدرة على الاستمرارية لدى الشركات المساهمة العامة في فلسطين**، مجلة الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة، 2007،ص: 62.

[2] محمد عطية مطر، **نطاق مسؤولية مراقب الحسابات عن تقييم استمرارية المنشأة**، مجلة المحاسب القانوني العربي، عمان، 1990، ص: 36.

[3] International Standard on Auditing, ISA, No570, Going Concern, 2003, pp: 383-395

2-4-1- مؤشرات مالية بحتة: من أهم المؤشرات المالية ما يلي:

أ- صافي المطلوبات أو المطلوبات المتداولة: عندما تكون المطلوبات المتداولة أكبر من الأصول المتداولة فانه يؤدي على عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المتداولة وتصبح في عسر مالي من ناحية السيولة؛

ب- القروض وإمكانية سدادها: تتمثل في قدرة الشركة على الوفاء بتسديد أصول القروض والفوائد المترتبة عنها في تاريخ استحقاقها، وعدم تسديدها يوقع الشركة في تراكم الديون والفوائد الناتجة عنها؛

ج- المعاناة من خسائر تشغيلية جوهرية ومتكررة: حيث أن حصول الخسائر المتكررة ذات الأثر المادي على نتيجة وعمليات الشركة، يؤدي إلى العجز المالي خاصة في الفترات الأولى لتأسيس الشركة؛

د- عدم توزيع الأرباح خلال عدة فترات متتالية: ويكون ذلك مع وجود أو عدم وجود الأرباح فانه يشير إلى عدم قدرة الشركة على تحسين أوضاعها وتحصيل السيولة.

2-4-2- مؤشرات تشغيلية، إدارية وقانونية: من أهمها ما يلي [1]:

- تعرض الشركة لبعض الاختلالات الإدارية الداخلية كتغيير أو استقالة بعض الكفاءات العاملة؛
- فقدان الشركة لعملائها الحاليين وعدم استقطاب عملاء جدد؛
- الإخلال بمتطلبات القانون واللوائح الأساسية كعدم الالتزام بمقدار رأس المال المحدد؛
- وقوع الشركة في منازعات قانونية مع عملائها باستمرار، وعدم تطبيق الإجراءات القانونية المعلقة ضد المؤسسة؛
- التغيرات القانونية أو السياسية والتي يكون تأثيرها سلبي على المؤسسة في المستقبل القريب.

2-5- التصرفات المهنية لمراجع الحسابات في ضوء مدى ملائمة فرض الاستمرار: تتمثل تصرفات مراجع الحسابات في ضوء مدى ملائمة فرض الاستمرار في ما يلي:

- في حالة ملائمة فرض الاستمرار يحكم المراجع بعدم الشك في الاستمرار ويبدي رأي غير متحفظ على القوائم المالية للشركة؛

- في حالة عدم زوال الشك في الاستمرار يواجه المراجع احتمال ملاءمة الإفصاح ويبدي رأي غير متحفظ، أو احتمال عدم ملاءمة الإفصاح ويبدي رأي متحفظ أو معاكس؛

- في حالة عدم ملاءمة فرض الاستمرار يحكم المراجع برأي معاكس على القوائم المالية المضللة وعدم استمرار الشركة [2].

---

[1] علي حسين الدوغجي، **مدى مسؤولية مراقب الحسابات عن فرض الاستمرارية والفشل المالي للشركات**، بحث مقدم، جامعة بغداد، كلية الإدارة والاقتصاد، ص: 14.

[2] محمد بشير غوالي، **دور مراجع الحسابات في تلبية احتياجات مستخدمي القوائم المالية دراسة حالة عينة من ممارسي مهنة المحاسبة بولايات الجنوب الشرقي الجزائري**، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة ، العدد12، 2013، ص: 131.

3- مسؤولية مراجع الحسابات عن اكتشاف التصرفات غير القانونية لعميله

تتمثل مسؤولية مراجع الحسابات عن اكتشاف التصرفات غير القانونية لعميله في ما يلي:

3-1- البعد المهني لمسؤولية مراجع الحسابات عن اكتشاف التصرفات غير القانونية لعميله: تعتبر مسؤولية المراجع عن اكتشاف التصرفات غير القانونية لعميله من أهم مسؤولياته وتتضمن ما يلي:

- اهتمام مختلف الجهات المهنية والتشريعية والرقابية بهذه المسؤولية وتوقع الإفصاح عنها للجهات المعنية؛
- عند تخطيط وتنفيذ أعمال المراجعة وتقييم نتائجها وإعداد التقرير، يسجل المراجع إذا كانت هناك تصرفات للشركة فيها خروج على القوانين التي تؤثر على قوائمه المالية؛
- حصر التصرفات غير القانونية للعميل من منظور مهني ومنها الخروج عن أو عدم التزام بالإجراءات والتعليمات؛
- حصول المراجع على أدلة الإثبات الكافية والمناسبة عن الالتزام بالقوانين واللوائح الي لها أثار مهمة في تحديد قيم وافصاحات القوائم المالية؛
- تدعيم مسؤولية المراجع بمعايير المحاسبة والمراجعة المتعارف علها؛
- أهمية وفاء مراجع الحسابات بمسؤوليته عن اكتشاف التصرفات غير القانونية لعميله يثبت ايجابية المراجعة في مواجهة فجوة التوقعات، وأثارها الايجابية على المستثمرين والسوق [1].

3-2- المتطلبات المهنية لمراجع الحسابات بمسؤوليته عن اكتشاف التصرفات غير القانونية لعميله: يتطلب الوفاء بمسؤولية المراجع عن التصرفات غير القانونية لعمليه ما يلي:

- إدراك حدود مسؤولية الإدارة عن التصرفات غير القانونية للشركة، لأنها المسؤولة عن ضمان أداء الشركة لأعمالها؛
- إدراك حدود مسؤوليته عن اكتشاف التصرفات غير القانونية للشركة، لأنه مطالب بالوقوف على أسباب خطر عدم التزام الشركة بالقوانين من ناحية ومعرفة ماذا يجب عمله من ناحية أخرى؛
- جمع الدليل الكافي والملائم على التزام الشركة بالقوانين واللوائح من خلال أدلة المراجعة؛
- جمع الدليل الكافي والملائم على التصرفات غير القانونية للشركة من خلال أدلة المراجعة؛
- إصدار الحكم المهني المناسب عل التصرفات غير القانونية للشركة [2].

---

[1] بركات لطفي محمود أحمد، **تقييم عوامل تضييق فجو التوقعات في المراجعة-دراسة تطبيقية في الجمهوري اليمنية**- رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قنا السويس، كلية التجارة ببور سعيد، 2000،ص: 56.

[2] يوسف محمود جربوع، **مرجع سابق**، ، ص: 19.

3-3- التصرفات المهنية لمراجع الحسابات في حالة اكتشاف التصرفات غير القانونية لعميله: تتمثل تصرفات المراجع في حالة اكتشاف التصرفات غير القانونية لعميله ما يلي:

- إعداد تقرير لإدارة الشركة، أو لأصحاب المصلحة – المساهمين-؛
- تعديل تقريره عن مراجعة القوائم المالية للشركة بناء على رد فعل الإدارة لقبول أو رفض التقرير، وعلى أساسه يبدي المراجع رأيه المهني (رأي نظيف غير متحفظ، أو متحفظ، أو معاكس)؛
- إعداد تقرير لجهات الرقابة الرسمية في السوق المالية خاصة في حالة ثبوت التصرفات غير القانونية للشركة والتي تؤثر جوهريا على القوائم المالية [1].

وعموما فإنّ مسؤولية مراجع الحسابات عن اكتشاف الأخطاء والغش، وعن تقييم فرض الاستمرار، وعن اكتشاف التصرفات غير القانونية لعميله من أحدث المهام على المراجع والتي يجب التركيز فيها بدقة نظرا لأهميتها في سوق الأوراق المالية.

ومنه نستنتج أنّ مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية هي مراجعة خارجية، تقوم بالفحص والتحقق من صحة ومصداقية القوائم المالية، وتهدف إلى إعطاء الرأي المهني المستقل والمحايد في القوائم المالية، ويتم تطبيقها على مختلف المتعاملين في السوق، كما يتحمل المراجع مسؤوليات مستحدثة فرضتها بيئة السوق لتضييق فجو التوقعات.

[1] أحمد حسين دحدوح، **مرجع سابق**، ص: 189.

خلاصة

نظراً لأهمية أسواق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي فإنّها تحاط بالعديد من الأخطار التي تهدد استقرارها، وتنبه المتعاملين إلى حقيقة قد يغفلون عنها مع استحواذهم على أرباح تنسيهم مشاكل قد يواجهوه عند تعرض السوق لاضطرابات داخلية أو خارجية.

وللتحكم في إدارة وتنظيم الأسواق لتجنب الاضطرابات فان إدارة الأسواق تفرض إجراءات وقواعد ملزمة التطبيق، تعمل على متابعة سير عمليات التداول بين المتعاملين، والتأكد من تطبيق الخطط الموضوعة لإتمام التعاملات بالاعتماد على هيكل الرقابة الداخلية، الذي يتضمن مخططات التنظيم والأساليب والإجراءات المطبقة داخل السوق لحماية المتعاملين، وضمان دقة وصحة المعلومات المالية والمحاسبية، وذلك للرفع من مردودية العمليات وكذا تطبيق السياسات المحددة من الإدارة.

ولإضفاء المصداقية على هيكل الرقابة الداخلية في الحكم على مدى صحة القوائم المالية، تعتمد إدارة الأسواق على عملية مراجعة الحسابات التي تعمل على التحقق من مدى عدالة المعلومات الواردة بها، والتقرير عنها لمستخدمي القوائم المالية لاتخاذ قرار الاستثمار والإقراض، وذلك بأكبر قدر ممكن من الجودة لاستخدام المعلومات المالية على نحو رشيد.

حيث يقوم المراجع بتدقيق حسابات كل من صناديق وشركات الاستثمار والشركات الوساطة (السمسرة) في تداول الأوراق المالية، ويعمل على اكتشاف الأخطاء والغش، تقييم مدى استمرارية المتعامل داخل السوق، اكتشاف التصرفات غير القانونية للعملاء، وإعطاء الرأي المحايد والمستقل في مدى صدق وصحة البيانات المالية ومطابقتها للمعايير المحاسبية المتعارف عليها، وتقديم الرأي المهني في شكل تقرير مرفق بالأدلة والقرائن الدالة على الأحداث والوقائع.

وتهدف إدارة الأسواق من خلال مخرجات مراجعة الحسابات انطلاقا من هيكل الرقابة الداخلية إلى الوصول بالأسواق إلى مستوى مقبول من الكفاءة، والعمل على تطويرها وذلك من خلال توفير المعلومات للمستثمرين بسرعة، وجودة مقبولة بأقل التكاليف، والسعي لتحقيق كفاءة التشغيل بأقل تكلف معاملات ممكنة مع حرية الدخول والخروج من والى الأسواق، وتحقيق كفاءة التسعير في وضع أسعار الأوراق المالية بالمستوى المرغوب بشكل يعكس قيمتها. ويظهر هذا الأثر من خلال الفصل الموالي.

الفصل الثالث

تحليل أثر عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

ويشتمل على:

المبحث الأول: نظام المعلومات كمدخل لتطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: عملية الرقابة والأثر على تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: مراجعة الحسابات والأثر على تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية.

تمهيد

حتى تستطيع الأسواق المالية القيام بدورها يجب أن تكون على درجة عالية من الكفاءة والفعّالية، والتي تتحقق بوجود نظام فعّال للمعلومات تتدفق من خلاله في الأوقات وبالتكلفة المناسبة، لكي يتمكن المستثمر من الاختيار بين البدائل المتاحة، كما أنّ ثقته بالمعلومات تتحدد من خلال نظام المعلومات ومخرجاته والتي تُحدث تماثل في المعلومات، بالإضافة إلى درجة الإفصاح والشفافية التي يجب أن تتمتع بها المعلومات لضمان استقرار السوق، والتطورات التي فرضت تكنولوجيا المعلومات وأفرزت أسواق معتمدة على أنظمة المعلومات الالكترونية الناتجة عن الإفصاح الالكتروني لإتمام عمليات التداول.

ولِضمان استقرار وتطور كفاءة الأسواق فان عملية الرقابة تعمل على إقامة التوازن بين مصالح مختلف المتعاملين، من خلال متابعة الأداء معتمدة على المبادئ الرقابية التي تمكنها من اكتشاف انحراف الأهداف عما هو مخطط لمعالجتها من خلال نظام الرقابة الداخلية، ولتطوير كفاءة السوق تعتمد الهيئات المنظمة على إجراءات رقابية متطورة من خلال الرقابة الالكترونية على مختلف عمليات التداول، طرق التسعير، اختيار الأوامر، وعلى مختلف أطراف السوق.

وبما أنّ مراجعة الحسابات هي الأكثر مصداقية في لعب الدور الهام في كفاءة السوق والاعتماد عليها في ترشيد القرارات، فإنّها مُلزمة أن تكون على قدر المسؤولية المنوطة بها تجاه الادارة والمتعاملين، كونها الجهة المعتمدة في الاسترشاد برأيها والاعتماد على تقريرها، وبالتالي فهي أقدر جهة على خلق التكامل في الموثوقية بين المتعاملين إذا استطاعت أن تكون على المستوى المتوقع منها والمساهمة في عملية تطوير الكفاءة، من خلال جودة المراجعة والمراجعة الالكترونية.

وعليه، سنتناول في هذا الفصل ما يلي:

- نظام المعلومات كمدخل لتطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- عملية الرقابة والأثر على تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- مراجعة الحسابات والأثر على تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية.

المبحث الأول

نظام المعلومات كمدخل لتطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

تُعد المعلومات من أهم المقومات السائدة لنجاح وتطور أسواق الأوراق المالية، كما تُستخدم من قبل المستثمرين في اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية، كما أنّها مصدر ثقة المستثمرين بالسوق المالي والتي تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أرخص ومنفعة أعلى، بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد، حيث سنتطرق في هذا المبحث الى ما يلي:

- المعلومات في أسواق الأوراق المالية؛
- أثر المعلومات على كفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- دور المعلومات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: المعلومات في أسواق الأوراق المالية

تُعد المعلومات مادة القرار في أسواق الأوراق المالية، ويتوقف نشاط السوق على مدى صحة المعلومات وتخزينها ووصولها في الأوقات المناسبة إلى المتعاملين في شكل نظام مبني على معلومات دقيقة وذات تأثير قوي على المستثمرين، ويسمح بالتنبؤ بالأسعار والعوائد ويكون ذلك بتطبيق الإفصاح المحاسبي للمعلومات المالية في السوق المالي بكل مصداقية.

1- مفهوم المعلومات

باعتبار المعلومات المحرك الأساسي لأسواق الأوراق المالية فان يمكن استعراض مختلف جوانبها النظرية من خلال ما يلي:

1-1- تعريف البيانات والمعلومات: يرى البعض أنّ لفض البيانات والمعلومات لهما نفس المفهوم، بينما في الواقع كل مفهوم مختلف عن الأخر، ويمكن التفرقة بينهما من خلال التعاريف الموالية:

1-1-1- تعريف البيانات: يختلف تعريف البيانات باختلاف الزاوية التي يُنظر منها إليها حسب الهدف من استعمالها، ومن بين هذه المفاهيم ما يلي:

أ- تُعرف بأنّها: "عبارة عن الحروف والجمل، العبارات والأرقام، الرموز غير المنظمة وغير المرتبطة بموضوع واحد، والتي لا يُستفاد منها في شكلها الحالي إلاّ بعد تطويرها من خلال عمليات التحليل والشرح، والتي إذا ما فُرزت وصُنفت، بُوبت ونُظمت فإنّها تتحول إلى معلومات" [1].

[1] إيمان فاضل السمرائي، هيثم محمد الزعبي، **نظم المعلومات الإدارية**، الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص: 24.

ب- كما تُعرف بأنّها: "المادة الخامّة التي تُشتق منها المعلومات فهي تمثل الأشياء والحقائق، الأفكار والآراء، الأحداث والعمليات التي تعبر عن مواقف وأفعال أو تصف هدفا أو ظاهرة أو واقع معين دون أي تعديل أو تفسـير أو مقارنة" [1].

ومنه نستنتج أنّ البيانات عبارة عن حقائق مجردة ليس لها أي معنى أو دلالة في حد ذاتها، أما إذا عُولجتْ من خلال عمليات التحليل والشرح أصبحت ذات دلالة وفائدة، مما يمكن اعتبارها بعد ذلك معلومات تبنى على أساسها القرارات الصائبة.

1-1-2- تعريف المعلومات: تختلف المعلومات باختلاف نظام المعلومات الذي تنتمي اليه ويمكن التعرف عليها من خلال ما يلي:

أ- تُعرف بأنّها: "مجموعة البيانات التي تم تجهيزها ولها معنى لمستخدميها وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات، ويجب أن تُضيف إلى ما ندركه عند مكان ما أو حدث ما، وأن توضح لمستخدميها شيئا لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به" [2].

ب- كما تُعرف بأنّها: "ناتج معالجة البيانات، تحليلاً وتركيباً، لاستخلاص ما تتضمنه هذه البيانات، أو تشير إليه من مؤشرات وعلاقات ومقارنات وكليات وموازنات ومعدلات وغيرها، من خلال تطبيق العمليات الحسابية والطرق الإحصائية والرياضية والمنطقية، أو من خلال إقامة النماذج وما شابه ذلك" [3].

ومنه نستنتج أنّ المعلومات عبارة عن بيانات معالجة باستعمال الطرق الرياضة والإحصائية، وتجهيزها لتصبح وسيلة متاحة لمتخذي القرارات للاعتماد عليها في إصدار قراراتهم الاستثمارية.

1-2- خصائص المعلومات: لكي يمكن الاستفادة من المعلومات المناسبة لابد أن تتصف بمجموعة من الخصائص أهمّها ما يلي:

- الدقة والتي تتحدد بمدى تمثيلها للموقف أو الحدث الذي تصفه وتتوقف على احتياجات المستخدم وطبيعة المشكلة؛
- الملائمة بحيث تكون المعلومات مناسبة لحجم وطبيعة الاستخدام بدون زيادة أو نقصان أو الخروج عن الموضوع؛
- عمر المعلومة من خلال تقديمها في الوقت المناسب قبل أن تفقد قدرتها على التأثير على القرار؛
- الشمول حيث تغطي كافة الجوانب وتكون بسيطة ومفهومة واضحة وغير معقدة، وسهلة التطبيق؛

[1] Jean- Pierre briffaut, **systèmes d'information en gestion industrielle**, hermès science publication, paris, 2000, p: 92.

[2] Lellem Lakhder, **management et système d'information**, séminaire ISGP, Alger, 2002, p: 04.

[3] أحمد بدر وآخرون، **السياسات المعلوماتية واستراتيجية التنمية**، غريب للنشر، القاهرة، 2001، ص: 13.

- المرونة في إمكانيتها وقدرتها على تلبية الاحتياجات والاستفادة منها في أكثر من غرض في نفس الوقت؛
- تكلفة الحصول على المعلومات والتي يجب أن لا تزيد على العائد المتوقع لاستخدامها؛
- إمكانية المقارنة لتحديد خصائص معينة نتيجة مقابلة جزئين من المعلومات مثل العناصر المشتركة والاختلافات؛
- الجودة والتي تتحقق بأمرين، أحدهما الموضوعية والثاني تجنب الأخطاء والتزوير؛
- القابلية للقياس وذلك بإمكانية تسجيلها وفحصها من خلال تدوينها وتحليلها، تبويبها وتصنيفها بشكل يمكن استرجاعها في أي وقت [1].

1-3- مصادر المعلومات: يمكن الحصول على المعلومات في أسواق الأوراق المالية من خلال مجموعة من المصادر وهي كما يلي:

1-3-1- برامج الاستثمار: والتي توفر المعلومات الخاصة بأسعار الأسهم والأخبار الاقتصادية والإحصائيات المفصلة عن الشركات بالمجان، وتعد أنسب الطرق للحصول على المعلومات التي يحتاجها المستثمر من خلال مكان واحد.

1-3-2- برامج التحليل الفني: والتي تساعد مستخدميها في عمليات متابعة وتوقع وتحليل أسواق الأسهم والسندات من خلال البيانات التاريخية اليومية واللحظية للسوق المالية.

1-3-3- أبحاث المحلل الفني: حيث عادة ما تكون أبحاث السماسرة وغالبا ما تكون مفصلة، ومن الضروري أن يطلع عليها المتعاملين قدر استطاعتهم لتثقيفهم وتوعيتهم فيما يتعلق بالشركة التي يتم التعامل معها في السوق المالي، بهدف ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

1-3-4- الصحف والمجلات المالية: والتي تُنشر فيها التقارير والتحليلات المالية المتنوعة، وتعد من أفضل طرق الاسترشاد للتعامل في البورصة والعمل في الاستثمارات الأخرى.

1-3-5- شبكة الإنترنت: حيث أنّ التعرف على أسعار الأسهم والسندات الحالية لم يعد حِكرا على المؤسسات المالية الكبرى فقط بل أصبحت متاحة لجميع المتعاملين في السوق، وتُقدم مواقع السمسرة على الإنترنت معلومات الأسعار في نفس وقت أجهزة الكمبيوتر الخاصة بالبورصة.

1-3-6- التقارير: هي عبارة عن وثائق رسمية ومنظمة تعطي ملخصا لمحتوى المعلومات التي تؤكد نشاط السوق خلال فترة زمنية معينة، وتعتبر من أدوات الاتصال والرقابة بين المتعاملين في السوق المالي، وهذه التقارير غالبا ما تكون سنوية كما قد تكون فصلية كل 3 أشهر أو تكون شهرية [2].

---

[1] سليمان مصطفى الدلاهمة، **أساسيات نظم المعلومات المحاسبية وتكنولوجيا المعلومات**، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص: 33.

[2] الكسندر ديفيستون، **المضاربة في البورصة**، قسم الترجمة بدار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة،2006، ص ص: 211-221.

1-4- الجهات المهتمة بالمعلومات: تختلف الأطراف المهتمة بالمعلومات في أسواق الأوراق المالية باختلاف الغرض من استعمال المعلومات وتتمثل في ما يلي:

1-4-1- المقرض: حيث تختلف المعلومات التي يحتاج إليها، فإذا كان القرض قصير الأجل فإنه يهتم بالوضع المالي الحالي، وسيولة الأصول المتداولة ومعدل دورانها، أما إذا كان القرض طويل الأجل فهو يحتاج إلى معلومات تسمح بتحليل توقعات التدفقات النقدية والأموال، وتقييم القدرة الإرادية على المدى الطويل.

1-4-2- المستثمر: والذي يحتاج إلى المعلومات بصفة مستمرة لتقييم فُرص الاستثمار المتاحة، والمفاضلة بينها واتخاذ القرارات الاستثمارية بصورة ناجحة، والمتابعة المستمرة وتقدير الاحتمالات المستقبلية لتقدير التنبؤات الاستثمارية.

1-4-3- الإدارة: وتهتم بالمعلومات لأنّها ذات المصلحة الأولى في معرفة الوضع المالي للسوق، وتقوم بإجراء تحليل البيانات بصفة مستمرة، وقدرتها اللامحدودة في الاطلاع على السجلات المحاسبية الداخلية وغيرها لممارسة الرقابة على السوق سواء كانت داخلية أو خارجية.

1-4-4- الجهات الحكومية: وتحتاج بدورها إلى المعلومات حتى تتمكن من رسم بعض السياسات على المستوى الكلي الوطني، كما تحتاج الإدارة الضريبية إلى المعلومات المالية عن الشركات لإمكان حساب الضرائب المستحقة عليها.

1-4-5- مراقب الحسابات: ويحتاج إلى كافة المعلومات والإيضاحات الكافية عن الحالة المالية للسوق من خلال القوائم المالية لإبداء رأيه الفني المحايد عن مدى إظهار القوائم المالية لكافة الحقائق والمعلومات بعدالة وموضوعية، وأنها أعدت في ضوء المبادئ المحاسبية المتعارف عليها [1].

2- مفهوم نظام المعلومات

يعتبر نظام المعلومات في أسواق الأوراق المالية بمثابة القناة التي تنساب وفقها المعلومات لمختلف المتعاملين في السوق، ويمكن التعرف على جوانبه النظرية من خلال ما يلي:

2-1- تعريف نظام المعلومات: هناك العديد من التعاريف التي تعبر عن نظام المعلومات في الأسواق المالية ومن بينها ما يلي:

2-1-1- يُعرف بأنّه: "عبارة على نظام من الأفراد والمعدات والإجراءات والمستندات ووسائل الاتصال الذي يجمع البيانات ويقوم بعمليات تشكيل وتخزين واسترجاع وعرض البيانات لاستخدامها في التخطيط، وفي المحاسبة والرقابة وغيرها من العمليات الإدارية" .

[1] عبد الحميد القصراوي، **دور تكنولوجيا المعلومات في سوق فلسطين للأوراق المالية- البيئة الالكترونية المستخدمة في السوق-** الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، 2007، ص: 04.

2-1-2- كما يُعرف بأنّه: "النظام الذي يقوم يدويًا أو آليا بجمع المعلومات وتنظيمها وتخزينها ومعالجتها وعرضها في أشكالها المختلفة وهي: البيانات الخام، البيانات المحللة، البيانات المعرفة والنظم الخبيرة وبأي من الوسائل النصية والمرئية والصوتية" [1].

ومنه نستنتج أنّ نظام المعلومات عبارة عن مجموعة العناصر المرتبطة فيما بينها، تقوم بمهمة تجميع البيانات وتحويلها إلى مجموعات حسب إجراءات وقواعد محددة، تساعد متخذي القرارات الاستثمارية في مختلف النشاطات في السوق.

2-2- خصائص نظام المعلومات: تتحدد خصائص نظام المعلومات في أسواق الأوراق المالية من خلال عدة عناصر أهمها ما يلي [2]:

2-2-1- الهدف من النظام: ويعني توفير المعلومات اللازمة للأنظمة الأخرى في الداخل والخارج بصفة عامة وتوفير المعلومات اللازمة لنظام القيادة بصفة خاصة والتي تتصف بالدقة والصحة وتخفض من حالة المخاطرة.

2-2-2- هيكل نظام المعلومات: هو الذي يتعامل مع الأفراد والآلات وتختلف كثافة استخدام كل من العنصرين استنادا إلى حجم السوق، فزيادة حجمه تكون لصالح الاستخدام الآلي، وبساطة الحجم تكون بالاستخدام اليدوي.

2-2-3- عمليات النظام: تشمل هذه العمليات على الاستلام، التسجيل، التخزين، الاسترجاع، الإعداد، العرض واتخاذ القرارات.

2-3- أنواع نظم المعلومات: يضم النظام المتكامل للمعلومات العديد من النظم التي تخدم الكثير من الأغراض لمختلف المتعاملين الاقتصاديين ومنها ما يلي:

2-3-1- نظام المعلومات الخاصة بالإنتاج: يهتم بالتدفق المادي للسلع والإنتاج وهذه البيانات تغطي أنشطة معينة مثل تخطيط ومراقبة الإنتاج.

2-3-2- نظام المعلومات الخاص بالتسويق: يهدف إلى تحسين النتائج من خلال أنظمة معلومات التخطيط والتنبؤ بالمبيعات، بحوث التسويق، الإعلان، معلومات التشغيل والرقابة كتقارير البيع والتوزيع...إلخ.

2-3-3- نظام المعلومات الخاص بالأفراد: تتعلق هذه المعلومات بالعاملين في المؤسسة وتهتم هذه المعلومات بتوفير البيانات اللازمة للحصول على العمال والإحلال وتدريبهم ومكافآت القوى العاملة.

---

[1] Alter Steven, **information Systems**, **a management perspective**, 4th ed benjamin Cummings publishing company INC, 2004, p: 06 .

[2] بوكساني رشيد، **مرجع سابق**، ص ص: 101-102.

2-3-4- نظام المعلومات المحاسبي: هو شبكة اتصال رسمية لابد وأن يكون ممثلا في مجموعة من الأشياء المادية كالسجلات والمسندات والآلات...إلخ، والعناصر المعنوية كجهود الموظفين التي تهدف إلى تحقيق غرض معين الذي هو تزويد الإدارة بالمعلومات اللازمة لتسيير نشاط المشروع وقياس نتائجه ومتابعتها [1].

2-4- البنية العامة لنظام المعلومات في أسواق الأوراق المالية: إنّ نظام المعلومات كغيره من الأنظمة الأخرى يتكون من بنية مترابطة بين عناصرها وهي كما يلي:

2-4-1- المُدخلات: تتمثل في الموارد الضرورية للنظام لكي يتمكن من القيام بالأنشطة المختلفة واللازمة، وتتحدد بناء على الأهداف التي يسعى النظام لتحقيقها وقد تكون هذه البيانات مالية، إحصائية....

2-4-2- المُعالجات: تعتبر مكونا أساسيا لكونها تحول المدخلات إلى مخرجات تحقق أهداف النظام المحددة، تتم بواسطة التفاعلات للوصول إلى ما هو مطلوب إجرائه على المدخلات لغرض تحويلها إلى مخرجات مفيدة.

2-4-3- عمليات التحويل: تتمثل في كافة العمليات والأنشطة التي تهدف إلى تحويل المدخلات إلى مخرجات، عن طريق الآلات أو الإنسان أو كلاهما، تكون تلك العمليات غير واضحة لذلك يطلق عليها تسمية العلبة السوداء.

2-4-4- المُخرجات: وهي متغيرات الخروج والناتج النهائي لعمليات التحويل، وتكون مرتبطة مباشرة بتحقيق أهداف النظام واتخاذ القرار وقد تكون هذه المعلومات مالية أو عينية في شكل نسب أو رسوم بيانية أو غيرها.

2-4-5- التغذية العكسية: هي عبارة عن مدخلات تأتي من النظام ذاته في صورة معلومات ناتجة من العملية والأداة السابقة له، حيث تستخدم هذه المدخلات في ضبط حركة النظام وضمان سيره في الطريق الصحيح والمخطط له، حيث تعتبر نتائج ومتغيرات المخرجات بمثابة نقطة الانطلاق والمادة الأولية والتي تستعمل في المدخلات.

2-4-6- الرقابة: تتمثل في متابعة وتقييم المعلومات المرتدة لتحديد أي انحرافات للنظام عن أهدافه، وكذلك اتخاذ الإجراء اللازم لتعديل مدخلات وعمليات النظام لضمان الوصول إلى مخرجات ملائمة [2].

2-5- مكانة ودور نظام المعلومات في أسواق الأوراق المالية: يُعد نظام المعلومات من أهم المقومات السائدة لنجاح وتطور أسواق الأوراق المالية، فهو يمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية، كما يستخدم من قبل المستثمرين في اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية، درجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة التي يوفرها النظام لعموم المستثمرين بكلفة أرخص

[1] بوكساني رشيد، **مرجع سابق**، ص ص: 102-103.

[2] محي الدين حمزة، **دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية- دراسة تطبيقية-** مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، 2007، المجلد23، العدد1، ص ص: 148-149.

ومنفعة أعلى، بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها.

كما يُوفر النظام القدرة في توقع العائد المبني على أساس مستوى مخاطر معينة لورقة مالية أو محفظة استثمارية معينة، ويُمكّن المستثمر بالنتيجة من تحديد القيمة المحورية أساس القرار الاستثماري، وكون النظام متاح للجميع فانّه لا يعني أنهم يصلون إلى توقعات متشابهة في الوقت نفسه، إذ أنّ قرارات بعضهم تكون أدق بسبب الخبرة مقارنة بآخرين محدودي الخبرة، كما أنّ النظام يعكس أسعار الأوراق المالية مما يسمح للمستثمرين بتنبؤ القيمة الحقيقية لها [1].

3- الإفصاح عن المعلومات في أسواق الأوراق المالية- معيار محاسبي دولي رقم 39 سنة 1998

لقد تطور الإفصاح المحاسبي في أسواق الأوراق المالية للتأقلم مع متطلبات معايير المحاسبة الدولية حسب المعيار رقم 39 سنة 1998.

3-1- تعريف الإفصاح عن المعلومات: لقد تعدّدت وجهات النظر حول مفهوم الإفصاح المحاسبي، ويمكن تحديد إطاره العام من خلال ما يلي:

3-1-1- يُعرف بأنّه: "عملية إظهار القوائم المالية لجميع المعلومات الأساسية التي تهم الفئات الخارجية عن المشروع، بحيث يُعينها على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة".

3-1-2- كما يُعرف بأنّه: "توضيح وعرض المعلومات ونشر الضرورية منها للفئات التي تحتاجها، وذلك لزيادة فاعلية العمليات التي يقوم بها السوق المالي" [2].

ومنه نستنتج أنّ الإفصاح المحاسبي هو إظهار المعلومات المالية الكمية أو الوصفية في القوائم والهوامش، الملاحظات والجداول المكملة في الوقت المناسب، مما يجعل القوائم المالية غير مضللة وملائمة لمستخدميها من الأطراف الخارجية لتمكنهم من اتخاذ قراراتهم الرشيدة، وبالتالي زيادة كفاءة وفعالية العمليات في السوق المالي.

3-2- أشكال الإفصاح عن المعلومات: لقد تنوعت أشكال الإفصاح عن المعلومات بتنوع زوايا استخدامه ومنها ما يلي:

3-2-1- حسب مجالات الإفصاح: حسب هذا المعيار يمكن تصنيف عملية الافصاح في السوق المالية الى الأنواع الموالية:

---

[1] عبد القادر دبون، محمد الهاشمي حجاج، **أهمية المعلومات المالية والمحاسبية وأثرها على كفاءة بورصة الجزائر في ظل الإصلاح المحاسبي**، الملتقى الدولي حول: الإصلاح المحاسبي في الجزائر، نوفمبر 2011، ص: 335.

[2] أحمد مخلوف، **الأزمة المالية العالمية واستشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات من منظور إسلامي**، الملتقى العلمي حول: الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، الجزائر، أكتوبر2009، ص: 05.

أ- **الإفصاح التقليدي**: يقوم على ضرورة الإفصاح عن التقارير المالية غير مضللة لأصحاب الشأن لحماية المستثمر العادي ذو القدرة المحدودة على استخدام المعلومات وتكون المعلومات على درجة عالية من الموضوعية والشفافية.

ب- **الإفصاح الإعلامي**: يعكس الاتجاه الحديث في الإفصاح حيث يتضمن الإفصاح عن المعلومات الملائمة لأغراض اتخاذ القرار، ويشمل أيضا المعلومات التي تحتاج إلى درجة أكبر من الدراية والخبرة في استخدامها لاتخاذ القرارات الاستثمارية.

3-2-2- حسب حجم المعلومات: وفقا لهذا الأساس لعملية الافصاح المعلوماتي نجد الأنواع الموالية:

أ- **الإفصاح الكافي**: يشير إلى الحد الأدنى من المعلومات الذي يجب عرضه للتوافق مع هدف جعل القوائم المالية غير مضللة، ويعتبر الإفصاح الكافي أكثر المفاهيم شيوعا في الاستخدام.

ب- **الإفصاح العادل**: يتضمن تلبية احتياجات جميع القراء المحتملين للقوائم المالية بطريقة متوازنة ومتساوية، وبذلك فهو ينطوي على هدف أخلاقي.

ج- **الإفصاح الكامل**: يشير إلى مدى شمولية التقارير المالية وأهمية تغطيتها لأي معلومات ذات أثر محسوس على القارئ وبذلك فإنه يفترض عرض جميع المعلومات الملائمة.

3-2-3- حسب درجة إلزامه: حسب هذا المعيار من التصنيف هناك نوعين من الافصاح هما كما يلي [1]:

أ- **الإفصاح الإلزامي**: يتضمن جميع المعلومات المطلوب الإفصاح عنها وفقا للتنظيمات واللوائح، مثل لوائح أسواق رأس المال، وترجع أهميته إلى إلزام الكيانات بالإفصاح عن المعلومات التي قد ترغب في إخفائه.

ب- **الإفصاح الاختياري**: يتضمن المعلومات المالية وغير المالية التي يكون من المفيد على الكيانات الإفصاح عنها ولكنها تُعتبر خارج نطاق متطلبات التنظيمات.

3-3- أساليب الإفصاح عن المعلومات: يُوجد العديد من الأساليب التي يمكن استخدامها للإفصاح عن المعلومات، ومن بينها مايلي:

3-3-1- إعداد القوائم المالية وترتيب بنودها: حيث أن جزءاً مهمّاً من الإفصاح المحاسبي يتمثل في عرض القوائم المالية وترتيب مكوناتها وفقاً للمعايير المحاسبية بما يسهل عملية قراءتها وفهمها وإمكانية مقارنتها من قِبل المستخدمين.

3-3-2- الملاحظات الهامشية: وتُستخدم لتوضيح أو تفسير أو إضافة معلومات أقل أهمية والمتعلّقة بعناصر القوائم المالية.

[1] Bilal Omar and Jon Simon, **Corporate aggregate disclosure practices in Jordan**, Advances in Accounting incorporating Advances in International Accounting, No.27, 2011, pp: 167-168.

3-3-3- الملاحق: وتشتمل على قوائم إضافية، تُرفق مع القوائم المالية الأصلية، لإعطاء تفاصيل عن بعض البنود الواردة بالقوائم المالية والتي لا تستوعبها الملاحظات الهامشية.

3-3-4- المعلومات الموجودة من خلال الأقواس: تُستخدم الأقواس في القوائم المالية لتوضيح بعض الأرقام الظاهرة بتلك القوائم والتي يصعب فهم طرق احتسابها من قِبل المستخدمين غير الملمّين بالمحاسبة [1].

3-4- العوامل المؤثرة على عملية الإفصاح: من أهم العوامل المؤثرة على نوع وحجم الإفصاح ما يلي:

- نوعية المستخدمين وطبيعة احتياجاتهم واختلاف مصالحهم المباشرة وغير المباشرة؛
- الجهات المنظمة والمسؤولة عن تطوير وتنظيم وإصدار معايير الإفصاح، والتي تختلف باختلاف مداخل التنظيم المحاسبي المعتمد في كل بلد؛
- المنظمات والمؤسسات الدولية والمنظمات والقوانين الوطنية، والتي تعمل على تحسين جودة المعلومات المفصح عنها على المستوى العالمي والوطني [2]

3-5- المقومات الأساسية للإفصاح عن المعلومات: تتمثل المقومات الأساسية للإفصاح عن المعلومات في ما يلي [3]:

- تحديد المستخدم المستهدف للمعلومة المحاسبية؛
- تحديد الأغراض التي تُستخدم فيها المعلومات المالية، من حيث الملاءمة في استخدام المعلومة في غرض معين؛
- تحديد طبيعة ونوع المعلومات المالية التي يجب الإفصاح عنها، وخاصة المحتواة في القوائم المالية مثل قائمة المركز المالي وقائمة الدخل...؛
- تحديد أساليب وطرق الإفصاح عن المعلومات المناسبة، والتي تترك آثارا مختلفة على مُتخذي القرارات ممن يستخدمون تلك المعلومات.

4- الافصاح المحاسبي عن الملكية الفكرية في الأسواق المالية

تُعرف الملكية الفكرية بأنها الحقوق الممنوحة للأفراد نظير ابتكاراتهم العقلية مثل براءة الاختراع وحقوق ملكية النماذج والرسوم الصناعية والعلاقات التجارية وحقوق التأليف وغيرها.

كما أنّ الارتفاع الملحوظ في أهمية أصول الملكية الفكرية للعديد من الشركات أدى إلى ضرورة الافصاح عنها إما عن طريق إدراجها ضمن القوائم المالية بالتكلفة التاريخية أو وصفها بتقرير مرفق بالقوائم المالية وإصدار تقارير عن الملكية الفكرية إلى جانب التقارير المحاسبية الأمر الذي يؤدى إلى تزويد المستثمرين خصوصاً أو

---

[1] زغدار احمد، سفير محمد، **خيار الجزائر بالتكيف مع متطلبات الإفصاح وفق معايير المحاسبة الدولية** (IAS/IFRS) ، مجلة الباحث، العدد7، 2009-2010 ، ص: 84.

[2] **نفس المرجع**، ص: 85.

[3] عبد المنعم عطا العلول، **دور الإفصاح المحاسبي في دعم نظام الرقابة والمساءلة في الشركات المساهمة العامة قطاع غزة- فلسطين- دراسة تحليلية تطبيقية**، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة، ص: 27.

الأسواق المالية عموماً بمعلومات مفيدة عن ملكيتها الفكرية حيث تقوم الشركات بالإفصاح عن تلك الأصول من خلال إصدار تقارير طوعية مرفقة مع التقارير المحاسبية.

4-1- مزايا الإفصاح عن الملكية الفكرية للإداريين: تتنوع مزايا افصاح الملكية الفكرية للإداريين في الأسواق المالية والتي منها تحديد قيمة الأصول الفكرية، زيادة قيمة الشركة، وتوضيح العلاقة بين الملكية الفكرية والأنشطة الأخرى.

4-2- مزايا الافصاح عن الملكية الفكرية للمستثمرين: يستفيد مختلف المستثمرين في الأسواق المالية من افصاح الملكية الفكرية وأهمها معرفة معدل نمو الأرباح في الشركة، التنبؤ بنسبة الأرباح إلى المبيعات، معرفة نسبة المخاطرة في العائد على الاستثمار، وزيادة درجة التأكد في التقديرات والتنبؤات الاستثمارية [1].

ومنه نستنتج أنّ توفر البيانات والمعلومات الضرورية التي يعتمد عليها المستثمرون في السوق تكون في شكل نظام معلوماتي يسمح بتحقيق التوازن بين المتعاملين، ويكون ذلك بتطبيق مبادئ وأساليب الإفصاح المحاسبي المتفق عليه دوليا في تحقيق كفاءة وفعالية أسواق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: أثر المعلومات على كفاءة أسواق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة أسواق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات، كما أنّ نجاحها يحتاج إلى معلومات تبني على أساس الإفصاح العام بين معدي ومستخدمي المعلومات بتوفر البيانات والمعلومات الضرورية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

1- أهمية الكفاءة في أسواق الأوراق المالية

انّ الغرض الأساس من وجود أسواق رأس المال في الاقتصاد هو توزيع المدخرات بكفاءة على الاستخدامات والاستثمارات، حيث إنّ مجرد وجوده ليس كافيًا لتحقيق التنمية المالية والاقتصادية وخصوصًا في الدول النامية، فكما يمكن أن تلعب دورًا كبيرًا في دفع عملية التنمية، فإنها أيضًا يمكن أن تمثل عائقًا لعملية التنمية وخصوصًا في الدول النامية التي قد لا تتمتع أسواقها بالكفاءة والعدالة مما قد يعمل على هدر المدخرات وخسارة المستثمرين [2].

كما أنّ الكفاءة هي التي تحدد قدرة السوق على جذب رؤوس الأموال سواء من الداخل أو الخارج، وكذلك قدرته على التوزيع الأمثل لتلك الأموال، حيث تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية عندما تعكس أسعار الأوراق المالية المسجلة في السوق في أي وقت كل المعلومات عن هذه الأوراق، وهذا يجعل السوق الكفء سوقًا عادلاً، فالأسعار تعكس الصيغة الحقيقية للأوراق المالية، وبذلك يستطيع المستثمر العادي معرفة القيم الحقيقية

[1] سعود جايد مشكور العامري، **المعايير المحاسبية اللازمة لإنشاء السوق المالية- القياس والافصاح-** مجلة جامعة الحديدة، اليمن، 2008، ص: 05.

[2] أحمد الناقة، **النقود والبنوك والأسواق المالية**، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1995، ص: 152.

للاستثمارات المختلفة، بما يجعله يتجه تلقائيًا نحو المجالات الأكثر ربحية والمنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة ومربحه وهذا يؤدي في النهاية إلى تحقيق التوزيع الأمثل للموارد .

كما لا يعطي السوق الكفء الذي تعكس الأسعار به كافة المعلومات المتاحة الفرصة لأي متعامل أن يحقق عائدًا يفوق ما حققه الآخرون، فالتعامل بالسوق الكفء هو دائمًا مباراة عادلة بين جميع الأطراف، وبذلك يوفر السوق الكفء الحماية والثقة التي يرغبها أي مستثمر، وهذا يشجع المستثمرين من الداخل والخارج على الدخول في والاستثمار بهذا السوق [1].

2- دور المعلومات وأهميتها في أسواق الأوراق المالية

يعتمد نشاط أسواق الأوراق المالية على المعلومات المالية والمحاسبية لإتمام عمليات التداول بين المتعاملين وتحريك نشاط السوق.

2-1- دور المعلومات المالية في كفاءة أسواق الأوراق المالية: تُوفر المعلومات المالية القدرة في توقع العائد المبني على أساس مَخاطر الأوراق المالية، وتعكس أسعارها وتقرب توقعات المستثمرين من القيمة الحقيقية، لتحقيق مستوى معين من الكفاءة والتي تتطلب تحقيق مايلي:

- إظهار أهمية الإفصاح المالي ودوره في ضبط حركة أسواق الأوراق المالية، بتوفير القدر الكافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية و التي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة؛
- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للشركات التي تتداول أسهمها في السوق بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات و تقييم وضعها المالي؛
- يجب أن تتواجد أنواع مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصه و درجة الخطر المرتبطة به بما يلبي احتياجات المستثمرين [2].

2-2- دور المعلومات المحاسبية في كفاءة أسواق الأوراق المالية: إعترافاً بأهمية الإفصاح المحاسبي في صنع قرار الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، فقد حدد مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي أهداف التقارير المالية لتحقيق الكفاءة كما يلي:

- تقديم معلومات للمستثمرين في تحديد وتوقيت درجة عدم التأكد للتدفقات النقدية المتوقعة من التوزيعات أو الفوائد، والتدفقات الناتجة عن بيع أو استيراد أو استحقاق الاستثمارات المالية والقروض مما ينعكس على الأسعار؛
- تقديم معلومات عن الأداء المالي للشركة، ورغم أن قرارات الاستثمار والتمويل تعكس توقعات المستثمرين بالأداء المستقبلي للمنشأة، إلا أن هذه التوقعات تبنى في الغالب على تقييم الأداء السابق؛

---

[1] جميل الزيدانين، **أساسيات في الجهاز المالي**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1996، الطبعة الأولى، ص ص: 108-109.

[2] عبد القادر ديون، محمد الهاشمي حجاج، **أهمية المعلومات المالية والمحاسبية وأثرها على كفاءة بورصة الجزائر في ظل الإصلاح المحاسبي**، ملتقى علمي دولي حول: الإصلاح المحاسبي في الجزائر،29-30 نوفمبر 2011، ص: 335.

- إتباع سياسة محاسبية سليمة وبالتالي العناية بنظام التقارير المالية يمكن تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها رأس المال المستثمر؛

- التنافس حول مصادر التمويل يمثل ضغطاً على كافة المستثمرين لإتباع سياسات محاسبية ملائمة وتوفير نظام تقارير وافٍ حتى في حالة عدم كفاية الأداء [1].

2-3- دور نظام المعلومات في كفاءة أسواق الأوراق المالية: إنّ الأسواق المالية تحتاج إلى توافر نظام معلومات جيد يمكن المستثمرين من اختيار أفضل البدائل المتاحة وبالسعر المناسب عند اتخاذ القرار، والأساس الذي يبني عليه جميع القرارات الاستثمارية المتاحة في السوق والفترة الزمنية للاحتفاظ بكل بديل. وتتجسد أهمية نظم المعلومات المحاسبية بوصفها أحد عوامل مراقبة ومواكبة تنفيذ عمليات الخطط والسياسات، والعمل على عدم حدوث الأخطاء ومحاولة تجنبها والعمل على تصحيح مسار التنفيذ من خلال معالجة الانحرافات وتنمية الايجابيات بأسلوب يدفع المستثمرين إلى تحسين الأداء وتطويره وتحقيق التعاون فيما بينهم من أجل تحقيق الأهداف المرجوة. ويعتبر نظام المعلومات من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في الأسواق المالية، فالمعلومات المحاسبية يتم الاعتماد عليها في تقييم الأوراق والمخاطر المرتبطة بها، وتقييم البدائل المختلفة لعمليات الشراء والبيع في السوق [2].

3- الأثر الايجابي للمعلومات على كفاءة أسواق الأوراق المالية

تعمل المعلومات على تنمية وزيادة معارف المستثمرين عن ما يدور في السوق وتخفيض مخاطر عدم التأكد لتحقيق الكفاءة في أسواق الأوراق المالية.

3-1- حجم المعلومات الملائم لتحقيق فرضية السوق الكفء: إنّ أنظمة الشركات والأنظمة الدولية لم تتفق على النوع والكم والطريقة المناسبة لعرض المعلومات المالية، ونظراً لأهمية هذه المعلومات فانه لم يترك عرضها خاضعاً لرغبة إدارات الشركات بصفة مطلقة لأنّ هذا قد يؤدي إلى إخفاء حقائق هامة وبالتالي إلحاق الأضرار بالمستثمرين، ولتحديد حجم المعلومات الذي يحقق درجة الإفصاح الكافي المطلوبة فانّه يجب أن تشمل القوائم المالية للشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية على المعلومات الموالية كحد أدنى:

- أن يُرفق بالقوائم المالية التقليدية نتائج الأعمال للسنوات الخمس السابقة في شكل نسب مئوية مع توضيح اتجاهات التغير فيها بالرسوم البيانية، ومعدلات التغير في الإيرادات والمصروفات عن تلك الفترة؛

- معدلات توزيع الأرباح في الخمس سنوات الماضية وأي تغيير حدث في الطرق والسياسات المحاسبية خلال الخمس سنوات الماضية، وما نتج عن ذلك من تغييرات في عناصر التكاليف ورقم نتيجة الأعمال؛

---

[1] الجودي صاطوري، **أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر**، أطروحة دكتوراه دولة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2005-2006 ، ص: 298.

[2] محي الدين حمزة، **مرجع سابق**، 2007، ص: 147.

- معدلات الإضافات للأصول الثابتة، ومعدلات الربحية للأنشطة المتعددة إذا وجدت، والتغيرات في تكاليف الإعلان والبحوث والتطوير، والمعالجة الخاصة بنتائج أعمال الفروع والشركات التابعة؛
- تطور حجم المديونية ونسبة الديون الساكنة لإجمالي المدينين والديون المعدومة وعلاقة ذلك بنتائج الأعمال؛
- حجم المخزون السلعي وتكلفته ومدى تحركه ونسبته إلى المبيعات؛
- بيان تحليلي عن المصروفات العمومية والإدارية ومعدلات التغير فيها؛
- نشر كل ما تقدم من معلومات من خلال دراسة اقتصاديات المعلومات ألا تزيد تكاليف نشر المعلومات العائد المتوقع منها [1].

3-2- كفاءة توفير المعلومات الصادقة والعادلة والملائمة لكفاءة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية:

تعتبر المعلومات من أهم ما يحرك قوى العرض والطلب على الأسهم والسندات وانخفاض وارتفاع سعرها السوقي وصولا إلى القيمة الحقيقية، ويتطلب في هذه المعلومات توفر الكثير من الشروط الموضوعية والتي من أهمها ما يلي:

- أن تمثل المعلومات الملائمة الواردة من البيئة الداخلية والخارجية كل ما يدور داخل وخارج الشركة المصدرة بصدق وموضوعية؛
- أن يتوفر لدى المستثمرين أو المتعاملين في السوق وعي استثماري عالي يلغي الفوارق في التحليل والتفسير والفهم الصحيح واتخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب؛
- أن يتواجد في السوق شركات وساطة مالية متخصصة محترفة تكون قادرة وبكل حنكة وحيادية على تقديم كل أشكال النصح والمشورة اللازمة للمستثمرين؛
- أن تقوم الشركات المصدرة والأجهزة الحكومية المختصة بتوصيل البيانات والمعلومات بشفافية عالية لكل المتعاملين في نفس الوقت وبكافة الوسائل المقروءة والمسموعة والمرئية المتاحة [2].

كما تتحقق كفاءة السوق نتيجة الاستجابة للمعلومات وذلك بتوفر العناصر الموالية:

- إتاحة المعلومات لكافة المستثمرين دون تحمل تكاليف تذكر؛
- توعية المستثمر والتفسير الدقيق للمعلومات المتاحة دون أدنى تحيز؛
- العمل على بلورة وجود مستوى معين من الكفاءة التنظيمية والتكنولوجية في السوق، لتوفير البيئة المناسبة التي تضمن تفاعل العناصر مع بعضها البعض بكفاءة وتحقيق أقصى المنافع [3].

---

[1] الفصل 09، **نظم المعلومات المحاسبية والتقارير المالية لأغراض المحاسبة الإدارية في سوق الأوراق المالية**، برنامج محاسبة البنوك والبورصات، مركز التعليم المفتوح بجامعة بنها، ص ص: 256-259 pdf created with pdffactory pro tiral version,www.pdffactory. com

[2] فيصل محمود الشواورة، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية– الأسس النظرية والعلمية–** دار وائل للنشر، عمان، 2007، ص: 213.

[3] Eugence Fama, **efficient capital market a reasieur of theory and emirical work**, journal of finance, May 1970, p: 387.

3-3- الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة في أسواق الأوراق المالية: وتتمثل في مجموعة الخطوات الأساسية التي تقوم عليها الكفاءة في سوق الأوراق المالية، وهي كما يلي:

- وُجود سوق لرأس المال منظمة جدا تضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، و كلما زاد عددهم زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق؛

- في ظل المناخ التنافسي للسماسرة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا؛

- فور وصول المعلومات الجديدة وهي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض؛

- وحتى نقول أنّ السوق يتصف بالكفاءة الكاملة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والتي من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم [1].

3-4- أثر تماثل المعلومات على كفاءة أسواق الأوراق المالية: تُعتبر المعلومات الدعامة الأساسية في تحديد كفاءة أسوق رأس المال، وذلك انطلاقا من مدى توفر المعلومات المناسبة والإفصاح عنها بشكل صادق، شفاف وموضوعي، بالإضافة إلى توفرها في الوقت المناسب، ومنه فانّ أهمية المعلومات تنعكس في ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة بورصة الأوراق المالية، ودرجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أقل ومنفعة أعلى بشرط أن تعكس هذه لمعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها، كما أنّ ترويج المعلومات ذات العلاقة بمناخ البورصة وظروفها يجنب المتعاملين في السوق التسعير الخاطئ للورقة المالية وإيضاح مستقبل أداء الاستثمارات [2].

4- الأثر السلبي للمعلومات على كفاءة أسواق الأوراق المالية

تؤثر المعلومات سلباً على كفاءة أسواق الأوراق المالية إذا كانت لا تعكس المستوى الحقيقي للأسعار وذلك بالأثير على الأسعار السوقية.

4-1- استغلال المعلومات الداخلية بواسطة العاملين ببواطن الأمور: يسعى المستثمرين إلى تحقيق مبدأ المساواة والحماية من الاستخدام غير المشروع للمعلومات السرية لفائدة مستثمرين مميزين عن غيرهم، سواء من ناحية كمية المعلومات ونوعها أو من ناحية توقيت الحصول عليها، وذلك من خلال مايلي:

- الاستغلال الشخصي للمعلومات المميزة قبل أن تصل إلى الجمهور من طرف العاملين ببواطن الأمور؛

- إفشاء معلومات سرية مميزة للغير عن غير قصد وإهدار مبدأ التكافؤ في الحصول على المعلومات؛

---

[1] مفتاح صالح، معارفي فريدة، **مرجع سابق**، 2010، ص: 185

[2] لطرش سميرة، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم- دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية-** مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري بقسنطينة، الجزائر، 2010، ص: 156.

- إخفاء المعلومات المهمة عن قصد للمصلحة الشخصية أو للغير لتحقيق منافع أكبر من باقي المستثمرين [1].

4-2- أثر عدم كفاءة نظام المعلومات في كفاءة أسواق الأوراق المالية: تُبين أهمية ودور نظام المعلومات عن أنّ عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلبا على قرارات المستثمرين وعلى كفاءة الأسواق، مما يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن التعامل وانخفاض حجم العمليات في السوق وتراجع حجم السوق كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة، ويكون اتساع في مدى السعر الذي يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة ويتحول السوق إلى سوق للمضاربة العشوائية وبالتالي التخصيص غير الكفء للموارد المالية المتاحة.

وقد ترجع عدم الكفاءة في نظام المعلومات إلى التأخر في نشر المعلومات والبيانات مما يقلل من فائدتها وتسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي تحقق عوائد تكون أثارها سلبية، بالإضافة إلى رداءة نوعية المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشورة مما تؤدي إلى فشل القرارات الاستثمارية الناضجة بسبب عدم الحصول على جميع المعلومات الضرورية [2].

4-3- أثر عدم تماثل المعلومات على كفاءة أسواق الأوراق المالية: يجب أن يعكس سوق الأوراق المالية أسعار التوازن للأوراق ويتوقف ذلك على مدى توفر المعلومات وتماثلها لجميع المستثمرين في السوق، كما أن عدم التماثل في المعلومات من خلال تعمد الشركات حجب معلومات معينة عن المستثمرين فان الأطراف الداخلية لديها الخبرة في اكتساب ميزة معلوماتية نسبية عن الأطراف الخارجية، ونظرا لأن كافة الأطراف تتصف بالرشد الاقتصادي فان المستثمرين يلجؤون إلى أساليب دفاعية لحماية أنفسهم ضد مخاطر عدم تماثل المعلومات، وهذه الأساليب الدفاعية تؤدي إلى الإضرار بسوق الأوراق المالية، وللقضاء عليها فان الجهات المهنية المحاسبية يجب أن يكون لها دورا هاما في إلزام الشركات بالإفصاح عن المعلومات المحاسبية على فترات دورية.

4-4- نتائج عدم تماثل المعلومات في أسواق الأوراق المالية: من أبرز نتائج عدم تماثل المعلومات في السوق المالي ما يلي:

- تقليص دور الأسواق المالية نتيجة امتناع الكثير من الأفراد المدخرين عن التعامل فيها بسبب امتناع الشركات الجيدة عن دخولها، وذلك لبيع الأوراق المالية بأقل من قيمتها الحقيقية؛

- إنخفاض كفاءة الأسواق المالية بسبب تضليل المستثمرين من خلال المعلومات والتي ينتج عنها الاختيار السيئ وتوجيه المدخرات إلى من يسيء استخدامها؛

---

[1] صالح أحمد البربري، **سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العاملين بمواطن الأمور– دراسة قانونية مقارنة–** مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات– آفاق وتحديات– جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص ص: 01-03.

[2] بن أعمر بن حاسين وآخرون، **كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، 2013، العدد02، ص: 259.

- اِرتفاع تكاليف الصفقات وما يصاحبها من مشاكل أخرى كتقييد قدرة المستثمر على تنويع استثماراته لصغر حجم أمواله والتي تمتص تكاليف العقد نسبة كبيرة منها؛
- اِرتفاع تكاليف السيولة والتي يتحملها صاحب الورقة المالية عند بيعها بتحويلها الى سيولة نقدية وبالتالي الإنقاص من قيمتها الحقيقية [1].

ومنه نستنتج أنّه لا يمكننا الفصل بين كفاءة أسواق الأوراق المالية ومدى توفر البيانات والمعلومات الضرورية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، كما أنّ العلاقة بين تماثل المعلومات وكفاء الأسواق هي علاقة طردية.

المطلب الثالث: دور المعلومات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

تُعتبر كفاءة نظام المعلومات الدليل العلمي والاختبار الحقيقي للتأكد من مدى ملائمة النظام وسلامة التخطيط له، والضمان لتنفيذه وفق ما هو مخطط ومطلوب تحقيقه وتمكن الإدارة من إتباع الأسلوب والوسيلة المناسبة التي توفر البيئة الملائمة لعمل النظام بنجاح في السوق و تكشف العوائق التي قد تعيق الكفاءة المطلوبة بغرض إيجاد الحلول لها ومعالجتها.

1- تعريف تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

يمكن تعريف تطوير كفاءة السوق المالي بأنها عملية الانتقال بالسوق وتدرج مستوى كفاءته من مستواه الحالي الى مستوى أعلى منه، وفقا لنوع المعلومات المتاحة والمستخدمة ووفقا لأسعار الاوراق المالية المتاحة في السوق بين المستوى الضعيف، المتوسط، والقوي للكفاءة، حيث يصل السوق الى أعلى درجات الكفاءة عندما لا يستطيع أي فرد استخدام معلومات من أي نوع في تحقيق أرباح غير عادية من فروق الأسعار، وتصل الكفاءة في السوق الى أدناها اذا ما استطاع أحد المستثمرين استخدام المعلومات الجديدة في تحقيق الأرباح نتيجة فرق الأسعار، بينما تنعدم هذه الكفاءة تماما اذا ما استطاع أحد المتعاملين استخدام معلومات تاريخية وتحقيق أرباح على حساب الاخرين [2].

2- أهمية كفاءة نظام المعلومات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

تسعى كفاءة نظام المعلومات إلى هدف تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية، من خلال الاستخدام الأمثل والعقلاني للمعلومات وترشيد القرار الاستثماري

---

[1] Gérard Charreaux, **théorie financière pages perso**, orange Fr, Gérard Charreaux, ENCVR, PDF, p: 07.

[2] صفوت عبد السلام عوض الله، **الشفافية والإفصاح والأثر على سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية**، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2006 ، ص: 21.

2-1- تعريف كفاءة نظام المعلومات في أسواق الأوراق المالية: يمكن التعرف على كفاءة نظام المعلومات في أسواق الأوراق المالية من خلال ما يلي:

2-1-1- تُعرف بأنّها: "الاستخدام الأمثل للمعلومات لتحقيق النتائج المرغوبة ومدى تحقق هذا النظام للأهداف التي أنشى من أجلها في السوق المالي، أي الوصول إلى الصورة الواقعية لما تحقق ومقارنة ذلك مع ما هو مستهدف تحقيقه في فترة زمنية معينة، وبما أنّ هدف نظام المعلومات هو توفير المعلومات الضرورية عن الماضي والحاضر والمستقبل بالدقة والملائمة والوقت والتكلفة المناسبة، ولأجل مساعدة المستثمرين في مهام التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات، لذا فإن كفاءته تتحدد في هذا الإطار بالنتيجة المتوصل إليها ".

2-1-2- كما تُعرف بأنّها: "تحقيق أكبر قدر ممكن من المخرجات- المعلومات المفيدة- ذات الجودة الملائمة وتوصيلها الى كافة الاطراف المستفيدة في الوقت المناسب، وذلك باستخدام كمية مناسبة من الموارد، مع مقارنة الناتج المحقق بالمستوى والمعايير المحددة مقدما لأداء نظم المعلومات المحاسبية في السوق المالية" [1].

ومنه نستنتج أنّ كفاءة نظام المعلومات في أسواق الاوراق المالية تعبر عن الاستخدام الأمثل لنظام المعلومات المتوفر في السوق، وفي حدود الامكانات والوسائل المتوفرة بهدف الاستفادة المثلى والعقلانية للمعلومات المتاحة لمختلف المتعاملين في السوق.

2-2- مؤشرات كفاءة نظام المعلومات في أسواق الأوراق المالية: إنّ كفاءة نظام المعلومات في أسواق الأوراق المالية تقررها أربعة مؤشرات رئيسية متكاملة وهي كما يلي [2]:

2-2-1- الدقة: بتوفر درجة مناسبة من الدقة في المعلومات المعدة لاستخدامها بدرجة عالية من الثقة.

2-2-2- الملائمة: وتعنى أن تتطابق أنواع ومواصفات البيانات والمعلومات مع احتياجات المستثمرين.

2-2-3- الوقت المناسب: والمقصود هنا مراعاة عامل الزمن عند توفير البيانات والمعلومات بالحجم والنوعية المناسبة.

2-2-4- التكلفة المناسبة: وتتمثل في موازنة كفاءة النظام بتوفير المعلومات الضرورية بالتكلفة الملائمة.

2-3- العوامل المؤثرة على كفاءة وفعالية نظام المعلومات في أسواق الأوراق المالية: يتوقف تحقيق نظم المعلومات في الأسواق المالية لأهدافها بكفاءة وفعالية على العوامل الموالية:

2-3-1- العوامل الداخلية: وتتمثل في كافة الإمكانيات، والموارد المادية والبرمجية والبشرية، البيانات المتاحة والإجراءات المستخدمة في تشغيل النظام والمتوفرة في السوق.

---

[1] عبد الرزاق قاسم الشحادة، سعد محمد العاصي، **نحو اطار متكامل لتقييم كفاءة نظم المعلومات المحاسبية في المؤسسات المصرفية في ظل الأزمة العمالية العالمية- دراسة ميدانية على المصارف العاملة في مدينة حلب**- مجلة جامعة حلب، سوريا، ص:07.

[2] عماد أحمد إسماعيل، **مرجع سابق**؛ ص ص: 28-29.

2-3-2- العوامل الخارجية: وهى عوامل يصعب التحكم فيها تنتج عن البيئة الخارجية التي تحيط بنظام المعلومات وبالسوق المالي.

2-3-3- العوامل القانونية والتشريعات المهنية: تتمثل في الأنظمة والتشريعات القانونية والمهنية، وتحدد شكل ومضمون البيانات والمعلومات ومتطلبات الإفصاح عن البيانات المالية.

2-3-4- العوامل الاقتصادية: وتتمثل في طبيعة الوضع الاقتصادي السائد في البلد وانعكاساته على أنشطة الأسواق المالية.

2-3-5- العوامل التنظيمية: تتمثل في الهيكل التنظيمي ويتضمن خريطة الوظائف والتقسيمات التنظيمية للمستثمرين.

2-3-6- العوامل السلوكية: وتتمثل في أنماط السلوك الثقافية والاجتماعية لظروف الأسواق وللبيئة المحيطة بالأسواق المالية.

2-3-7- العوامل التقنية وتكنولوجيا المعلومات: وتتمثل في مختلف الوسائل التقنية وتكنولوجيا المعلومات المعتمدة والمتوفرة.

2-4- المعايير التي تحكم كفاءة نظام المعلومات في أسواق الأوراق المالية: من بين المعايير التي تحدد كفاءة نظام المعلومات في أسواق الأوراق المالية ما يلي:

2-4-1- البساطة: حيث أن درجة البساطة المناسبة تسهل وتطوّر إجراءات وسُبل الحصول على البيانات ومعالجتها وتوصيل المعلومات إلى المستثمرين.

2-4-2- المرونة: وهي أن يتميز النظام بالقدرة على التكيف للتغيرات في الظروف البيئية ونمط التكنولوجيا السائد في بيئة العمل والقدرة على التكيف للتشغيل في الظروف الاستثنائية.

2-4-3- الاعتمادية أو الموثوقية: وذلك بأن تكون مخرجات نظام المعلومات بالشكل الذي يمكن المستثمرين الاعتماد عليه في تلبية حاجاتهم من المعلومات الضرورية لأغراض اتخاذ القرارات الاستثمارية.

2-4-4- القبول: أي أن يكون النظام مقبولا من قبل المستفيدين وخاصة المستثمرين.

2-4-5- الاقتصادية: حيث أن النظام الكفء هو الذي يحقق الأهداف بأقل تكلفة ممكنة مقارنة بالعوائد المحققة [1].

[1] **The importance of mutual funds to capital markets**, paper presented by global investment house to the first annual palestinian capital market forum, september2007, p: 07.

3- دور جودة المعلومات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

تعتبر جودة ونوعية المعلومات المتاحة في سوق الأوراق المالية أساس مستوى الكفاءة التي يحققها ويصل اليها السوق.

3-1- تعريف جودة المعلومات في أسواق الأوراق المالية: تحدد مفاهيم جودة المعلومات من خلال الخصائص التي تتسم بها المعلومات المحاسبية المفيدة أو القواعد الأساسية الواجب استخدامها لتعزيز نوعية المعلومات المحاسبية، ويؤدي توافر هذه الخصائص إلى مساعدة المسئولين عند وضع المعايير المحاسبية، كما تساعد المسئولين عند إعداد القوائم المالية في تقييم المعلومات المحاسبية التي تنتج من تطبيق طرق محاسبية بديلة، وفي التمييز بين ما يعتبر إيضاحًا ضروريًا ومالا يعتبر كذلك، ويجب تقييم فائدة المعلومات المحاسبية على أساس أهداف القوائم المالية في مساعدة المستخدمين الخارجيين في اتخاذ القرارات التي تتعلق بالمنشآت، ويجب أن يوجه المحاسبين اهتمامهم إلى هؤلاء المستفيدين كما يجب أن تتجه عنايتهم إلى إعداد القوائم المالية التي تساعدهم في اتخاذ قراراتهم [1].

3-2- معايير تحقق جودة المعلومات في أسواق الأوراق المالية: تتحقق جودة المعلومات في السوق باحترام مجموعة من المعايير وهي كما يلي:

3-2-1- معايير قانونية: تسعى العديد من الدول لتطوير معايير لجودة التقارير المالية وتحقيق الالتزام بها، من خلال سن تشريعات وقوانين واضحة ومنظمة، مع توفير هيكل تنظيمي فعّال يقوم بضبط جوانب الأداء بما تتوافق مع المتطلبات القانونية التي تلزم الشركات بالإفصاح الكافي عن أدائها.

3-2-2- معايير رقابية: يتوقف نجاح هذا المعيار على وجود رقابة فعالة تحدد دور كل من لجان المراجعة وأجهزة الرقابة المالية والإدارية في تنظيم المعالجة المالية، وكذلك دور المساهمين والأطراف ذات العلاقة في تطبيق قواعد الحوكمة بواسطة أجهزة رقابية للتأكد من أن سياستها وإجراءاتها تنفذ بفاعلية، وأنّ بياناتها المالية تتميز بالمصداقية مع وجود تغذية عكسية مستمرة وتقييم للمخاطر وتحليل للعمليات وتقييم الأداء الإداري ومدي الالتزام بالقواعد والقوانين المطبقة.

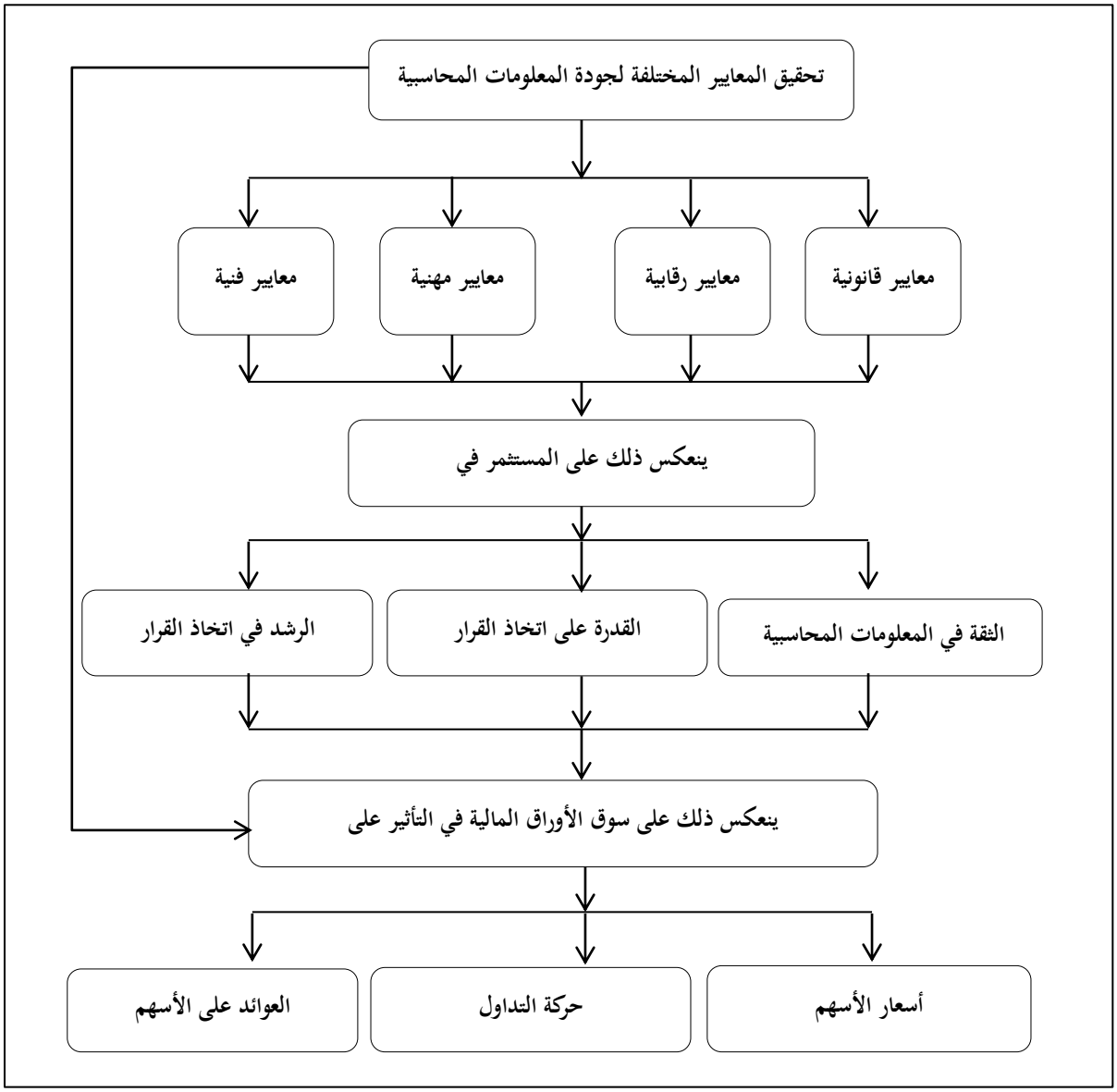
3-2-3- معايير مهنية: تهتم الهيئات والمجالس المهنية المحاسبية بإعداد معايير المحاسبية والمراجعة لضبط أداء العملية المحاسبية، مما برز معه مفهوم مساءلة الإدارة من قبل الملاك للاطمئنان على استثماراتهم، والتي أدت بدورها إلى ظهور الحاجة لإعداد تقارير مالية تتمتع بالنزاهة والأمانة.

---

[1] غسان محمد مصطفى دعاس، **نموذج مقترح لقياس كفاءة نظم المعلومات المحاسبية في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية**، رسالة دكتوراه فلسفة في المحاسبة، كلية الدراسات الادارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، 2006، ص: 211.

3-2-4- معايير فنية: إنّ توفر معايير فنية يؤدي إلى تطوير مفهوم جودة المعلومات مما يعكس بدوره على جودة التقارير المالية ويزيد ثقة المساهمين والمستثمرين وأصحاب المصالح بالشركة ويؤدي إلى رفع وزيادة الاستثمار، وقد توجهت مجالس معايير المحاسبة وعلى رأسها مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي نحو إصدار معايير عديدة تساهم في توفير وضبط الخصائص النوعية للمعلومات [1]. ويظهر أثر معايير جودة المعلومات في أسواق الأوراق المالية من خلال الشكل الموالي رقم 08.

شكل رقم (08) : أثر معايير جودة المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية.



المصدر: صديقي مسعود، دريس خالد، **دور حوكمة الشركات في تحقيق شفافية المعلومات المحاسبية لترشيد قرار الاستثمار**،، ملتقى وطني حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة- واقع، رهانات وافاق-جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، ص: 19.

[1] هوام جمعة، لعشوري نوال، **دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية**، ملتقى وطني حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة- واقع، رهانات وافاق-جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، ص ص: 17-18.

نُلاحظ من خلال الشكل أنّ توفر جودة المعلومات المحاسبية يساعد في القضاء على سلبية هذه المعلومات في القيام بدورها تجاه تنشيط حركة سوق الأوراق المالية، كما أنّ شمول مفهوم جودة هذه المعلومات بحيث أصبحت تتضمن مجموعة من المعايير المتعددة تؤثر على سلوك وترشيد قرار المستثمر، والذي ينعكس بدوره على أسعار الأسهم، حركة التداول وعوائد الأسهم.

3-3- أهمية جودة المعلومات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية: بالرغم من تعدد أهداف المعلومات المالية المنشورة في الأسواق المالية إلاّ أنّ هناك اتفاقًا عامًا على أنّ الهدف الأساسي هو توفير معلومات محاسبية ومالية ذات جودة وملائمة لإمكانية اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، ولخدمة فئة المستثمرين الحاليين والمرتقبين، كما أنّ جودة المعلومات المحاسبية المنشورة تعنى أن يكون لهذه المعلومات قيمة تنبؤية وقيمة تقويمية تصحيحية وأن يتم توفيرها في توقيت ملائم وتكون متفقة مع احتياجات مستخدمي التقارير المالية دون بطء أو تأخير، وحتى لا تفقد المعلومات المحاسبية حيويتها ومنفعتها في اتخاذ القرارات، وتتوقف منفعة المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية المنشورة على عنصرين أساسيين هما مدى صحة المعلومات المحاسبية والتوقيت الملائم لعرض هذه المعلومات، كما يترتب على عدم جودة التقارير المالية المنشورة أن يتزايد استغلال المعلومات الداخلية وتحقيق أرباح غير عادية وزيادة المضاربات في أسواق المال وإحجام المستثمرين عن التعامل في السوق [1].

4- أهمية تكنولوجيا المعلومات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

تُساهم تكنولوجيا المعلومات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية بنشر وتأكيد الثقة في أنظمة المعلومات، باستعمال التكنولوجيا المتقدمة في توفير المعلومات.

4-1- تعريف تكنولوجيا المعلومات: يمكن تعريف تكنولوجيا المعلومات في أسواق الأوراق المالية كما يلي:

4-1-1- تُعرف بأنّها: "التكنولوجيا التي تعتمد على استخدام الحاسوب والوسائل المتطورة الأخرى في معالجة البيانات، التي يتم الحصول عليها من أجل تحقيق سرعة في معالجتها وتخزينها واستردادها وتحويلها إلى معلومات يمكن الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية في الوقت المناسب" [2].

4-1-2- كما تُعرف بأنّها: "عبارة عن تلك الأدوات التي تُستخدم لبناء نُظم المعلومات التي تساعد الإدارة على استخدام المعلومات لدعم احتياجاتها في مجال اتخاذ القرارات والعمليات التشغيلية. وتتضمن تكنولوجيا

[1] عادل عبد الفتاح المهى، **المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي- دراسة اختباريه وحديثة-** بحث مقدم إلى جامعة الملك خالد، السعودية، ص ص: 16-18.

[2] Manhal Mageed Ahmad, **re- engineering audit profession in the context of information technology**- study pilot to demonstrate the views of sample selection of auditors in Irak, phd thesis submitted by the researcher, 2001, p: 45.

المعلومات البرامج الفنية والبرامج الجاهزة، وقواعد البيانات، وشبكات الربط بين العديد من الحواسيب، وعناصر أخرى ذات علاقة" [1].

ومنه نستنتج أنّ تكنولوجيا المعلومات في أسواق الاوراق المالية تُعبر عن إستخدام التكنولوجيا المتجددة التي تعتمد على الحواسيب الذكية وشبكات الانترنت وتقنيات الاتصال المتطورة في نشر وعرض المعلومات التي تحرك عمليات التداول وتنشيط السوق المالية، وتهدف الى تحقيق فورية بث المعلومات للمتعاملين، استخراج إحصائيات السلاسل الزمنية لتغير أسعار الأسهم والمؤشرات الاقتصادية الأخرى.

4-2- دور تكنولوجيا المعلومات والاتصال والشبكة المعلوماتية في أسواق الأوراق المالية: يتمثل دور تكنولوجيا المعلومات والاتصال والشبكة المعلوماتية في أسواق الأوراق المالية في ما يلي:

- تأكيد الثقة في التبادل الالكتروني للبيانات والمعلومات ونظم المعلومات؛
- تأكيد الثقة والجودة في القوائم والتقارير المالية المنشورة على شبكة المعلومات؛
- إحلال رقابة الحاسوب بدلا من الرقابة اليدوية؛
- تحقيق كفاءة نظم المعلومات بالاعتماد على كفاءة الأجهزة والبرمجيات؛
- سرعة ودقة نشر المعلومات من خلال النشر الالكتروني لجميع المستثمرين في نفس الوقت [2].

4-3- عوامل تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال الانترنت: أدى استخدام الإنترنت الى تطور هائل في كفاءة الأسواق المالية من خلال عدة عوامل منها ما يلي:

4-3-1- التقدم التكنولوجي: تساهم الإنترنت في توسيع قاعدة المستثمرين ومساعدة الأفراد والشركات في الدخول إلى الأسواق المالية وبتكلفة قليلة نسبيا، وتمكن البرمجيات من المشاركة في الأسواق من خلال نافذة واحدة.

4-3-2- الحاجة إلى تخفيض التكاليف: تساهم الإنترنت لتلبية هذه الرغبة من خلال إلغاء أو تخفيض التكاليف الإدارية وذلك باستبدالها إلكترونيا، أما من جانب المستثمرين فقد تم تخفيض العديد من التكاليف في عدة مجالات.

4-3-3- الحاجة إلى شفافية المعلومات عن الأسعار: تساهم الإنترنت في تقديم المعلومات والبيانات للمستثمرين الأمر الذي زاد من مصداقية الأسعار المعروضة [3].

---

[1] ثابت عبد الرحمن إدريس، **نظم المعلومات الإدارية في المنظمات المعاصرة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 153

[2] عبد الناصر طلب الزيود، محمد خير سليم أبو زيد، **أثر الإنترنت في الأسواق المالية- دراسة تطبيقية على بورصة عمان المالية-**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا،2007، المجلد 23 ، العدد الأول، ص: 81.

[3] **نفس المرجع**، ص: 82.

4-4- أثر تزايد دور تكنولوجيا المعلومات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية: من بين فوائد وأثر استخدام تكنولوجيا المعلومات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية ما يلي:

- تعزيز وتحقيق عدالة السوق وشفافية وفعالية التداول الالكتروني من خلال استيعاب وتنفيذ أحجام تداول كبيرة؛
- تسهيل وتسريع نقل الملكية من خلال الربط الآلي بين السوق ومركز الإيداع والتحويل؛
- إمكانية استرجاع السوق للوضع الذي توقف عنده في حالات الطوارئ؛
- إتاحة معلومات السوق للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف وتدعيم التوعية الاستثمارية الكترونيا؛
- تعزيز الرقابة والإفصاح من خلال تطبيق نظام الرقابة الإلكتروني وإفصاح المعلومات الالكتروني [1].

5- أهمية الشفافية والإفصاح في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

تبرز أهمية شفافية وإفصاح المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة والعمليات الاستثمارية في السوق.

5-1- نطاق الشفافية والإفصاح الموضوعي في أسواق الأوراق المالية: يُعتبر نظام المعلومات من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في أسواق الأوراق المالية، كما انه يحدد نطاق الإفصاح عن المعلومات كما يلي:

5-1-1- كمية المعلومات المفصح عنها: إن زيادة مستوى الإفصاح المالي قد تلحق أحيانا أضرار خاصة من قبل المنافسين، أما من حيث نوعية المعلومات فعادة ما تتحكم المبادئ المحاسبية بطبيعة ونوعية المعلومات.

5-1-2- زمن الإفصاح عن المعلومات: يجب مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، وإيصالها للمستثمرين لضمان إتاحة المعلومات الحديثة، ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتابعة لإتاحة المجال لتنبؤات المستثمرين.

5-1-3- كيفية الإفصاح عن المعلومات: من خلال نظام المعلومات وتتمثل مخرجاته في القوائم المالية الأساسية، كقائمة الدخل، وقائمة المركز المالي، وقائمة التدفقات النقدية...الخ، والتعبير بالوحدات النقدية عن محتواها [2].

5-2- أهمية الشفافية والإفصاح بالنسبة لأسواق الأوراق المالية: تظهر أهمية الشفافية والإفصاح في أسواق الأوراق المالية من خلال ما يلي:

- نشر الوعي والإدراك بكيفية التعامل في السوق، ونشر المعلومات بكل موضوعية؛
- ضرورة إعداد القوائم المالية وفقا للمعايير الدولية للتقارير المالية؛
- مُتابعة ومعالجة المعلومات من بداية إدخالها للقوائم المالية إلى غاية وصولها للمستثمرين؛

[1] عبد الحميد قصراوي، **مرجع سابق**، 2007، ص ص: 5-06.

[2] أحمد باز محمد متولي، **الإخلال الجزئي بالالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية- التعامل الداخلي-** جامعة المنصورة، 2012، ص: 05.

- تحديد كمية ونوعية وتوقيت المعلومات قبل نشرها للمتعاملين؛
- الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة أسعار الأوراق المالية [1].

5-3- دور الإفصاح في تعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية: يُعتبر الإفصاح المالي والمحاسبي روح الأسواق المالية إذ من غير الممكن أن يكون هناك سوقًا للأوراق المالية يتمتع بأي قدر من الكفاءة بدون توفر المعلومات، والذي يعتمد على مدى صرامة التشريعات المنظمة ومدى قدرة هيئات الأوراق المالية على تنفيذ ومتابعة الالتزام بهذه التشريعات، كما يعتمد على قناعة الجهات الملزمة بالإفصاح بأهميته لجمهور المستثمرين، وإن كان في بعض الأحيان يتعارض مع المصالح الشخصية، وتسعى هيئات الأوراق المالية على تعزيز مفهوم الإفصاح وتوفير المعلومات للمستثمرين من خلال ما يلي:

5-3-1- تعزيز ثقافة الإفصاح: وذلك من خلال توعية الجهات المصدرة للأوراق المالية والأشخاص المطلعين على المعلومات بأنه هناك ثقافة مجتمعية عامة تجعل من الإفصاح ممارسة طبيعية.

5-3-2- وضع التشريعات اللازمة: حيث يتم وضع التشريعات المنظمة للسوق ومتابعة تنفيذها بما يكفل إلزام كل الجهات ذات العلاقة بالإفصاح عن المعلومات وتوفيرها للمستثمرين.

5-3-3- توعية المستثمرين: لأهمية المعلومات وحقهم بالحصول عليها ومحاسبة الجهات ذات العلاقة عن أي تقصير في هذا المجال.

5-3-4- عدم السماح بأي استفادة من المعلومات غير المعلن عنها: من خلال متابعة ومراقبة كل من يحقق أي ميزة استثمارية ناتجة عن امتلاكه لمعلومات غير معلن عنها وضبط الإفصاح عن المعلومات وتنظيمه بما يكفل الحد من الإشاعات وتسريب المعلومات [2].

5-4- الإفصاح عن المصالح لتطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية: يتمثل الغرض من الإفصاح عن المصالح في زيادة الشفافية وتحسين كفاءة السوق، وذلك كما يلي:

5-4-1- حماية المستثمر: من خلال جذب انتباه المستثمرين بالأقدمية إلى المستثمرين الجدد، والتعاون جميعا من أجل حماية مصالحهم.

5-4-2- ضمان سلامة المعاملات: وذلك بتوضيح شخصية المالك الحقيقي للأوراق المالية وعدم استغلال السوق في صفقات غير مشروعة مثل عمليات غسيل الأموال.

5-4-3- تحسين كفاءة السوق: والناتجة عن زيادة ثقة المستثمر في السوق والذي يطمئن لأسعار البيع والشراء الحقيقية والناتجة عن الإفصاح الشفاف للمعلومات [3].

---

[1] صفوت عبد السلام عوض الله، **مرجع سابق**، ص ص: 01- 18.

[2] عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، **التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية**، بحث مقدم إلى هيئة الأوراق المالية والسلع- أبو ظبي، دبي، الشارقة- مارس 2006، ص ص: 07-08.

[3] صفوت عبد السلام عوض الله، **مرجع سابق**، ص ص: 34-35.

5-5- تطبيق برنامج الإفصاح الالكتروني لتطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية: تسعى الأسواق المالية إلى تعميم الإفصاح الالكتروني وفق نماذج موحدة لإمكانية الوصول إلى اكبر قاعدة من المستثمرين، حيث يُعرف نظام الافصاح الالكتروني بأنّه نظام تفاعلي متعدد الاستخدامات لإعداد وعرض معلومات الشركات المدرجة على موقع السوق المالية، ويتيح نماذج الكترونية موحدة لتسهيل عملية الافصاح من قبل الشركات، ويساعد كافة المهتمين بتوفير بيانات تتسم بالدقة من خلال مرونة الجداول و النماذج المعتمدة[1]. ويُمكَّن نظام الافصاح الالكتروني من تطوير كفاءة الأسواق من خلال ما يلي:

- يعمل الإفصاح الالكتروني وفقا لطريقة التقرير المالي الموسع، ويمكن استخدامه بشكل مستقل أو بإدخاله إلى تطبيقات الحاسب الآلي؛
- يُمكّن من الربط بين أجزاء أو عناصر المعلومات الملائمة للتقرير المالي، بشكل يؤدي كفاءة وفعالية التقرير، وإيجاد تنوع واسع في التقارير المالية المؤتمنة؛
- تتضمن هذه التكنولوجيا إمكانيات تصنيف للبيانات المالية بشكل يسمح بإمكانية إجراء المقارنات عموديا وأفقيا بين محتويات التقرير المالي؛
- إمكانية توصيل المعلومات في وقت ملائم يتناسب مع تطورات التجارة الإلكترونية والاستثمار المباشر والتعامل المباشر على الأوراق المالية؛
- اعتبارات مالية تؤدي إلى تخفيض تكاليف إعداد ونشر التقارير والقوائم المالية [2].

ومنه نستنتج أنّ أنظمة المعلومات والتطبيقات الخاصة بها تلعب دورا مهما وحيويا في تحريك أسواق الأوراق المالية، كما تعمل على تحسين وتطوير كفاءتها باعتماد التكنولوجيا الحديثة في مجال المعلومات.

وكخلاصة نجد أنّ كفاءة الأسواق المالية تتحقق عندما تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة، سواء كانت هذه المعلومات ماضية أو حالية أو متوقع حدوثها في المستقبل، وبالتالي ضرورة توفر المعلومات المناسبة وتماثلها بالنسبة لجميع المستثمرين في السوق، كما تعد التطورات التكنولوجية السريعة من التغيرات الرئيسية والحاسمة في زيادة قدرات المتعاملين في السوق مما يعمل على تحسين وتطوير كفاءتها.

[1] بكر ابراهيم محمود، نضال عزيز مهدي، **دور ومسؤولية مراقبي الحسابات في العراق تجاه الافصاح الالكتروني للقوائم المالية**، مجلة جامعة المستنصرية، العراق، ص: 04.

[2] عبد الحميد قصراوي، **مرجع سابق**، 2007، ص ص: 07-08.

المبحث الثاني

عملية الرقابة والأثر على تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

إنّ أي خلل في البيانات والمعلومات يؤدي إلى انخفاض كفاءة الأسواق المالية، والتي تنعكس بصورة مباشرة على أسعار الأسهم في السوق واختلافها عن السعر الحقيقي، وتعمل عملية الرقابة في الأسواق المالية على الحد من تكرار المخالفات والحفاظ على الكفاءة في السوق وتطويرها، كما هو موضح في هذا المبحث من خلال ما يلي:

- مبادئ عملية الرقابة لتحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- أثر عملية الرقابة على كفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- دور عملية الرقابة في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مبادئ عملية الرقابة لتحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية

تقوم عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية على مجموعة من المبادئ التي يخضع لها مختلف المتعاملين في السوق، والقواعد والتنظيمات المنظمة لنشاط السوق، وكذا مراقبي الحسابات بهدف تحقيق كفاءة هذه الأسواق، كما قد تختلف هذه المبادئ من دولة لأخرى وذلك لاختلاف التوجهات والسياسات الاقتصادية.

1- المبادئ الخاصة بالجهة المنوط بها وضع القواعد التنظيمية لسوق المال

من بين المبادئ الرقابية الخاصة بالجهة المنظمة لأسواق الأوراق المالية ما يلي:

- أن يتوفر الوضوح والاستقلالية في المسئوليات الخاصة بالجهة المنظمة للسوق في تنفيذ أعمالها وممارسة سلطاتها؛
- على فريق العمل بالجهة المنظمة للسوق أن يتطلع إلى تطبيق أعلى المستويات القياسية الخاصة بالعمل وخصوصا الحفاظ على سرية البيانات والمعلومات؛
- على الجهة المنظمة للسوق أن تقوم بذاتها بعمليات رقابة ومراجعة القواعد المنظمة والحد من وإدارة المخاطر؛
- على الجهة المنظمة التأكد من تجنب شبهة تضارب المصالح والحد منها، والإفصاح والكشف عنها.

2- المبادئ الخاصة بتطبيق القواعد التنظيمية للأسواق المالية

من بين المبادئ الرقابية الخاصة بتطبيق القواعد التنظيمية للأسواق المالية ما يلي:

- أن يكون للجهة المنظمة سلطات الفحص الشامل وإجراء التحقيقات وممارسة أعمال الرقابة؛
- أن تتمتع بسلطة الإلزام الشامل بتطبيق القواعد التنظيمية للسوق؛
- أن يتضمن النظام الرقابي التطبيق الفعال والصحيح لعمليات التفتيش والتحقيق؛
- الرقابة وسلطة الإلزام بالتشريعات والتحقق من فاعلية برامج الالتزام والرقابة الداخلية.

3- المبادئ الخاصة بالتعاون في تنظيم لوائح الأسواق المالية

من بين المبادئ الرقابية الخاصة بالتعاون في تنظيم لوائح الأسواق المالية ما يلي:

- أن يكون للجهة المنظمة للسوق سلطة تبادل المعلومات العامة وغير العامة مع الجهات الأخرى المماثلة لها؛
- أن تضع هيئة الرقابة نظاماً لتبادل المعلومات وتحدد وقت وكيفية تبادل المعلومات مع الجهات المماثلة لها؛
- أن تسمح اللوائح التنظيمية للجهة المنظمة للسوق بالعمل على مد الجهات الأجنبية المماثلة لأسواقها بما تحتاجه لمزاولة اختصاصاتها وممارسة سلطاتها الرقابية [1].

4- المبادئ الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية

من بين المبادئ الرقابية الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية ما يلي:

- أن يتوفر إفصاح كامل ودقيق وفى توقيت مناسب عن النتائج المالية والمخاطر والمعلومات الأخرى الجوهرية التي تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم؛
- أن يعامل مالكي أسهم الشركات بأسلوب يتسم بالعدالة والمساواة؛
- أن تكون معايير المحاسبة والمراجعة في أعلى المستويات المقبولة عالميا.

5- المبادئ الخاصة بمراقبي الحسابات، ووكالات التصنيف الائتماني ومقدمي خدمات المعلومات

من بين المبادئ الرقابية الخاصة بمراقبي الحسابات، ووكالات التصنيف الائتماني ومقدمي خدمات المعلومات في السوق ما يلي:

- أن يخضع مراقبو الحسابات لمستوى كاف من الرقابة، وأن يستقلوا تماماً عن الجهة التي يقومون بمراجعة حساباتها؛
- أن تخضع وكالات التصنيف الائتماني لمستوى كافٍ من الرقابة؛
- التأكد من أن ما يصدر عنها من تقارير وتصنيفات ائتمانية في السوق المنظمة تخضع لمتطلبات الترخيص والرقابة المستمرة؛
- أن تخضع الجهات التي تقدم خدمات تحليلية وتقييميه للمستثمر للرقابة ولنظام يتناسب ودورها في السوق.

6- المبادئ الخاصة بآليات الاستثمار الجماعي – صناديق الاستثمار–

من بين المبادئ الرقابية الخاصة بآليات الاستثمار الجماعي في السوق ما يلي:

- وضع معايير تتسم بالملائمة والحوكمة والتنظيم وسهولة التطبيق لمن يرغب في تسويق أو تشغيل الصناديق ؛
- وضع قواعد تحكم الشكل القانوني والهيكلي للشركات؛
- وضع قواعد للفصل بين أصول واستثمارات العملاء وحمايتها؛

[1] المنظمات الدولية لهيئات سوق المال، هيئة قطر للأسواق المالية، متاح على موقع **International organization of securities commissions**Www.، ص ص : 01-04، تاريخ التصفح: 15- 01- 2014، على الساعة 35: 12.

- النص على الإفصاح عن كافة النواحي الخاصة بصناديق الاستثمار؛
- تحديد العوائد التي تتحقق للمستثمر نتيجة استثماره في صناديق الاستثمار؛
- وُجود أسس صحيحة ومفصح عنها بشأن تقييم الأصول وتسعير الوثائق واستردادها في صناديق الاستثمار [1].

7- مبادئ خاصة بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية

من بين المبادئ الرقابية الخاصة بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ما يلي:

- ضمان حد أدنى من الشروط الواجب توافرها للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية؛
- وُجود متطلبات لرأس المال ورأس المال العامل لشركات الوساطة تعكس المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركة؛
- أن يُطلب من الشركات وضع مهام واختصاصات داخلية من شأنها التحقق من إتمام أعمالها وفقاً لمعايير الالتزام والرقابة الداخلية؛
- يجب توافر إجراءات للتعامل مع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المتعثرة للحد من أضرار وخسائر المستثمرين واحتواء مخاطر التداعي والتعثر.

ومنه نستنتج أنّ عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية تقوم على مجموعة من المبادئ والتي يخضع لها مختلف المتعاملين في السوق من هيئات ادارية وشركات الوساطة ومختلف المستثمرين، والهدف منها تحقيق المساواة بين المتعاملين وحماية مصالحهم من أجل تحقيق كفاءة السوق.

المطلب الثاني: أثر عملية الرقابة على كفاءة أسواق الأوراق المالية

تُعتبر الرقابة في الأسواق المالية عاملاً أساسياً ومهماً لتنشيط أداء المنظومة الرقابية وزيادة الكفاءة والفاعلية في السوق، وتعتمد في ذلك على استخدام تكنولوجيا المعلومات ونظام الرقابة الالكتروني.

1- أهمية الرقابة في كفاءة أسواق الأوراق المالية

تبرز أهمية الرقابة في الأسواق المالية كونها تزيد من قدرة الجهات المنظمة على تعديل الخطط الاستراتيجية باستمرار بسبب التغيرات المستمرة في البيئة الخارجية، وتعد بمثابة اختبار لدرجة الموائمة للخطط والإجراءات والسياسات والبرامج مع متغيرات البيئة الخارجية والداخلية، كما تزود الجهات المنظمة بالتغذية العكسية لتحديد فيما إذا كان تنفيذ الخطط الاستراتيجية مناسب ومتناسق بالشكل الصحيح مع الأهداف، وتعمل على تحقيق كفاءة السوق من خلال ما يلي [2]:

[1] Fulle J, Farrel, **Modern Investment and Soceity Analysis**, McGraw-HILL Book, Co Inc. N. Y, 1997, PP: 16-20.

[2] جليل طريف، **الرقابة على الأسواق**، مجلة اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، الإصدار الأول، يناير- يونيو2003، ص: 13.

- إكتشاف مواطن الهدر بالموارد ونشرها في أماكن استخدامها الأكثر كفاءة، وتحسين الكفاءة التشغيلية؛
- تقييم خطط السوق لمعرفة مدى تناسبها مع تغييرات البيئة الداخلية والخارجية؛
- تقييم مدى دقة التنبؤات التي واكتشاف الانحرافات التي قد تكون في مرحلة إعدادها أو في مرحلة التنفيذ؛
- توفير معايير ومقاييس تمكن السوق من قياس التقدم الذي تحرزه باتجاه الأهداف.

2- دور هيئات تطبيق شروط كفاءة الأسواق في الحفاظ على تداول سعر حقيقي للسهم

إنّ الصدق في التعامل بالأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات المالية وغير المالية الهامة عن الشركات قبل طرح أوراقها المالية للاكتتاب العام على المستثمرين، ومنع الغش والخداع والنصب والاحتيال في تداول الأوراق المالية، وقد ألزمت القوانين الشركات المتداولة تقديم معلومات حول أنشطتها وطبيعة عملها وأملاكها مع تقديم تقارير مالية مدققة، ويتولى السوق نشر هذه المعلومات على جمهور المتعاملين.

ولتطبيق شروط الكفاءة العالية للسوق المالية تضمن القوانين إنشاء هيئة لمراقبة وتنظيم عمليات التداول لحماية مصالح المستثمرين والإشراف على الأسواق، إذ تتحمل مسؤولية مراقبة وتنظيم التعامل بالأوراق المالية وتشرف على عمليات الإفصاح عن المعلومات المعروضة من قبل الشركات سواء عند الإصدارات الأولية أو الإفصاح الدوري المستمر، وتتم مراجعة وثائق الإفصاح المطلوبة من الشركات المساهمة.

وتقوم الهيئة بوضع المعايير لضمان تداول عادل وذو كفاءة عالية للأوراق المالية، من خلال تنظيم البورصة وشركات الوساطة وبيوت المقاصة وشركات حفظ سجلات التداول ونقل ملكية الأسهم والمعلومات المشورة، مع تنظيم عمل صناديق الاستثمار وخبراء ومستشاري الاستثمارات وتحديد هياكل ووسائل تطوير الإفصاح وتخفيض الخطر على المستثمرين، والاهتمام في التحقيق بمخالفات المتعاملين لأنظمة تداول الأوراق والأسواق المالية، كالتداول من الداخل، ومخالفات الوسطاء الماليين ووكلاء الأسهم بسبب عدم معاملة الزبائن بشكل عادل، وتزوير وحذف المعلومات الجوهرية عن الأوراق المالية، والتلاعب بأسعار الأوراق المالية في السوق أو سرقة واختلاس أموال العملاء أو الأوراق المالية المودعة، وكذلك في حالة إصدار وبيع أوراق مالية غير مستكملة التسجيل القانوني [1]. وتختلف تسمية هيئات إدارة ورقابة أسواق الأوراق المالية حسب قانون الأسواق المالية في كل بلد وهي موضحة في الجدول الموالي رقم 02.

[1] دريد ال شبيب، عبد الرحمان الجبوري، **أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي حالة شركة وورلدكم الأمريكية**، المؤتمر العلمي الرابع حول استراتيجيات الأعمال في مواجهة العولمة، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 15-16مارس2005، ص ص: 08-10.

جدول رقم (02): هيئات إدارة أسواق الأوراق المالية العربية.

الدولة	الهيئة الرقابية	الدولة	الهيئة الرقابية
الجمهورية الجزائر	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها	دولة فلسطين	هيئة سوق رأس المال الفلسطينية
المملكة المغربية	مجلس القيم المنقولة	الجمهورية العراقية	هيئة الأوراق المالية العراقية
الجمهورية الليبية	السوق المالي الليبي	المملكة العربية السعودية	هيئة السوق المالية السعودية
جمهورية مصر العربية	الهيئة العامة للرقابة المالية	دولة الكويت	هيئة أسواق المال الكويتية
الجمهورية العربية السورية	هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية	دولة قطر	هيئة قطر للأسواق المالية
الجمهورية اللبنانية	هيئة الأسواق المالية اللبنانية	الإمارات العربية المتحدة	هيئة الأوراق المالية والسلع
المملكة الأردنية الهاشمية	هيئة الأوراق المالية الأردنية	سلطنة عمان	الهيئة العامة لسوق المال لسلطنة عمان

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على **مجلة اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية**، الإصدار رقم 01، يناير- يونيو 2013 متاح على الموقع:www. uasa. ae، تاريخ التصفح: 26-05-2014، على الساعة: 10:30.

3- دور الهيئة الوصية على السوق في مراقبة وتوفير المعلومات والإفصاح عنها

تعلب الهيئة الوصية على السوق دور مهم في إيصال المعلومات للمتعاملين بكل حيادية وشفافية ودون التمييز بينهم وذلك من خلال ما يلي:

- مُراقبة أداء السوق دون التأثير على حركة الأسعار؛
- العمل على تحقيق حسن سير النشاط في السوق باتخاذ كل ما يتطلبه الأمر من إجراءات؛
- العمل كسلطة تأديبية على أعضاء السوق وذلك بإصدار قوانين وتشريعات مضادة لعمليات التلاعب في الأسعار والتي من أهمها ما يلي:
- منع استغلال المعلومات والبيانات غير المعلنة والتي يتسنى للبعض الحصول عليها بطرق أخرى؛
- إلزام المؤسسات المسعرة على القيام بنشر المعلومات بكل وضوح وشفافية، وضرورة مراقبتها للتواريخ المحددة للنشر دون تأخير؛
- يحق للجنة المراقبة إذا كان تقرير أغلبية الأعضاء بوقوع مخالفات فرض عقوبات الإنذار، الغرامة أو الوقف [1].

[1] محمد بن بوزيان وآخرون، **كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب-** مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، 2012، العدد02، ص: 240.

4- الرقابة الالكترونية في أسواق الأوراق المالية

الرقابة الالكترونية في الأسواق المالية هي تحويل العمل الرقابي من عمل يدوي إلى عمل الكتروني وهي أسلوب حضاري متطور في تنفيذ المهام الرقابية، وتتطلب أن تكون لدى الجهات المنظمة المعرفة والإلمام والرغبة للتعامل بهذا النظام ليتم تنمية الوعي لدى المتعاملين عن طريق إرشادهم وتوجيهم وتثقيفهم وتعريفهم بالمستجدات لتحقيق الهدف الذي وضعت من أجله، وتهدف إلى الانتقال من العمل الرقابي التقليدي إلى استخدام تقنيات المعلومات في الأسواق المالية، في عمليات الاطلاع على الوثائق والاتصالات اللازمة لممارسة النشاط الرقابي بجودة ودقة عالية وبأسرع وقت ممكن وبأقل تكلفه، وتوفيرها للجهات التي تطلبها وتطوير وتبسيط الأداء وسرعة الإنجاز بما يخدم الأجهزة الرقابية والمستفيدون من مخرجات النظام الرقابي [1].

وتمثل الرقابة الالكترونية تطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية، ومراقبتها لحماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على غش أو تدليس أو تلاعب، وتقوم الهيئة الرقابية بمراقبة تداول (الأسهم، والصكوك والسندات، وصناديق المؤشرات المتداولة)، من خلال تكثيف المتابعة لعمليات التداول للتأكد من التزام المشاركين في السوق لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية [2].

5- متطلبات الرقابة الالكترونية في أسواق الأوراق المالية

تتمثل في القدرة على تحقيق التفاعل والدمج بين المكونات المادية والبشرية اللاّزمة لتحقيق الرقابة بشكل الي في السوق، ومن بين هذه المتطلبات ما يلي:

5-1- المتطلبات التنظيمية: تتطلب الرقابة الالكترونية تنظيميا في أسواق الأوراق المالية بتوفير ما يلي:

- بِناء تنظيمي مناسب للعمل الالكتروني والذي يضمن النجاح المطلق للسوق واستمرارية الارتقاء بمستوى أدائها وتحقيق سرعة الانجاز؛
- الثقافة التنظيمية المناسبة: تكمن في وجود ثقافة مشتركة للسوق للوصول إلى جهاز رقابي عصري متماسك لإنجاز العمل الرقابي الالكتروني؛
- وُضوح أهداف نظام الرقابة الالكترونية لأنّها ستكون قادرة على تحقيق الأهداف الرقابية في السوق [3].

---

[1] حمد هاشم الصقال، محمد حسين مهدي سعيد، **دور الرقابة الالكترونية في الحد من الفساد**، ورقة مقدمة من طرف وزارة التجارة مكتب المفتش العام، ص ص: 16-17.

[2] حسام مسعودي، **أثر تطبيق نظام التداول الالكتروني على أداء السوق المالية السعودية**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، ديسمبر 2013، العدد 04، ص: 123.

[3] دريد ال شبيب، عبد الرحمان الجبوري، **مرجع سابق**، ص: 04.

5-2- المتطلبات التقنية لمنظومة الرقابة الالكترونية: تتمثل في الأجهزة والتقنيات اللازمة لإنجاح الرقابة الالكترونية في السوق ومنها ما يلي:

- البيئة التقنية والتي تتكون من الحواسيب الآلية، شبكات الحاسب الآلي الداخلية والخارجية والشبكة العالمية؛
- التخزين بحفظ المعلومات من خلال تحويل الملفات الورقية إلى ملفات الكترونية صغيرة الحجم؛
- النقل بتوصيل المعلومات المطلوبة بسرعة كبيرة مهما كانت كمياتها وإجراء العمليات اللازمة عليها؛
- بِناء البرامج الرقابية ذات القدرة على معالجة المعلومات المطلوبة وإجراء العمليات اللازمة عليها للوصول إلى أهداف العمليات الرقابية [1].

6- نظام الرقابة الالكتروني في أسواق الأوراق المالية

يُعتبر نظام الرقابة الالكتروني من أحدث الأنظمة والوسائل الرقابية للتأكد من عدم وجود ممارسات تخالف نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، من قِبل الأشخاص غير المرخص لهم الذين يقومون بجمع الأموال واستثمارها في أي من أعمال الأوراق المالية دون حصولهم على ترخيص في ذلك من الهيئة المنظمة، وتتم الرقابة من خلال نظام رقابة إلكتروني الذي يحدد المواضيع والأخبار المتعلقة بالأسواق المالية أو الشركات المدرجة التي تُبث في وسائل الإعلام المحلية والعربية والمواقع الإلكترونية المختلفة حال حدوثها ويصدر التنبيهات عليها، ويجري تحليل التنبيهات ودراستها لتحديد أي حالة اشتباه في مخالفة نظام السوق ولوائحه التنفيذية، وتُعدّ تقارير يومية وأسبوعية بشأن تلك التنبيهات، ويوضح النظام كل من ما يلي: عدد التنبيهات، عمليات البحث المكتشف لحالات صدر بشأنها تنبيهات، حالات اشتباه في مخالفة [2].

7- الضوابط الرقابية لنظم المعلومات الالكترونية في الأسواق المالية

تُعتبر الضوابط الرقابية ذات أهمية عالية لنظم المعلومات المحاسبية الالكترونية وتمثل سياسات رقابية إدارية وتنظيمية يتم تطبيقها على إدارة نظم المعلومات، وهي تمثل المعايير والتوجيهات التي يلتزم بإتباعها المختصون بوظائف جمع المعلومات وتبويبها وتلخيصها، والتي تدخل تحت نطاق مهام مركز قسم معالجة البيانات الكترونياً وتشمل على ما يلي:

7-1- ضوابط الرقابة التنظيمية: تشمل الإجراءات الرقابية المتعلقة بفصل الوظائف والواجبات بين إدارة نظم المعلومات والإدارات الأخرى وتحديد مسؤوليات دائرة الحاسوب نفسها من أجل تقليل مخاطر الغش.

7-2- ضوابط الرقابة على الوصول: تتضمن إجراءات رقابية مصممة لمنع واكتشاف الأخطاء والمخالفات التي تحدث نتيجة لمحاولات الدخول والاستخدام غير المرخص لأجهزة الحاسوب وبيانات النظام.

---

[1] هيئة السوق المالية، **أعمال الرقابة الإلكترونية**، التقرير السنوي2010، عمان، الأردن، ص: 25.

[2] هيئة السوق المالية، **أعمال الرقابة الإلكترونية**، التقرير السنوي 2011، الرياض، السعودية، ص: 68.

7-3- ضوابط الرقابة على أمن الملفات وحمايتها: تشمل الإجراءات اللازمة كلّها بهدف تحقيق الأمن والحماية لمكونات النظام المادية والمنطقية ومواجهة المخاطر المختلفة، كمخاطر الوصول غير المصرح الذي يقوم به قراصنة الحاسوب.

7-4- ضوابط الرقابة على توثيق النظام وتطويره: تشمل كلّ الضوابط والإجراءات الرقابية المتعلقة بتوثيق نظم المعلومات وتوصيفها بمكوناتها المادية والمنطقية وتوثيق إجراءات المستخدم النهائي [1].

8- دور الرقابة الالكترونية في تفعيل نظام الرقابة الالكتروني في أسواق الأوراق المالية

تعمل الرقابة الالكترونية على تفعيل نظام الرقابة الالكتروني في أسواق الأوراق المالية من خلال ما يلي:

8-1- الإفصاح الالكتروني: يُمكّن الشركات المساهمة العامة والجهات الخاضعة لرقابة الهيئة من تزويد الهيئة بالمعلومات الكترونيا بهدف توفير نماذج إلكترونية لاستقبال الوثائق الصادرة عن الشركات المساهمة وفق المعايير الدولية.

8-2- تطوير شبكة الحاسوب الداخلية للهيئة: بهدف توفير سرعات عالية وتعزيز حماية وأمن اتصال شبكة الهيئة بالإنترنت لضمان استمرارية الاتصال دون انقطاع الأمر وتعزيز قدرة الهيئة على إدامة خدماتها الإلكترونية بكفاءة عالية.

8-3- نظام الترخيص والتفتيش: وذلك من خلال نظام متصل بقاعدة بيانات تتضمن معلومات تاريخية، يهدف إلى تمكين المتعاملين من تحديد طلبات الترخيص الكترونيا على شبكة مؤسسات السوق.

8-4- تجهيز البنية التحتية: بهدف تطوير أنظمة الخدمات الالكترونية لإطلاق خدمات الهيئة الإلكترونية وإدامة تحديثها بشكل إلكتروني وتوفير التقارير اللازمة لأعمال الهيئة [2].

8-5- إتمام سير إجراءات العمل الداخلية: في الهيئة المنظمة بشكل إلكتروني وربط مصالح الهيئة فيما بينها إلكترونياً.

8-6- إنجاز المشاريع المدرجة: بهدف الارتقاء بأداء الهيئة المنظمة وإيجاد بيئة استثمارية تقنية آمنة ومتطورة في السوق.

9- أثر الرقابة الالكترونية على سرعة انجاز المعاملات في أسواق الأوراق المالية

تعمل الرقابة الالكترونية على تسريع وتيرة نشاط الأسواق المالية ويظهر ذلك من خلال ما يلي:

- إستخدام الأدوات الالكترونية يزيد من فعالية السوق ويساعد في إعطاء تغذية عكسية ومعرفة أسباب المشاكل وتجنبها مستقبلا؛

[1] رشا حمادة، **أثر الضوابط الرقابية العامة لنظم المعلومات المحاسبية الالكترونية في زيادة موثوقية المعلومات المحاسبية- دراسة ميدانية-** مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية،2010، العدد01، المجلد26، ص ص: 316-317.

[2] هيئة السوق المالية، **تطوير الأنظمة الالكترونية**، التقرير السنوي، 2010، عمان، الأردن، ص ص: 22-23.

- تساعد الرقابة الالكترونية في تطوير العمل ومعرفة مكامن النقص والخلل؛
- مُساعدة الهيئة المنظمة في معرفة المستثمر النشيط والمجتهد من المستثمر الكسول والمهمل واتخاذ الإجراءات المناسبة بحقه؛
- تحفز الرقابة الالكترونية المتعاملين على تقديم أفضل مستوى لهم وبشكل سريع.

ومنه نستنتج أنّ أهمية عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية تَظهر من خلال دورها في تحقيق كفاءة السوق من خلال حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على غش أو تدليس أو تلاعب باعتماد الرقابة الالكترونية وتطوير أنظمة الرقابة الالكترونية.

المطلب الثالث: دور عملية الرقابة في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

على الرغم من توفر كافة الشروط المناسبة لتحديد عمليات التداول، إلاّ أنّ ضرورة عملية الرقابة من أولى اهتمامات الهيئة المنظمة للسوق سواء كانت رقابة تقليدية أو الكترونية لتحسين وتطوير كفاءة السوق.

1- أهمية تطوير هيئة الرقابة على أسواق الأوراق المالية لرفع كفاءتها

لتطبيق الكفاءة العالية للسوق المالي فانّه يتطلب تطوير مهام هيئة مراقبة وتنظيم عمليات التداول في الأسواق المالية إضافة إلى مهامها المعروفة، وخاصة تدقيق الفقرات الأساسية الموالية:

- أن تكون جميع مؤشرات الأسهم عادلة؛
- تفعيل شروط التدقيق الداخلي على جميع أنشطة السوق، وتطبيق العقوبات على المخالفين؛
- القدرة على الاتصال بكافة المستثمرين والوسطاء في جميع دول العالم؛
- وُجود أجهزة حماية المستثمر من خلال جهاز البورصة وهيئة حماية المستثمرين ومقاييس حماية المودعين؛
- السماح لبيع وشراء الأوراق المالية للأجانب عن طريق السوق الثانية، أو الصفقات خارج البورصة [1].

2- تطبيق مسؤولية مجلس الإدارة لتحسين وتطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

إنّ تطبيق مسئوليات مجلس إدارة الهيئة المنظمة يساهم في تحقيق الأهداف الاستراتيجية وتحسين أداء المستثمرين وتدعيم قدرتهم التنافسية وهو ما يؤثر علي تحسين كفاءة السوق، ومن بين هذه المسؤوليات ما يلي[2]:

- وضع استراتيجية واضحة المعالم تعكس خطط التوسع الرأسي والأفقي ووضع الموازنات المختلفة ونظم متابعة المخاطر المتوقعة؛
- تعزيز مبدأ المساءلة لأعضاء المجلس ومحاسبتهم عن التجاوزات؛

[1] دريد ال شبيب، عبد الرحمان الجبوري، **مرجع سابق**، ص ص: 08-10.

[2] طارق عبد العظيم أحمد، **بورصة الأوراق المالية**، كتاب متاح على الموقع www.pdffactory.com، الوحدة التعليمية الثانية: دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية، ص ص: 92-93، تاريخ التصفح: 25-02-2014، على الساعة: 30:22.

- ضرورة تحديد الحقوق والمسئوليات بكل وضوح لمختلف الهيئات والمتعاملين في السوق؛
- تعيين الأعضاء غير التنفيذيين ويتميزون بالحياد والاستقلال بالرقابة علي حالات تعارض المصالح؛
- مُراعاة عدم المغالاة في المرتبات والمزايا النقدية والعينية لأعضاء مجلس الإدارة والمسئولين التنفيذيين؛
- وضع كافة الضمانات الممكنة لمنع إساءة استخدام المعلومات الداخلية والتربح منها، لأنّه مخالفة للقانون ومساس بالقواعد الأخلاقية؛
- تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية لضمان سلامة التقارير المالية والمحاسبية بما يعمل علي تدعم واستقرار نشاط السوق.

3- إجراءات رقابية لتطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

تعتمد الهيئة المنظمة للسوق المالي على تطبيق عملية الرقابة من خلال الإجراءات الإدارية والمحاسبية الموالية:

3-1- الإجراءات الإدارية: من بين إجراءات الرقابة الإدارية في أسواق الأوراق المالية ما يلي:

- تحديد الاختصاصات وتقسيم العمل لتجنب تداخل المسؤوليات وتقليل وقوع حالات الغش والأخطاء؛
- عدم ترك فرصة التصرف الشخصي للمتعاملين إلا بموافقة شخص آخر مسؤول؛
- إعطاء تعليمات صريحة بأن يقوم كل مسؤول بالتوقيع على المستندات كإثبات لما قام به من عمل؛
- إجراء حركة تنقلات بين الموظفين من حين لآخر على أن لا يتعارض مع مصلحة السوق؛
- ضرورة منح الإجازات دفعة واحدة لإعطاء فرصة اكتشاف أي تلاعب قام به من طرف من قام بتعويضه.

3-2- الإجراءات المحاسبية: من بين إجراءات الرقابة المحاسبية في أسواق الأوراق المالية ما يلي:

- وُجوب إثبات العمليات في الدفاتر لتسهيل الحصول على المعلومات والتقليل من الغش والتلاعب؛
- عدم إشراك موظف في عمل قام به واستعمال الآلات المحاسبية لسرعة الانجاز وتقليل الأخطاء؛
- إجراء مطابقات دورية بين كشوف المستثمرين والأرصدة في الدفاتر والسجلات لتجنب الأخطاء والتلاعب؛
- القيام بجرد مفاجئ دوري للعمليات ومطابقة ذلك مع الأرصدة الدفترية.

4- تفعيل الرقابة على التداول الإلكتروني لتطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

لتحقيق وتطوير كفاءة السوق تقوم الادارة بتفعيل الرقابة على التداول الإلكتروني من خلال ما يلي:

توفر أنظمة التداول الإلكترونية تسهيلات كبيرة في مجال مراقبة عمليات البيع والشراء وتحديد الأشخاص الذين يوجهوا حركة التداول إن وجدوا، وذلك من خلال توفير بيانات لحظية وتاريخية يسهل معالجتها والخروج بقرارات رقابية جازمة بناءا عليها، ومن الضروري أن يكون نظام التداول قادرًا على التأكد من أن المستثمر يملك في حسابه لدى الوسيط المبالغ التي تؤهله لشراء كميات الأسهم التي يطلبها وإلاّ فإنّ الطلب لا يتم إدراجه على شاشات التداول.

كما أنّ تطبيق نظام الرقابة الإلكتروني ومن خلال تعريف محددات خاصة بالرقابة المطلوبة يمُكّن السوق من مراقبة وضبط حركة التداول والسلوكيات المتبعة لديه مما يعكس ويحافظ على مصداقية السوق وثقة المستثمرين، ويساعد هذا النظام على الكشف عن أية محاولات لخلق سوق زائفة وتحديد الممارسات الممنوعة على نطاق أوسع فور حدوثها وتحديد التداول الذي يتم بناءا على معلومات حساسة وغير معلنة [1].

ومنه نستنتج أنّ عملية الرقابة في الأسواق المالية تلعب دوراً هاماً في تطوير وتحسين كفاءتها من خلال تطوير مهام الهيئة المنظمة للسوق، وتطبيق مسؤولية مجلس الإدارة على مختلف المتعاملين من خلال إجراءات رقابية صارمة وتفعيل الرقابة الالكترونية على التداول الالكتروني في السوق.

وكخلاصة نجد أنّ الرقابة في الأسواق المالية تخضع لإطار علمي من خلال مجموعة من المبادئ المطبقة على مختلف المتعاملين، وتعمل على تحقيق كفاءة السوق من خلال تحقيق الأهداف المسطرة، كما تحقق الرقابة الالكترونية وباعتماد تكنولوجيا المعلومات على تطوير كفاءة السوق، من خلال تطوير مسؤولية الهيئة المنظمة وتفعيل الرقابة على أنظمة التداول الالكتروني بتطبيق إجراءات رقابية صارمة لمنع التجاوزات بين المتعاملين.

[1] عبد الحميد القصراوي، **مرجع سابق**، 2007، ص: 07.

المبحث الثالث

مراجعة الحسابات والأثر على تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

تُساهم مراجعة الحسابات من خلال الدور المهني في تعزيز الاستقرار في أسواق الأوراق المالية، من خلال تقديم الخدمات للمتعاملين في السوق بالتأكيد لمستخدمي القوائم المالية المطلوبة من قبل الجهات المشرفة على تلك الأسواق، أنّها تم إعدادها والإفصاح فيها وفقاً للمبادئ المحاسبية المقبولة عموماً، كما تُساهم في تأمين متطلبات سوق الأوراق المالية الكفء من خلال ضرورة مراجعة المعلومات حتى يصبح بالإمكان الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات. حيث سنتطرق في هذا المبحث الى ما يلي:

- علاقة مراجعة الحسابات بكفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- أثر مراجعة الحسابات على كفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- دور مراجعة الحسابات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: علاقة مراجعة الحسابات بكفاءة أسواق الأوراق المالية

تضمن مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية مصداقية التقارير والقوائم المالية، والتي تخضع لمختلف إجراءات الفحص والتحقيق والتأكيد والتقييم كما تبنى عليها مستوى ودرجة كفاءة السوق.

1- أهمية المراجعة في كفاءة أسواق الأوراق المالية

تُعتبر مراجعة الحسابات أساس قرارات الاستثمار التي تنشط عمليات التداول في السوق، بفضل المعلومات التي تُتيحها تقارير المراجع، وتظهر أهمية المراجعة في تحقيق كفاءة السوق كما يلي:

إنّ الأسواق المالية تتفاوت فيما بينها في مستوى الفعالية والكفاءة وذلك تبعا لتفاوت الإمكانيات والتسهيلات المادية والبشرية المتاحة ودرجة تطور الأنظمة والتعليمات التي تحكم هذه الأسواق، والتي من خلالها يتم تنظيم عملية الإفصاح عن البيانات المدرجة في القوائم المالية والمعتمدة من مراقب الحسابات الذي يقوم بواجبه في إبداء رأيه المهني في أنظمة الضبط الداخلي ومدى درجة تمثيل القوائم المالية المنشورة للوضع المالي، وتظهر أهمية تحليل القوائم المالية في اتخاذ قرار الاستثمار الرشيد الذي بدوره ينعكس على كفاءة السوق المالي ومدى استجابته للبيانات والمعلومات المتاحة، وكلما كان الإفصاح في القوائم المالية أشمل وأدق كلما أدى إلى تحسين أداء السوق وزيادة كفاءته [1].

[1] محمود عبد ربه، **العلاقة بين تقارير مراقبي الحسابات وكفاءة الأسواق المالية**، ورقة عمل مقدمة إلى مجلس الرقابة المالية، عمان، ص: 149.

2- دور مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية

تؤدي مراجعة الحسابات دور بالغ الأهمية في أسواق الأوراق المالية باعتبارها مصدر الثقة والمصداقية للمعلومات المالية.

2-1- دور مراجعة الحسابات الاجتماعي والاقتصادي: قد تطورت مسؤولية مراجع الحسابات في الآونة الأخيرة تطوراً سريعاً متلاحقاً، وأصبحت تشمل ما يلي:

- مسؤوليته تجاه الإدارة من خلال دوره الاستشاري وقيامه بوظيفة المراجعة الإدارية؛
- مسؤوليته أمام المجتمع من خلال تقريره النهائي عن قياس التكلفة والعائد الاجتماعي؛
- مسؤوليته تجاه الغير إذا ثبت أنّه لم يلتزم بالمعايير والمستويات المقبولة للمهنة، وما يترتب على ذلك من انحرافات أو أخطاء أصابت الغير من مستخدمي القوائم المالية التي أبدى رأيه العلمي والفني عنها [1].

2-2- الطلب على خدمات مراجعة الحسابات من قبل الهيئات المشرفة على أسواق الأوراق المالية: إنّ من متطلبات أسواق المال أن تصدر الشركات التي تسجل أسهمها بها إضافة للقوائم المالية المنشورة عدد من القوائم المالية الأخرى مثل القوائم المالية الدورية والقوائم المالية المستقبلية وفقاً لقواعد معينة، حيث أَلزمت الهيئات الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق بضرورة إعداد هذه القوائم،كما يتوفر لهيئة سوق المال سلطة وضع القواعد التي يجب أن يلتزم بها مراجع الحسابات الذي يتقدم إليها بتقريره عن القوائم المالية التي قام بمراجعتها، تتضمن عدد من القرارات والآراء في الأمور المحاسبية وجوانب المراجعة وتؤثر في تعامل المراجعين مع الشركات المساهمة.

2-3- الطلب على خدمات المراجعة من قبل المؤسسات المالية والاستثمارية المتعاملة في السوق: يرتبط الطلب على خدمات مراجعة الحسابات من قبل المؤسسات المالية والاستثمارية المتعاملة في سوق الأوراق المالية بحاجتهم لجهة مستقلة تتولى فحص قوائمها المالية وذلك للأسباب الموالية:

- تُشير هيئة تنظيم تداول الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أنّ القوائم المالية الرباعية ستحقق أهدافها في خدمة المتعاملين في سوق الأوراق المالية، إذا تمكن مراجع الحسابات من تنمية دوره المهني ليتضمن فحص القوائم المالية الدورية؛
- يُشير محللو الاستثمار الماليون إلى أن تحليل القوائم المالية الدورية لأغراض إبداء النصح لمتخذ قرار الاستثمار أو الإقراض سيكون له فائدة ويمكن الاعتماد عليه إذا كانت هذه القوائم قد تم فحصها بواسطة مراجع حسابات مستقل؛

[1] حسين القاضي واخرون، **أصول المراجعة**، منشورات جامعة دمشق، 2006-2007، ص: 36.

- يعتمد المستثمرون في الأسهم على القوائم المالية الدورية في التنبؤ بقيمة وعائد السهم ويرون أن الفترة التنبؤية لهذه القوائم ستكون أكبر إذا تم فحصها بواسطة مراجع حسابات مستقل [1].

2-4- دور مراجعة الحسابات في تأمين متطلبات السوق المالي الكفء: تهتم نظرية السوق الكفء ببيان أثر المعلومات في أسعار الأوراق المالية في السوق عامة ودراسة سلوك المستثمرين تجاه كل معلومة يتم نشرها في السوق، وتعتمد هذه النظرية على وُجود السوق والمستثمرون وتوفر المعلومات للجميع، كما تُساهم مراجعة الحسابات بشكل غير مباشر في تأمين متطلبات سوق الأوراق المالية الكفء من خلال ضرورة مراجعة تلك المعلومات بواسطة مراجع حسابات مستقل حتى يصبح بالإمكان الاعتماد على تلك المعلومات في اتخاذ القرارات، وزيادة درجة الثقة والمصداقية في المعلومات خاصة بالنسبة للشركات المقيدة بالبورصة [2].

3- أهمية المراجع الداخلي في قياس كفاءة وفعالية أسواق الأوراق المالية

تظهر أهمية مراجع الحسابات الداخلي في قِياس كفاءة وفعالية أسواق الأوراق المالية في ما يلي:

3-1- مفهوم قِياس الكفاءة والفعالية: إنّ قياس وتقييم الكفاءة والفاعلية التي تدار بها المشاريع ككل أو الوحدات الجزئية بها يشكل ثغرة في النظام الإداري حيث لا يسند بشكل واضح إلى جهة بعينها والغياب في المسئولية عن هذا الأمر، ويُمكن التعرف على قِياس كل من الكفاءة والفاعلية كما يلي:

3-1-1- تُعرف قِياس الفعالية بأنّها: "التأكد من تحقيق عمل ما أو نشاط ما أو هدف ما بحسب الخطة الموضوعة مسبقاً وهذا ما يستدعي أن تكون الأهداف التي ترغب المشاريع بتحقيقها محددة مسبقاً وفي جميع الأقسام وعلى جميع أوجه النشاط".

3-1-2- كما تُعرف بأنّها: "تقدير مدى تحقيق الاهداف وبالتالي فهي تقاس بالعلاقة بين النتائج المحققة والأهداف المرسومة" [3].

ومنه نستنتج أنّ قِياس الفعالية هي تقدير النتائج المتحصل عليها وتحقيق الأهداف المسطرة ومقارنتها بما خُطِطَ لها في السابق.

3-1-3- تُعرف قِياس الكفاءة بأنّها: التدقيق الذي يركّز على التأكد من تحقيق أكبر قدر ممكن من المخرجات باستخدام أقل قدر ممكن من المدخلات أو الموارد وبالجودة المطلوبة لتحقيق الجودة الشاملة [4].

---

[1] الصحن عبد الفتاح، درويش محمد ناجي، **المراجعة بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص ص: 265-269

[2] خريوش حسنى وآخرون، **الأسواق المالية – مفاهيم وتطبيقات–** جامعة العلوم التطبيقية، عمان، الأردن، 1998، ص: 08.

[3] عبد المليك مزهودة، **الأداء بين الكفاءة والفعالية**، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، نوفمبر 2001، العدد 01، ص: 87.

[4] محمود جربوع، يوسف الحلو، **مرجع سابق** ص: 98.

3-1-4- كما تُعرف بأنّها: "التحقق من القدرة على تدنية مستويات استخدام الموارد دون المساس بالأهداف المسطرة التي تقاس بالعلاقة بين النتائج وعوامله أو النتائج والموارد المستخدمة" [1].

ومنه نستنتج أنّ قِياس الكفاءة هي تقدير الكيفية التي تُستخدَم بها الموارد البشرية والمادية والمالية في سبيل تحقيق الاهداف المحددة مسبقا والمخطط لها.

3-2- دور المراجع الداخلي في قِياس كفاءة وفعالية أسواق الأوراق المالية: نصت معايير التدقيق الدولية إلى أنّ نطاق التدقيق الداخلي يتضمن فحص وتقييم كفاءة وفاعلية الأداء وأنّ ذلك يشتمل على ما يلي:

- مُراجعة مدى إمكانية الاعتماد على المعلومات المالية والتشغيلية ونزاهتها؛
- التأكد من الالتزام بالسياسات، الخطط، الإجراءات، القوانين واللوائح ذات التأثير على العمليات والتقارير؛
- مُراجعة وسائل الحفاظ على الأصول والتحقق من وجودها؛
- تقييم كفاءة استخدام الموارد المستخدمة؛
- مُراجعة العمليات للتأكد من أن النتائج تتماشى مع الأهداف الموضوعة وأن البرامج تنفذ حسب الخطة.

كما أن المدقق الداخلي يكون مسئولا عن تحديد ما يلي:

- وُجود معايير تشغيل لقياس اقتصادية وكفاءة العمليات وأنّ هذه المعايير مفهومة وقد تم العمل بها، وأنّ الانحرافات عنها قد تم إخبار المختصين بها وأنّ الإجراءات التصحيحية قد تمت؛
- تنفيذ التدقيقات المرتبطة بالاستخدام الاقتصادي والكفء للموارد وبيان سوء استخدام الموارد والتسهيلات [2].

4- العلاقة بين تقرير مراجع الحسابات و كفاءة أسواق الأوراق المالية

يُعتبر تقرير المراجع أساس القرارات الاستثمارية التي يعتمدها المستثمرون في السوق المالي، باعتباره يعكس واقع ومدى مصداقية القوائم المالية المقدمة، وتتمثل علاقته بكفاءة السوق في ما يلي:

يُمثل تقرير مراقب الحسابات عنصر الثقة للقوائم المالية كما أنّ تحليلها ينعكس على كفاءة السوق المالي ومدى استجابته للبيانات والمعلومات المتاحة، وكلما كان الإفصاح في القوائم المالية أشمل وأدق والناتج عن تقرير مراجع الحسابات كلما أدى إلى تحسين أداء السوق وزيادة كفاءته، حيث يترتب عن عدم الإفصاح عن معلومات مالية هامة تؤدي إلى اختلاف جوهري في القرارات الاستثمارية.

وفي ظل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق تبرز أهمية القوائم المالية وخصوصا عندما تكون هذه القوائم مراجعة ومعتمدة من قبل مراقب حسابات الذي يبين رأيه فيما إذا كانت هذه القوائم خالية من أي خطأ جوهري كما يبين مدى تطبيق المنشأة لمعايير المحاسبة الدولية، حيث يشمل تقريره تقييما للمبادئ والسياسات

[1] عبد المليك مزهودة، **مرجع سابق**، ص: 87.

[2] Ruud Flemming, ch03, **The Internal Audit Function– An Integral Part Of Organizational Governance**, 2004, P P: 73-96.

المحاسبية المتبعة في المنشأة والتقديرات المالية وهل القوائم المالية تظهر بصورة عادلة الوضع المالي المنشأة، كما أنّ الثقة التي يوليها المستثمرون لتقارير مراقبي الحسابات تنبع من مدى مسؤولية هؤلاء المراقبين عن اِكتشاف الأخطاء والغش والتصرفات غير القانونية وتقييم فرض الاستمرار للمنشأة [1].

ومنه نستنتج أنّ مراجعة الحسابات تعتبر عنصر المصداقية في أسواق الأوراق المالية خاصة في التقارير المالية المفصح عنها ومختلف أنظمة السوق، كما تقوم بقياس وتقييم كفاءة السوق من خلال تقرير مراقب الحسابات الذي يعتبر الجهة الأكثر مصداقية وموثوقية في ترشيد اتخاذ القرار الاستثماري.

المطلب الثاني: أثر مراجعة الحسابات على كفاءة أسواق الأوراق المالية

تعمل مراجعة الحسابات على ضمان تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تأمين سلامة وصحة ودقة المعلومات المنشورة والمدرجة بالقوائم المالية والمتاحة لكافة المتعاملين بأقل التكاليف الممكنة وفي الوقت المناسب بأقل جهد ممكن.

1- قياس وتقييم جودة المراجعة في أسواق الأوراق المالية

تُوكل مهمة قِياس وتقييم جودة المراجعة في الأسواق المالية لمراجع ومدقق الحسابات باعتباره أكثر خبرة في القوائم المالية.

1-1- تعريف جودة خدمات المراجعة في أسواق الأوراق المالية: تُشير جودة المراجعة في الأسواق المالية إلى مدى قدرة المراجع على اكتشاف الأخطاء والمخالفات الجوهرية في القوائم المالية والإعلان عنها، بالإضافة إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وحملة الأسهم، كما أنّ جودة المراجعة العالية يجب أن ترتبط بجودة عالية للمعلومات الواردة بالقوائم المالية، وتعبر عن زيادة قدرة المراجع على اكتشاف الأخطاء المحاسبية وزيادة درجة استقلاله، وتعتبر مقياس لمقدرة المراجع على تقليل ضوضاء وتحيز البيانات المحاسبية وتحسين دقتها وإضفاء الثقة عليها وذلك وفق معيار رقابة جودة أعمال التدقيق الدولي رقم 220 [2].

كما تُشير الى التزام مراجع الحسابات بالمعايير المهنية وقواعد وآداب السلوك المهني وأداء عملية المراجعة بكفاءة وفعالية طبقا لمعايير المراجعة مع الإفصاح عن الأخطاء والمخالفات الجوهرية المكتشفة والعمل على تلبية احتياجات ورغبات مستخدمي القوائم المالية .

1-2- قياس وتقييم جودة خدمات المراجعة في أسواق الأوراق المالية: إنّ قِياس وتقييم جودة خدمات المراجعة في أسواق الأوراق المالية يقوم على عدة معايير منها ما يلي:

---

[1] محمود عبد ربه، **مرجع سابق**، ص ص: 150-152.

[2] سمير كامل محمد عيسي، **أثر جودة المراجعة الخارجية على عمليات إدارة الأرباح مع دراسة تطبيقية**، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد02، المجلد 45، يوليو2008، ص: 06.

1-2-1- حجم وسمعة هيئة المراجعة: والذي يقاس بعدد عملائها فكلما كبر حجم هيئة المراجعة كلما قلت الحوافز لدى المراجع للتصرف بصور ة انتهازية وتحسين مستوى جودة المراجعة.

1-2-2- أتعاب المراجعة: هناك علاقة جوهرية بين أتعاب المراجعة وحجم هيئة المراجعة، ومنه يمكن استخدام أتعاب المراجعة كمقياس آخر.

1-2-3- النزاعات القانونية: والتي يكون المراجع طرفا فيها وتعرضه للمساءلة القانونية، حيث كلما قلت نزاعات المراجع القانونية كلما كان أكثر ثقة ومصداقية.

1-2-4- تخصص المراجع في مهامه: لأنّ التخصص في مراجعة جانب معين يكوون أكثر جودة ونوعية.

1-2-5- معامل اِستجابة الأرباح: والتي يحققها المراجع من وراء اكتشافه الأخطاء والتلاعب والانحرافات عن تنبؤات الإدارة بالأرباح كلما زادت هذه الانحرافات كلما زادت جودة المراجعة والعكس صحيح.

1-2-6- اِلتزام الهيئة بالمبادئ المحاسبية: وهي المبادئ المقبولة قبولاً عاماً حيث يفترض أن مدى الالتزام بالمبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً يرتبط مباشرة باحتمال اكتشاف والتقرير عن الأخطاء والمخالفات الجوهرية [1].

2- دور لجنة المراجعة في تحقيق الكفاءة الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية

تلعب لجنة المراجعة دوراً مهماً في الأسواق المالية، حيث تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية * والكفاءة الكاملة * من خلال ما يلي:

تلعب التقارير المالية دورًا هاماً في نمو اقتصاديات الدول، حيث أنَ نزاهة السوق المالية للدولة يعتمد على نوعية وجودة البيانات المالية للشركات والمتاحة للمستثمرين، كما يعتبر الإفصاح الواضح والسليم أمرًا ضرورياً لكفاءة تكوين رأس المال في الأسواق المالية ويكمن دور لجنة المراجعة الأساسي عند إعداد التقارير المالية بالقيام بالوظيفة الإشراقية والرقابية ولا يدخل في دور اللجنة قيامها بإعداد القوائم المالية أو الاضطلاع باتخاذ القرارات الفعلية فيما يخص إعداد هذه القوائم، حيث أن الإدارة المالية وقسم المراجعة الداخلية هم المسؤولون عن ذلك [2].

أما لجنة المراجعة والتي تقتصر مهامها على الإشراف على عملية إعداد التقارير المالية فهي تقوم بما يلي[3]:

- استعراض نتائج المراجعة الداخلية والخارجية بما في ذلك أي ملاحظات يتضمنها رأي المراجع الخارجي، وكذلك أي إجابات على تلك الملاحظات من الإدارة ويشمل ذلك تقييم التوصيات التي يقدمها المراجع الخارجي؛

---

[1] سمير كامل محمد عيسي، **مرجع سابق**، ص ص: 08-11.

* الكفاءة الاقتصادية: هي الكفاءة الواقعية تقوم على وجود فاصل زمني بين الإفصاح المعلوماتي والتغير في أسعار الأوراق المالية.

* الكفاءة الكاملة: هي الكفاءة النظرية تقوم على عدم وجود فاصل زمني بين الإفصاح المعلوماتي والتغير في أسعار الأوراق المالية.

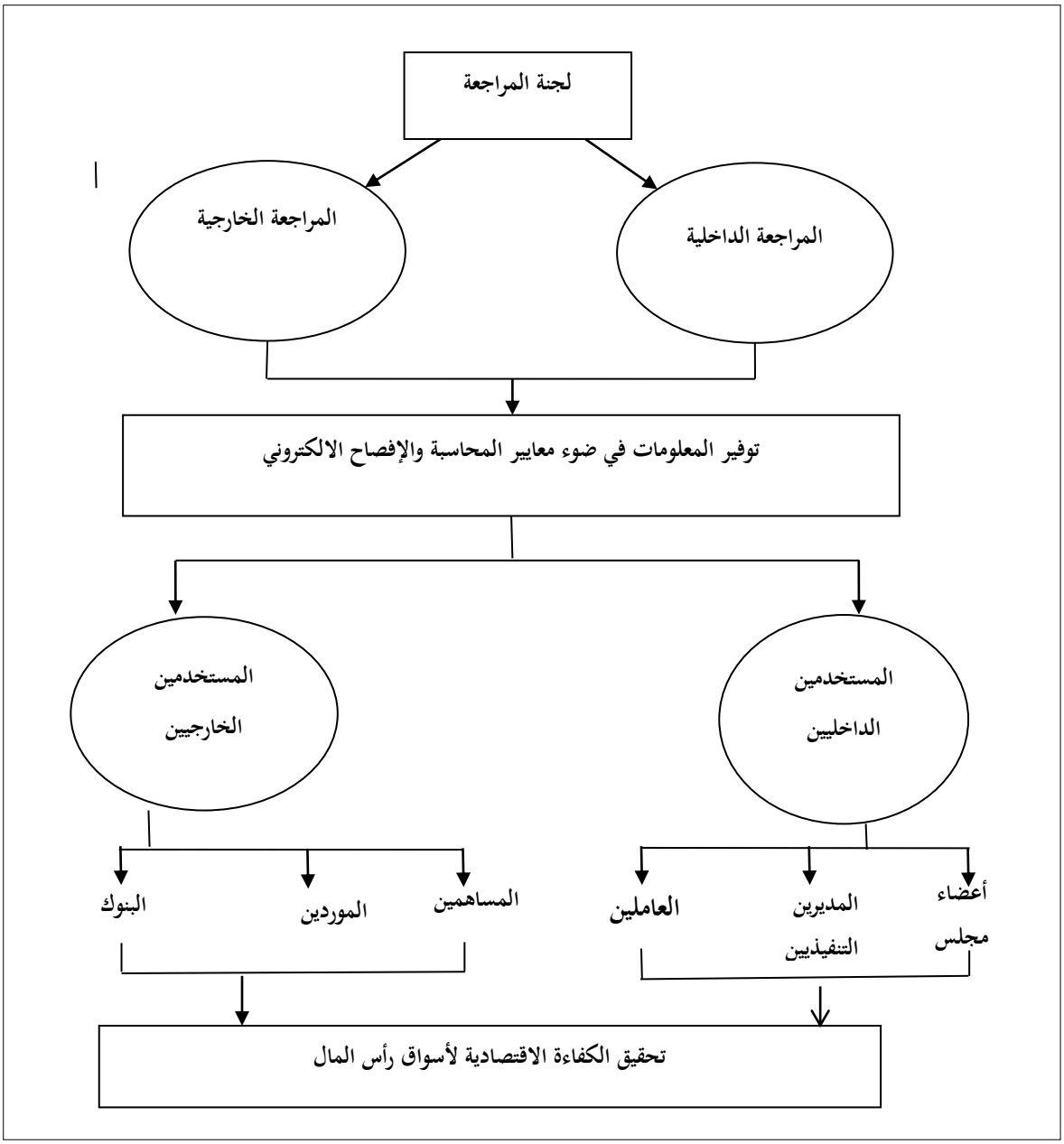
[2] سليمان محمد، **حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والاداري**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص: 33.

[3] جميل أحمد، سفير محمد، **تجليات حوكمة الشركات في الارتقاء بمستوى الشفافية والافصاح**، ملتقى وطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والاداري، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 06-07 ماي2012، ص: 14.

- دراسة واستعراض القوائم المالية قبل اعتمادها ونشرها بغرض التوصل إلى قناعة بأنَها لا تتضمن أي عبارات أو بيانات أو معلومات غير صحيحة وأنَه لم يحذف من هذه القوائم أي بيانات أو مبالغ أو معلومات ذات أهمية نسبية ينتج عن حذفها تضليل في القوائم المالية؛
- استعراض التقارير التي يقدمها المراجع، ومناقشة أي خلافات جوهرية بين الإدارة والمراجع الخارجي والتي من الممكن أن تنشأ عند إعداد القوائم المالية؛
- دراسة السياسات المحاسبية التي تتبناها الشركة والنظر في أي تغييرات ملموسة بشأن مبادئ وممارسات المحاسبة والمراجعة عند إعداد التقارير المالية؛
- تقييم أهداف الشركة من إعداد التقارير المالية الداخلية والخارجية وأن تقوم بتقييم مدى الالتزام بتلك الأهداف؛
- أن تقيم نوعية الإيرادات وسياسة الشركة في الاعتراف بالإيراد وسياسات الرسملة؛
- أن تضمن أن نظام إعداد التقارير المالية يعطي المستفيدين فكرة واضحة عن الأداء التشغيلي والنقدي والربحي للشركة؛
- أن تعمل على تقييم المخاطر التي تنشأ من الضغوط على الإدارة عند إعداد التقارير المالية كما ينبغي على اللجنة أن تعمل على تقييم الظروف التي قد تؤثر على جودة التقارير المالية؛
- الإشراف على عمليات التقصي ذات العلاقة بالغش أو الأخطاء أو التحريف في البيانات المالية أو أي أمور أخرى ترى اللجنة أهمية تقصيها.

ويمكن توضيح دور لجنة المراجعة في تحقيق الكفاء الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من خلال الشكل الموالي رقم 09.

شكل رقم (09): دور لجنة المراجعة في تحقيق الكفاءة الاقتصادية لأسواق رأس المال.



المصدر: طارق عبد العظيم أحمد، بورصة الاوراق المالية، كتاب متاح على الموقع: www.pdffactory.com، الوحدة التعليمية الثانية: دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية، ص ص: 82-83، تاريخ التصفح:25-02-2014، على الساعة: 22:30.

نلاحظ من خلال الشكل أنّ لجنة المراجعة تقوم بدورها في توفير المعلومات التي يحتاج إليها كلا من الأطراف الداخلية والخارجية من خلال التنسيق بين إدارة المراجعة الداخلية بالشركة والمراجع الخارجي المستقل، وهذا التنسيق من شأنه التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات، كما تتحقق لجنة المراجعة من تطبيق معايير المحاسبة عند إعداد القوائم المالية، وبذلك تكون قد أضفت علي المعلومات الصادرة درجة عالية من المصداقية والثقة وتحسين المحتوي المعلوماتي للإفصاح المحاسبي، وتؤثر تأثيراً ايجابيا علي الكفاءة الاقتصادية لسوق المال مما يعني جذب الاستثمارات الوطنية والعربية والأجنبية لهذا السوق وانتعاشه.

ومنه نستنتج أنّ مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية تعمل على تحسين المحتوي المعلوماتي للإفصاح المحاسبي وكفاءة المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية وبالتالي التأثير الايجابي على كفاءة السوق.

المطلب الثالث: دور مراجعة الحسابات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

تسعى مراجعة الحسابات إلى تطوير كفاءة الأسواق المالية بالاعتماد على تطوير خدماتها لمختلف أطراف السوق الداخلية والخارجية، معتمدة في ذلك على التقارير وسرعة المعلومات من خلال المراجعة العادية والالكترونية.

1- دور المراجعة الداخلية في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

يتمثل دور المراجعة الداخلية من خلال تقاريرها في ترشيد القرارات في السوق المالية والذي ينعكس على كفاءتها، وتعمل جاهدة على تطوير وتحسين هذه الكفاءة من خلال ما يلي:

تَلعب المراجعة الداخلية دوراً بالغ الأهمية في ترشيد قرارات الاستثمار في الأسواق المالية، حيث تقوم من خلال تقارير المراجعة الداخلية والتي توضح النتائج التي توصل إليها المراجع الداخلي من جراء الفحص الشامل الذي قام به، حيث يتبين للمستثمرين مدى كفاءة وفاعلية الإدارة في تحقيق الأهداف التي قام من أجلها السوق، كذلك يبين التقرير نواحي القوة والضعف في الأداء المالي والإداري للهيئة المنظمة للسوق وللمستثمرين وتحديد اتجاهات أداء السوق في المستقبل، وبذلك تكون المراجعة الداخلية أداة لترشيد القرارات في السوق نتيجة لدورها المهم والفعال والذي يتمثل في ما يلي:

- إبداء الرأي فيما إذا كانت الإدارة قد استخدمت الموارد البشرية والمادية المتاحة بكفاءة، وبتحقيق النتائج وفقا للأهداف المحددة مُسبقا، وإبراز نواحي الضياع وعدم الكفاءة في كافة الأنشطة والعمليات والتغلب عليها وعلاجها وترشيد استخدام الموارد الاقتصادية والمالية المتاحة؛
- مُساعدة الإدارة في ترشيد القرارات الاستثمارية، وذلك باكتشاف مواطن القصور والأخطاء واقتراح وسائل التصحيح الملائمة وإمداد الإدارة بالمعلومات بهدف مساعدتها في تحسين كفاءة أداءها بالمستقبل؛
- تقييم نظام الرقابة الداخلية للتحقق من مدى كفايته في تحقيق الأهداف والخطط وتوجيه الإدارة لمواطن الضعف والقوة في النظم المحاسبية والرقابية؛

- إبراز المعوقات ومواطن الاختناقات في تنفيذ العمليات ومسبباتها بهدف الوصول لأقصى كفاءة ممكنة [1].

2- تطور مفهوم المراجعة الداخلية لتحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية

ينعكس تطور مفهوم المراجعة الداخلية على الأسواق المالية بتحقيق استقرارها وكفاءتها، والعمل على تحسين أدائها وتطوره من خلال ما يلي:

إنّ تطور مفهوم وأهمية المراجعة الداخلية قد اتسع باعتراف المؤسسات بأهميتها وحتميتها، وهذا ما حتم على متعاملي الأسواق المالية تصميم أنظمة الرقابة الداخلية الفعالة والكفؤة بما يسمح بتعزيز ثقة المساهمين وأصحاب المصالح وتوفير تأكيد معقول لهم بأنّ الإدارة تقوم بمراقبة البرامج والأنشطة والعمليات المختلفة بصورة مناسبة، وهذا ما يؤدي إلى تفعيل وتحسين كفاءة وفاعلية الاستثمارات المالية والتي تؤدي بالضرورة إلى كفاءة السوق ككل من خلال عدة خدمات أهمها ما يلي:

أ- خدمات تأكيدية: وهذا بطمأنة الإدارة العليا، الإدارات الفرعية، مجلس الإدارة والمساهمين عند الضرورة بأن المخاطر المرتبطة بالسوق مفهومة ويتم التعامل معها بشكل مناسب.

ب- خدمات مستقلة: عن الإدارة التنفيذية للسوق نتيجة تبعيته إلى مجلس الإدارة داخل دائرة لجان المراجعة المنبثقة عنه.

ج- خدمات استشارية: تتمثل في مستوى الخدمات فوق خدمات المراجعة التأكيدية وهذا لتزويد الإدارة العليا، الإدارات الفرعية، مجلس الإدارة والمساهمين عند الضرورة بالتحليلات، الدراسات والاستشارات والاقتراحات اللازمة لاتخاذ القرارات.

د- خدمات موضوعية: تتمثل في إلزام المراجع الداخلي بتأدية خدمات التأكيد التي تركز على التقييم الموضوعي للأدلة من أجل الوصول لرأي فني مستقل [2].

3- تطور معايير المراجعة الداخلية لتطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

يُعتبر تطور معايير المراجعة الداخلية سواء كانت المعايير العامة، معايير العمل الميداني أو معايير اعداد التقرير من أهم ما يُجدد ويُطور مهنة المراجعة وتأثيرها الايجابي على كفاءة الأسواق المالية والعمل على تطويرها، وذلك من خلال ما يلي:

بعد صدور معايير المراجعة الداخلية الدولية الجديدة بدأ الفكر المحاسبي في التوجه نحو تغيير الدور التقليدي للمراجعة الداخلية بحيث تصبح أنشطتها المستجدة ذات قيمة اقتصادية، وفي نفس الوقت إضافة مهارات جديدة للمراجع الداخلي تؤدي إلى تحسين أدائه في مجالي التأكيد والاستشارات، ولاشك أنّ هذه المحاولات الجادة من

---

[1] مسعود دراوسي، ضيف الله محمد الهادي، **فعالية وأداء المراجعة الداخلية في ظل حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري**، ملتقى وطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، 06-07 ماي 2012، ص: 14.

[2] فيصل محمود الشواورة، رياض مصلح الحمايدة، **دور وحدات المراجعة الداخلية في تحسين كفاءة عمل لجان التدقيق المنبثقة عن مجالس الإدارة في الشركات المساهمة العامة الأردنية- دراسة ميدانية-** بحث مقدم إلى كلية إدارة الأعمال، جامعة مؤتة، الكرك، الأردن، ص: 08.

قبل المجامع العلمية والمنظمات المهنية المتصلة بأعمال المراجعة الداخلية تؤدي إلى تحسين كفاءة وفاعلية الاستثمارات والأسواق المالية.

ويظهر ذلك من خلال أعمال المراجعة الداخلية ونتائجها في أسواق الأوراق المالية والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

- أنّها نشاط مستقل عن الإدارة التنفيذية للسوق نتيجة لتبعيته إلى مجلس الإدارة داخل دائرة لجنة المراجعة المنبثقة عنه، كما أنه يقوم بعرض تقاريره على هذا المجلس وأيضاً على الملاك عند الضرورة؛

- أنّها نشاط موضوعي يقوم بتنفيذ أعمال المراجعة الداخلية من خلال أشخاص مهنيين ذو خبرة ومهارة عالية سواء من داخل أو خارج المنظمة لدعم وإرساء قواعد الشفافية؛

- الالتزام من قبل المراجعين الداخليين بتطبيق معايير المراجعة الداخلية الدولية أكثر من الاعتبارات التنظيمية والقانونية المتبعة؛

- توسيع نطاق المراجعة الداخلية ليشتمل على الخدمات الاستشارية بجانب خدمات التأكيد والفحص والتقييم، وهذا تخطي للمهام التقليدية ودخول دائرة إدارة وتقييم المخاطر؛

- اِلتزام المراجع الداخلي بتأدية خدمات التأكيد التي تركز على التقييم الموضوعي للأدلة من أجل رأي فني مستقل؛

- وُجود استراتيجية للمراجعة الداخلية تستهدف إضافة القيمة وتحسين العمليات أكثر من إضافة القيمة للإدارة التنفيذية؛

- تطبيق دليل أخلاقيات المراجعة على كل الأطراف والوحدات التي تزود بخدمات المراجعة الداخلية وذلك لدعم الثقافة الأخلاقية لمهنة المراجعة الداخلية عالمياً [1].

4- أهمية ودور تقارير المراجعة الداخلية في تطوير وتحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية

تنبع أهمية تقارير المراجعة الداخلية من كونها تخدم العديد من الأطراف التي تهمها تلك التقارير، وفيما يلي توضيح للجهات التي تخدمها تقارير المراجعة الداخلية في الأسواق المالية:

4-1- الإدارة العليا: كون العميل الرئيسي للمراجعة الداخلية هو الإدارة العليا يجعل المراجع الداخلي يسعى إلى دعمها وتفهم احتياجاتها والجوانب التي ينبغي التركيز عليها لضمان تحقيق الأهداف، كما أنّ التقارير التي تصدرها تخاطب هذه الإدارة بشكل أساسي لتعرض المشكلة التي تم اكتشافها وسبل علاجها وتضع مشورتها وتوصياتها أمام الإدارة العليا التي قد تأخذ بها، وتشمل التقارير التي تقدمها المراجعة الداخلية على معلومات تفصيلية وغير متحيزة تفيد وتطمئن الإدارة العليا بخصوص تطبيق القواعد واللوائح، وتُبين لها أية تجاوزات أو نقاط ضعف أو

[1] عشماوي محمد عبد الفتاح، **نموذج مقترح لتفعيل قواعد حوكمة الشركات في إطار المعايير الدولية للمراجعة الداخلية**، بحث مقدم إلى المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، جمهورية مصر العربية،2005، ص: 12.

مخاطر موجودة في الأنشطة والأشخاص محل المراجعة، وترشيدها إلى كيفية تصحيحها، وتحقيق الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة، وذلك بهدف زيادة كفاءة وفعالية الأنشطة.

4-2- الإدارة التشغيلية: يُعتبر تقرير المراجعة الداخلية بمثابة أداة لتقييم الأداء التشغيلي ونافذة للمديرين التشغيليين للإفصاح عن آرائهم وأعمالهم، ويحفز العاملين لدى الإدارات التشغيلية، بعرض الصعوبات والمشاكل التي تعترض عمل هذه الإدارات والتوصيات اللازمة لحلها، لأنّ عرضها من قبل جهة مستقلة وغير متحيزة يجعل المشكلة تأخذ شكلا موضوعيا وأهمية أكبر لدى الإدارة.

4-3- المراجع الخارجي: يُمثل تقرير المراجع الداخلي أداة يستخدمها المراجع الخارجي لتساعده في تقييم نظام الرقابة الداخلية وتحديد مدى الفحص الذي سيقوم به، كما يوضح له أين تتركز المشاكل والمواضع المهمة التي تحتاج إلى الفحص أكثر من غيرها، ولكي يكون تقرير المراجع الداخلي ذو فائدة وأهمية للمراجع الخارجي لابد من وجود نظام سليم للمراجعة الداخلية يعزز عمل المراجع الخارجي.

4-4- أطراف أخرى: قد يشمل التقرير أطراف أخرى لأنّه يشمل الكثير من المعلومات التي قد تفيد في حالات النزاع بين الجهاز الإداري وأية أطراف أخرى، حيث أنّ قيام المراجع الداخلي بتقصي الحقائق والبحث في مسببات المشاكل يجب أن يستند على وجود أدلة ملموسة تخدم رأيه وتؤكد ما توصل إليه من استنتاجات، وقد تكون المشاكل التي توصل إليها ناتجة عن تعاملات بين موظفي الشركة والعملاء، وبالتالي يكون رأي المراجع الفيصل في النزاع لما يستند عليه من أدلة ملموسة وموثقة تؤيد رأيه.

4-5- فريق المراجعة الداخلية: يُعتبر تقرير المراجع الداخلي أحد الوسائل التعليمية والتدريبية لأعضاء فريق المراجعة، وهو أداة لمتابعة عملية المراجعة، كما يُساعد التقرير فريق المراجعة على متابعة مدى الاستجابة التي تمت للتوصيات الموضوعة، ومدى مساهمة عملهم في تحسين كفاءة وفعالية الاستثمارات المالية في الشركات والتي تؤدي إلى تطوير وتحسين كفاءة السوق المالي [1].

5- أهمية المراجعة الالكترونية في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية

تعمل المراجعة الالكترونية على تطوير كفاءة الأسواق المالية في وُجود الإفصاح وأنظمة المعلومات الالكترونية على عمليات التداول الالكترونية.

5-1- تعريف المراجعة الالكترونية: هناك عدة تعاريف توضح معنى المراجعة الالكترونية منها ما يلي:

5-1-1- تُعرف بأنّها: "عملية جمع وتقييم وتحديد ماذا كان استخدام الكمبيوتر يساهم في حماية الأصول ويؤيد سلامة البيانات ويحقق الأهداف بفعالية واستخدم الموارد بكفاءة من حيث أبداء الرأي وخدمة الإدارة، وتطبق نفس معايير وأساليب المراجعة التقليدية ولكن باستخدام الشبكات والوسائل الالكترونية ".

[1] فيصل محمود الشواورة، رياض مصلح الحمايدة، **مرجع سابق**، ص ص: 15-18.

5-1-2- كما تُعرف بأنَها: " هي عملية جمع و تقييم أدلة الإثبات بهدف تحديد ما إذا كان استخدام الحاسوب يساهم في تحقيق أهداف التدقيق سواء كانت تتعلق بإبداء الرأي مثل حماية أصول المنشأة وتأكيد سلامة البيانات الواردة في القوائم المالية، أو ما يتعلق بأهداف الإدارة، مثل تحقيق المنشأة لأهدافها بفاعلية واستخدام مواردها بكفاءة" [1].

ومنه نستنتج أن المراجعة أو التدقيق الالكتروني يتمثل في عملية تطبيق أي نوع من الأنظمة باستخدام تكنولوجيا المعلومات لمساعدة المدقق في التخطيط والرقابة وتوثيق أعمال التدقيق، وتعتمد نفس معايير واجراءات المراجعة العادية وباستخدام الأنظمة والوسائل الالكترونية.

5-2- أسلوب المراجعة باعتماد الحاسب الآلي: تُطبق عملية المراجعة في ظل التشغيل الالكتروني أسلوب يعتمد على استخدام قدرات الحاسب وفق المعيار الدولي للتدقيق في بيئة أنظمة معلومات تستعمل الحاسوب رقم 401 في ما يلي:

- التحقق من صحة الإجراءات الحسابية التي نقذها العميل ونظراً لسرعة ودقة نظم الحاسب في أداء تلك العمليات الحسابية يمكن التحقق من صحة هذه العمليات بشكل قاطع تقل كثيراً عن تكلفة أداء تلك العمليات يدوياً؛

- تنفيذ العمليات المنطقية لتبويب بيانات الملفات المختلفة واختبار عينات بعض العناصر مباشرة من السجلات الإلكترونية للتحقق من صحتها؛

- القراءة والطباعة لإعداد مصادقات أرصدة حسابات المستثمرين أو أي مراسلات أخرى تتعلق بجمع أدلة الإثبات؛

- تنفيذ العمليات المنطقية لعمل التحليلات الرياضية مباشرة من واقع السجلات الإلكترونية، كما يمكن فحص المستندات الأصلية مثل الفواتير للتأكد من شمولها وتناسق العلاقة بينها ومعقوليتها؛

- فحص السجلات المحاسبية بهدف اكتشاف العناصر غير العادية مثل الأرصدة الدائنة في حسابات المستثمرين وطباعة كشف بها لدراستها وتحليلها وتحديد أسباب حدوثها تمهيداً لمعالجتها [2].

5-3- دور المراجعة الالكترونية في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية: تُعد المراجعة الالكترونية الحديثة أكثر كفاءة تشغيلية مقارنة مع المراجعة التقليدية واليدوية، وهي تخدم مصالح كل الأطراف في الأسواق المالية، ونتيجة لسرعة هذه الخدمة فقد عملت على تحقيق ما يلي:

---

[1] طلال حمدونة، علام حمدان، **مدى استخدام تكنولوجيا المعلومات في عملية التدقيق في فلسطين، وأثر ذلك على الحصول على أدلة ذات جودة عالية تدعم الرأي الفني المحايد للمدقق حول مدى عدالة القوائم المالية**، مجلة الجامعة الاسلامية، يناير 2008، العدد 01، المجلد 16، ص: 926.

[2] كامل محمد، **أساسيات المراجعة في ظل بيئة التشغيل الالكتروني للبيانات**، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 1999، ص ص: 138-158.

- إزالة حواجز دخول المستثمرين إلى الأسواق الأمر الذي حفز إدارة الأسواق لإعادة تنظيم أعمالها لزيادة عدد الشركات المدرجة من جانب وحجم التداول من جانب آخر؛
- زيادة المتعاملين يؤدي إلى زيادة مستوى سيولة الأصول المالية وتخفيض تكاليف الخدمات المالية؛
- إنتشار وشفافية المعلومات حول طلب وعرض الأسهم والسندات وأحجام وأسعار التداول بسرعة لتحقيق الكفاءة الاقتصادية في مستوى مرضي؛
- التأثير في أسعار وكميات أحجام التداول داخل الأسواق المالية نتيجة سرعة تقارير المراجعة؛
- تحقيق كفاءة الأسعار والتي تعمل على تحسين جودة الأداء في الأسواق وتحسين النظام المالي؛
- ظُهور العديد من مؤسسات الخدمات المالية المباشرة والتي تقوم على تقديم الخدمات والمعلومات المالية وخدمات البحث للمستثمرين [1].

ومنه نستنتج أنّ للمراجعة الداخلية دوراً بالغ الأهمية في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال تقارير المراجعة الداخلية اليدوية أو الالكترونية والذي يوضح للمستثمرين مدى كفاءة وفاعلية الإدارة في تحقيق أهداف السوق.

وكخلاصة نجد أنّ عملية المراجعة في أسواق الأوراق المالية تعتبر المرجع الأكثر مصداقية الذي يعتمد عليه المستثمرين في بناء قراراتهم الاستثمارية، حيث يتم الاعتماد على النتائج التي توصل إليها المراجع الداخلي من جراء الفحص الشامل الذي قام به، كما يبين التقرير نواحي القوة والضعف في الأداء المالي والإداري وتحديد اتجاهات السوق في المستقبل ومستوى الكفاءة التي وصل إليها السوق، كما تساهم المراجعة الالكترونية في تسريع وتيرة النشاط من خلال سرعة نشر المعلومات وبالتالي سرعة عمليات التداول.

[1] عبد الوهاب نصر علي، شحاته السيد شحاته، **المراجعة الالكترونية في أسواق المال**، دار التعليم الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2005، ص: 231.

خلاصة

يتصف السوق الكفء باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، والتي تعتبر عنصر أساسي وفعال في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، كما تعتبر عنصر حاسم من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى، وفي ظل غياب هذه المعلومات أو عدم توافرها بالشكل المطلوب يتحول سوق الأوراق المالية من مباراة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة.

ويتم نشر المعلومات في السوق من خلال أنظمة المعلومات والتطبيقات الخاصة بها والتي تأخذ دوراً مهماً وحيوياً في تحريك أسواق الأوراق المالية، كما تعمل على تحسين وتطوير كفاءتها باعتماد التكنولوجيا الحديثة في مجال المعلومات من خلال الإفصاح عن المعلومات بتطبيق معايير المحاسبة الدولية والمتعارف عليها، وتعمل على تماثل المعلومات لكافة المتعاملين وفي نفس الوقت لتجنب الأرباح الاحتيالية والتي تنتج عن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات مما يؤدي إلى تأثير سلبي على قراراتهم وعلى كفاءة السوق.

كما تُساهم عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية في التحكم في إدارة وتنظيم أداء السوق وقياسه بتطبيق مختلف المبادئ الرقابية والإجراءات والأساليب التي من شأنها اكتشاف اختلالات وانحرافات أداء السوق عن الأداء المخطط ومعالجتها لتحقيق المساواة بين المتعاملين وحماية مصالحهم من أجل تحقيق كفاءة السوق، معتمدة في ذلك على نظام الرقابة الداخلية الذي يتضمن مخططات التنظيم والأساليب والإجراءات المطبقة داخل السوق لحماية المتعاملين وضمان دقة وصحة المعلومات المالية والمحاسبية، كما تستفيد الهيئات المنظمة للسوق من الرقابة الالكترونية وخاصة نظام الرقابة الالكتروني وسرعة التصرف في التجاوزات لمعالجتها أبكر قدر الإمكان.

ولإضفاء المصداقية على النشاط الرقابي في السوق ولمنح الثقة للمستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية تعتمد الهيئات المنظمة على مراجعة الحسابات باعتبارها تقدم خدمات تأكيدية واستشارية وموضوعية ومستقلة، حيث تقوم بقياس كفاءة وفعالية الأسواق من خلال التقرير المحايد والذي يخدم جميع الأطراف في السوق، كما تساهم جودة مراجعة الحسابات في تطوير كفاءة السوق وإبراز المعوقات ومواطن الاختناقات في تنفيذ العمليات ومسبباتها بهدف الوصول لأقصى كفاءة ممكنة، كما تستفيد السوق في ظل تكنولوجيا المعلومات من المراجعة الالكترونية والتي تعمل على قياس وتحسين الكفاءة بشكل سريع خاصة في الأسواق الالكترونية. ويظهر واقع ذلك من خلال تطبيق الدراسة النظرية على بورصة الجزائر من خلال الفصل الموالي.

الفصل الرابع

عملية الرقابة ومراجعة الحسابات كآلية لتطوير كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

ويشتمل على:

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في الجزائر.

المبحث الثاني: عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في بورصة الجزائر.

المبحث الثالث: كفاءة بورصة الجزائر ودور عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطويرها.

تمهيد

تعكسُ بورصة الأوراق المالية الاقتصاد الذّي تتواجد فيه، وتعتبرُ بمثابة المرآة الحقيقية التي تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة والشركات المقيدة بها، الأمر الذي أَلزم الجزائر على التوجه نحو اقتصاد السوق حتى تتماشى مع متطلبات التجارة العالمية وعولمة أسواق رأس المال خاصة.

وتعتبرُ بورصة الجزائر حديثة النشأة حيث وُضعتْ التشريعات المنظمة لها في سنة 1993 وبدأت انطلاقتها الفعلية خلال سنة 1999، ويسهر على إدارتها وتسييرها مجموعة من الهياكل التنظيمية والقانونية تتمثل في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، المؤتمن المركزي للسندات، ماسكو الحسابات- حافظو السندات، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وتتكون من أسواق رأس المال وأسواق السندات يتم فيها تداول الأسهم والسندات في وجود عدد محدود من الشركات المقيدة.

وتخضع السوق لرقابة الدولة من خلال لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، والتي تمارس صلاحياتها وسلطاتها التأديبية والتحكيمية لحماية المصلحة العامة، من خلال تنظيم السوق ومراقبتها ووضع الأنظمة المتعلقة بسير السوق، كما تتدخل هيئات أخرى في رقابة السوق تتمثل في اللجنة المصرفية ومجلس المنافسة، إلى جانب عملية الرقابة تمارس اللّجنة مختلف إجراءات المراجعة والتفتيش لمختلف هياكل السوق، الشركات المدرجة ومختلف المتعاملين في السوق وإلزامهم بقواعد الإفصاح والإعلام المالي باعتماد النظام المحاسبي المالي الجديد.

وتبقى مشكلة بورصة الجزائر شأنها شأن البورصات الناشئة في الدول النامية تتميز بمحدودية أدائها بسبب انعدام الخبرة والرؤى الواقعية الاقتصادية، مما حال دون إمكانية وضع أسس صلبة لسوق مالية تتميز بفعاليتها وكفاءتها في استقطاب الاستثمارات المحلية والأجنبية وفي تمويل القطاعات الإنتاجية والخدمية، الأمر الذي أثر سلبا على مستوى كفاءتها.

تسعى جهود الدولة لتطوير بورصة الجزائر وتفعيل كفاءتها، من خلال مشروع إصلاح السوق في الجانب التنظيمي والقانوني باعتباره سياسة رقابية متجددة وفق الاحتياجات الحالية، كما تعتمد على تطوير المراجعة والتدقيق باعتبارها مصدر القوائم والمعلومات المالية الموثوقة، والتي يعتمد عليها المستثمرون في ترشيد قرارهم الاستثماري، الأمر الذي ينعكس على استقرار البورصة ورفع كفاءتها.

وعليه، سنتناول في هذا الفصل التطبيقي ما يلي:

- سوق الأوراق المالية في الجزائر؛
- عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في بورصة الجزائر؛
- كفاءة بورصة الجزائر ودور عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطويرها.

المبحث الأول

سوق الأوراق المالية في الجزائر

تتميز سوق الأوراق المالية في الجزائر كغيرها من الدول النامية بمحدودية أدائها فقد مرت بعدة تطورات منذ نشأتها نتيجة سلسلة الإصلاحات الاقتصادية الناجمة عن الأزمة البترولية سنة 1986، وبالانتقال إلى نظام اقتصاد السوق بدأت في وضع أُسُسِهِ من خوصصة، تحرير الأسعار وإنشاء سوق للأصول المالية، والتي تتكون من عدد محدود من الشركات تنوعت بين القطاع العام والخاص وتستثمر في نوعين من الأوراق المالية.

حيث سنتطرق في هذا المبحث الى ما يلي:

- نشأة سوق الأوراق المالية، تنظيمها وآليات التعامل فيها؛
- الأدوات المالية المتداولة وآلية عمل البورصة الجزائرية؛
- تقييم أداء البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010- 2014.

المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية، تنظيمها وآليات التعامل فيها

تأسست بورصة الجزائر بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10، وهي عبارة عن شركة عمومية ذات أسهم وقُدِر رأسمالها بـ 30 مليون دج، جاءت لتدعيم السوق المالية الجزائرية ولتسهيل عمليات التمويل وجعل الاقتصاد الوطني يمتاز بتنافسية واسعة في ظل استعمال أفضل للادخار العمومي المتاح.

1- عرض بورصة الجزائر

يمكن التطرق إلى مسار إنشاء وتطور بورصة الجزائر من خلال ما يلي:

1-1- تعريفها: تتنوع تعاريف ومفاهيم بورصة الجزائر بين الجانب القانوني والاقتصادي ومن أهمها ما يلي:

1-1-1- حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993: "بورصة القيم المنقولة هي إطار تنظيم وإجراء العمليات على القيم المنقولة الصادرة من الدولة، ومن باقي الأشخاص المعنويين ذوي القانون العام بالإضافة إلى المؤسسات ذوات أسهم."

1-1-2- حسب خبراء الاقتصاد: "البورصة هي طرف في سوق رؤوس الأموال وهي تضمن مسلك قصير وغير مكلف ما بين الادخار والاستثمار، أداة لسيولة الادخار على المدى الطويل، أداة لقياس أصول الشركات المدرجة في جدول التسعيرة، أداة لفتح رأسمال للخصخصة" [1].

ومنه نستنتج أنّ بورصة الجزائر هي سوق عمومية متقنة، منظمة ومتخصصة، يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المتعاملين الاقتصاديين سواء كانوا عموميين أو خواص، وتعمل على توظيف المدخرات في شكل استثمارات.

[1] بن اعمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية-** أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك ومالية جامعة أبي بكر بلقايد – تلمسان – السنة الجامعية 2012- 2013، ص: 160.

1-2- مبررات إنشائها: تندرج فِكرة إنشاء البورصة في إطار الإصلاحات الاقتصادية، فقد ظهرت عدة قوانين اقتصادية سنة 1988 تتمثل في القانون 88-01 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية، وكذا القانون رقم 88-03 الخاص بإنشاء صناديق المساهمة، حيث تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم وأنشئت البورصة لتنسجم مع استراتيجية التنمية الجديدة التي تتبناها الجزائر، ولِتتزامن مع بداية تحرير اقتصادها وفسح المجال لاقتصاد السوق، ومن أبرز دوافع إنشائها ما يلي:

- تشكل بديلا غير تضخمي لتمويل الاستثمارات من خلال الادخار من طرف المقيمين أو غير المقيمين؛
- تمثل بديلا للمدخرين الذّين تتجه اهتماماتهم باتجاه عدة بدائل خاصة الاستثمار العقاري وأنشطة المضاربة؛
- تعتبر إطاراً مناسباً لفتح رأس مال المؤسسات العمومية للمساهمين الخواص سواء كانوا طبيعيين أو معنويين، محليين أم أجانب، وتجسيد هدف خوصصة المؤسسات العمومية والذي تسعى السلطات إلى تحقيقه؛
- السماح للخزينة العمومية بالرجوع إلى تقنية جمع الادخار لإعادة التمويل، ومسايرة الاقتصاد لتطورات العولمة [1].

1-3- مراحل إنشائها: مرت عملية إعداد البورصة في الجزائر على عدة مراحل، يمكن حصرها في ما يلي:

1-3-1- المرحلة التقريرية 1990- 1993: ظهرت فكرة إنشاء البورصة في نصوص قانونية وهي كما يلي:

- المرسوم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990 والخاص بإمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية.
- المرسوم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990 والمتعلق بنوع شهادات الأسهم التي تقوم بإصدارها الشركات العمومية، وفي نفس السنة أنشأت شركة القيم المنقولة "S.V.M" في 9 ديسمبر 1990 بفضل صناديق المساهمة الثمانية برأسمال قدره 320000.00 دج، كما تم صدور مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 ممثلة في ما يلي:
- المرسوم التنفيذي رقم 91-161 لتنظيم المعاملات على القيم؛
- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 لتحديد أشكال، وأنواع القيم المتداولة وشروط إصدارها؛
- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 لتحديد لجنة البورصة .

1-3-2- المرحلة الابتدائية 1993- 1996: كنتيجة لعدم وضوح دور شركة القيم المنقولة وضعف رأسمالها الاجتماعي، تم إعادة تعديل رأسمالها إلى 9320.000.00 دج، كما تغير اسمها إلى "بورصة الأوراق المالية"وحدد المرسوم التشريعي الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 الهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة.

1-3-3- مرحلة الانطلاقة الفعلية 1996 – إلى يومنا هذا: بعد التجهيز التام لإنشاء بورصة القيم سواء من الناحية التنظيمية أو القانونية، من حيث وضعْ نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة، وجود مكان مادي يعرف بغرفة التجارة، تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة [2].

---

[1] بورمة هشام، **النظام المصرفي الجزائري وإمكانية الاندماج في العولمة المالية**، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إدارة مالية، جامعة 20 أوت سكيكدة، 2009، ص ص: 137-138.

[2] ربوح عبد الغني، **الدور المالي والاقتصادي لبورصة القيم وأثرها على أداء المؤسسات – دراسة حالة بورصة الجزائر –** رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2004 /2005، ص: 73.

1-4- موقع البورصة الجزائرية ضمن البورصات العربية والعالمية: تُعّد بورصة الجزائر أصغر بورصة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا برأس مال لا يتعدى 13 مليار دج، وأقل من 0.01% من الناتج الداخلي الخام، حيث تتذيل الترتيب العالمي لمقياس كفاءة أسواق المال الذي يندرج في تقرير المنافسة الدولية الصادرة عن المنتدى الاقتصادي العالمي لسنتي 2013 و2014، وتحتل المرتبة 143 من أصل 148 دولة نظرا للغياب شبه التام في تمويل نشاط الاقتصاد الوطني، إذ نجد بها 5 مؤسسات فقط وهي: شركة "رويبة"، مؤسسة "الاوراسي"، مجمع "صيدال"، شركة "اليانس"، ومجموعة "داحلي".

ولإعادة بعث نشاط البورصة الجزائرية وتحسين موقعها ضمن البورصات العربية، منح مجلس مساهمات الدولة الضوء الأخضر لدخول مؤسسات وطنية وهي كما يلي: شركة "كوسيدار"، بنك "القرض الشعبي الجزائري"، شركة "موبيليس"، شركة التأمينات "كار"، المؤسسة الوطنية للصناعات الكهرومنزلية "أونيام"، ومؤسسات عمومية للإسمنت، في حين لم يتم تحديد النسبة المئوية لرأس مال كل مؤسسة ليتم تداوله وشروط الدخول، ويُنتظر أن تمنح الحكومة موافقتها في مرحلة ثانية لشركات وطنية أخرى للدخول ومنها: شركة الخطوط الجوية الجزائرية، شركة نفطال، البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية وهذا بهدف الوصول إلى إدخال 40 شركة عمومية قبل نهاية 2015 وبالتالي ضخ ديناميكية إضافية جديدة [1].

1-5- الأهمية الاقتصادية للبورصة الجزائرية: تتمثل الأهمية الاقتصادية لبورصة الجزائر في ما يلي:

- تلعب دوراً هاماً في عمليات التنمية الاقتصادية من خلال جذب وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو تمويل المؤسسات، وبقائها محافظة على حسن أدائها الاقتصادي وتحقيق النتائج الايجابية كضمان لحرية تداول أوراقها المطروحة في السوق الثانوية؛

- تُستخدم أداة لتمويل العجز بدلا من اللجوء إلى الاقتراض من الخارج، ويمكن أن تكون وسيلة لتحكم في حجم السيولة عن طريق عملية إصدار القرض العام خاصة في حالة التضخم؛

- تُعتبر مؤشراً حقيقياً لإنعاش ركود الاقتصاد من خلال عمليات بيع وشراء للأوراق المالية، كما أنّ دخول المؤسسة إلى البورصة يحقق لها إعلاناً مجانياً مما ينعكس ايجابياً على مبيعاتها وتوسعها في السوق.

2- الهياكل التنظيمية والإطارات القانونية المنظمة للبورصة الجزائرية

قام المشرع الجزائري بتوكيل مهمة تسيير وتنظيم البورصة إلى الجهات الموالية:

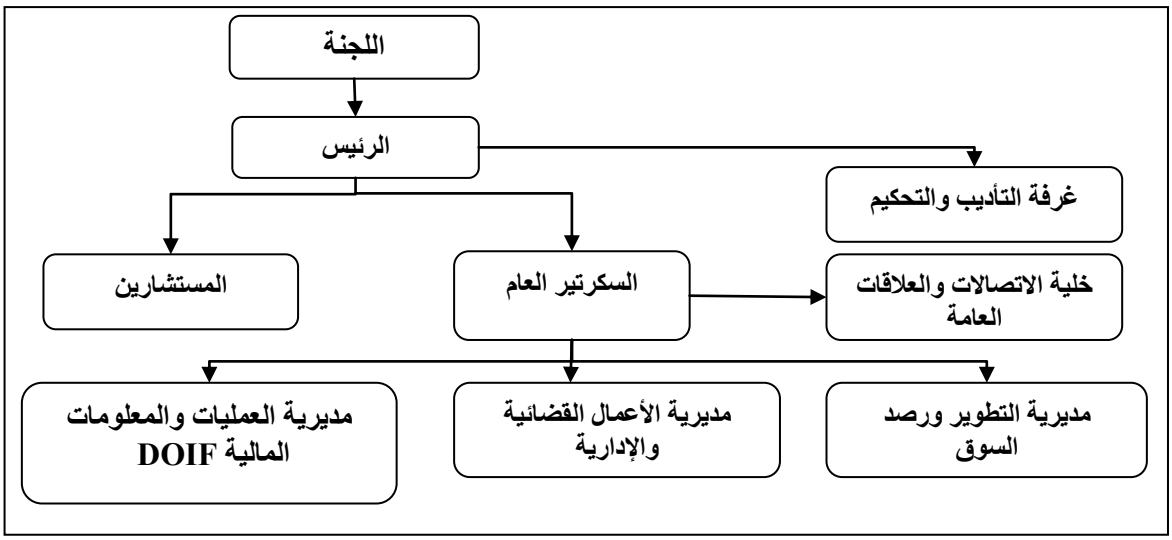
2-1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة "COSOB": هي لجنة تم تشكيلها بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق بسوق القيم المتداولة وتم تثبيتها رسميا في فيفري 1996، كما تم إجراء عدد من التعديلات

[1] www.ennaharonline.com/ar/algeria_news,N: 185869, 15- 09- 2014, 10 : 30.

عليها من خلال القانون رقم 03-04 من خلال المواد 06، 12، 13و14 [1]. تتشكل اللّجنة من رئيس يُعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات، وستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات.

2-1-1- الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: تتميز "COSOB" بهيكل تنظيمي مستقل ومكيف حسب مهامها والسلطات المخولة لها كما هو موضح في الشكل الموالي رقم 10.

شكل رقم (10): الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.



Source : www. Cosob.org- présentation - organigramme, 25-12-2014, 09 : 45.

2-1-2- مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: باعتبار"COSOB" أعلى هيئة في البورصة وتتمتع بالاستقلالية والمصداقية وتسعى لإرساء الإطار القانوني والمؤسساتي للبورصة فهي تقوم بالهام الموالية [2]:

- حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الغش والتزوير، وتحقيق السير الحسن للبورصة وضمان الشفافية اللازمة؛
- قبول الأوراق المالية للتفاوض بشأنها وشطبها وتحديد أسعارها؛
- تحديد نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات المطلوبة منهم لدى زبائنهم ؛
- القيام بنشر المعلومات دوريا والتي تخص الشركات المدرجة في البورصة وتنظيم عمليات المقاصة.

2-1-3- سلطات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: خُولتْ "COSOB" بالسلطات الموالية [3]:

أ- السلطة التنظيمية: تتمثل في اللوائح التنظيمية التي تُنشر في الجريدة الرسمية وهي كما يلي:

- التزامات الإفصاح عن المعلومات عند إصدار القيم المنقولة، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية؛
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها؛

[1] Guide COSOB, Guide de l'investisseur, 1997, p: 53.

[2] Guide COSOB, DDB, p: 54.

[3] www.sgbv.dz.ar, 23-09-201409:20.

- شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة، وتسيير محفظة القيم المنقولة؛
- القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند، والقواعد المتعلقة بتسيير نظام تسوية/ تسليم السندات.

ب- سلطة المراقبة والإشراف: تسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن على وجه الخصوص ما يلي:

- الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين والسير الحسن في السوق؛
- قيام الشركات باللجوء العلني للادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها.

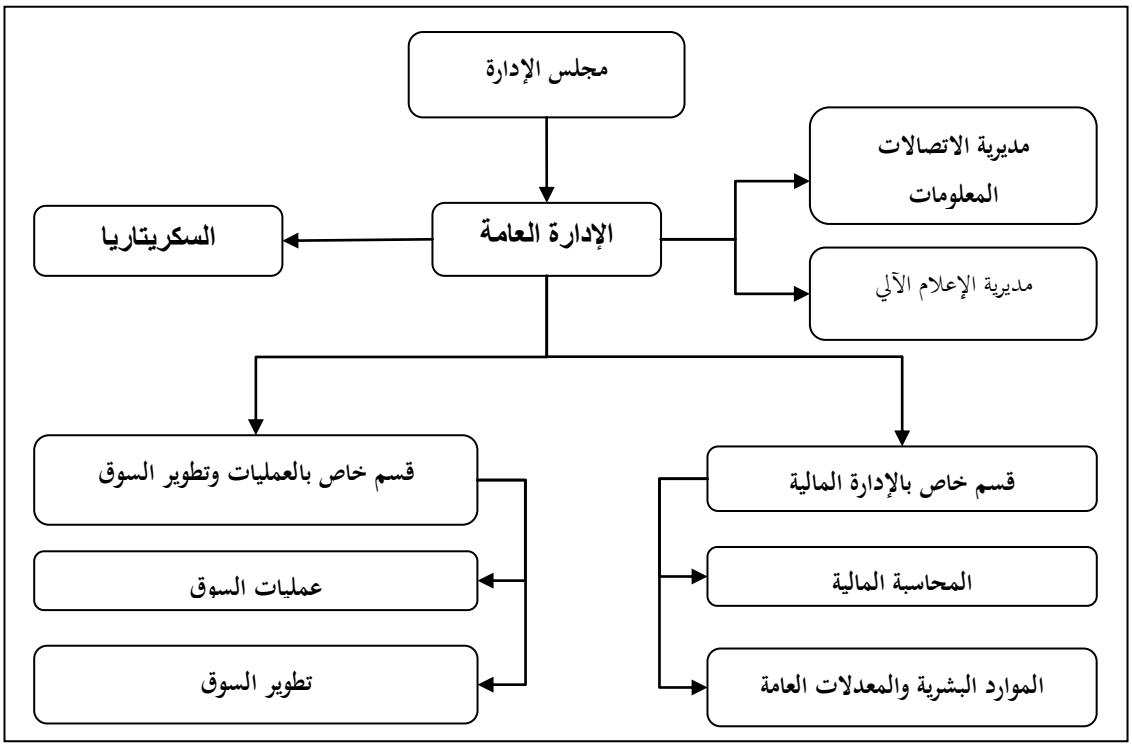
ج- السلطة التأديبية والتحكيمية: تختص في المسائل التأديبية بالتحقيق في أي خرق للالتزامات المهنية والأخلاقية التي يرتكبها الوسطاء، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم، وفي المسائل التحكيمية بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشبة بين الوسطاء في عمليات البورصة، الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقول "SGBV"، الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم، الوسطاء في عمليات البورصة و الجهات المصدرة.

2-2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة "SGBV": وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دج تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة، وقد تأسستْ بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 وتحقق إنجازها في 25 ماي1997؛ وتمثل إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها، وقد شَرعتْ منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللاّزمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة [1].

2-2-1- الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة: تتميز "SGBV" بهيكل تنظيمي مستقل ومكيف حسب مهامها والسلطات المخولة لها كما هو موضح في الشكل الموالي رقم 11.

[1] www.sgbv.dz.ar, 23-09-2014, 09:20

شكل رقم (11): الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.



Source : www.sgbv.dz, 25-12-2014, 09 : 45.

2-2-2- المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة: من أبرزهم البنوك الوطنية ممثلة في: بنك التنمية المحلية "BDL"، البنك الخارجي الجزائري "BEA"، بنك الفلاحة والتنمية الريفية "BADR"، القرض الشعبي الجزائري "CPA"، البنك الوطني الجزائري "BNA"، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط "CNEP Banque" بالإضافة إلى شركات التأمين الوطنية: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين "CAAR"، الشركة المركزية لإعادة التأمين "CCR"، الشركة الجزائرية للتأمين"SAA"، الشركة الجزائرية للتأمينات "CAAT"، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية "CNMA"، البنك الخاص يونيون بنك "UB".

2-2-3- المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: من أبرزهم ما يلي: بنك التنمية المحلية " BDL "، البنك الخارجي الجزائري "BEA"، بنك الفلاحة والتنمية الريفية "BADR"، القرض الشعبي الجزائري "CPA"، البنك الوطني الجزائري "BNA"، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط "CNEP".

2-2-4- مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: تمارس الشركة الأنشطة الموالية:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في البورصة، والتنظيم المادي لحصص التداول وإدارة نظام التداول والتسعير؛
- تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات المالية، ونشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات وإصدار النشرة الرسمية للتسعير؛
- تقييم عمليات التداول داخل البورصة وعمليات المقاصة بين الوسطاء[1].

[1] www.sgbv.dz.ar, 23-09-2014, 13 :30.

2-3- المؤتمن المركز للسندات: يعتبر الهيئة الجديدة التي جاء بها القانون 03-04 المؤرخ في 23 فيفري 2003 يحمل التسمية التجارية" الجزائر كليرينغ" وهو عبارة عن شركة ذات أسهم ومُرخصة من طرف "COSOB"، من بين المساهمين فيه البنوك والمؤسسات المالية، الوسطاء في عمليات البورصة، المتخصصون في سندات الخزينة العامة، الأشخاص المعنويون الذين يصدرون سندات، المؤتمنون المركزيون الأجانب على السندات.

كما حُدِدَ دوره بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 ويُعنى بالعمليات الموالية [1]:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات"TCC"؛
- مركز حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين ونشر المعلومات المتعلقة بالسوق؛
- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدِرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...)؛
- الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته وفقاً للمعايير الدولية "ISIN" ؛
- تقليل تكاليف وآجال عمليات التسوية /التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات منها: استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق... [2].

2-4- ماسكو الحسابات حافظو السندات "TCC ": يتمثل ماسكو الحسابات في البنوك والمؤسسات المالية وشركات التجارة التي تمتلك صفة الوسطاء، ويوفّر للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأوّلية أو المكتسبة في السوق الثانوية.

2-5- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة "OPCV": تتألف من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير "SICAV" والصناديق المشتركة للتوظيف "FCP" وتعتبر هذه الهيئات بمثابة محفزات حقيقية لضمان السيولة على مستوى السوق ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين، وتوجد في البورصة حالياً شركة استثمار ذات رأس مال متغير واحدة وهي شركة الاستثمار المالي "SICAVCELIM"، تهدف إلى تكوين حافظة للمنتجات المالية وتسييرها لحساب الغير، وتصنف إلى "OPCV" ذات أسهم 60%، ذات سندات دين 60%، ذات النقدية 60%، والمتنوعة [3].

3- الوساطة المالية في البورصة الجزائرية

حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93 وضع الوسطاء ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة.

3-1- تطور الوساطة المالية في البورصة: إنّ الوجود الفعلي للوساطة لم يتجسد إلاّ سنة 1997، حيث وكِلتْ المهمة إلى سبع مؤسسات مالية والتي اختارت من ثلاث إلى خمسة أشخاص لمزاولة النشاط وبلغ عدد

[1] الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية.

[2] رشيد بوكساني، نسيمه أوكيل، **مقومات تطوير بورصة الجزائر**، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، رقم05، 2010، ص: 04.

[3] www. Sgbv. Dz, guide-opcvm-arabe.pdf, 25-10- 2014, 09 : 15.

الوسطاء 39 وسيط، وبعد انقضاء خمس سنوات سُحِبَ الاعتماد ومُنِحَ لشركات الأسهم رأس مال كل منها 3000000 دج، وتتمثل شركات الوساطة المالية في بورصة الجزائر في ما يلي[1]:

- شركة الراشد المالي: يساهم فيها البنك الخارجي، الصندوق الوطني للتعاون، شركة التأمين وإعادة التأمين؛
- المؤسسة المالية العامة: تضم القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير، شركة التأمين الشامل؛
- المؤسسة المالية للرشاد والتوظيف: تضم البنك الفلاحة والتنمية الريفية، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين؛
- يونين بنك: هو الوسيط الوحيد برأس المال الخاص 1000000دج.

3-2- شروط اعتماد الوسطاء في البورصة: تتمثل في الشروط المنصوص عليها حسب المرسوم رقم 96-03 المؤرخ في 1996/07/03، وبالنسبة للأشخاص الطبيعيين يشترط ما يلي:

- بلوغ سن 25 سنة على الأقل والتمتع بكامل القوى العقلية والأهلية، وأن يمتلك محل ملائم لمتابعة نشاطه؛
- تقديم طلب الاعتماد وتكوين الملف الذي يثبت مساهمته في رأس مال "SGBV" ودفع مقدار 2 مليون دج.

أمّا بالنسبة للأشخاص المعنويين فيشترط ما يلي :

- الحد الأدنى لرأس المال هو مليون دج، وأن يمتلكوا محلات لائقة لحماية مصالح زبائنهم؛
- ان يكون لديهم مسير واحد على الأقل ويتمتع بالأهلية، مع تقديم طلب الاعتماد للّجنة؛
- تقديم ضمانات للّجنة وأن تكون لديهم تنظيمات ووسائل تتلاءم مع مهامهم[2].

3-3- الوسطاء المعتمدون في البورصة "IOB": يتضمن السوق حالياً سبعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية "BADR"، وبنك التنمية المحلية "BDL"، وبنك الجزائر الخارجي "BEA"، والبنك الوطني الجزائري "BNA"، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط "CNEP"، والقرض الشعبي الجزائري "CPA"، والبنك الخاص بي ان بي باريبا الجزائر "BNP Paribas El dajazair".

3-4- مهام الوسطاء في البورصة: يُكلف الوسطاء بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 وهي كما يلي[3]:

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية للجهة المصدرة، والتداول في السوق لحساب زبائنهم؛
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض؛
- القيام بنشاط البيع والشراء كطرف مقابل، وبعمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛
- توسيع نشاط الوسطاء ليشمل مجالات جديدة كضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين....

---

[1] Www. Sgbv. dz/Ar /, OP-CIT, 23/09/2014, 10 : 20.

[2] لائحة "COSOB"رقم 96-03 بتاريخ 17 صفر 1417 الموافق 3 جويلية 1996 بشأن شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والتزاماتهم ومراقبتهم، الفصل 1 القسم 1 المادة 2.

[3] Www. Sgbv. dz/Ar /, DDB, 23/09/2014, 11: 12.

ومنه نستنتج أنّ بورصة الجزائر تأسست بعد عدة مراحل وأسباب دفعت لضرورة وجودها الفعلي، وتتكون من مجموعة من الهيئات المنظمة ومنها "SGBV"، و"COSOB"، والوسطاء الماليين لإتمام عملية التداول.

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة وآلية عمل البورصة الجزائرية

حتى يمكن التفاوض حول الأوراق المالية ومبادلتها طبقا لقواعد التداول، فقد تم تحديد مختلف الأدوات المالية المتداولة، كما أن آلية عملها تشمل مختلف الأوامر، التداول، التسعير، التسوية والتسليم، وكيفية الإدراج.

1- الأدوات المالية وطرق قيدها في البورصة الجزائرية

تتنوع الأدوات المالية المتداولة في البورصة بين الأسهم والسندات حسب سوق رأس المال وسوق السندات.

1-1- أدوات الاستثمار المالي في البورصة: حسب الأمر رقم 75-79 يقبل التداول في البورصة ما يلي [1]:

- أوراق رأس المال: والتي تنقسم إلى أسهم عادية، أسهم التمتع و أسهم مجزأة إلى شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت؛
- أوراق الاقتراض:وتنقسم إلى أوراق المساهمة والسندات العادية؛
- أوراق هجينة: تنقسم إلى سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، وسندات مرفقة بأذن الاكتتاب.

1-2- شروط قيد الأوراق المالية في البورصة: تحدد شروط قبولها بموجب الأمر رقم 97-03 كما يلي [2]:

- على الشركة التي تطلب القبول أن تعين وسيطا أو أكثر يكلف بمساعدتها في تحضير ملف القبول؛
- على الشركة أن تنشر مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللّجنة بموجب نظام اللجنة رقم 96-02؛
- تقديم ملف القبول يشمل الوثائق القانونية، الاقتصادية، المالية والمحاسبية، كما حُدِدَ في التعليمة رقم 98-01؛
- نشر الكشوف المالية المصادق عليها للسنوات المالية الثلاث الأخيرة، مع تقديم تقرير تقييمي للأصول يعده محاسب خبير مستقل مع اعتماد هيكل الرقابة الداخلية، وأن تكون أسهم الشركة مدفوع قيمتها بالكامل؛
- أن توزع على الجمهور20% من رأسمالها، وأن يكون لها 300 مساهم على الأقل و100 حائز على السندات؛
- أن لا يقل رأس المال مبلغ 100000000دج في الأسهم وسندات الدين؛
- تعفى السندات التي تصدرها الدولة أو الجماعات المحلية من شكليات القبول وفق قانون البورصة.

1-3- إجراءات قيد الأوراق المالية في البورصة: يحدد النظام العام للبورصة الاجراءات التالية:

1-3-1- إجراء العرض العمومي العادي: يطبق على سندات الدين والسندات الشبيهة بالسندات التي سبق تسعيرها، ويسمح لـ "SGBV" بالتسجيل المباشر للسند في جدول التسعيرة ليتم تداوله انطلاقا من سعر الإدخال المصادق عليه من طرف "SGBV"ضمن الشروط الممارسة في السوق.

[1] www. sgbv. dz/Ar /,OP-CIT, guide cosob-arabe timet. pdf, 25/09/2014, 15 : 45.

[2] www. Sgbv, DDB, guide-fonctionnement-de-la-bourse-arabe.pdf, 25/09/2014, 16 : 30.

1-3-2- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدود: هو الإجراء المتمثل في أن يوضع تحت تصرف الجمهور في يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر ثابت سبق تحديده.

1-3-3- إجراء العرض العمومي للبيع بأدنى سعر: يتمثل في أن يوضع تحت تصرف الجمهور في يوم الإدخال عدد معين من السندات بأدنى سعر يقبل به المتدخلون للتنازل عنها، ويتمثل الفرق بين إجراء البيع بسعر محدود والبيع بسعر أدنى في أن الأول يتم بسعر محدد والثاني يتم بالمزايدة [1].

2- أسواق بورصة الجزائر

تضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين.

2-1- سوق سندات رأس المال والشركات المدرجة فيه: تتكون سوق سندات رأس المال من الأسواق الموالية:

2-1-1- السوق الرئيسية: هي السوق الموجهة للشركات الكبرى والتي تشمل الشركات الموالية:

أ- مجمع صيدال لإنتاج وتسويق المواد الصيدلانية: بدأ عملية الدخول إلى البورصة عندما أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة الإشارة في سنة 1988 لمجمع الكيمياء والصيدلة، بفتح جزء من رأسمالها للخوصصة الجزئية، حيث قُدِر رأسمالها الإجمالي بـ 2.5 مليار دج، والعرض العمومي تم التصريح به من طرف "COSOB" بتأشيرة رقم 04/98 في 1998/12/24 بعد قيام صيدال بمذكرة إعلام وانطلاق العرض بتاريخ 1999/01/15 لمدة شهر حتى 1999/02/15 حتى تم بيع كل الأسهم المعروضة وتحقيق الهدف بنسبة 143% [2].

ب- مؤسسة الاوراسي لخدمات الفندقة السياحية: يقدر رأسمالها بـ 217 مليون دج، واتخذ قرار دخولها إلى البورصة من طرف الجنة الوطنية للمساهمات الدولة بتاريخ 1998/02/05، متبوعة بالجمعية العامة غير عادية للمساهمين بتاريخ 1998/06/21، وكانت قيمة العرض العمومي تخص 20% من رأسمال الاجتماعي موزعة على 1.2 مليون سهم بسعر 400 دج للواحد ولقد نجح هذا العرض لأن الطلب على الأسهم فاق الحصة المعروضة [3].

ج- شركة اليانس للتأمينات: تعتبر أوّل شركة خاصة والتي أنشئت بموجب القانون المسير لها سنة 1993 تدخل البورصة من خلال عرضها لأكثر من 1.8 مليون سهم من 01 أكتوبر إلى 02 نوفمبر 2010، والتي مكنت الشركة من بيع أزيد من 2.5 مليون سهم متجاوزة العدد المقترح والذي لم يكن يتجاوز 1.8 مليون سهم، الأمر الذي عمل على إنعاش البورصة [4].

---

[1] www. Sgbv, DDB, guide-fonctionnement-de-la-bourse-arabe.pdf, 27/09/2014, 08 : 15.

[2] جريدة صيدال تصدر عن المجمع، العدد 15 مارس 1999,(Notice d'information (group SAIDAL

[3] www.allianceassurances.com.dz, 24-02-2015, 09:15.

[4] www.elaurassihotel-algiers.com, 24-02-2015,12:30.

د- شركة رويبة للعصائر والمشروبات " NCA": تأسست الشركة في شهر ماي سنة 1966 وتعتبر أول شركة صناعية تدخل البورصة وقد منحتها "COSOB" التأشيرة في 06 فيفري 2013، وبدأت نشاطها بطرح 25% من أسهمها بين 07-25 أفريل 2013، وتعتبر ثاني شركة خاصة تحقق نجاح في البورصة بعد شركة اليانس [1].

2-1-2- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: هي سوق مخصصة لتداول أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة والآخذة في نمو رأس مالها وغير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشروعات الضخمة، تم إنشائها في سنة 2012 بموجب نظام "COSOB" رقم 12-01 المؤرخ 12 يناير 2012، المعدّل والمتمّم للنّظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة لنموها من خلال توفير سوق مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم، وتتميز بانخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها وعملياتها [2].

2-2- سوق سندات الدين والشركات المدرجة فيه: تتكون سوق سندات الدين من الأسواق الموالية [3]:

2-2-1- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة: وهي السوق التي تشمل على سند واحد مدرج في تسعيرتها، وهو خاص بمجموعة داحلي التي تنشط في قطاع العقارات وتشارك في قطاع السياحة من خلال الفندقة وتم إدراجها في البورصة في 16 مارس 2009 ومن المقرر أن يحل تاريخ استحقاق سندها في سنة 2016.

2-2-2- سوق كتل سندات الخزينة العمومية: "OAT": وهي السوق المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية، تأسست في سنة 2008 وتحصي حالياً 27 سند للخزينة العمومية * مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 320 مليار دج، وتتنوع في فترات استحقاقها بين 7 و10 و15 عاماً، يتم تداولها من خلال الوسطاء وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

3- آلية عمل البورصة الجزائرية

تشمل آلية عمل البورصة مختلف قواعد التداول، طرق وتوقيت التسعير، وتسوية الصفقات وكيفية الإدراج.

3-1- أوامر البورصة: هي أوامر بشراء أو بيع سندات يأمر بها مُصدِر الأمر ووسيطا مؤهلا يقوم بإرساله مباشرة إلى السوق ويتأكد من تنفيذه، ويشمل على البيانات الموالية: اتجاه العملية بيعاً أو شراءً، خصائص السندات وعددها، حد السعر ومدة صلاحية الأمر، مراجع مصدر الأمر. ويمكن تصنيف الأوامر كما يلي [4]:

---

[1] www.rouibaenbourse.com, 25-02-2015, 09:15.

[2] صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012.

[3] WWW. SGBV. DZ/AR /,OP-CIT, 28/02/2015, 09:10.

* سندات الخزينة العمومية: هي عبارة عن سندات دين سيادية تصدرها الحكومة الجزائرية من خلال المديرية العامة للخزينة، لغرض تسوية العجز في ميزانيتها.

[4] www. Sgbv, DDB, guide-ordre-bourse-arabe.pdf, 29-10- 2014, 11: 30.

3-1-1- الأمر بسعر السوق أو بالسعر الأحسن: حيث لا يقيد الأمر بأي بيان للسعر وينفذ من باب الأولوية حسب الإمكانيات المتاحة في السوق سواء كان السعر باستمرار أو السعر بالتحديد؛

3-1-2- الأمر ذو السعر المحدود: وهو الأمر الذي يحدد بموجبه المستثمر السعر الأقصى الذي هو مستعد لدفعه لشراء السندات أو السعر الأدنى الذي هو مستعد أن يبيع به السندات.

3-2- قواعد التداول: تخضع حصص التداول لقرارات "SGBV" حسب كل سوق كما يلي:

3-2-1- قواعد التداول في السوق الرئيسية: حسب قرار "SGBV" رقم 1999/02 المتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المعدل والمتمم [1] .

3-2-2- قواعد التداول في سوق سندات الخزينة العمومية: حسب قرار "SGBV" رقم 2012/01 المتضمن قواعد تداول سندات الخزينة في بورصة الجزائر [2].

3-2-3- قواعد التداول في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: حسب قرار "SGBV" رقم 2012/01 المتضمن قواعد تداول السندات في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببورصة الجزائر [3].

3-3- مواقيت وطريقة التسعير: بمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه، كما تقام حصص التداول في مقصورة البورصة يومي الاثنين والأربعاء من الساعة 9:30 إلى 11:00 صباحا بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية، وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت، ويتمثّل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تُجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، ويتيح هذا النوع من التسعير تضخيم حجم السندات المتبادلة، تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع، وتقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

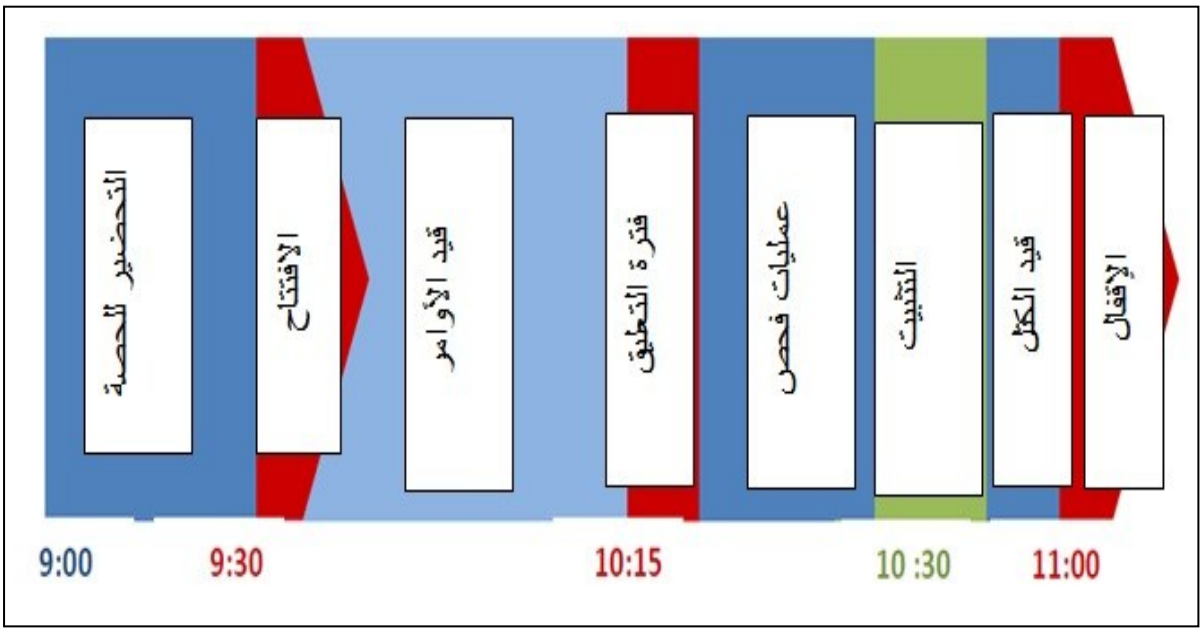
في ختام الحصة يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/ أو السندات، وتتم هذه المعاملات وفقا للسعر المحدد في السوق وهو موضح في الشكل الموالي رقم 12.

[1] انظر الملحق 01.

[2] انظر الملحق02 .

[3] انظر الملحق 03.

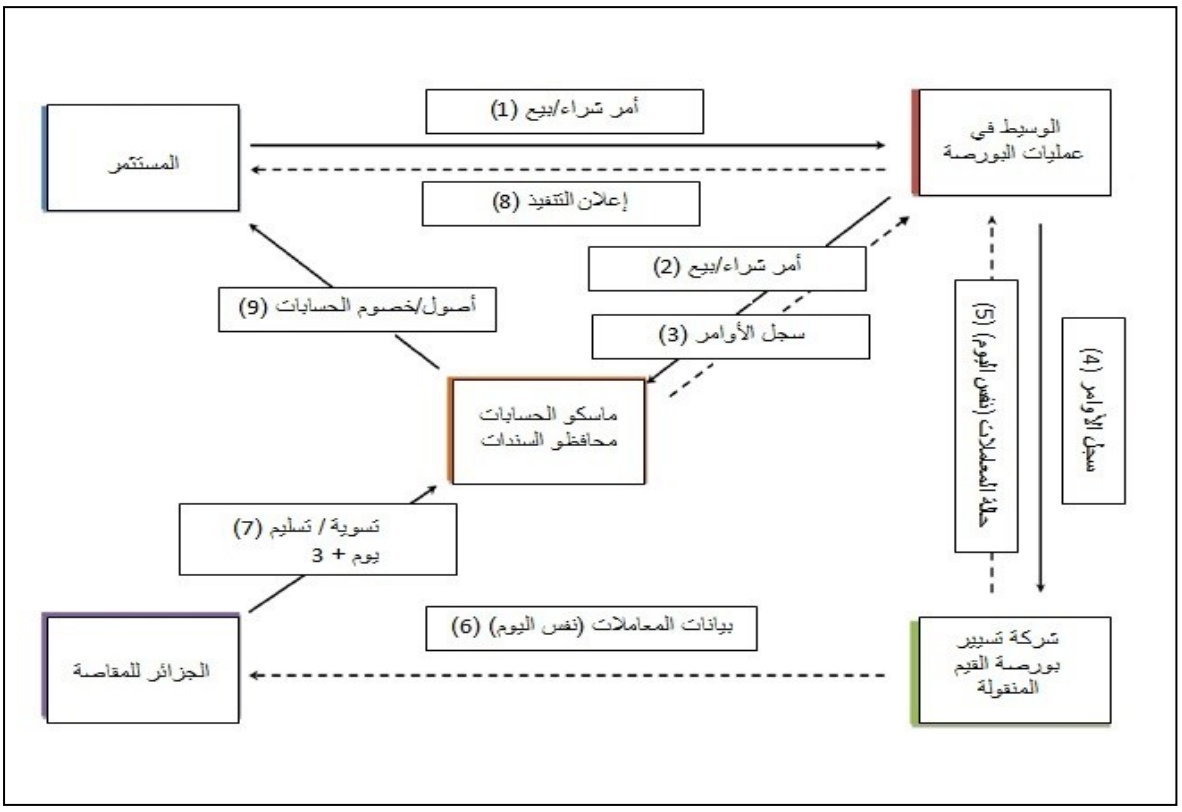
شكل رقم (12): مواقيت وطريقة التسعير في بورصة الجزائر.



المصدر: بورصة الجزائر، متاح على الموقع:www. sgbv. dz بتاريخ: 28/09/2014 على الساعة: 24: 10.

3-4- نظام التسوية و التسليم: تعتبر البورصة سوقاً فورية وبعد إقفال الحصة تقوم "SGBV" بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها، وبعد تنفيذ الأمر يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيّام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية، وتظهر عملية اقتناء و/ أو بيع السندات في البورصة وهو موضح في الشكل الموالي رقم 13.

شكل رقم (13) :عملية شراء وبيع السندات في البورصة الجزائرية.



المصدر: بورصة الجزائر، متاح على الموقع:www. sgbv. dz بتاريخ: 28/09/2014 على الساعة: 15: 11.

3-5- الإدراج في البورصة: يتم الإدراج في بورصة الجزائر على تطبيق مجموعة من الإجراءات أهمها ما يلي:

3-5-1- شروط قبول الإدراج: تتمثل شروط قبول الإدراج في بورصة الجزائر في ما يلي [1]:

- أن تكون الشركة منظمةً قانونياً على شكل شركة ذات أسهم "SPA"، وأن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي 5000000 دج ؛
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم الطلب؛
- أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين من غير محافظ حسابات الشركة؛
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على أصولها قبل عملية الإدراج؛
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية، وإن لم يوجد ذلك فيجب المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها؛
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات وتسوية النزاعات الكبرى والامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في يوم الإدراج؛

[1] www. Sgbv, DDB, guide-fonctionnement-de-la-bourse-arabe.pdf, 29-09- 2014, 10: 20.

- أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على 150 مساهما كحد أدنى في يوم الإدراج.

3-5-2- مراحل عملية الإدراج في البورصة: تتضمن عملية الإدراج في البورصة المراحل الموالية[1]:

أ- مرحلة ما قبل الإدراج: تعتبر الخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر، وتتضمن المراحل الموالية:

أ-1- القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوّض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلاّ الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.

أ-2- الإعداد القانوني للشركة والأسهم: إن إدراج أي شركة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّها كثيراً ما تُلزَم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

أ-3- تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

أ-4- اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً لمساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال، وبالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقي البورصة، وذلك لمدة 05 سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سنداتها والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

أ-5- إ عداد مشروع المذكرة الإعلامية: يجب على الشركة تقديم المشروع لدى "COSOB" والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي واستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة.

أ-6- ايداع طلب القبول: يجب أن يضم الملف طلب القبول ومحضر الجهة المصدرة، مشروع المذكرة الإعلامية؛ معلومات عامة عن الجهة المصدرة وعن التمويل، الوثائق القانونية وتقرير تقييمي لعملية الإصدار.

أ-7- تأشيرة "COSOB": تملك الجنة أجل شهرين لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.

أ-8- الانضمام إلى المؤتمن المركزي: قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمن المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

أ-9- حملة التسويق: سعياً لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.

أ-10- بيع السندات: يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية، إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

[1] www. Sgbv, DDB, guide-fonctionnement-de-la-bourse-arabe.pdf,29-09- 2014, 14: 10.

أ-11- **كشف النتائج**: في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأنّ العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور، وإذا حدث العكس فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

أ-12- **تسوية العملية**: يقوم المؤتمن المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة 3 أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

ب- **مرحلة الإدراج**: وهي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة بعد أن تحصل الشركة على إذن دخولها الفعلي للبورصة، تنشر "SGBV" إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند، كما تنشر "SGBV" نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

ج- **مرحلة ما بعد الادراج**: وهي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند وتغيراته في السوق، ويسمح للشركة القيام بما يلي:

ج-1- **عقد السيولة**: يسمح للشركات من أجل ضبط أسعار الأسهم بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة، ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة.

ج-2- **نشر المعلومات**: حيث تُصبح الجهة المصدرة مُلزمة باطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه التأثير بشكل كبير على سعر السندات، وإطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى "COSOB" و"SGBV" والمؤتمن المركزي للسندات.

ومنه نستنتج أنّ الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر تقتصر على الأسهم والسندات العادية، كما أنّ آلية عملها يخضع لإجراءات وقواعد "SGBV" باعتبارها المسؤولة عن تسير السوق من حيث نوع الأوامر، قواعد التداول، مواقيت وطريقة التسعير، نظام التسوية والتسليم، وكيفية الإدراج.

المطلب الثالث: تقييم أداء البورصة الجزائرية

يتمثل تقييم أداء البورصة في تحليل ومتابعة نشاطها من حيث تطور الأوامر، التداول، حجم الصفقات، وتقييم مؤشراتها السوقية والمالية، وتقييم معوقات وأفاق تطويرها.

1- تطور نشاطها البورصة خلال الفترة 2010-2014:

يمكن متابعة تطور نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2014 وهو موضح في الجدول الموالي رقم 03.

جدول رقم (03): **نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2014.**

البيان	2010	2011	2012	2013	2014
عدد الأوامر	2632	2343	5078	4271	3703
معدل النمو%	-	-10.98	116.73	-15.89	-13.29
حجم الأوامر	1081977	1370054	2779493	2673065	296428
معدل النمو %	-	26.62	102.87	-3.82	-88.91
حجم التداول	117729	252954	167827	127589	101950
معدل النمو %	-	114.86	-33.65	-23.97	-20.09
القيمة المتداولة دج	670069575.00	321222985.00	673186960.00	101027990.00	148946340.00
معدل النمو %	-	-52.06	109.56	-84.99	47.43
عدد الصفقات	361	520	277	177	299
معدل النمو %	-	44.04	-46.73	-36.10	68.92

$$\text{معدل النمو} = \frac{\text{معطيات } n - \text{معطيات } 1 - n}{\text{معطيات } 1 - n} \times 100$$

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية ل "SGBV"خلال الفترة: 2010-2014.

من خلال الجدول نلاحظ مايلي:

1-1- عدد الأوامر: نلاحظ أن عدد الأوامر سجل انخفاض في سنة 2011 بنسبة 10.98% مقارنة مع سنة 2010، وبلغ حده الأقصى سنة 2012 حيث ارتفع بنسبة 116.73% مقارنة بسنة 2011، ثم بدأ في الانخفاض خلال سنة 2013 بنسبة 15.89% مقارنة بسنة 2012، ليستمر الانخفاض خلال سنة 2014 بنسبة 13.29% مقارنة بسنة 2013.

1-2- حجم الأوامر: نلاحظ أن حجم الأوامر سجل ارتفاع خلال سنة 2011 بنسبة 26.62 % مقارنة مع سنة 2010، وبلغ حده الأقصى سنة 2012 وارتفع بنسبة 102.87% مقارنة بسنة 2011، ثم بدأ في الانخفاض خلال سنة 2013 بنسبة 3.82% مقارنة بسنة 2012، ليستمر الانخفاض خلال سنة 2014 بنسبة 88.91% مقارنة بسنة 2013.

1-3- حجم التداول: نلاحظ أن حجم التداول سجل ارتفاع خلال سنة 2011 بنسبة 114.86% مقارنة مع سنة 2010، ثم يبدأ في الانخفاض في سنة 2012 بنسبة 33.65% مقارنة بسنة 2011، ثم تحسن الانخفاض في سنة 2013 بنسبة 23.97 % مقارنة بسنة 2012، ليستمر الانخفاض خلال سنة 2014 بنسبة 20.09% مقارنة بسنة 2013.

1-4- القيمة المتداولة: نلاحظ أن القيمة المتداولة سجلت انخفاض خلال سنة 2011 بنسبة 52.06% مقارنة مع سنة 2010، وبلغت أقصاها خلال سنة 2012 وارتفعت بنسبة 109.56% مقارنة بسنة 2011، ثم بدأت في الانخفاض خلال سنة 2013 بنسبة 84.99% مقارنة بسنة 2012، لتتحسن وترتفع خلال سنة 2014 بنسبة 47.43% مقارنة بسنة 2013.

1-5- عدد الصفقات: نلاحظ أن عدد الصفقات بلغت أقصاها خلال سنة 2011 وارتفعت بنسبة 44.04% مقارنة مع سنة 2010، ثم انخفضت في سنة 2012 بنسبة 46.73% مقارنة بسنة 2011، ليستمر الانخفاض خلال سنة 2013 بنسبة 36.10% مقارنة بسنة 2012، لتتحسن وترتفع خلال سنة 2014 بنسبة 68.92% مقارنة بسنة 2013.

وبصفة عامة نُلاحظ من خلال الجدول أن نشاط بورصة الجزائر بلغ حده الأقصى خلال فترة الدراسة سنة 2012، ثم بدأ في الانخفاض التدريجي في سنة 2013 ويُفسر ذلك بانتعاش نشاط البورصة خلال سنة 2012 نتيجة الاصلاحات المنتهجة من خلال مشروع اصلاح السوق وانعاشه والذي طُرح خلال سنة 2011 وبدأت نتائجه تظهر خلال سنة 2012، وانشاء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لأول مرة في البورصة، وبداية اعلان شركة رويبة للعصائر نية دخولها البورصة والتي كان دخولها الفعلي خلال سنة 2013.

2- مؤشرات البورصة الجزائرية

لا تعتمد بورصة الجزائر على تطبيق مؤشرات البورصات العالمية كونها مازالت ضمن البورصات الناشئة، وتعتمد على مؤشرات بسيطة، تستعمل في قياس مدى اتساع حجم السوق، حجم سيولتها، ومدى سرعة نشاطها وتطورها، وتستخدم هذه المؤشرات في قياس وتقييم كفاءة بورصة الجزائر وهذا ما سيتم دراسته في المبحث الثالث من الدراسة.

3- معوقات وأفاق تطوير البورصة الجزائرية

تعبر بورصة الجزائر ضعيفة الأداء بسبب قلت المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تندرج فيها، كما تعمل السلطات على تفعيلها من خلال وضع اقتراحات وتشجيع التوظيف البورصي.

3-1- معوقات البورصة: تعرف البورصة مشاكل كثيرة وعراقيل تحد من نشاطها وفعاليتها وأهمها ما يلي:

3-1-1- العراقيل القانونية: تتمثل في القوانين التي تعجز عن تحقيق بعض المبادئ الاقتصادية المناسبة لقيام البورصة، كغياب الاستقلال الاداري للبورصة وقلة الصلاحيات المخولة لها في التسيير والرقابة، والتباطؤ في سن التشريعات التي تستجيب لمتطلبات اقتصاد السوق، فقد تطلب دخولها النشاط الفعلي مدة قاربت 06 سنوات:

3-1-2- العراقيل الاقتصادية: تتمثل في سوء التسيير بسبب ضعف الكفاءات المهنية ، وعدم الإحساس بالمسؤولية مادامت الأملاك عمومية وليست خاصة،كما أن معدلات النمو هي معدلات مالية وتنحصر في قطاع المحروقات فقط والذي يمثل 97% من الصادرات، كما يفضل العديد من المستثمرين التوجه للمشاريع الاستثمارية غير المالية والبديلة عن البورصة والخالية من العبء الضريبي، وانتشار التضخم وعدم ارتفاع عوائد الأسهم وضعف الادخار لدى الأفراد مع اشتراط قانون البورصة أن تكون الشركات مكونة من 150 مساهماً على الأقل، وضعف تدفق رأس المال الأجنبي، وضعف المنافسة في السوق المالية لقلة الشركات المدرجة والمقدرة 05 شركات.

3-1-3- العراقيل السياسية: تتمثل في الأوضاع الأمنية المتدهورة وغير المستقرة التي مرت بها الجزائر خاصة في فترة بداية نشاط البورصة 1993-1999 والتي كانت سببا لامتناع العديد من المستثمرين المحليين والأجانب عن الاستثمار، بسبب غياب الأمن نتيجة غياب الاستقرار السياسي الناتج عن تعاقب عدة حكومات.

3-1-4- العراقيل الإدارية: تتبين في أنماط البيروقراطية التي تسود الإدارة الجزائرية، في تعقيد الإجراءات وعدم المرونة في التعامل والسرعة والتفاعل من أهمها صعوبة شروط الدخول الى البورصة، وتدخل الدولة في الادارة من خلال الاوامر والمراسيم والقوانين التي تحد من صلاحيات كل من " COSOB وSGBV ".

3-1-5- العراقيل الإعلامية : تتمثل في ضعف الجهاز الاعلامي للبورصة الذي يقوم بنشر التقارير المالية للشركات بعد مرور سنة كاملة على نشاطها وبالتالي تصبح معلوماتها تاريخية لا تخدم التنبؤات المستقبلية، مع غياب الإعلام الاقتصادي المتخصص في شكل مجلات أو نشرات اقتصادية مستقلة.

3-1-6- العراقيل التنظيمية: من أبرزها قلة المؤسسات المدرجة والتي تعتبر المحرك الأساسي والفعال والمقدرة حاليا 05 شركات تابعة لثلاث قطاعات (الصناعة الغذائية والدوائية، التأمين، الفندقة السياحية)، وعدم تنوع الأوراق المالية وانحصارها في الأسهم والسندات العادية، وبالتالي الافتقار للكفاءة التقنية [1].

3-2- تفعيل البورصة الجزائرية: انّ تطوير وتفعيل البورصة من خلال بيئة اقتصادية مناسبة يكون كما يلي [2]:

- استكمال الاطار التشريعي من خلال سن القوانين والتشريعات ومنها قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية، قانون الاستثمار والضريبة الخاصة بالأوراق المالية؛
- وضع قوانين للإفصاح والشفافية لتنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات وفق المعايير الدولية، وتشجيع التحليل المالي والاستثماري لتقييم الأوراق المالية التي تصدرها الشركات؛
- تحفيز الطلب في البورصة من خلال تخفيض أسعار الفائدة واعادة هيكلة الحوافز الضريبية خاصة الضريبة على أرباح الشركات، وتحفيز العرض من خلال الاستثمار في الخوصصة والاستفادة منها؛
- تعميق الوعي الاستثماري لرفع الطلب المحلي من خلال بث برامج اذاعية وتلفزية الخاصة بنشاط السوق والمتعاملين فيه، ونشر الحملات الاعلامية للشركات المدرجة لتوعية وجذب صغار المدخرين؛
- ضرورة الفصل بين الهيئة التنفيذية والرقابية في البورصة، وفتح المجال لتعدد الوسطاء الماليين من الخواص والذي يقدر عددهم حاليا بخمس وسطاء تابعة للدولة وفق القانون 99-02 المؤرخ في 27-07-1999؛
- توسيع البورصة بتوسيع قاعدة المستثمرين بزيادة عدد الشركات المدرجة وتنويعها بين القطاع العام والخاص، وتنويع الأوراق المالية بين الأسهم والسندات والمشتقات المالية بأنواعها المختلفة؛

ومنه نستنتج أنّ تقييم أداء البورصة ينعكس في تطور نشاطها في مختلف إجراءات التفاوض على الأوراق المالية، وتطور مؤشراتها السوقية والمالية، إلا أنها تعاني من بعض الصعوبات والعراقيل والتي تحاول السلطات تجاوزها لتفعيل نشاطها وتحقيق كفاءتها.

وكخلاصة نجد أنّ بورصة الأوراق المالية في الجزائر عرفت تطورات منذ نشأتها نتيجة الانتقال من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، وتتميز بوجود عدد محدود من الشركات المدرجة تنوعت بين القطاع العام والخاص، كما عرفت أوقات انتعاش بسبب الإصلاحات السياسية والاقتصادية والتي وصلت أقصاها سنة 2012، لتبدأ بعدها في الانخفاض بسبب عدة عوائق وصعوبات في عدة مجالات، ولغرض تشجيع وتفعيل البورصة فان هناك بعض الاقتراحات والتسهيلات التي وضعت لتعزيز استقرارها وكفاءتها.

---

[1] صالح فلاحي، **بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وامكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار**، ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، 31ماي-02جوان2004، ص: 26.

[2] بوكساني رشيد، نسيمة أوكيل، **مقومات تطوير بورصة الجزائر**، مجلة جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والانسانية، ديسمبر 2010، العدد05، ص ص: 13-15.

المبحث الثاني

عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في بورصة الجزائر

تقوم بورصة الجزائر على أساس الفصل في المهام بين الهياكل التنظيمية والإطارات القانونية المنظمة، حيث تختص "SGBV" بتسيير معاملات القيم المنقولة وعمليات التداول، بينما تختص "COSOB" بتنظيم ومراقبة وضبط السوق وتحرص على صدق تقارير المراجعة المقدمة من طرف المتعاملين.وعليه سيدرس هذا المبحث ما يلي:

- تطور مفهوم الرقابة ومراجعة الحسابات في البورصة؛
- نشاط الرقابة والمراجعة في البورصة الجزائرية؛
- الطلب على الرقابة والمراجعة في البورصة الجزائرية.

المطلب الأول: تطور مفهوم الرقابة ومراجعة الحسابات في البورصة

تطور مفهوم الرقابة ومراجعة الحسابات في بورصة الجزائر بتطور مهام "COSOB" بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 المعدل والمتمم بالقانون رقم04-03 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة.

1- تحكم الدولة في تأطير ومراقبة البورصة لحماية المصلحة العامة

يظهر تدخل الدولة في تنظيم البورصة بموجب القانون العام من أجل تحقيق المصلحة العامة، حيث تتحكم في تسييرها ومراقبتها من خلال "COSOB"، وتتم الوساطة المالية في القيم المنقولة من طرف الشركات الوساطة المالية والبنوك والمؤسسات المالية، وذلك بموجب الفصل 06 من القانون رقم 04-03.

وعلى مستوى المراقبة فقد أُسندت إلى "COSOB" بمقتضى المرسوم رقم 10-93، ومُنحت الاستقلالية في تنظيم ومراقبة السوق من أجل حماية المستثمرين وتحقيق شفافية وحسن سير السوق، من خلال مراقبة سير العمليات المالية والتأكد من سلامتها وخلوها من التلاعب والغش، وكذلك الرقابة على الأسعار والمؤشرات المختلفة، والتأكد من التزام جميع الأطراف بالقوانين واللوائح المنظمة للتداول وإصدار العقوبات، من أجل الحفاظ على نظام التداول وحل كل المشاكل المتعلقة بسير السوق والسهر على إعداد التقارير.

أما توزيع المهام بين المؤسسات وتطوير نظام التسيير بالبورصة وتعبئة الادخار الجماعي وتوجيهه نحو الشركات والهيئات التي تدعو للاكتتاب العام في قيمها، فقد تم إحداث مؤسسة المؤتمن المركزي لحفظ ومسك وإدارة الحسابات السندية، كما ساهمت التشريعات في تطوير نظام الادخار الجماعي بشكل كبير حيث تم إنشاء هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة المتكونة من شركات للاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشتركة [1].

[1] www. Cosob.org–publications– colloques et séminaires, 23–02–2015, 9: 45.

2- تنظيم ومراقبة بورصة الجزائر والهدف منها

تخضع عملية رقابة ومراجعة بورصة الجزائر إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بموجب القانون.

2-1- تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها: تقوم "COSOB"بتنظيم البورصة ومراقبتها كما يلي [1]:

- حِماية المستثمرين في القيم المنقولة بالحرص على توفر المعلومات الكاملة، مع وضع تأشيرتها على المذكرة الإعلامية في حالة اللجوء العلني للادخار عند الإصدار، أو الإدراج في البورصة أو القيام بالعرض العمومي؛
- السير الحسن للسوق وشفافيتها بمراقبة وتنظيم سير نشاط الوسطاء، "SGBV"، المؤتمن المركزي للسندات وهيئات التوظيف الجماعي؛
- ضمان نزاهة السوق وتأمينها ومراقبة الاستثمارات من التجاوزات والتلاعبات والمعلومات الخاطئة والمضللة.

2-2- وضع الأنظمة المتعلقة بسير السوق ومراقبته: وذلك بسن الأنظمة في السوق لضمان تحقيق ما يلي[2]:

- المراقبة والحراسة في احترام الأحكام التشريعية والتنظيمية، وإلزام الشركات بالإعلام عند اللجوء العلني للادخار؛
- احترام الوسطاء للقواعد الرامية إلى حماية السوق من أي سلوك احتيالي أو مجحف؛
- إدارة السندات وتسييرها وفق القواعد التي حددتها سلطة ضبط السوق؛
- التحقيق الشامل والمفصل لكل الشركات والمؤسسات المالية أو الأشخاص المعنيين بعمليات على القيم المنقولة؛
- ترصُد أي جنحة استعمال المعلومات السرية أو الخاطئة والمظللة، والتلاعب بالأسعار؛
- التأديب والتحكيم للفصل في النزاعات والاستماع إلى شكاوى المستثمرين أو محترفي السوق.

2-3- تنصيب "ماسكو الحسابات – حافظو السندات": هم أشخاص معنويون يتولون حراسة السندات الاسمية أو لحاملها التي أسندت إليهم وإدارتها باسم أصحابها، ويشترط في اعتمادها أن تتوفر لها الوسائل البشرية والمادية الكافية، وتتقيد بالمبادئ والقواعد المتعلقة بالمحاسبة على السندات، وتتوفر لها ترتيبات حماية أموال زبائنها والمراقبة الداخلية، وأن تنخرط في المؤتمن المركزي على السندات.

2-4- الهدف من مراقبة ومراجعة السوق: شُرع في عمليات تقييم نشاط البورصة منذ سنة 2005، وتواصلت في سنتي 2006 و2007 عبر مهام التفتيش، والتي يرجى منها تقييم مدى تقدم مختلف الجوانب المتعلقة بما يلي [3]:

- تنظيم هياكل حافظي السندات والوسطاء لدى البنوك المؤهلة وتسخير الوسائل المادية والبشرية لها؛
- فتح حسابات الزبائن وتسييرها، واقتناء البرمجيات المناسبة لحسن التكفل بتسيير الحسابات والعمليات؛
- متابعة حساب العمليات المنجزة في الأسواق الأولية والثانوية في ظل احترام الإجراءات المعمول بها.

[1] www. Cosob.org– guidecosob-arabetimet.pdf, OPCIT, P: 03.

[2] www. Cosob.org– guidecosob-arabetimet.pdf, DDB, P: 04.

[3] www. Cosob.org- publications-rapport 2007ara.pdf, p p: 25-26, 06-02- 2015, 10: 30.

ومنه نستنتج أن تطبيق وتنفيذ عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في بورصة الجزائر ،كان منذ بداية نشاطها عند تنصيب "COSOB" كهيئة لمراقبة نشاط السوق، وذلك وفق مرسوم تشريعي يعكس تدخل الدولة في تنظيم ومراقبة البورصة.

المطلب الثاني: نشاط الرقابة والمراجعة في بورصة الجزائر

في إطار ممارسة الصلاحيات، ومن أجل العمل على ضمان النزاهة والشفافية والأمن في البورصة، وضعت "COSOB" سلسلة من مهام المراقبة والتفتيش على مستوى مؤسسات وهياكل السوق، والتي ينتج عنها تقارير تبين النقائص والاختلالات والتوصيات الموجهة للمسؤولين لمعالجتها وبعث ثقة المتعاملين في السوق.

1- ضبط السوق عن طريق مراقبة نشاطها والمتعاملين فيها:

تراقب "COSOB" كل المتدخلين في السوق وكل العمليات المنجزة فيها.

1-1- صلاحيات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في مراقبة السوق: تضبط "COSOB" نشاط السوق إلى جانب آلية تنظيمها، تطبيق آلية الرقابة التي تمارسها على كل المتدخلين في السوق، ومن أهم الصلاحيات الرقابية التي تعتمدها اللّجنة ما يلي:

1-1-1- الرقابة السابقة: تتمثل الرقابة السابقة التي تمارسها "COSOB" على المتعاملين وعلى المنتوجات المالية من خلال كما يلي:

أ- رقابة الأعوان المتدخلين في السوق: تتمثل في كيفية انتقائهم بفرض شروط الالتحاق بمهنة الوسطاء وهيئات التوظيف الجماعي وفق المرسوم التشريعي 93-10 خاصة منها: الكفاءة المهنية للمتدخلين، الملاءة المالية، حسن السيرة والشرف، ضمانات مواجهة المخاطر، حيث تركز اللجنة على كل ما يضمن أمن السوق وحماية المستثمرين.

ب- رقابة المنتوجات المالية: تتمثل في إجراء التأشيرة المسبقة على المذكرة الإعلامية التي تتضمن: تنظيم الشركة، وضعيتها المالية، مصدر القيم المنقولة، وتطور نشاطها، التي تصدرها اللجنة بعد التأكد من استيفاء الشركة كل الشروط واحترامها إجراءات الإصدار، كما تشترط نشر المذكرة لضمان إعلام الجمهور وتمكينه من ترشيد قراراته [1].

1-1-2- الرقابة اللاحقة: تتمثل الرقابة اللاحقة التي تمارسها "COSOB" بمراقبة جميع العمليات المنجزة ونوعية المعلومات المقدمة للجمهور كما يلي:

أ- مراقبة الإعلام الموجه للجمهور: يتمثل في تتبع مسار القيم المنقولة والعمليات الواردة عليها، من خلال إلزام الشركات بالإعلام الدوري الصحيح والدقيق الموجه للجنة وللجمهور بموجب النظام رقم 2000-02، كما تراقب

[1] المادة 03 من نظام "COSOB" رقم 96-02 المؤرخ في 22 جوان 1996، الجريدة الرسمية عدد 36، الصادر في 01 جوان 1997، المعدل والمتمم بالنظام رقم 04-01 المؤرخ في 08 جويلية 2004.

اللجنة نشاط الشركات من خلال إلزامها بنشر تقارير سنوية وسداسية للقوائم المالية والجداول المحاسبية، وكذا تقرير مراجعي الحسابات بمدى حصتها ومصداقيتها، ومعاقبة كل من لا يحترم هذا النظام [1].

ب- التحقيقات الميدانية: تتمثل في الرقابة الميدانية على كل المتعاملين في السوق، من خلال محققين تعينهم اللّجنة من بين أعوانها المؤهلين لمعاينة المخالفات والبحث عنها، مع ضرورة الالتزام بالسر المهني للوقائع والأعمال والمعلومات التي تم الاطلاع عليها، ومناقشتها في مداولات خاصة تدون في محاضر، وتبين جميع مراحل التحقيق والوثائق المتحصل عليها، وعلى إثرها تقرر اللّجنة إما بإزالة المخالفة والانصياع للنصوص القانونية والتنظيمية أو بإحالتها إلى لجنة العقوبات [2].

1-2- تدخل هيئات أخرى في رقابة بورصة الجزائر: تساعد اللّجنة في رقابة السوق هيئات إدارية أخرى مستقلة يدخل نشاط البورصة في مجال اختصاصها ويتجلى ذلك من خلال ما يلي:

1-2-1- دور اللجنة المصرفية في الرقابة: تتولى هذه اللّجنة رقابة البنوك والمؤسسات المالية الناشطة في البورصة، من حيث مدى احترامها للأحكام والتنظيمات التشريعية المطبقة عليها، وتفحص شروط استغلالها ونوعية وضعيتها المالية، واحترام قواعد حسن سير المهنة، حيث يكلف بنك الجزائر بعض أعوانه بالتحقيق والمراقبة لحساب اللجنة المصرفية التي يجوز لها أن تمنع بنك أو مؤسسة مالية من ممارسة نشاط السوق المالية كنشاط تبعي ومساعدة "COSOB" في القيام بمهامها من خلال تبادل المعلومات.

1-2-2- دور مجلس المنافسة في الرقابة: يتمتع المجلس بصفته حامي السوق كما أنه يلعب دوراً فعالاً لضمان شفافية ونزاهة العمليات المنجزة وتوفير منافسة حرة بين المتعاملين، ويتمتع بصلاحيات وقائية من خلال إبداء الرأي حول النصوص التنظيمية للمنافسة وصلاحيات علاجية بعد وقوع مخالفات تمس بحرية المنافسة في البورصة، ومن بين مظاهر تدخل المجلس في الرقابة ما يلي [3]:

- مراقبة مدى مساواة المتعاملين في السوق في الحصول على المعلومات؛
- عرقلة تحديد الأسعار حسب قواعد السوق بالتشجيع لارتفاعها أو انخفاضها؛
- التعسف الناتج عن وضعية هيمنة واحتكار دخول السوق أو جزء منها، والحد من دخولها دون سبب محدد.

[1] المواد: 06، 07، 08، 09، 14،21 من نظام "COSOB" رقم 2000-02، المؤرخ في 20 جانفي 2000، الجريدة الرسمية عدد 50، الصادر في 16 أوت 2000.

[2] المواد: 37، 38، 39، من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي1993، الجريدة الرسمية عدد34، الصادر في 23 ماي1993.

[3] نظام "COSOB" رقم93-02 المؤرخ في22 جوان1996 ، الجريدة الرسمية عدد 36، الصادر في 01جوان1997، المعدل والمتمم بالنظام رقم 04-01 المؤرخ في 08 جوان 2004، الجريدة الرسمية عدد22، الصادر بتاريخ27مارس2005.

2- ضبط السوق عن طريق السلطة التحكيمية والتأديبية للجنة

تعتبر من سلطات "COSOB" إلى جانب سلطة التنظيم والرقابة وأسست لها غرفة وأعضاء دائمين.

2-1- السلطة التحكيمية للّجنة: يعتبر التحكيم إجراء إجباري تقوم به اللجنة وفقا للقواعد التنظيمية والتشريعية التي تحكم البورصة، حيث يتحدد نطاق ومجال اختصاص اللجنة بالفصل في النزاع عن طريق التحكيم المحدد من طرف "COSOB" كما يلي:

2-1-1- موضوع النزاع: يقتصر اختصاص الغرفة التحكيمية في النزاع التقني الناتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على نشاط البورصة، ومنها أنظمة "COSOB"، القرارات الصادرة عن "SGBV" وعن المؤتمن المركزي للسندات؛

2-1-2- أطراف النزاع: حيث تنظر الغرفة في أي نزاع إذا كان أحد أطرافه أحد المتعاملين في السوق وفق المادتين: 51 و52 من المرسوم التشريعي رقم 93-10.

أما كيفية ممارسة السلطة التحكيمية والمفروضة من طرف "COSOB" فهي كما يلي:

2-1-3- طلب التدخل: والذي يكون الاتفاق عليه كتابيا ويتضمن موضوع النزاع وأسماء المحكمين وكيفية تعيينهم في الغرفة؛

2-1-4- الحكم التحكيمي: يتمثل في طبيعة الحكم الصادر عن الغرفة بأغلبية الأصوات وغير قابل للطعن من طرف أطراف النزاع وفق المادة 57 من المرسوم التشريعي رقم 93-10.

2-2- السلطة التأديبية للّجنة: تعتبر السلطة العقابية للّجنة وتسهر على حماية الحقوق الأساسية للمتعاملين في السوق بفرض العقوبات المناسبة لكل مخالفة في حالة تجاوز قواعد وأخلاقيات تنظيم السوق، وتتدخل اللّجنة بناء على طلب يودع لديها من طرف أي متعامل في السوق، وقد تكون العقوبة المصرح بها معنوية في شكل إنذار أو توبيخ، كما قد تكون العقوبة مقيدة للنشاط كتوقيفه مؤقتا أو كليا، وقد تكون العقوبة أيضا دفع غرامة مالية، وذلك حسب نوع المخالفة والضرر على باقي المتعاملين في السوق وفق المواد 53، 54، 55، 58 من المرسوم التشريعي رقم 93-10.

3- إجراءات مراقبة ومراجعة متابعة الإدراج في البورصة

تملك "COSOB" أجل شهرين لدراسة ملف التأشيرة، وبناءا عليه تمنحها أو ترفضها، ثم يتوجب على الجهة المصدرة الانضمام إلى المؤتمن المركزي للسندات من أجل تسجيل رأس المال بالكامل في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات، وسعيا لإنجاح عملية التوظيف تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكات نقابة التوظيف.

ويتم البيع عموما عبر الشبكة المصرفية، من خلال قيام المستثمر بتقديم أوامر الشراء لدى البنوك الأعضاء في نقابة التوظيف، عن طريق إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة، وفي حالة استيفاء كل الشروط

يتم الإعلان عن ايجابية العرض وتنشر النتائج للجمهور ويقوم المؤتمن المركزي للسندات، بتسوية العملية في غضون ثلاثة أيام من تاريخ كشف النتائج، وإذا حدث العكس يتم رفض إدراج السند في التسعيرة [1].

4- تفتيش مؤسسات السوق، الوسطاء وماسكي الحسابات

يتم مراقبة وتفتيش مؤسسات وهياكل السوق وإرسال تقاريرها إلى المدراء العامين لكل من: "SGBV"، الجزائر للتسوية والبنوك المساهمة.

4-1- تفتيش شركة تسيير بورصة القيم: يتم مراقبة وتفتيش "SGBV" من خلال ما يلي [2]:

4-1-1- الوثائق القانونية: من خلال دراسة ومتابعة تحيين القانون الأساسي للشركة والتعديلات المتعلقة برفع قيمة رأس المال والمساهمة، والتأكد من إعداد محاضر اجتماعات مجلس الإدارة.

4-1-2- البنية التنظيمية: تتمثل في دراسة الهيكل التنظيمي للشركة والمصادق عليه من مجلس الإدارة وتحديد مهام مختلف مناصب العمل، ومتابعة النظام الداخلي للشركة ومختلف التكوينات الحديثة لمختلف الإطارات.

4-1-3- الأنظمة المعلوماتية: تشمل فحص البرنامج المعلوماتي لنظام التسعير، والذي تم تزويد تأمينه بنظام كلمة السر وحفظ البيانات في الموزع الرئيسي والاحتياطي، ورغم ذلك فانه لا يمكنه التكفل بمهمة التحديد المتعدد للأسعار والتسعير المستمر وتحمل حجم أكبر من النشاطات.

4-1-4- العلاقات مع الخارج: تتمثل في دراسة مختلف علاقات التعاون مع المتفاوضون من خلال مساعدة المؤتمن المركزي للسندات، وتوفير الوسائل المادية لتخزين الأوامر ومختلف وثائق العمل عن طريق إرسال البيانات المتعلقة بالسوق وفق أنظمة متطورة لتأمينها.

4-1-5- الرقابة الداخلية: من خلال متابعة وجود الهيكل المكلف بالرقابة الداخلية، ومراقبة نشاطه في مختلف تعاملات الشركة وتحديد مجالات تدخله بوضوح.

4-1-6- قواعد أدبيات المهنة: تشمل دراسة قواعد الأدبيات المطبقة على الأعضاء والمستخدمين ومجلس الإدارة التي نص عليها النظام الداخلي للشركة.

4-2- تفتيش المؤتمن المركزي على السندات " الجزائر للتسوية": تتم عملية مراقبة وتفتيش شركة الجزائر للتسوية من خلال ما يلي [3]:

4-2-1- الوثائق القانونية: من خلال دراسة تعديل القانون الأساسي ومتابعة إعداد محاضر اجتماعات مجلس الإدارة، وفحص مدى صلاحية عهدة أعضاء مجلس الإدارة بالصلاحية، بالتجديد أو بالتغيير؛

[1] www. Cosob.org- La commission- présentation, 18-02- 2015, 12: 15.

[2] www. Sgbv.dz- publications-rapport2008ara.pdf, p p: 58-60, 20-02-2015, 9: 45.

[3] www. Cosob.org- publications-rapport2008ara.pdf, opcit, p p : 55-58, 20-02-2015, 9: 45.

4-2-2- البنية التنظيمية: تشمل متابعة الهيكل التنظيمي المطبق في الميدان ومطابقته مع الهيكل المصادق عليه، وتحديد صلاحيات كل منصب بصورة واضحة؛

4-2-3- الوسائل المادية والتقنية: تتضمن مقارنة مختلف الوسائل التقنية الموضوعة في متناوله بحجم النشاط الحالي، ومدى ملائمة البرمجيات المعلوماتية لمستوى النشاط، ومدى قدرة وتحكم الموظفين في سير المنظومة المعلوماتية، وطريقة ضمان أمن المعلومات ومعرفة الأشخاص الذين تواصلوا بالنظام، ومتابعة طرق مواجهة المخاطر والتجهيزات الالكترونية المخصصة لمعالجة المخاطر.

4-2-4- إجراءات العمل: من خلال تتبع مدى استعمال دليل النظام الذي يحدد إجراءات عمل تحكم نشاطات الجزائر للتسوية.

4-2-5- العلاقات مع الخارج: تشمل دراسة العلاقات مع المنخرطين حول كيفيات الانضمام إلى عمليات المؤتمن المركزي والحقوق والواجبات التي يتعين على المنخرطين مراعاتها والخدمات المقدمة لهم، والعلاقات مع "SGBV" من خلال طريقة وكيفية إرسال البيانات.

4-2-6- الرقابة الداخلية: تتمثل في التأكد من وجود هيكل الرقابة الداخلية ومتابعة نشاطه خاصة السهر على المقاييس، وتحسيس المستخدمين بالجوانب التنظيمية وأدبيات المهنة واستكشاف النقائص.

4-2-7- قواعد أدبيات المهنة: من خلال تتبع مدى احترام سرية البيانات المقدمة له، والحرص على احترام الموظفين للمبادئ والقواعد المكرسة في مدونة أدبيات المهنة المطبقة على مجلس الإدارة والمستخدمين دون استثناء.

4-3- تفتيش هياكل الوسطاء في عمليات البورصة وماسكي الحسابات- حافظي السندات لدى البنوك: تهدف عملية مراقبة وتفتيش هياكل الوسطاء وماسكي الحسابات-حافظي السندات إلى التأكد من مدى استجابة تنظيم هذه الهياكل وسيرها للمتطلبات القانونية والتنظيمية المطبقة عليها، وتنصب مهام التفتيش على ما يلي:

- تنظيم هياكل الوسطاء في قيم البورصة وماسكي الحسابات-حافظي السندات لدى البنوك المؤهلة؛
- الوسائل المادية والبشرية المخصصة لهذه الهياكل، وإجراءات العمل فيما يخص أنشطة كل منهما؛
- حساب العمليات على السندات المنجزة في السوق الأولية والثانوية في ظل احترام الإجراءات المعمول بها.

5- مراقبة ومراجعة الحسابات للشركات المدرجة في البورصة

تقوم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر سواء في سوق رأس المال أو في سوق السندات بمراجعة الحسابات الداخلية والخارجية. وذلك من خلال ما يلي:

5-1- مجمع صيدال لإنتاج وتسويق المواد الصيدلانية: تسند مهمة مراجعة الحسابات الخارجية في مجمع صيدال إلى مدير لتحليل ومراجعة الحسابات يرأس مراجعين للحسابات، تتم المراجعة الداخلية بفحص القوائم المالية للشركة الأم بعد الاطلاع على تقارير مراجعة فروعها الداخلية وهي: فرع فارمال، فرع بيوتيك فرع

انتيبيوتيك، وفرع سوميدال، وتقديم تقرير مفصل عن المركز المالي والبيانات المادية والمالية، وتقديم تفسيرات إضافية في شكل فحص شفوي إذا اقتضت ضرورة ذلك، وتقديم توصيات بشأن توزيع الأرباح، الاحتياطي القانوني والاحتياطي الاختياري، مع المصادقة على صحة ومصداقية الميزانية الختامية العمومية الموحدة لمجمع صيدال. كما تبنى المجمع استراتيجية تطوير وتمت مراجعة ومصادقة مخطط تطوير مجمع صيدال 2010-2015 من طرف مجلس مساهمة الدولة خلال دورة 17 جوان 2009 [1].

5-2- مؤسسة الاوراسي لخدمات الفندقة السياحية: تقوم مؤسسة الاوراسي بالمراجعة الداخلية لغرض سيطرة وتعزيز صلاحيات محفوظة للإدارة خصوصا من قبل القانون لغيرها من الهياكل أخرى، ويتعين على الجمعية العامة العادية تعيين مدقق حسابات أو أكثر من قائمة الخبراء المعتمدين والمطلوبين في التحقق من الحسابات، لمعرفة انتظام وصدق الجرد والميزانيات العمومية ودقة المعلومات والبيانات المالية والمحاسبية، كما يعتمد مجلس الإدارة كذلك على لجنة أو تفويض مهمة الرقابة والمراجعة إلى مراقبين ومراجعين خارجين للتأكد من صدق وموثوقية الحسابات والمعلومات المالية والمحاسبية، والمفروضة عليها من طرف "COSOB" [2].

5-3- شركة اليانس للتأمينات: تقوم شركة اليانس بالمراجعة الداخلية حيث يعين مجلس الإدارة لجنة داخلية مهمتها فحص وتدقيق حسابات الشركة والمعلومات المالية والمحاسبية وذلك بموجب قانون تأسيس الشركة، كما تعتمد المراجعة الخارجية من خلال مدقق حسابات مستقل تعينه الجمعية العامة لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، وقد تعتمد الشركة على مكتب مراجع حسابات خارجي لفترة محدودة من السنوات لغرض التأكد وإضفاء الثقة على المركز المالي، النتائج والمعلومات المحاسبية والمالية للشركة ومطابقتها للمعايير المتعارف عليها [3].

5-4- شركة رويبة للعصائر والمشروبات: فيما يخص شركة رويبة فقد تم تعيين لجنة المراجعة سنة 2010 للسيطرة على المراجعة الداخلية والتفاعل مع المراجعين الخارجيين للشركة، تقوم بتدقيق العمليات والتدفقات المادية والمالية وتقدم في تقريرها مجموعة من التوصيات التي تعتمدها الإدارة في اتخاذ القرار، وهناك لجان أخرى فرعية تابعة للجنة المراجعة وهي كما يلي [4]:

- لجنة الترشيحات: تهتم بالنظر في التعيينات في المناصب الرئيسية للشركة؛
- جنة التعويضات: تهتم بمراجعة أجور الإدارة العليا والمكافآت السنوية لجميع الموظفين؛

---

[1] www. Cosob.org- Les émetteurs-actions cotées en bourse- informations financiers - GROUPE SAIDALE - visa cosob n : 98-04, 22- 02 -2015, p :35 .

[2] www. Cosob.org- Les émetteurs-actions cotées en bourse- informations financiers - CHAINE EGH EL- AURASSI - visa cosob n : 99-01 , 22- 02 -2015, p : 32 .

[3] www. Cosob.org- Les émetteurs-actions cotées en bourse- informations financiers - ALLIANCE ASSURANCES - visa cosob n : 10-02 , 22- 02 -2015, p : 88 .

[4] www. Cosob.org- Les émetteurs-actions cotées en bourse- informations financiers- NCA Rouïba visa cosob n : 08-03 , 22- 02 -2015, p: 82

- لجنة الأخلاق والبيئة والتنمية المستدامة: تهتم بمراقبة مدى الامتثال للأخلاق وحماية البيئة والجودة العالمية..

كما تقوم الشركة بالمراجعة الخارجية بتدقيق التقارير السنوية والبيانات المالية من قبل الحسابات القانونية المخصصة لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة وفقا لأحكام القانون 01-10 الصادر في 29 يونيو 2010، وعلى أساسه يعد التقرير في شكل حكم على مدى صدق الوضع المالي ونتائج الشركة وفقا لمعايير المهنة وتوقع من طرف المراجع الخارجي لاعتمادها في النشاط البورصي.

5-5- شركة داحلي: تقوم شركة داحلي بالمراجعة الداخلية، حيث يعين مجلس الإدارة لجنة داخلية، مهمتها فحص وتدقيق حسابات الشركة والمعلومات المالية والمحاسبية، وذلك بموجب قانون تأسيس الشركة بموافقة المساهمين فيها، كما تعتمد المراجعة الخارجية من خلال مدقق حسابات مستقل تعينه الجمعية العامة لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، بالإضافة إلى الرقابة والمراجعة القانونية الخارجية التي تعرض لمراجعة جزء محدود من البيانات المالية من قبل شركة التدقيق، واستعراض محدود في التقرير وفقا للمعايير الدولية المعمول بها، وتشمل المراجعة الخارجية على اختبار المعلومات المالية والمحاسبية وإجراءات المراجعة التحليلية وفحص دعم الاختبار، كما تحدد بعض التعديلات التي تم أخذها بعين الاعتبار في التحليلات ومنها خفض صافي الأصول و التوقعات المالية المقدمة في التقرير [1].

6- الرقابة والمراجعة من خلال الاتصال والإعلام المالي للمتعاملين في البورصة

لضمان الاستقرار المالي للبورصة ومختلف المتعاملين، فان "COSOB" تفرض ضرورة الإعلام والإفصاح عن المعلومات المالية السنوية والفصلية.

6-1- تبليغ المعلومات المالية: يتعين على الشركات التي لديها قيم مسعرة في البورصة أن تقوم عملا بأحكام النظام رقم 02-2000 المؤرخ في 20 يناير سنة 2000، بإيداع ونشر معلومات دورية ودائمة لدى "COSOB" و"SGBV"، والخاصة بالكشوف المالية السنوية والسداسية، وكذا رأي محافظ الحسابات في مدى صحتها وانتظامها، لأن شفافية السوق لا يمكن ضمانها إلا من خلال نشر معلومات ذات جودة عالية، حيث أصبحت السوق لا تكتفي بالمعلومات التاريخية فقط بل ألزمت المتعاملين على تقديم معلومات ذات طابع استشرافي، والتي تركز على نتائج ومعدلات النمو ومردودية الاستراتيجيات المطبقة، وبالتالي فان تعزيز ثقة المستثمر لا تتحقق إلا بفضل الاتصال ذي الجودة العالية في المجال المالي. من خلال تنظيم اجتماعات إعلامية ونشر الإعلانات والكشوف المالية.

6-2- نشر الإعلام الدوري: إن الشركات المسعرة في البورصة سواء كانت شركات مصدرة لقيم رأس المال أو مصدرة لسندات الاستحقاق ملزمة من طرف "COSOB" على بذل جهود إضافية والقيام بالمبادرات من خلال

[1] www. Cosob.org- Les émetteurs-actions cotées en bourse- informations financiers- SPA DAHLI visa cosob n : 13-01 , 22- 02 -2015, p: 57 .

تنظيم اجتماعات إعلامية ونشر الحوارات والإعلانات المالية والتقارير والبلاغات الصحفية ورسائل المساهمين بشكل دوري ومنتظم سواء كانت سنوية أو سداسية، بالإضافة إلى التحيين المنتظم لمواقع الويب للشركة على موقع الانترنت، وتحديث معلومات الكشوفات المالية وغيرها من الأحداث المرتبطة بنشاط الشركة بشكل دوري لإعطاء صورة واقعية لنشاط الشركة الحالي والاستفادة منه من طرف المستثمرين.

6-3- نشر المعلومات ذات الأهمية: ألزم التنظيم المتعلق بالبورصة الشركات المسعرة بضرورة إعلام المتعاملين في السوق ونشر كل حدث أو أي واقعة ذات أهمية تتعلق بالنشاط أو بالوضعية المالية للشركة، ومن شأنها أن تكون ذات تأثير في أسعار أسهمها وسنداتها بالبورصة على المدى القصير أو المتوسط خاصة في حالة النمو، التأهيل، التوسع بفروع جديدة، الشراكة الأجنبية، الدخول في نشاط جديد إلى جانب النشاط الأساسي والذي يؤثر في ارتفاع أسعار الأسهم والسندات، وحالات معاكسة كالتوقف عن النشاط لفترة معتبرة بسبب أشغال الصيانة أو الترميم، تغيير النشاط الأساسي والذي يؤثر في انخفاض أسعار الأسهم والسندات.

6-4- تطبيق النظام المحاسبي المالي الجديد "SCF": طبقا للقانون رقم 11-07 المؤرخ في 25 نوفمبر سنة 2007 والمتضمن النظام المحاسبي المالي وعملا بالمادة رقم 62 من قانون المالية التكميلي لسنة 2008، فقد بدأ العمل به في البورصة في بداية سنة 2010، مما الزم الشركات المسعرة تكوين مستخدمين في المحاسبة لمرافقتها في الانتقال من المخطط المحاسبي الوطني إلى النظام المحاسبي المالي الجديد، والذي يعتبر التحدي الحقيقي للشركات بسبب إلزامية ضبط حساباتها الجديدة خاصة صعوبات نشر الجداول والقوائم المالية الجديدة بحكم التغيير الذي طرأ على المرجعية المحاسبية، الأمر الذي صعّب عملية مراقبة ومراجعة المتعاملين في السوق بسبب تعطل وصول ونشر المعلومات إلى آخر السنة، وفي السنوات الأخرى فقد كان تطبيق النظام المحاسبي المالي أكثر سهولة ونشر المعلومات في توقيتها وبالتالي سهولة مراقبتها ومراجعتها المادية والمحاسبية [1].

ومنه نستنتج أن عملية الرقابة ومراجعة الحسابات قد تطورت بتطور مهام وسلطات "COSOB"، حيث يتم تطبيقها على الشركات المسعرة من بداية إدراجها ودخولها إلى غاية ممارسة نشاطها البورصي، كما تخضع لها مختلف مؤسسات وهياكل السوق المتمثلة في "SGBV"، الوسطاء، المؤتمن المركزي للسندات وماسكي الحسابات، كما تتم مراقبة ومراجعة مختلف طرق الاتصال والإعلام المالي للمتعاملين في السوق.

[1] www. Cosob.org– publications–rapport2013.pdf, pp : 37-40, 06-03- 2015, 11: 10.

المطلب الثالث: الطلب على خدمات الرقابة والمراجعة في بورصة الجزائر

تُلزم "COSOB" الشركات المسعرة إصدار القوائم المالية مرفقة بتقرير مراجع حسابات مستقل، كما تَظهر أهمية مراقبة ومراجعة الحسابات من خلال الطلب على خدماتها من قبل المؤسسات المالية والاستثمارية المتعاملة في البورصة.

1- الطلب من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

تتدخل "COSOB" في وضع اللوائح بأسلوب وكيفية تهدف لضمان نشر القوائم المالية بمستويات معينة، وفرض هذه المستويات على الشركات التي ترغب في الحصول على ترخيص لتداول أسهمها، لإعطاء المستثمر حق المفاضلة بين الشركات المدرجة بشكل موضوعي من واقع قوائم مالية معبرة ودراسة تحليلية شاملة ومتعمقة.

إنّ من متطلبات النشاط البورصي، أن تصدر الشركات إضافة للقوائم المالية المنشورة عددا من القوائم المالية الأخرى، مثل القوائم المالية الدورية النصف سنوية التي يتم إصدارها خلال السنة المالية، والقوائم المالية المستقبلية والتي تتضمن معلومات مستقبلية عن الأرباح المتوقع تحقيقها للشركة خلال فترة قادمة، وذلك وفقاً لقواعد معينة بالإضافة إلى تقرير من مراجع محايد كجزء من طلب التسجيل، وذلك للسير على نهج بورصة لندن والولايات المتحدة الأمريكية، لإمداد المستثمرين بمعلومات موثوق بها حتى يمكنهم اتخاذ قرارات الاستثمار.

وتؤثر "COSOB" بشكل كبير في صياغة مبادئ المحاسبة المتعارف عليها ومتطلبات الإفصاح بالقوائم المالية، من خلال سلطتها الخاصة بتحديد المتطلبات الأساسية للتقرير التي يجب إتباعها للتوصل إلى الإفصاح العادل للمستثمر في حدود مبادئ ومعايير المحاسبة الدولية المتعارف عليها [1].

2- الطلب من قبل المؤسسات المالية والاستثمارية المتعاملة في البورصة

يرتبط الطلب على خدمات مراقبة ومراجعة الحسابات من قبل المؤسسات المالية والاستثمارية المتعاملة في بورصة الجزائر، بحاجتهم لجهة مستقلة تتولى فحص قوائمها المالية، وقد ازداد الطلب على فحص وتفتيش القوائم المالية الدورية بواسطة مراجع حسابات مستقل للتأكد من صدقها وشفافيتها، إضافة إلى زيادة الطلب عليها عالميا وذلك بسبب ما يلي:

- تنبه "COSOB" إلى أن القوائم المالية النصف سنوية ستحقق أهدافها في خدمة المتعاملين في السوق إذا تمكن مراجع الحسابات من فحصها وبالتالي التأكيد لمستخدميها أنها تعد ويفصح عنها وفقاً للمبادئ المحاسبة المقبولة عموماً؛
- يشير المحللون الماليون إلى أن تحليل القوائم المالية النصف سنوية المدققة ستكون لها فائدة ويمكن الاعتماد عليها؛

[1] لوائح وتعليمات- إعلانات- المتعلقة بإجراءات ممارسة ومراقبة من طرف اللجنة لشركات رأس المال الاستثماري الأمر رقم 01-14من 17يونيو 2014 بشأن شروط ممارسة سيطرة COSOBعلى شركات الأسهم الخاصة متاح على موقع : www.cosob.organing بتاريخ: 2015/02/17.

- يفضل السماسرة أن يتم فحص القوائم المالية النصف سنوية بواسطة مراجع حسابات مستقل مثل القوائم المالية السنوية المنشورة؛

- يعتمد المستثمرون في الأسهم على القوائم المالية الدورية في التنبؤ بقيمة وعوائد الأسهم إذا تم فحصها بواسطة مراجع حسابات مستقل [1].

ومنه نستنتج أنّ مراقبة ومراجعة الحسابات في بورصة الجزائر قد تطورت بتطور وتوسع صلاحيات وسلطات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، والتي تعمل على ضمان تنظيم وضبط سير المعاملات في السوق من خلال إلزام المتعاملين بضرورة إرفاق القوائم المالية بتقرير مراجع الحسابات الخارجي لإعطاء الثقة في القوائم المالية السنوية والنصف سنوية.

[1] www.cosob.organing – لوائح وتعليمات– إعلانات– المتعلقة بالمصدرين, 17-02-2015, 9: 30.

المبحث الثالث

كفاءة بورصة الجزائر ودور عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطويرها

بما أنّ بورصة الجزائر تعد ضمن البورصات الناشئة فانّ ملامح كفاءتها غير واضحة بسبب صغر حجمها، ولتطويرها إلى مستوى البورصات النشطة والكفؤة تحاول الدولة تفعيلها وتحسين أداءها من خلال مشروع إصلاح السوق، كما تحاول لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من خلال مراجعة الحسابات ومصداقية تقاريرها إلى تحسين فعالية البورصة وبالتالي رفع مستوى كفاءتها. ويتضمن هذا المبحث ما يلي:

- تحليل وتقييم الكفاءة في بورصة الجزائر؛
- دور عملية الرقابة في تطوير كفاءة البورصة الجزائرية من خلال مشروع إصلاح السوق؛
- دور عملية المراجعة في تطوير كفاءة البورصة الجزائرية.

المطلب الأول: تحليل وتقييم الكفاءة في بورصة الجزائر

إنّ كفاءة بورصة الجزائر غير واضحة المعالم بسبب ضعفها وقلة نشاطها، وقِياس وتقييم كفاءتها يتطلب تطبيق مؤشرات تعكس مستواها على واقع نشاط السوق ومدى تأديتها لدورها كمصدر للتمويل الطويل الأجل.

1- جهود تطوير بورصة الجزائر

تُعاني بورصة الجزائر من قلة المعاملات بشكل كبير بسبب انغلاق رأسمال الشركات داخل الإطار العائلي، وجهل أغلب المستثمرين والمقاولين لتقنيات التمويل المباشر عن طريق إصدار القيم المنقولة، ولذلك اتجهت الجهود لتطوير ودعم استقرار البورصة وحمايتها من التقلبات الحادة والتأثير السلبي على حركة التعامل، حيث عملت السلطة على تشجيع الادخار طويل الأجل بإحداث حسابات ادخار في الأسهم المدرجة في السوق تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح، كما تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركة التأمين بالتعامل في السوق، كما تسعى البورصة إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار التي تعتبر من أنسب الأدوات لحشد المدخرات واجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية، فهي توفر آلية لتوظيف الأموال في أوراق مالية متنوعة المخاطر والعوائد ولا بسمح حجم الاستثمار الفردي المباشر بتحقيقها، كما تقدم هذه الصناديق للمستثمرين المغتربين والمستثمرين الأجانب المجال لتوظيف مدخراتهم في السوق دون الحاجة إلى تواجدهم في المنطقة.

كما تم في العشرية الأخيرة من القرن العشرين إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار، هدفت في مجملها إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة، وإلى تغطية احتياجات التمويل المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى البورصة، وقد عملت الجزائر على فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها بإدخال تعديلات واسعة على أنظمة الضريبية المتبعة بتخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق

المالية، بالإضافة إلى عدم وجود أي ضرائب على الأرباح الرأسمالية، كما أن تواجد أسواق مالية كفؤة يساعد على تنفيذ برامج الإصلاح بأقل تكلفة دون تراجع في النمو الاقتصادي [1].

2- مؤشرات قياس كفاءة بورصة الجزائر

تستخدم هذه المؤشرات في قياس وتقييم الكفاء للوقوف على واقع نشاط السوق ومدى تأديتها لدورها.

2-1- مؤشر حجم السوق: يقيس هذا المؤشر مدى اتساع حجم السوق من خلال نمو حجم الاستثمارات في الأوراق المالية، ويقاس هذا المؤشر من خلال المؤشرين المواليين:

2-1-1- معدل الرسملة السوقية: يعكس هذا المؤشر مدى قدرة البورصة على تنويع المخاطر وتعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار، وهو موضح في الجدول الموالي رقم 04.

جدول رقم (04):مؤشر الرسملة السوقية في بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2014.

السنة	رأس المال السوقي دج	معدل النمو%	الناتج الإجمالي المحلي **PIB** مليار دينار	رأس المال/ **%PIB**
2010	**7900000000.00**	**-**	**12034.4**	**0.065**
2011	**14967744130.00**	**89.46**	**14481**	**0.103**
2012	**13028721575.00**	***-12.95***	**16115.4**	**0.080**
2013	**13819991460.00**	**6.07**	**16596.3**	**0.083**
2014	**14793245795.00**	**7.04**	**-**	**-**

$$\text{معدل نمو القيمة السوقية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسنة } n - \text{القيمة السوقية للسنة } n-1}{\text{القيمة السوقية للسنة } n-1} \times 100$$

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، www. Sgbv.dz, 01-03-2015، 11:25.

نُلاحظ من خلال الجدول وُجود تذبذب في حجم رأس مال بورصة الجزائر والذي يتجه بشكل ضعيف نحو التحسن، حيث بلغ حده الأقصى خلال سنة 2011 وارتفع بنسبة 89.46% مقارنة بسنة 2010، ثم انخفض في سنة 2012 بنسبة 12.95% مقارنة مع سنة 2011، ثم ارتفع قليلا في سنة 2013 بنسبة 6.07% مقارنة بسنة 2012، وفي سنة 2014 استمر في التحسن بنسبة 7.04% مقارنة بسنة 2013.

كما يُوضح الجدول أنّ مساهمة الرسملة البورصية في تحقيق الناتج المحلي الإجمالي تعد ضئيلة جدا حيث لم تتجاوز 0.5% خلال فترة الدراسة، حيث بلغت أقصاها خلال سنة 2011 بنسبة 0.103% ثم تستمر في الانخفاض الشديد خلال 2012 بنسبة 0.08% ممثلة في نشاط مجمع صيدال، ليتحسن الانخفاض بشكل طفيف

[1] www. Cosob.org- publications-rapport2010 ara.pdf, op.cit, 12-01-2015, 11: 45.

خلال سنة 2013 بنسبة 0.083% بدخول شركة رويبة للعصائر، أما معطيات سنة 2014 فلم يتم الحصول عليها لعدم نشرها سواء في تقارير "SGBV" السنوية أو في تقارير الديوان الوطني للإحصاء، وهذه النسب تفسر الدور الجد محتشم لبورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني. ويتوضح ذلك من خلال الجدول الموالي رقم 05.

جدول رقم (05) : الصفقات المبرمة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2014.

السنة	عدد الصفقات	حجم التداول	قيمة التداول- دج
2010	**361**	**117729**	**670069575.00**
2011	**520**	**252954**	**321222985.00**
2012	**277**	**167827**	**673186960.00**
2013	**177**	**127589**	**101027990.00**
2014	**299**	**101950**	**148946340.00**

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، www. Sgbv.dz, 01-03-2015، 11:25.

يُوضح الجدول أن ضعف التداول قد أسهم في تسجيل هذه القيم المخيبة للرسملة السوقية في الجزائر وقلة القيم المدرجة في البورصة، حيث نلاحظ انخفاض عدد الصفقات خاصة خلال سنتي 2012 و2013 مقارنة مع سنتي 2010 و2011، لتنشط هذه الصفقات قليلا خلال سنة 2014، إلا أنها تبقى غير كافية لتأثيرها على حجم التداول بالانخفاض المستمر منذ سنة 2012 إلى غاية سنة 2014، والذي ينعكس في تذبذب وعدم استقرار قيمة التداول من سنة إلى أخرى.

2-1-2- عدد الشركات المدرجة: تعتبر الشركات المحرك الأساسي للبورصة وزيادة عددها يدل على زيادة الاستثمارات ويساهم في زيادة كفاءة وفعاليّة البورصة. ويمكن توضيح تطور عددها من خلال الجدول الموالي رقم 06.

جدول رقم (06) : تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2014.

السنة	عدد الشركات	معدل نمو عدد الشركات*%
2010	**07**	**-**
2011	**07**	**00**
2012	**05**	**-28.57**
2013	**05**	**00**
2014	**06**	**20**

$$\text{معدل نمو عدد الشركات} = \frac{\text{عدد الشركات } \boldsymbol{n} - \text{عدد الشركات } \boldsymbol{n-1}}{\text{عد الشركات } \boldsymbol{n-1}} \times 100$$

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية "SGBV"www. Sgbv.dz-03-2015،11:25.

نُلاحظ من خلال الجدول قلة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر حيث لا يتعدى عددها منذ بداية نشاط البورصة 10شركات، حيث ثبت عددها خلال فترة الدراسة في سنتي 2010 و2011 بـ 7 مؤسسات، ثم انخفض عددها في سنة 2012 بنسبة 28.57% مقارنة بسنة 2011، ثم ثبت عددها بـ 5 مؤسسات في سنتي 2012 و2013، وهذا ما يفسر جمود في تطور حجم الاستثمارات وبقاء حجم السوق على حاله، ليرتفع عددها في سنة 2014 بنسبة 20% مقارنة مع سنة 2013، وعليه تعد البورصة من أصغر البورصات سواء على المستوى الدولي أو العربي لوجود عدد محدود جداً من الشركات.

2-2- مؤشر سيولة السوق: يعتبر محدداً هاماً لضمان استمرارية السوق الأوّلي، وإتاحة الفرصة لمباشرة النشاط وتقليل المخاطر من خلال كفاءة تخصيص الموارد. وتقاس بمؤشرين هما كما يلي:

2-2-1- مؤشر حجم التداول: ويقيس حجم التعاملات في البورصة بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، ويعكس بشكل كبير مستوى السيولة التي توفرها البورصة في الاقتصاد الجزائري.

2-2-2- مؤشر معدل الدوران: ويعكس مدى ارتفاع القيمة المتداولة من إجمالي حجم رأسمال السوق ويشير إلى سرعة نمو السوق رأس المال.

ونوضح تطور سيولة البورصة من خلال مؤشري حجم التداول ومعدل الدوران في الجدول الموالي رقم 07.

جدول رقم (07) : تطور حجم التداول ومعدل الدوران في بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2014.

السنة	قيمة التداول دج	الناتج المحلي الإجمالي مليار دينار	رأس المال السوقي دج	القيمة المتداولة/ %PIB	معدل الدوران %
2010	670069575.00	12034.4	7900000000.00	0.0055	8.48
2011	321222985.00	14481	14967744130.00	0.022	2.14
2012	673186960.00	16115.4	13028721575.00	0.0041	5.16
2013	101027990.00	16596.3	13819991460.00	0.0006	0.73
2014	148946340.00	-	14793245795.00	-	1

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{قيمة التداول}}{\text{القيمة السوقية}} \times 100$$

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية "SGBV www. Sgbv.dz"-03-2015،11:25.

مِن خلال الجدول، نُلاحظ أن القيمة المتداولة/ PIB% تعكس مساهمة القيمة المتداولة في تحقيق الناتج المحلي الإجمالي، والتي تعد ضئيلة جدا وتكاد تكون منعدمة، وقد بلغت أقصاها سنة 2011 بنسبة 0.022%، ثم أخذت في الانخفاض الشديد خلال سنة 2012 بنسبة 0.0041%، لتبلغ أدنى مستوى لها خلال سنة 2013 بنسبة 0.0006%، وأما معطيات سنة 2014 فلم يتم الحصول عليها، وتوضح هذه النسب الشبه معدومة التدهور الكبير الذي بلغه مستوى السيولة في البورصة مما يعني أن الاستثمار المالي غير جذاب في هذه السوق.

أمّا بالنسبة لمعدل الدوران فهو يقيس مدى نشاط السوق وحركة التداول، ونلاحظ أن متوسط تداول السهم في السنة لم يتجاوز 10 مرات خلال فترة الدراسة، وبلغ أقصاه خلال سنة 2010، ليبدأ بعدها في الانخفاض المتذبذب ليصل إلى ما دون الواحد الصحيح خلال سنة 2013، وذلك لانخفاض تداول الأسهم إلى أدنى مستوى له وجمود النشاط البورصي لينتعش قليلا خلال سنة 2014 ويستقر عند الواحد.

2-3- مؤشر كفاءة تسعير الأصول: يقصد بكفاءة تسعير الأصول وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق بالسرعة، التكلفة، الكيفية والطريقة المناسبة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، كما تتغير الأسعار حسب مصدر المعلومات المتاحة ومدى تأثرها بالظروف الاقتصادية، ويمكن دراستها من خلال المؤشرين المواليين:

2-3-1- مدى توافر مصادر المعلومات: يمكن توضيح أهم مصادر المعلومات في الجزائر كما يلي :

أ- المصادر الحكومية: تتمثل في إصدار الجهات الحكومية مثل بنك الجزائر ووزارة المالية تقارير سنوية تعطي معظم المؤشرات الاقتصادية، كما تصدر الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر تقارير سنوية وشهرية تغطي نشاط

السوق، إلّا أنّ توزيع هذه التقارير محدود وغير متاح أمام جميع الأفراد، كما تتسم هذه التقارير بعدم وجود تحليلات عن القطاعات المختلفة أو مؤشرات تحليلية عن ماضي ومستقبل الشركات، أو توقعات مستقبلية.

ب- الشركات المقيدة في البورصة: يعد توفير المعلومات عن أداء الشركات فرصة مهمة أمام المستثمرين لاتخاذ القرارات المناسبة وزيادة ثقتهم بها، غير أن معظم الشركات المقيدة في البورصة لا توفر المعلومات الكافية عن أدائها وذلك رغم إلزامها من طرف "SGBV" بنشر قوائمها المالية، ويعكس ذلك مدى إغفال الشركات لأهمية نشر المعلومات وعدم متابعة اللّجنة للالتزام بنشر القوائم ومعاقبة الشركات المخالفة وهو ما يحد من كفاءة السوق [1].

2-3-2- أهمية وأثر المعلومات المحاسبية وفق النظام المحاسبي المالي على بورصة الجزائر: من أهم دوافع اهتمام "COSOB" بالمعلومات المحاسبية وفق النظام المحاسبي المالي هو إعادة ثقة المتعاملين السوق، وذلك نتيجة ضعف نشاط السوق، بسبب عدم دقة البيانات والمعلومات المحاسبية وما تتضمنه من أخطاء، ولأن توفرها بالجودة المطلوبة هو ما جاء لأجله النظام المحاسبي المالي، كما انه يساعد في القضاء على سلبية هذه المعلومات في القيام بدورها اتجاه تنشيط السوق، حيث وضعت "COSOB" قواعد نشر وإعلان المعلومات كما يلي [2]:

- إعلان القوائم المالية والحسابات الختامية لجمهور المساهمين بعد إخضاعها للمراقبة والمراجعة المستقلة وضرورة إعلام المساهمين بأي قرارات هامة وجوهرية تمس هيكل بناء الشركة؛
- عقد الجمعيات العمومية وضرورة الإعلان عنها مسبقا مع نشر محاضرها للجمهور؛
- الإعلان عن المعلومات الخاطئة والمغلوطة، أو مضاربة الشركة على أسهمها بما يشكل حركة غير طبيعية لأسعار الأسهم؛
- الإعلان عن كافة المعلومات وتوفرها لكل من يريد أن يعتمد عليها أو يحتفظ بها في ترشيد قراره الاستثماري.

كما تلعب المعلومات المحاسبية في بورصة الجزائر دور بالغ الأهمية يتمثل في مايلي:

- الدور التسييري من خلال إمداد المستثمرين بالمعلومات قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع لدعمه وترشيده؛
- الدور التأثيري على وظيفة إدارة محفظة الأوراق المالية، بشكل يحقق التوازن المطلوب بين المخاطر والعوائد، ويحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة ويحفظ للسوق التوازن بقدر الإمكان.

2-3-3- مدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية: تعتبر أسعار التضخم وأسعار الفائدة من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على حركة الأسعار في البورصة، حيث تشير أغلب الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأسهم، وذلك لتعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية للعملة ويطلب معدلا مرتفعا للعائد الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة الورقة المالية، وتعتبر هذه العلاقة العكسية بين

[1] ساعد ابتسام، **تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري ودوره في تمويل الاقتصاد**، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009، ص: 160.

[2] www. Cosob.org- publications-rapport2010 ara.pdf, op.cit,P: 86, 12-01-2015, 11: 45.

معدل التضخم والأسعار مؤشرا للكفاءة في قيمة الورقة المالية في كل الأسواق المتقدمة. إلّا أنّ الملاحظ في الجزائر عدم استجابة أسعار الأوراق المالية للتغير في معدل التضخم [1]. ويظهر ذلك من خلال الجدول الموالي رقم 08.

جدول رقم (08) : معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة 2010-2014.

السنة	معدل التضخم %	تطور معدل التضخم %
2010	**5.41**	**-**
2011	**4.5**	**-16.82**
2012	**8.9**	**97.77**
2013	**3.3**	**- 62.92**
2014	**-**	**-**

المصدر: من إعداد الباحث من خلال التقارير السنوية "SGBV"، الفصل الأول، اللجنة وبيئتها، البيئة الوطنية , rapport anuele2010, 2011, 2012, 2013.www.sgbv.dz

نُلاحظ من خلال الجدول أنّ معدل التضخم عرف تغيراً مستمراً طوال فترة الدراسة حيث انخفض سنة 2011 بنسبة 16.82**%** وقدر بـ 4.5% مقارنة بسنة 2010 والذي بلغ 5.41%، وقد سجل أعلى مستوى له خلال سنة 2012 بمعدل 8.9% وارتفع بنسبة 97.77% لينخفض خلال سنة 2013 بنسبة 62.92% إلى معدل 3.3%، أما معطيات سنة 2014 فهي غير متوفرة.

ولمعرفة تطور أسعار الأسهم في البورصة ومدى ارتباطها بالتغيرات في معدل التضخم، يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول الموالي رقم 09 ومقارنته بالجدول السابق رقم 08 .

[1] تقارير سنوية ل "SGBV"، الفصل الأول، اللجنة وبيئتها، البيئة الوطنية www.sgbv.dz ,2011 ,2010anuele rapport , 2012, 2013.

جدول رقم (09) : تطور أسعار بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2014.

السنة / السعر / الشركة	2010		2011		2012		2013	
	أدنى سعر	أعلى سعر	أدنى سعر	أعلى سعر	أدنى سعر	أعلى سعر	أدنى سعر	أعلى سعر
الاوراسي	450	470	450	520	340	500	340	390
صيدال	400	520	530	725	620	710	450	620
اليانس	–	–	800	830	825	830	610	750
رويبة	–	–	–	–	–	–	400	405
داحلي	99	100	100.3	100.3	95	96	95	95
سونلغاز	100	101	100	100.8	100	101	100	101
اتصالات الجزائر	100	100.5	100.2	100.2	–	–	–	–
الخطوط الجوية	100.5	102.7	–	–	–	–	–	–

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية "COSOB" للسنوات: 2010، 2011، 2012 ، 2013.

نُلاحظ من خلال الجدول أنّ الأسعار في بورصة الجزائر عرفت تذبذب وانخفاض تدريجي دون أن يكون لتغير معدل التضخم أي أثر يذكر، خاصة في سنة 2012 أين حققت معظم الشركات أعلى سعر لها في وجود أعلى معدل للتضخم، أما أسعار سنة 2014 فان تقارير "COSOB" غير متوفرة.

3- أثر كفاءة بورصة الجزائر على الاستثمارات

تقاس كفاءة البورصة لمعرفة مدى قدرتها على توظيف رؤوس الأموال في المشاريع الأكثر ربحية وإنتاجية.

3-1- أثر كفاءة البورصة على نمو الاستثمارات: يظهر هذا الأثر من خلال المؤشرات الموالية:

3-1-1- حجم الإصدارات الجديدة: تضم الإصدارات الجديدة تأسيس شركات جديدة، زيادة رأسمال شركات قائمة ترغب في التوسع والاقتراض من خلال السندات، ويتم توضيح ذلك من خلال الجدول الموالي رقم 10.

جدول رقم (10) : الإصدارات الجديدة بالمليون دج في بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2014.

السنة	إصدارات التأسيس	رأس المال	السندات	الإجمالي	معدل النمو%
2010	**1433.78**	**1400**	**69850**	**71250**	**–**
2011	**–**	**–**	**32360**	**32360**	**– 54.58**
2012	**–**	**–**	**32360**	**32360**	**00**
2013	**849.19**	**2.12**	**32360**	**32362.12**	**0.006**
2014	**–**	**–**	**–**	**–**	**–**

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية "COSOB" للسنوات: 2010،2011 ،2012 ، 2013.

نُلاحظ من خلال الجدول، أن البورصة وفرت إصدارات جديدة في الأسهم خلال سنة 2010 تمثلت في إصدارات شركة اليانس للتأمين، ثم توقفت هذه الإصدارات خلال سنتي 2011 و2012، ليكون هناك إصدار جديد خلال سنة 2013 تمثل في إصدار شركة رويبة، وتفسر هذه النتائج بفشل السوق في تحقيق زيادة في الاستثمارات الوطنية.

أما الإصدارات الجديدة في السندات التي تم تداولها في البورصة فقد سجلت انخفاض خلال سنة 2011 مقارنة بسنة 2010 بنسبة 4.58%، ثم توقفت خلال سنة 2012 لتنشط قليلا خلال سنة 2013، وتسجل ارتفاع بنسبة 0.006% والذي يكاد يكون معدوما، وبالنسبة لمعطيات سنة 2014 هي غير متوفرة لعدم وجود التقرير السنوي. وتفسر هذه النتائج بفشل بورصة الجزائر في تحقيق تراكم في رأس المال.

3-1-2- زيادة الثروة: تقاس زيادة الثروة بالفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية للأسهم والتي تعكس كفاءة الاستثمار في البورصة. ويتم توضيح ذلك من خلال الجدول الموالي رقم 11.

جدول رقم (11) : ارتفاع قيمة الأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2014.

السنة	2010	2011	2012	2013	2014
عدد مرات ارتفاع قيمة الأسهم	**07**	**15**	**01**	**05**	**–**

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية "COSOB" للسنوات: 2010،2011 ،2012 ، 2013.

نُلاحظ من خلال الجدول، أنّ قيمة الأسهم خلال سنة 2011 قد ارتفعت 15 مرة مقارنة بسنة 2010، أين ارتفعت بـ 07 مرات، وهي زيادة ايجابية تعني نجاح السوق في تخفيض تكلفة التمويل للشركات المقيدة بدخول شركة أليانس وتحسن رأس المال في السوق، ولكن بعد سنة 2011 نجد انخفاض شديد في عدد مرات ارتفاع قيمة الأسهم حيث قدرت بمرة واحدة خلال سنة 2012، وتمثلت في سهم صيدال في مقابل انخفاض قيم أسهم كل من أليانس والأوراسي بمرة واحدة لكل منهما، لترتفع هذه القيمة بـ 05 مرات خلال سنة 2013، ويفسر ذلك بدخول شركة رويبة وزيادة رأس المال في السوق.

3-1-3- الاستثمار الأجنبي غير المباشر: بعد انطلاق الجزائر في سلسلة إجراءات التحرير والانفتاح على العالم الخارجي، ومصادقة مجلس النقد والقرض سنة 2000، على أنظمة تحدد شروط استثمار الأجانب في الأوراق المالية وفتح البورصة أمام المستثمرين الأجانب، إلاّ أنّ استثمارات الأجانب في الجزائر على أرض الواقع اقتصرت على الاستثمار الأجنبي المباشر، دون اعتماد الاستثمار الأجنبي في الأوراق والمحفظة المالية، ويفسر ذلك بتخوف الأجانب في الاستثمار البورصي في الجزائر، بسبب محدودية نشاطها وكفاءتها الوطنية والعالمية، الأمر الذي يحد من الاستفادة من تجارب الأسواق العالمية المتقدمة [1].

3-2- أثر كفاءة بورصة الجزائر على تخصيص الاستثمارات: يظهر هذا الأثر من خلال المؤشرات الموالية:

3-2-1- رأس المال السوقي وحجم التداول للقطاعات: يُعبّر ارتفاع رأس المال السوقي وكذلك حجم التداول للقطاع، عن تميز هذا القطاع عن غيره واتجاه الاستثمارات للتركز فيه. ونوضح ذلك من خلال الجدول التالي رقم 12.

جدول رقم (12) : رأس المال السوقي للقطاعات بـ دج في بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2014.

القطاع / السنة	2010	2011	2012	2013
صيدال- الصناعة الصيدلانية-	7763465	12280775	10195255	3899550
الاوراسي- الفندقة-	4222500	3659945	3110255	4246440
اليانس- التامين-	-	161414250	22733355	27400
رويبة- الصناعة الغذائية-	-	-	-	40943600

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية "COSOB" للسنوات: 2010، 2011، 2012 ، 2013.

نلاحظ من خلال الجدول، أن نشاط البورصة يركز على ثلاث قطاعات فقط، حيث استحوذ مجمع صيدال للصناعة الصيدلانية سنة 2010 على رأس المال السوقي مقارنة بمؤسسة الاوراسي للسياحة، بينما في سنتي 2011 و2012 بدخول شركة أليانس للتأمينات، فقد استحوذت على رأس المال السوقي مقارنة بباقي القطاعات، وفي سنة 2013 وبدخول شركة رويبة للصناعة الغذائية فقد استحوذت على رأس المال السوقي، وبذلك يتوزع رأس المال السوقي على أكثر من قطاع خلال فترة الدراسة، ويفسر ذلك بدخول قطاعات جديدة مستحوذة وتراجع القطاعات القديمة. ونوضح ذلك من خلال الجدول الموالي رقم 13.

[1] معلومات مأخوذة من تقرير بنك الجزائر لسنة 2009- 2011.

جدول رقم (13) : حجم التداول للقطاعات في بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2014.

القطاع / السنة	2010	2011	2012	2013
صيدال– الصناعة الدوائية–	1803	12280775	15031	6701
الاوراسي– الفندقة–	9382	3659945	7048	11702
اليانس– التامين–	–	194475	27392	40
رويبة– الصناعة الغذائية–	–	–	–	102238

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية "COSOB" للسنوات: 2010، 2011، 2012 ، 2013.

نلاحظ من خلال الجدول أنّ مؤسسة الأوراسي استحوذت خلال سنة 2010 على حجم التداول مقارنة بمجمع صيدال، بينما في سنة 2011 وبالرغم من دخول شركة اليانس فقد استحوذ صيدال على حجم التداول، وفي سنة 2012 نجد استحواذ شركة اليانس عن باقي القطاعات، وفي سنة 2013 نجد استحواذ شركة رويبة على حجم التداول، ويفسر ذلك بأن البورصة تفتقد إلى فرص التنويع القطاعي والمؤسسي.

3-2-2- مضاعف القيمة الدفترية للشركات المقيدة: إن القطاع المتميز يتسم بارتفاع معدل العائد لارتفاع ربحية شركاته، وينعكس ذلك في تحسن مضاعف القيمة الدفترية. كما هو موضح في الجدول الموالي رقم 14.

جدول رقم (14) : مضاعف القيمة الدفترية لشركات بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2014.

الشركات / السنة	2010	2011	2012	2013
صيدال– الصناعة الدوائية–	0.31	0.491	0.407	0.155
الاوراسي– الفندقة–	0.281	0.243	0.207	0.283
اليانس– التامين–	–	44.72	6.29	0.007
رويبة– الصناعة الغذائية–	–	–	–	19.28

$$\text{مضاعف القيمة الدفترية} = \frac{\text{رأس المال السوقي}}{\text{رأس المال الاسمي}} \times 100$$

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية "COSOB" للسنوات: 2010، 2011، 2012 ، 2013.

نُلاحظ من خلال الجدول أنّ مضاعف القيمة الدفترية أقل من الواحد الصحيح لشركتي صيدال والأوراسي بسبب انخفاض قيمتها السوقية عن قيمتها الاسمية، بينما شركة اليانس فقد سجلت أقصى مضاعف لها في سنة دخولها البورصة 2011، ثم بدأت في الانخفاض التدريجي خلال سنة 2012 لتصل سنة 2013 إلى أقل من نصف الواحد، أما شركة رويبة فقد سجلت مضاعف مرتفع في سنة دخولها البورصة في 2013، وتفسر النتائج أفضلية الاستثمار في الشركات الجديدة وفي سنة دخولها للسوق ثم تبدأ في الانخفاض بسبب انخفاض مستوى الاستثمار.

4- أسباب تدهور كفاءة بورصة الجزائر

تعكس النتائج السابقة الوضع السيئ لبورصة الجزائر، ومن بين أسباب تدهور كفاءتها وفاعليتها ما يلي [1]:

- ظروف إنشاء البورصة: والتي تزامنت مع دخول الجزائر فيما يسمى بفترة المأساة الوطنية وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي الذي ساهم في عرقلة انطلاقتها؛

- انعدام ثقافة الاستثمار: بسبب ميول المواطن الواسع للربح دون تحمل المخاطرة وتوجيه الادخار إلى البنوك التي تمثل الثقة والأمان؛

- معدل التضخم: والذي يؤثر سلبا كما توضحه تقارير "COSOB" على تقليص القدرة الادخارية للعائلات لمواجهة الاستهلاك، وبالتالي انخفاض الطلب على الأدوات المالية الاستثمارية؛

- اعتماد الاقتصاد الوطني على الإيرادات البترولية بدل تنويع الاستثمار في باقي القطاعات، وتشجيع الأجانب على الاستثمار في المجالات الأخرى بدلا من البورصة كالمجال الصناعي والفلاحي، حيث ينشط في البورصة ثلاث قطاعات فقط؛

- هيمنة القطاع العام على الاقتصاد وعدم نجاعة مؤسساته وعدم كفاءتها وفعاليتها؛

- ضيق البورصة لمحدودية الشركات المقيدة والمقدرة بـ خمس 05 شركات والأوراق المالية المتداولة فيها والمحصورة في الأسهم العادية والسندات الحكومية بالإضافة الى سندات مجموعة داحلي للعقارات والسياحة؛

- ضعف إجراءات وأساليب الرقابة المطبقة في النشاط البورصي من طرف "COSOB"، وعدم الاستفادة من إخفاقاتها السلبية وتحويلها إلى مصدر للتحول الايجابي؛

- ضعف الإفصاح والشفافية في نشر التقارير والقوائم المالية للبورصة وللشركات المقيدة، حيث تنشر بعد مرور سنة كاملة عن النشاط، وبالتالي عدم تمكن المستثمر من الاستفادة منها في ترشيد قراره، وعدم تنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات وضعف صناعة التحليل المالي والاستثمار البورصي.

ومنه نستنتج أنّ الدولة قد سعت إلى خلق كفاءة البورصة وعملت على تنظيم السوق ووضع إطارها القانوني، لخلق فرص التطور الواعدة التي ينبغي دعمها لتساهم بصفة معتبرة في تمويل الاقتصاد الوطني، إلاّ أنّ نتائج تحليل الكفاءة تعكس سوء وتدهور البورصة سواء من حيث عدد الشركات المدرجة، الأوراق المالية المتداولة، بحجم التداول وقيمته، الأمر الذي أثر سلبا على القيمة السوقية معدل دوران الأسهم الذي يبقى ضعيف جدا ويكاد يكون غير موجود، ويعود انخفاض وعدم تطور رأس المال في البورصة إلى محدودية نشاطها، كما أن نمو وتخصيص الاستثمارات فيها يشوبه عدة تناقضات ليس لها مبرر اقتصادي.

[1] الجودي الصاطوري، **مرجع سابق**، ص ص: 275-276.

المطلب الثاني: دور عملية الرقابة في تطوير كفاءة بورصة الجزائر من خلال مشروع إصلاح السوق

يُعتبر المخطط الطموح لعصرنة السوق المالية وتطويرها الذي تم تحضيره ومناقشته واعتماده من طرف جميع المتعاملين في الساحة المالية بمثابة الاصلاح الذي لجأت اليه الدولة لانعاش البورصة، وقد وُكِّل هذا المشروع الى "COSOB"باعتبارها سلطة الضبط والرقابة في السوق.

1- تطوير السوق وتعزيز البنية التحتية

يهدف مشروع إصلاح البورصة إلى خلق التطور الديناميكي للسوق، من خلال تقديم أهداف لتنمية وتطوير السوق في الأجل المتوسطة، لتمكين المتعاملين من الاستفادة منها في أجلها، تنمية السوق من حيث الاستثمار، التوظيف، التدريب، تقديم حلول لتوسيع العرض والطلب في السوق، بالإضافة إلى تقديم هندسة معمارية متطورة ومستمرة للسوق.

ولتحقيق تطوير البورصة تم وضع مجموعة من الخطوات من أهمها ما يلي [1]:

1-1- تثبيت أهداف تطوير بورصة الجزائر: إن الحجم الحالي للسوق لا يتطابق مع حجم الاقتصاد الجزائري، حيث أنها تسعى إلى أن يكون رأس مال السوق 40 مليار دولار في وجود 150 شركة مدرجة، معدل مبيعاتها السنوية 10% من رأس مال السوق، مع اقتراح تحقيق عائد على المدى المتوسط 5-8 سنوات يعادل ربع القيمة السوقية لرأس مال السوق مع وجود 38 شركة مدرجة وتحقيق واحد مليون دولار سنويا، والتي تساهم في تحقيق 5% من الناتج المحلي الإجمالي الجزائري وهي نسبة ضئيلة مقارنة مع نسب أسواق الأسهم بشكل عام، ولتقييم مستويات النشاط التي تسمح لكل العاملين في السوق لإنشاء وتطوير نموذج أعمالها، كما تهدف الى ادخال 10 شركات في السنة على المدى المتوسط مع تشغيل حجم تداول يقدر بـ 500 مليون دولار لتحقيق هذا الهدف.

1-2- الانطلاق في إجراءات العرض والطلب على الأسهم في السوق بصفة مستمرة: تقوم إجراءات عرض وطلب الأسهم بتنشيط وتحسين السوق والتي يخضع لها كل من ما يلي:

1-2-1- الشركات المدرجة: من بين هذه الإجراءات: الإعفاءات الضريبية للشركات المدرجة ومساهميها، نشر الوعي لدى الشركات العائلية بأهمية الاستثمار في البورصة، تحسين ظروف تشغيل رأس المال الاستثماري كبديل للتمويل المصرفي.

1-2-2- المنتجات المالية الجديدة: بتنويع الأوراق المالية من خلال إدخال فئات جديدة وفقا لاحتياجات المستثمرين والمصدرين، وتوسيع القيم المنقولة من خلال شركات الاستثمار في قطاعات مختلفة مع توسيع صناديق الاستثمار في شكل شركات قابضة مع تطوير تجارة الصكوك.

[1] www. Cosob.org-publications- publications- rapport 2012.PDF,P P : 17-18, 23-02-2015, 10:35.

1-2-3- المستثمرين الأفراد: من خلال تمديد نشاط السوق إلى العائلات مع منح حسابات لتوفير الأوراق المالية، وتمكين المستثمرين من الوساطة الالكترونية من خلال موقع خاص بجميع الوسطاء في نفس الوقت.

1-2-4- المستثمرين المؤسسين: من خلال تطوير التحليل المالي بالاعتماد على رفع مستوى الوعي والتدريب على التحليل المالي وإدارة المخاطر.

1-2-5- إنشاء هيئة مخصصة لتطوير السوق: تتمثل في شركة مستقلة مهمتها تطوير السوق وتقديم الاقتراحات للحكومة للمصادقة عليها.

1-3- تطوير السوق بتوفير مقر آمن ومتطور: يتمثل في توفير مقر مجهز بطرق حديثة، بهدف تحديث تنظيم وعمل السوق، من خلال تنفيذ الحلول القياسية العالمية وتكييفها وفقا للسوق الجزائرية والذي يتضمن ما يلي:

1-3-1- نموذج تنظيم الوظائف: يستند هدف الهيكل على النموذج التنظيمي والوظيفي الذي أنشئ لتحديث التنظيم الحالي والتي تتمثل في توسيع تركيبة "COSOB" وإعادة توزيع صلاحيات القائمين على السوق، وضع صندوق ضمان تعويضات عملاء، إعادة تنظيم شروط المساهمين، تطوير أعمال واتصالات "SGBV" في سوق الأسهم، السندات وقيم الخزينة.

1-3-2- نشر الاتصالات والمعلومات المالية: من خلال توزيع جدول زمني مؤقت للاتصالات المالية، إنشاء إستراتيجية تسويق المعلومات المالية وتحديد أساليب المساهمين المحتملة، اختيار الأسلوب الذي يساعد المصدرين في تنفيذ معاملاتهم المالية من خلال الإنترنت التي تعتبر أنجع وسيلة لنشر المعلومات بصورة فعّالة.

1-3-3- حسابات الأوراق المالية في السوق: من خلال وضع إجراءات لفتح حسابات الأوراق المالية من طرف الشركات، إنشاء محافظ الحسابات ومواصلة تحسين عملية التسوية والتسليم من طرف "SGBV" [1].

2- إعادة التنظيم والتأهيل المهني للسوق

تتولى هذه المهمة لجنة عمل تتكون من ممثلي "SGBV" بقيادة ممثل "COSOB" وخبير في المجال، أنشئت لوضع مقترحات للتطوير والتأهيل المهني لمقدمي الخدمات الاستثمارية في السوق، كما تقوم بالموافقة والإشراف وممارسة السلطات والقواعد الأخلاقية والمهنية لممارسة النشاط وإدارة المخاطر، ومن بين إجراءات تنظيم وتأهيل السوق ما يلي:

2-1- توضيح وفصل صفقات السوق: تقوم اللجنة بالفصل في أنواع الصفقات التي يمكن تداولها في البورصة والتي تنحصر في: الاستثمار، الوساطة والتفاوض في المنتجات المالية، مكتب الوسط المختص في المخاطر، مكتب الشرق المختص في الامتثال التخصصي، تسجيل للأوراق المالية، التحليل المالي، التحليل الفني والتقني، تسيير محافظ الأوراق، الهندسة المالية من طرف شركة بنكية.

[1] www. Cosob.org-publications- publications- rapport 2012.PDF,P P : 18-19, 23-02-2015, 10:35.

2-2- التعريف بهيكل الشركات المتدخلة في السوق: تشمل التنظيم المهني لمقدمي خدمات الاستثمار والمتمثل في الوسطاء، حيث تم اختيار إنشاء نوعين من الشركات وهي كما يلي:

2-2-1- شركة الاستثمار: تقوم بتوفير خدمات استلام، نقل، تنفيذ، تداول الأوراق المالية لحسابهم الخاص وتقديم المشورة الاستثمارية للشركات المقيدة فيما يخص رأس المال، عمليات الدمج والاستحواذ، البحوث الاستثمار والتحليل المالي.

2-2-2- شركة تسيير محفظة الأوراق المالية: تقدم الخدمات المتعلقة بإدارة محفظة الأوراق المالية تحت إدارة منتجات الادخار الجماعية، كما تقوم بالتدريب على عمليات السمسرة، تدريب الموظفين في فروع البنوك على الاتصال المباشر مع العملاء، إنشاء رابطة لعمليات السمسرة [1].

3- تحديث الإطار القانوني

يُعتبر تحديث الجانب القانوني ملحق، وليس مشروع قانون رسمي في شكل وثيقة من المقترحات لتوجيه صناع القرار مباشرة حول مرحلة التنفيذ المقبلة في السوق، تهدف إلى إضفاء الطابع الرسمي على عناصر الإصلاح خاصة فيما يتعلق بالنزاهة والشفافية في السوق، والرقابة على عمليات التداول والشهادات المهنية، ويعتمد على الأطر القانونية مع الأخذ بعين الاعتبار المبادئ والأهداف الدولية المنظمة لهيئات الأوراق المالية، ويتضمن تحديث الإطار القانوني تحديث ما يلي [2]:

3-1- التعديل المركز على الإدارة والمراقبة: يتضمن هذا التعديل منح صلاحيات أوسع لـ "COSOB" في ممارسة مهامها، والتي من أهمها القبول في تداول الأوراق المالية، كما أنها تفرض وحدة التحكم والإدارة والمراقبة، تمديد لائحة الأفراد الخاضعين للموافقة والمصادقة على ممارسة الصفقات التي تتطلب التدريب المهني والمصادقة، تعزيز وتوضيح صلاحيات اللجنة في المراقبة والمراجعة بشكل ملحوظ، والاتفاق المتعدد الأطراف على التشاور والتعاون وتبادل المعلومات مع المنظمات الدولية لهيئات الأوراق المالية.

3-2- العرض العمومي للاكتتاب: تم تجديد العرض العمومي للاكتتاب والذي أصبح يتضمن وضع مفهوم جديد للأدوات المالية وخلق منتجات مالية جديدة، مع وضع سلطات أوسع وأكثر مرونة لمراقبة الهندسة المالية للأوراق، وضع إطار جديد للاكتتاب العام مع إدخال نظام للتنازل وإعفاء بعض التزامات مصدري الاكتتاب.

3-3- تنظيم صناديق الاستثمار الجماعي ومقدمي خدمات الاستثمار: من أهم إجراءات تنظيم صناديق الاستثمار الجماعي فتح إنشاؤها في مجال المخاطر وفي القيم المنقولة وفي صناديق الديون، الموافقة على صلاحيات مديري الصناديق ومعايير حوكمتها وأمناء حفظها. ومن أهم إجراءات تنظيم مقدمي خدمات الاستثمار الموافقة

[1] www. Cosob.org-publications- publications- rapport 2012.PDF,DDB, P P : 21-22, 23-02-2015, 10 :35.

[2] www. Cosob.org-publications- publications- rapport 2012.PDF,P P : 22-23, 23-02-2015, 10 :35.

على الوسطاء ومقدمي خدمات الاستثمار مع اختلاف إجراءات الموافقة حسب الخدمات المقدمة، وعدم منح أي ترخيص أو إذن للمحليين الماليين ما عدى المسؤولية المالية الصادرة عنهم.

4- تحديث أنظمة معلومات السوق

تهدف إجراءات تحديث أنظمة معلومات السوق، لزيادة وتوسيع نشاط البورصة، والسعي لوضع حلول مساعدة لترقية الوسطاء، ومن أهم هذه الإجراءات ما يلي:

- وضع موقع استعجالي لاستبدال نظام البورصة بنظام يتوفر على الرؤية العالية وتأثير أكبر على تطوير السوق؛
- وضع موقع للوسطاء للنظر في معاملاتهم في المدى المتوسط، لتحسين الأنظمة من حيث إدارة وتسيير وتوجيه الأوامر، استرجاع الأوامر المتعلقة بقنوات توزيع البنوك، وضع أوامر البيع والشراء، إعادة تسجيل السوق الأولية؛
- استبدال نظام الإيداع بهدف تسيير وتقييم إدارة الأوراق المالية، والنظر في الوظائف والمناصب الجديدة [1].

5- التدريب على الاتصالات

تهدف إجراءات التدريب على الاتصالات في بورصة الجزائر إلى تحقيق ما يلي [2]:

- وضع نظام للشهادات يتضمن المواصفات التي تتضمن محتوى التدريب، وهو مقاربة للتحقق من استعراض واقتراحات البرامج التدريبية في التعليم العالي، في مختلف التخصصات التي لها صلة بالأسواق المالية؛
- وضع تكوين المحلل المالي وفق المبادئ والمعايير الدولية؛
- وضع موقع على شبكة الانترنت لمراجعة المعلومات التي تلبي احتياجات مختلف المتعاملين والباحثين في البورصة على المستوى الوطني والعالمي، والتي تشكل من أهم عناصر الاتصال في الأسواق العالمية؛
- وضع مخطط لتسويق الأسهم من خلال وسائل الإعلام التي يكون لها تأثير أقوى على قرارات الجمهور.

ومنه نستنتج أنّ مشروع إصلاح السوق للخماسي 2011-2015 كان نتيجة حالة التدهور والفشل التي مرت بها البورصة منذ بداية انطلاقها الأمر الذي أثر على أدائها ومستوى كفاءتها، وقد بدأ في تنفيذه خلال سنة 2012 وقد مس كل الجوانب الإدارية والقانونية لتنظيم وتطوير السوق.

[1] www. Cosob.org-publications- publications- rapport 2012.PDF,P P : 23-24, 23-02-2015, 10 :35.

[2] www. Cosob.org-publications- publications- rapport 2012.PDF,P: 24, 23-02-2015, 10:35

المطلب الثالث: دور عملية المراجعة في تطوير كفاءة بورصة الجزائر

يظهر دور مراجعة الحسابات في تحقيق وتطوير كفاءة البورصة من خلال العلاقات المترابطة فيما بينها والمتمثلة أن دور مراجعة الحسابات يظهر تأثيره من خلال دور مراجع الحسابات في تأكيد الثقة في القوائم المالية السنوية والنصف سنوية للشركات المدرجة، والتي تؤدي بدورها إلى ترشيد قرارات المستثمرين الحاليين والمستقبليين وبالتالي تنشيط التداول من أجل استمرار واستقرار النشاط البورصي بمستوى من الكفاءة، كما تحاول "COSOB" تطوير مهنة المراجعة في السوق بهدف تطوير كفاءتها.

1- أهمية تحليل القوائم المالية في بورصة الجزائر

من وسائل حماية المتعاملين بالبورصة إلزام جميع المؤسسات بالانتهاء من إعداد ومراجعة ونشر القوائم المالية السنوية خلال 3 أشهر من انتهاء السنة المالية، وقيام مراجعي الحسابات بمراجعة نشرات طرح الأوراق المالية وفقا لقواعد المحاسبة والمراجعة الدولية، وضرورة تضمين تقرير مراقب الحسابات شهادة واضحة عن صحة ما ورد بنشرة الطرح وتحفظاته في حالة وجودها، وإنشاء صندوق تأمين للمتعاملين في مجال الأوراق المالية ضد المخاطر غير التجارية، وصندوق ضمان التسويات المالية ضد المخاطر غير المالية، كما تعتبر قرارات الاستثمار والتمويل وسياسة توزيع الأرباح من العوامل المؤثرة على قيمة الأسهم ولذلك يجب معرفة العوامل التي تحدد أسعار الأسهم واتجاهاتها بالنسبة للمؤسسات والمستثمرين الحاليين والمحتملين.

يعتبر التحليل المالي للقوائم المالية ضروري للمؤسسات وخاصة المسعرة في البورصة بحيث يحدد مايلي [1]:

- الاطمئنان على المؤسسات والاستمرارية والاتجاه إلى النمو وتحقيق أرباح، أو التدهور وتحقيق الفشل والخسائر؛
- حالة النشاط من حيث المنافسة أو القطاعات التي تنتمي لها المؤسسة، فإذا كانت تحقق معدل ربح أعلى فهي ناجحة وإذا كانت تتجه بهذا المعدل للنمو منذ 3 سنوات فهي مؤسسة قوية؛
- مدى تأثر الأسهم بالعمليات المالية والقرارات والسياسات المالية المتبعة في السوق؛
- توضيح مدى صلابة ارتفاع أسعار الأسهم، وهل هي حقا متأثرة بقوتها أو أنها هشة ناتجة عن عمليات المضاربة في السوق؛
- إعطاء فكرة عن مدى قوة أو ضعف المؤسسات وأسعار الأسهم المعروضة للتداول قيمتها عادلة أو مبالغ فيها.

[1] قورين حاج قويدر واخرون، **تأهيل قطاع السوق المالي كمدخل لتدعيم تنافسية الاقتصاد الجزائري بالاعتماد على النظام المحاسبي المالي الجديد –SCF–**، الملتقى الدولي الرابع حول المنافسة والاستراتيجيات التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربية، ص: 16.

2- دور مراجعة الحسابات في تعزيز الثقة في القوائم المالية

يظهر دور مراجعة الحسابات في تعزيز الثقة في القوائم المالية للشركات المدرجة من خلال ما يلي:

2-1- العناية المهنية المطلوبة من محافظ الحسابات: تظهر مدى العناية المهنية لمحافظ الحسابات من خلال المهمة العادية المستمرة التي يمارسها وتطبيق معايير المحاسبة الدولية، انطلاقا من وضع مخطط العمل الخاص بالعملية إلى إعداد القوائم المالية الختامية والإفصاح عنها، ويقدم رأيه والتوجيهات والنصائح والإرشادات التي يراها مناسبة دون أن يتدخل في التسيير أو في الاختيارات التي انتهجتها الشركة، كما يسهر على التأكد من أنها قد احترمت كل ما جاءت به القوانين والمراسيم في هذا الشأن دون إدخال تعديلات لم تكن واردة، وإنما القيام بالتصحيح في حالة إغفال أو حذف عمليات، أو لبس في تسجيل معاملات تجارية ومالية سابقة.

2-2- موقفه من الميزانية الافتتاحية والمعالجات المحاسبية: يقدم محافظ الحسابات في تقرير خاص بعملية المراجعة خاصة التأكد من المعالجات المحاسبية وعرض الميزانية الافتتاحية وتقييم نظام الرقابة الداخلية، وبعد ذلك المرور إلى فحص الحسابات والتأكد من شرعيتها من خلال إثبات أن القوائم المالية قد تم إعدادها حسب القوانين والقواعد المعمول بها والمبادئ المحاسبية التي جاء بها النظام المحاسبي المالي والموضحة في إطارها المفاهيمي من جهة، ومن جهة أخرى التأكد من صدق الحسابات ليتسنى له في الأخير الحكم على عملية المراجعة ومدى استفاءها لهذه الشروط، لذا يتوجب على محافظ الحسابات في هذا المنحى التأكد من احترام القيود في عملية تطبيق النظام المحاسبي المالي الجديد والإفصاح عن المعلومة في شكل نثري وفي شكل كمي.

2-3- رأيه من متطلبات عرض المعلومة عن الأحداث المصاحبة لعملية المراجعة: لا بد أن تكون المعلومة المقدمة للمستخدمين حول الحسابات مستقاة من النصوص القانونية والإرشادات المختلفة، بالإضافة إلى ما جاء به المعيار"IFRS1" سواء من حيث المحتوى أو طريقة العرض، إذ لا بد على الشركات المدرجة في البورصة أن تقدم المعلومة لسنتين متتاليتين، كما يجب على محافظ الحسابات أن يتأكد من أن المعلومات المالية المفصح عنها تتضمن كل الشروحات الضرورية لفهمها.

2-4- تحديد دور محافظ الحسابات خلال مراقبة حسابات السنتين N و1-N: عند تقديم محافظ الحسابات رأيه حول حسابات السنة N يجب عليه التأكد من ميزانية الافتتاح للسنة N حسب المرجعية المحاسبية الجديدة بالمقارنة مع ما تم إقفاله في السنة 1-N بالإضافة إلى المعلومات التي يفرضها معيار المعلومة المالية رقم 01 ويجب أن يراعي محافظ الحسابات في تقريره ويعطي تفسيرات فيما يخص التطبيق بأثر رجعي من خلال الموازنة بين التكلفة والعائد للمعلومة، وما يترتب عنه عدد من الاستثناءات للمبدأ العام المتعلق بالتطبيق بأثر رجعي، فإذا كانت التكلفة التي سوف تتكبدها الشركة أكبر من العائد المتوقع للانتفاع بالمعلومات يمكن الاستغناء عنها وتدخل في حيز الإعفاءات والاستثناءات المبررة والمسموح بها حسب ما ينص عليه "IFRS1" [1].

[1] www. Cosob.org-publications- colloques et séminaires, 23-02-2015, 9: 20.

3- مساهمة القوائم المالية الموثوقة في ترشيد قرارات المستثمرين

هناك تأثير مباشر وصريح للقوائم المالية الموثوقة على المستثمرين الحاليين والمرتقبين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة، مثل قرار الاحتفاظ بالأوراق المالية أو التخلص منها أو الدخول في استثمارات جديدة، أو من جانب التأثير على أسعار وعوائد الأسهم وتأثيرها على حجم التداول وتنشيط حركة البورصة، وعموما تؤثر القوائم المالية الموثوقة على المستثمرين من خلال ما يلي [1]:

- إعطاء شفافية وثقة أكبر في المعلومات المالية والمحاسبية المقدمة، وزيادة مصداقية المعلومات التي يحتاجها كل من المستثمرون وأصحاب الأسهم وكذا باقي المتعاملين الاقتصاديين؛
- تقديم فرصة أكبر لتسهيل الرقابة سواء كانت داخلية أو خارجية على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- تشجيع المستثمرين الأجانب على الإقبال على بورصة الجزائر بسبب سهولة قراءة المعطيات المالية للشركات المدرجة المستخدمة للنظام المالي المحاسبي والذي يقرب ممارساتها المحاسبية بالممارسات العالمية؛
- الرفع من جودة المعلومة المحاسبية وتسهيل عملية اتخاذ القرارات بالنسبة للمستثمرين في بورصة الجزائر؛
- تمكن من إجراء أفضل مقارنة لنفس الشركة على فترات مختلفة، وفي نفس الوقت بين باقي الشركات الوطنية أو الدولية حول الوضعيات المالية والأداء، وسهولة قراءة وفهم المعلومات المالية الموجهة لمستعملي المعلومة من داخل الجزائر.

4- تعزيز الإفصاح المالي للشركات المقيدة في بورصة الجزائر

تحاول "COSOB" تعزيز الإفصاح المالي للشركات، من خلال العمل على زيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية، وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين، فمن جانب السوق يتعين توسيع نطاق المعلومات والبيانات التي يتوجب على اللجنة الإفصاح عنها، سواء تلك المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق، بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية، حيث تقوم "COSOB" بإصدار نشرات يومية، أسبوعية، شهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، مع إبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية.

ولتعزيز الشفافية والإفصاح في السوق فان "COSOB" تقوم بما يلي:

- إلزام الشركات بنشر تقارير مالية سنوية، الميزانيات، حساب الأرباح والخسائر، تقرير التدفق النقدي المدقق، وميزانيات وحساب الأرباح والخسائر الربعيه غير المدققة في فترة لا تتجاوز 10 أيام أو شهر عن انتهاء الفترة، وأن تبين التقارير المالية بوضوح السياسات المحاسبية التي تتبعها الشركات؛
- أن تكون التقارير المالية المنشورة لسنتين :السنة الحالية وسنة سابقة للمقارنة؛

[1] www. Cosob.org-publications- publications- rapport 2010 ARA.PDF, 23-02-2015, 10 :35.

- التأكيد على إتباع تبويب محاسبي صحيح في طريقة تقديم التقارير المالية: العناوين الرئيسية والفرعية، تسلسل وترتيب عرض العناصر، المجاميع الفرعية والكلية لجعلها سهلة القراءة، مفهومة، غير مضللة، وقابلة للتحليل المالي؛
- التأكد من وجود إفصاح مالي كافي في التقارير السنوية وفي التقارير المالية الربعية خاصة فيما يتعلق بالأرباح الحقيقية الإجمالية وبالأسهم ومعدلات نموها لتلبية متطلبات المستثمرين في السوق؛
- التوصل مع وزارة المالية إلى حل مناسب للتضارب ما بين رغبة إدارة شركة مساهمة في التهرب من ضريبة الدخل وبين ضرورة الإفصاح عن الأرباح الحقيقية لتلبية متطلبات الإفصاح الرسمية وتوفير العوامل الجوهرية لتحليل وتقييم أسعار الأسهم في البورصة [1].

5- تنظيم وتطوير مهنة تدقيق الحسابات

تحاول "COSOB" تنظيم وتطوير عملية مراجعة وتدقيق الحسابات في البورصة من خلال ما يلي:

- العمل على تطوير مهنة تدقيق الحسابات بإصدار معايير مراجعة حسابات تتفق ومعايير المراجعة الدولية؛
- رفع وتحديث الكفاءات والمعلومات المهنية للعاملين في تدقيق الحسابات من خلال التدريب المستمر؛
- تشجيع خريجي المحاسبة على التقدم إلى فحوص الشهادات المهنية الدولية في التدقيق المحاسبي والحصول على شهادات وتقديم دورات تدريبية لتحضير الطلاب لامتحانات هذه الشهادات، والتعاون مع الجامعات لتطوير علم ومناهج وطرق تدريس تدقيق الحسابات؛
- إعادة النظر في دور وزارة المالية بالإشراف على الشركات المساهمة وعلى مهنتي المحاسبة وتدقيق الحسابات؛
- النظر في أمر الفصل ما بين النشاطات الاستشارية ونشاطات تدقيق الحسابات لمكاتب المحاسبة والمراجعة لتجنب تضارب المصالح الذي قد يتجلى بالتساهل في معايير التدقيق المحاسبي لصالح الحصول على عقود استشارية من العملاء.

6- علاقة مراجعة الحسابات وترشيد قرارات المستثمرين بتطوير كفاءة بورصة الجزائر

تعتبر المعلومات المالية أساس كفاءة البورصة وترشيد القرار الاستثماري من خلال صدقها وسرعة وصولها وتأثيرها المباشر في الأسعار، كما أن المتعاملين في بورصة الجزائر سواء المستثمرين الجزائريين أو الأجانب بحاجة إلى المعلومات المالية التي تتضمنها القوائم المالية الموثوقة من خلال النظام المحاسبي المالي الجديد، وقد عملت الجزائر جاهدة من خلال مختلف الإصلاحات على إيجاد التوافق بين المعايير المعتمدة محليا والمعايير العالمية لتحقيق مزيد من الانفتاح وتقديم تسهيلات مغرية لجذب رؤوس الأموال الأجنبية، حيث أن ترشيد قرارات المستثمرين يعمل على إلغاء الاحتيال والغش في تعاملات البورصة وبالتالي وصول التعاملات البورصية إلى مستوى معين من الكفاءة الأمر الذي يساعد على استقرار النشاط البورصي والذي يظهر من خلال مايلي:

[1] www. Cosob.org-publications- publications- rapport 2010 ARA.PDF, 23-02-2015, 10:35.

- تقديم معلومات للمستثمرين الحاليين والمرتقبين وكذلك الدائنين ومستخدمي البيانات في تحديد وتوقيت درجة عدم التأكد للتدفقات النقدية المتوقعة من التوزيعات أو الفوائد، والتدفقات الناتجة عن بيع أو استيراد أو استحقاق الاستثمارات المالية والقروض، وهذه التدفقات المتوقعة تتأثر بقدرة الشركات المدرجة على خلق نقدية كافية لمواجهة الالتزامات في التوزيعات والفوائد وأقساط القروض وسدادها عند استحقاقها وبتوقعات المستثمرين مما ينعكس على أسعار الأسهم؛

- تقديم معلومات عن الأداء المالي الحالي والمتوقع للشركات والتي تؤثر بدورها على توقعات المستثمرين وقراراتهم؛

- إن نظام التقارير الجيد والمصادق عليه من قبل محافظ الحسابات يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال ومخاطره بالنسبة للشركات، نتيجة انخفاض درجة عدم التأكد لدى المستثمرين حول أحوالها المالية؛

- إن النظام المحاسبي المالي الجديد يتوافق مع المعايير المحاسبية الدولية ويسمح باستقرار وتطوير كفاءة البورصة، ويجعل المعلومات المالية المقدمة من طرف الشركات المدرجة ذات جودة عالية وقابلة للقراءة، ما يمنح الشركات الجزائرية مزيدا من الفرص في مجالات الاستثمار والتمويل؛

- تنعكس شفافية المعلومات المالية والمحاسبية المتعلقة بالشركات المقيدة في بورصة الجزائر، ومصداقية هذه المعلومات على كفاء البورصة وتعتبر شرطا لازما لحسن سيرها بطريقة ناجعة وفعّالة؛

- إن التطبيق الجيد لإجراءات مراجعة الحسابات يعمل على تحقيق الشفافية في المعلومات المالية والمحاسبية وفي القوائم المالية، الأمر الذي يؤدي إلى حماية المستثمرين من خلال كسب وتعزيز ثقتهم في القوائم المالية، مما يدفعهم إلى تنشيط التداول وتحريك سيولة البورصة وبالتالي استمرار استقرارها وتحقيق كفاءتها [1].

7- سبل رفع كفاءة بورصة الجزائر

يتم تطوير الأسواق المالية إما من جانب العرض أو من جانب الطلب، ويمكن طرح بعض المقترحات لتطوير كفاءة بورصة الجزائر كما يلي [2]:

7-1- اقتراحات مرتبطة بجانب العرض: من أهم الوسائل التي تساعد على تطوير جانب العرض في بورصة الجزائر ما يلي:

- تفعيل دور سوق الإصدار بتوفير بنوك الاستثمار التي تقوم بتنشيطها بدل البنوك التجارية، والتي يبقى دورها أقل فعالية في السوق؛

- رفع الكفاءة المعلوماتية للبورصة من خلال نشر المعلومات في الوقت المناسب عن طريق الأنظمة الالكترونية، ووضع قوانين الإفصاح والشفافية واليات مراقبتها وإلزام الشركات بالأنظمة المحاسبية العصرية، وتشجيع دراسات تحليل القوائم المالية من طرف متخصصين؛

[1] www. Cosob.org-publications- publications- rapport 2010 ARA.PDF, 23-02-2015, 11:15.

[2] الجودي الصاطوري، **مرجع سابق**، ص ص: 277-281 .

- تخفيض سعر الفائدة لتشجيع المدخرين على الاستثمار بدل الاتجاه إلى الودائع المصرفية؛

- توسيع عرض الأوراق المالية من خلال فتح رأس مال الشركات المقيدة ورفع نسبته أكثر من 20% وزيادة عددها وفتح رأس مال المؤسسات الوطنية على الاستثمار الأجنبي، وتنويع الأوراق المالية المتداولة لجذب عدد أكبر من المستثمرين؛

- تشجيع الشركات على إصدار شهادات الإيداع الدولية لتأثيرها الايجابي على استقرار السوق بالحد من تقلبات الأسعار.

7-2- اقتراحات مرتبطة بجانب الطلب: يمكن تطوير كفاءة بورصة الجزائر عن طريق تحفيز الطلب في السوق من خلال ما يلي:

- تطوير المؤسسات العاملة بالأوراق المالية مثل شركات السمسرة وشركات وصناديق الاستثمار مع وجود رقابة صارمة على تصرفاتهم؛

- الرفع من مستوى الوعي الاستثماري للأفراد والشركات بالفرص والمزايا الادخارية والاستثمارية التي يوفرها السوق؛

- إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرون بإعفاء جزء من الدخل الخاضع للضريبة وتخفيض الضرائب على الأرباح الرأس مالية؛

- تشجيع قيام شركات وساطة كفؤة وفتح المجال أمام القطاع الخاص لتوسيع دائرة الوسطاء ومنح السوق مستوى أعلى من السيولة؛

- الاستمرار والتوسع في برامج خوصصة المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في السوق، وعصرنه الجهاز المصرفي الذي لم يعرف تطورات منذ قانون النقد والقرض سنة 1990.

7-3- اقتراحات في الجانب التنظيمي والتشريعي: يعتبر توفر بيئة تشريعية وقانونية مناسبة من الشروط الأساسية لقيام بورصة فاعلة، ومن أهم سبل تطوير هذا الجانب ما يلي:

- تنظيم عمليات الإفصاح عن المعلومات من خلال وجود رقابة صارمة على نشر المعلومات الحقيقية والتي تؤثر على أسعار الأسهم؛

- تطوير صناعة التحليل المالي والاستثماري من خلال تشجيع وتطوير مكاتب الخبرة المالية في تقييم الأوراق المالية؛

- بناء هياكل لأسواق رأس المال الأولية والثانوية من خلال تشجيع إنشاء المصارف الاستثمارية، وإعداد تشريعات وتنظيمات ومتطلبات الإفصاح وفرض النظم اللازمة لتطوير السوق ومختلف المتعاملين فيه.

ومنه نستنتج أن مراجع الحسابات يساهم دوره المهني في تحقيق وتطوير كفاءة البورصة من خلال تقديم خدماته للمتعاملين فيها بتأكيده لمستخدمي القوائم المالية أنها تم إعدادها والإفصاح فيها وفقاً للمبادئ المحاسبية، كما أن المراجعة تساهم بشكل غير مباشر في تأمين متطلبات السوق الكفء، من خلال ضرورة مراجعة تلك المعلومات بواسطة مراجع حسابات مستقل.

وكخلاصة نجد أن نتائج تحليل كفاءة بورصة الجزائر تعكس سوء وتدهور البورصة ويعود انخفاض وعدم تطور رأس مالها إلى محدودية نشاطها، الأمر الذي أثر على أدائها ومستوى كفاءتها خلال فترة الدراسة، ونتيجة لذلك طُرح مشروع إصلاح السوق للخماسي2011 -2015 والذي بدأ في تنفيذه خلال سنة 2012 وقد مس كل الجوانب الإدارية والقانونية لتنظيم وتطوير السوق باعتباره أداة رقابية بشكل متجدد، كما أن مراجعة الحسابات تساهم بشكل غير مباشر في تحقيق وتطوير كفاءة السوق، من خلال ضرورة مراجعة تلك المعلومات بواسطة مراجع حسابات مستقل حتى يصبح بالإمكان الاعتماد على تلك المعلومات في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

خلاصة

إنّ بورصة الأوراق المالية في الجزائر عرفت تطورات منذ نشأتها نتيجة الانتقال إلى اقتصاد السوق وتعتبر حديثة العهد نسبيا، وقد كان إنشاؤها نابعا من الظروف الاقتصادية التي ميزتها خاصة الجانب المالي فيه، والذي عانى من نقص واضح في الموارد التمويلية ووقف حائلا أمام أي توسع اقتصادي أو زيادة في الكفاءة، وتتميز البورصة بصغر حجمها لوجود عدد محدود من الشركات المدرجة تنوعت بين القطاع العام والخاص، بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة واقتصارها على الأسهم والسندات القليلة كما أن الهياكل التنظيمية والتشريعية والمؤسسية للبورصة يعتريها الضعف، وتعاني البورصة من ارتفاع درجة تركز التداول وضعف الفرصة المتاحة للتنويع والتقلبات الشديدة في الأسعار، وقد عرفت أوقات انتعاش بسبب الإصلاحات السياسية والاقتصادية والتي وصلت أقصاها سنة 2012 لتبدأ بعدها في الانخفاض بسبب عدة عوائق وصعوبات.

وبِاعتبار لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها المحرك الأساسي لنشاط البورصة، فهي تفرض سيطرتها على مختلف المتعاملين في السوق، من خلال سلطاتها التحكيمية والتأديبية في تنظيم ومراقبة السوق، وتشاركها في سلطة ضبط السوق كل من اللجنة المصرفية ومجلس المنافسة لتنظيم السوق وحماية مصلحة المستثمرين، كما تمارس مهمة المراجعة والتفتيش والتي تطورت بتطور وتوسع صلاحيات وسلطات اللجنة على مختلف هياكل السوق والشركات المدرجة ومختلف المتعاملين في السوق، والتي تعمل على ضمان تنظيم وضبط سير المعاملات في السوق، من خلال إلزام مختلف المتعاملين بضرورة إرفاق القوائم المالية بتقرير مراجع الحسابات الخارجي لإعطاء الثقة في القوائم المالية.

كما أنّ نتائج تحليل كفاءة بورصة الجزائر تعكس سوء وتدهور البورصة، ويعود انخفاض وعدم تطور رأس مالها إلى محدودية نشاطها وافتقادها للتنويع القطاعي والمؤسسي والذي ينحصر في خمس شركات تمثل ثلاث قطاعات فقط، كما أنّ واقع البورصة يستدعي تدخل السلطات المختصة لتطويرها وتنشيطها لذلك طُرح مشروع إصلاح السوق للخماسي 2011-2015، والذي بدأ في تنفيذه خلال سنة 2012 وقد مس كل الجوانب الإدارية والقانونية لتنظيم وتطوير السوق باعتباره أداة رقابية بشكل متجدد، كما أن مراجعة الحسابات تساهم بشكل غير مباشر في تأمين وتطوير كفاءة السوق من خلال ضرورة مراجعة تلك المعلومات بواسطة مراجع حسابات مستقل، حتى يصبح بالإمكان الاعتماد على تلك المعلومات في ترشيد القرارات الاستثمارية.

خاتمة

تمهيد

تُعتبر أسواق الأوراق المالية من أبرز الأسواق المالية لما تقدمه من سيولة في النظام المالي، وتتميز بتنظيم خاص يسهر على ضمان سلامة المعاملات وحماية المستثمرين من التجاوزات المحتملة، وكغيرها من الأسواق فإنّ لها مجموعة من الإجراءات والقواعد التي تضبط سيرها ونشاطها، كما أنّ لها منتجات يتم تداولها تتمثل في الأسهم، السندات، والمشتقات المالية والأوراق المهجنة وتضمن تحقيق أسعارها وفق قوانين العرض والطلب من خلال نظام التسعير.

وتُعتبر كفاءة أسواق الأوراق المالية أحد الأسباب الرئيسية لمساهمتها الفعّالة في الاقتصاد، والتي تتمثل في استجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق، مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، والتي تعتبر عنصر أساسي وفعال في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، والتي تشكِّل الاهتمام الأكبر لمختلف المتعاملين لتحديد إمكانية الاستفادة من الفرق بين السعر الحقيقي وسعر السوق، وذلك باعتماد التحليل الأساسي، التحليلي المالي والتحليل الفني.

وتُساهم عملية الرقابة في أسواق الأوراق المالية في التحكم في إدارة وتنظيم أداء السوق وقِياسه، بتطبيق مختلف المبادئ الرقابية والإجراءات والأساليب، التي من شأنها اكتشاف اختلالات وانحرافات أداء السوق عن الأداء المخطط ومعالجتها، لتحقيق المساواة بين المتعاملين وحماية مصالحهم من أجل تحقيق كفاءة السوق، معتمدة في ذلك على نظام الرقابة الداخلية الذي يتضمن مخططات التنظيم والأساليب والإجراءات المطبقة داخل السوق، كما تستفيد الهيئات المنظمة للسوق من الرقابة الالكترونية وخاصة نظام الرقابة الالكتروني وسرعة التصرف في التجاوزات لمعالجتها أبكر قدر الإمكان.

ولإضفاء المصداقية على هيكل الرقابة الداخلية في الحكم على مدى صحة القوائم المالية، تعتمد إدارة الأسواق على عملية مراجعة الحسابات، حيث يقوم المراجع بتدقيق حسابات كل من صناديق وشركات الاستثمار وشركات الوساطة في تداول الأوراق المالية، ويعمل على اكتشاف الأخطاء والغش، تقييم مدى استمرارية المتعامل داخل السوق، اكتشاف التصرفات غير القانونية للعملاء، وإعطاء الرأي المحايد والمستقل في مدى صدق وصحة البيانات المالية ومطابقتها للمعايير المحاسبية المتعارف عليها، وتقديم الرأي المهني في شكل تقرير مرفق بالأدلة والقرائن.

وتُعتبر الجزائر حديثة العهد بالبورصات، وقد عرفت تطورات منذ نشأتها نتيجة الانتقال من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، وقد حاولت السلطات الجزائرية في تأطير وتحكُّم السوق المالية بنظام قانوني محكم ومتناسق من خلال النصوص المنظمة له، حيث بقيت هذه النصوص تتطور خلال الفترة من سنة 1991-1993-1999، وقد تعثرت البورصة في انطلاقتها الأولية ويظهر ذلك من خلال الإقبال المحتشم لجمهور المدخرين عليها، وبذلك لجأت السلطات إلى تجنيد جمهور المؤسسات الاستثمارية ومنها البنوك والمؤسسات المالية

للاكتتاب في القيم المنقولة المطروحة في السوق الأولية وشراء القيم المعروضة في السوق الثانوية، وقد ظهرت ملامحها بموجب القانون 93-10.

وتتميّز البورصة بصغر حجمها لوجود عدد محدود من الشركات المدرجة والمقدر بخمس 05 تنوعت بين القطاع العام والخاص، بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة واقتصارها على الأسهم والسندات العادية القليلة كما أن الهياكل التنظيمية والتشريعية والمؤسسية للبورصة يعتريها الضعف، وتعاني البورصة من ارتفاع درجة تركز التداول وضعف الفرصة المتاحة للتنويع والتقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية، وقد عرفت أوقات انتعاش بسبب الإصلاحات السياسية والاقتصادية والتي وصلت أقصاها سنة 2012.

وباعتبار لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها المحرك الأساسي لنشاط البورصة فهي تفرض سيطرتها على مختلف المتعاملين في السوق من خلال سلطاتها التحكيمية والتأديبية في تنظيم ومراقبة السوق سواء كانت مراقبة سابقة أو لاحقة وتشاركها في سلطة ضبط السوق كل من اللجنة المصرفية ومجلس المنافسة، كما تمارس مهمة المراجعة والتفتيش والتي تطورت بتوسع صلاحيات وسلطات اللّجنة على مختلف هياكل السوق والشركات المدرجة ومختلف المتعاملين في السوق، والتي تعمل على ضمان تنظيم وضبط سير المعاملات في السوق من خلال إلزام مختلف المتعاملين بضرورة إرفاق القوائم المالية بتقرير مراجع الحسابات الخارجي لإعطاء الثقة في القوائم المالية.

وقد أظهر تقييم أداء بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة 2010-2014 محدودية أدائها وضآلة دورها داخل الاقتصاد الوطني، وضعف معدل نموها والذي عكسه ضعف تطور قيمتها السوقية، كما أن تطور معدل نمو قيمة التداول يعكس ركود البورصة وعجزها على تعبئة الادخار، وتشجيع الاستثمار، وزيادة الإصدارات الجديدة، بالشكل الذي يؤدي إلى تقلص القاعدة الاستثمارية في البورصة، كما أن نتائج تحليل كفاءة بورصة الجزائر تعكس سوء وتدهور البورصة ويعود انخفاض وعدم تطور رأس مالها إلى محدودية نشاطها، وهذه المؤشرات تعكس عدم كفاءة السوق التي عرفت انخفاض رأس المال السوقي في معظم سنوات الدراسة.

كما أنّ واقع بورصة الجزائر يستدعي تدخل السلطات المختصة لتطويرها وتنشيطها، من خلال إيلاء الاهتمام اللاّزم بالسوق الأوّلية وتوحيد أسواق المال الثانوية بالإضافة إلى إدخال الإصلاحات اللازمة في مجالات الإفصاح، تعبئة المعلومات، الخوصصة والأطر التنظيمية، بما يعزز دور هذه الأسواق في تعبئة الادخار المحلي واستقطاب رؤوس الأموال العربية والأجنبية، لذلك طُرِح مشروع إصلاح السوق للخماسي 2011-2015 والذي بدأ في تنفيذه خلال سنة 2012 وقد مس كل الجوانب الإدارية والقانونية لتنظيم وتطوير السوق باعتباره أداة رقابية بشكل متجدد، كما أنّ مراجعة الحسابات تساهم بشكل غير مباشر في تأمين وتطوير متطلبات السوق الكفء من خلال ضرورة مراجعة تلك المعلومات بواسطة مراجع حسابات مستقل، حتى يصبح بالإمكان الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية وزيادة درجة الثقة فيها خاصة بالنسبة للشركات المقيدة بالبورصة.

نتائج البحث

أبرزَ هذا البحث الأهمية البالغة لأسواق الأوراق المالية، وكيفية تطوير وتفعيل كفاءتها، من خلال سلطة الضبط والرقابة من طرف الهيئات القائمة على إدارتها، بالإضافة إلى مساهمة مراجعة الحسابات في هذا التطور من خلال إضفاء الثقة في القوائم المالية وترشيد قرارات الاستثمار، وبإسقاط موضوع البحث على بورصة الجزائر التي تعد من البورصات الناشئة والتي تحتاج إلى جهود مكثفة لتطوير كفاءتها يمكن التوصل إلى النتائج الموالية:

1- يختلف مفهوم كفاءة سوق رأس المال عن المفهوم التقليدي في الاقتصاد نظرا لخصوصية عمل هذه الأسواق، حيث تتميز السوق الكفؤة بأنها التي تحقق سرعة تكيف أو استجابة الأسعار السائدة للمعلومات الجديدة المتاحة للمتعاملين فيها وفي نفس الوقت تخفيض تكلفة التبادل بما يضمن التوازن بين العرض والطلب؛

2- لضمان نشاط أسواق الأوراق المالية بالكفاءة المرجوة في تنفيذ عمليات التداول، والمحافظة علي الأوراق المالية وحماية حقوق المستثمرين، واكتشاف الأخطاء والعمل على تصحيحها بأقل الخسائر، لابد من اعتماد إجراءات وأساليب رقابية صارمة سواء كانت داخلية أو خارجية وذلك من خلال هيكل الرقابة الداخلية؛

3- يعتبر هيكل الرقابة الداخلية في أسواق الأوراق المالية الأساس الذي يعتمد عليه مراجع الحسابات عند فحص وتدقيق القوائم المالية، وإعطاء الرأي المحايد والمستقل في مدى صدق وصحة البيانات المالية ومطابقتها للمعايير المحاسبية المتعارف عليها في شكل تقرير تقيمي محايد؛

4- تهدف إدارة أسواق الأوراق المالية من خلال مخرجات مراجعة الحسابات، انطلاقا من هيكل الرقابة الداخلية إلى الوصول بالأسواق إلى مستوى مقبول من الكفاءة، والعمل على تطويرها وذلك من خلال توفير المعلومات للمستثمرين بسرعة، وجودة مقبولة بأقل التكاليف، والسعي لتحقيق كفاءة التشغيل بأقل تكلف معاملات ممكنة مع حرية الدخول والخروج من والى الأسواق، وتحقيق كفاءة التسعير في وضع أسعار الأوراق المالية بالمستوى المرغوب بشكل يعكس قيمتها الحقيقية؛

5- تعدّ سوق رأس المال في الجزائر سوقا ناشئة، كانت نِتاج تغيير منهج الاقتصاد الموجه وتبني اقتصاد السوق القائم على تحرير المؤسسات الاقتصادية؛

6- تقتصر سوق الأسهم في بورصة الجزائر على عدد محدود من الشركات المدرجة والمقدرة بخمس 05 شركات أربعة 04 منها في سوق الأسهم وهي كما يلي: مجمع صيدال للصناعة الدوائية، مؤسسة الاوراسي للفندقة السياحية، شركة اليانس للتأمينات، شركة رويبة للعصائر والصناعة الغذائية، وشركة واحدة 01 في سوق السندات و هي مجموعة داحلي للعقارات والسياحة بالإضافة الى سندات الخزينة العمومية ، وهو ما يعيق تقدم وتطور هذه السوق، كما تبقى سوق السندات بعيدة عن التطلعات التي تصبو إليها الأسواق الناشئة الأخرى بسبب قلة المتعاملين وقلة التعاملات التي تحركها، كما تعرف البورصة تفوقا دائما للعرض على الطلب على القيم المنقولة المتداولة دون أن يكون هناك تدخل فوري لتصحيح الانحراف بين العرض والطلب بسبب قلة الطلب عليها،

ويرجع ذلك إلى قلة المتخصصين في الأوراق المالية وقلة الوسطاء الماليين في بورصة الجزائر والمقدر عددهم بأربعة 04 وسطاء وهم كما يلي: شركة الراشد المالي، المؤسسة المالية العامة ، المؤسسة المالية للرشاد والتوظيف، و يونين بنك لما لهم من دور في إحلال التوازن في السوق؛

7- خصّ المشرع الجزائري لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها دون غيرها بسلطات تضمن لها الاستقلالية الفعلية في سلطة الرقابة على السوق، حيث تمارس ثلاث 03 أنواع من الرقابة وهي كما يلي: سلطة رقابية على المتدخلين في السوق بما فيها الرقابة القبلية التي تمارسها قبل الدخول في السوق من خلال إجراءات الاعتماد أو الترخيص لممارسة النشاطات المالية التي تنظمها اللجنة، ورقابة الإعلام الذي تمارسه الشركات المدرجة في السوق، والرقابة البعدية التي تمارسها على مدى تطبيق النصوص التشريعية والتنظيمية التي تحكم السوق؛

8- تتقاسم اللجنة سلطة الرقابة مع كل من اللجنة المصرفية ومجلس المنافسة، كما زودت السلطة الرقابية للجنة بسلطة توقيع العقاب على المخالفين لقواعدها من خلال غرفة التأديب والتحكيم للفصل في النزاعات المعروضة عليها بين مختلف المتعاملين في السوق وهم كما يلي: شركة تسيير القيم المنقولة، المؤتمن المركزي للسندات، حافظو الحسابات، ومختلف الوسطاء الماليين، صناديق التوظيف الجماعي؛

9- يتضح من خلال دراسة مؤشرات الكفاءة على مستوى سوق الأوراق المالية في الجزائر، أنّ هذه الأخيرة تتسم باللاكفاءة من عدة جوانب، حيث أثبتت الدراسة الميدانية لمؤشر حجم السوق وُجود تذبذب في حجم رأس مال بورصة الجزائر والذي يتجه بشكل ضعيف نحو التحسن، حيث بلغ حده الأقصى خلال سنة 2011 وارتفع بنسبة 89.46% ثم بدأ بعد ذلك في التذبذب والتحسن الطفيف، كما أنّ مساهمة الرسملة البورصية في تحقيق الناتج المحلي الإجمالي تعد ضئيلة جدا حيث لم تتجاوز 0.5% خلال فترة الدراسة، حيث بلغت أقصاها خلال سنة 2011 بنسبة 0.103% ، وانخفاض عدد الصفقات خاصة خلال سنتي 2012 و2013 حيث وصلت إلى 177 صفقة بعدما كانت تفوق 520 صفقة مقارنة مع سنتي 2010 و2011، كما أنّ مساهمة القيمة المتداولة في تحقيق الناتج المحلي الإجمالي تعد ضئيلة جدا وبلغت أقصاها سنة 2011 بنسبة 0.022%، كما أنّ متوسط تداول السهم في السنة لم يتجاوز 10 مرات خلال فترة الدراسة، وبلغ أقصاه خلال سنة 2010 حيث قدر بحوالي 8,5 مرة ليبدأ بعدها في الانخفاض المتذبذب ليصل إلى ما دون الواحد الصحيح 01 خلال سنة 2013، بالإضافة الى عدم استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية وكمثال على ذلك سجلنا تغيراً مستمراً لمعدل التضخم طول فترة الدراسة حيث انخفض سنة 2011 بنسبة 16.82**%** وسجل أعلى مستوى له خلال سنة 2012 بمعدل 8.9%، وفي المقابل نجد أنّ الأسعار في بورصة الجزائر عرفت تذبذب وانخفاض تدريجي دون أن يكون لتغير معدل التضخم أي أثر يُذكر، خاصة في سنة 2012 أين حققت معظم الشركات أعلى سعر لها في وجود أعلى معدل للتضخم، وبالتالي فانّ البورصة لا تعتبر المصدر الأمثل لتمويل استثمارات المتعاملين الاقتصاديين؛

10- يتضح من خلال دراسة أثر كفاءة بورصة الجزائر على نمو الاستثمارات أن بورصة الجزائر وفرت إصدارات جديدة في الأسهم خلال سنة 2010 بقيمة 1433.78 مليون دينار تمثلت في إصدارات شركة اليانس للتأمين وخلال سنة 2013 تمثلت في إصدار شركة رويبة بقيمة 849.19 مليون دينار، أما الإصدارات الجديدة في السندات التي تم تداولها في البورصة فقد سجلت انخفاض خلال سنة 2011 بنسبة 4.58%، ثم توقفت خلال سنة 2012 لتنشط قليلا خلال سنتي 2013 و2014، كما أنّ قيمة الأسهم خلال سنة 2011 قد ارتفعت 15 مرة مقارنة بسنة 2010 بدخول شركة أليانس وتحسن رأس المال في السوق، ثم سجلت انخفاض شديد بعدها لترتفع قليلا خلال سنة 2013 بـ 05 مرات بدخول شركة رويبة وزيادة رأس المال. وتفسر هذه النتائج بفشل بورصة الجزائر في تحقيق تراكم في رأس المال.

11- يتضح من خلال دراسة أثر كفاءة بورصة الجزائر على تخصيص الاستثمارات حيث أنّ نشاط البورصة يركّز على ثلاث 03 قطاعات فقط وهي كما يلي: قطاع الصناعة الصيدلانية والغذائية، قطاع التأمين، وقطاع السياحة وبالتالي فهي تفتقد إلى فرص التنويع القطاعي والمؤسسي كما أنّ دورها في تخصيص الاستثمار يعد محدودا ولا يشمل قطاعات ذات ميزة نسبية للاقتصاد الوطني كقطاع المحروقات.

12- واجهت بورصة الجزائر جملة من العوائق متعددة الأوجه، حالت دون جعلها مصدرا تمويليا هاما وأداة فعالة لمسايرة الإصلاحات الاقتصادية؛ من ضمن هذه العوائق ما هو متعلق بأنظمة وآليات عمل السوق والمتمثلة خصوصا في ظروف نشأة هذه السوق، وضعف البيئة الاقتصادية، ومنها ما يتعلق بالمحيط البورصي والمتمثلة في ضعف الإطار التشريعي والتنظيمي، ضعف الكفاءة المعلوماتية، محدودية عرض الأوراق المالية، ضيق السوق وضعف الإفصاح والشفافية؛

13- تحاول السلطات الجزائرية تطوير وتفعيل دور البورصة في النشاط الاقتصادي، حيث انتهجت مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية منذ تأسيسها سنة 1993 بإصدار نصوص تنظم بورصة القيم المنقولة من خلال المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والصادر في الجريدة الرسمية عدد 34 وفي نفس تاريخه، ثم برنامج الاصلاح الذي تضمن خوصصة المؤسسات الاقتصادية العمومية عبر السوق المالية سنة 1995 من خلال الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 26 أوت 1995 والصادر في الجريدة الرسمية عدد 48 بتاريخ 03 سبتمبر 1995، ثم اصلاحات سنة 2003 بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 الصادر بالجريدة الرسمية عدد11 بتاريخ 19 فيفري 2003 والمعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10. وبالرغم من هذه الجهود إلاّ أنّ نشاط البورصة يبقى غير مؤهل لمستوى البورصات الأخرى، وقد طبقت الدولة سياسة إصلاح جديدة تمثلت في مشروع إنعاش السوق المالية للخماسي 2011-2015 والذي طُبِّق خلال سنة 2012 وكان تأثيره الايجابي واضح على مستوى أداء البورصة لترجع خلال سنتي 2013 و2014 للركود والتدهور؛

14- تنشيط وتفعيل بورصة الجزائر مرهون بتهيئة الأجواء المناسبة خاصة في جوانبها السياسية من خلال خلق استقرار سياسي وأمني، ليتبعه في ذلك إعداد المناخ القانوني الكفيل بإنعاش الاستثمار من خلال قوانين الضرائب والجمارك، بالإضافة إلى تطوير جانبي العرض والطلب في السوق بتحقيق عدة عوامل كرفع الكفاءة المعلوماتية وتوسيع عرض الأوراق المالية وتطوير المؤسسات العاملة بالأوراق المالية.

اختبار الفرضيات

انّ من أولى النتائج التي سعينا الى تحقيقها، من خلال عرضنا وتحليلنا السابق لجوانب موضوع " **دور عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطوير كفاءة أسواق الاوراق المالية – حالة بورصة الجزائر خلال الفترة: 2010-2014 –** "، هي الاختبار والتحقق من صحة الفرضيات التي وضعناها في البداية، وقد تحقق لنا ذلك كما يلي:

1- ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها، فقد تطورت وتنوعت بشكل كبير في السنوات الأخيرة بسبب التقدم التقني والتكنولوجي، ولتنظيم وإدارة سوق الأوراق المالية قواعد وإجراءات التعامل التي يخضع لها مختلف الهيئات الإدارية وكذا مختلف الوسطاء الماليون، حيث نجد كل من الأوامر، قواعد التداول، نظام التسعير ونظام التسوية والتسليم، الأمر الذي يمهد السبيل أمامهم لإتمام عمليات بيع وشراء الأوراق المالية بنجاح، وهذا ما يميز أسواق الأوراق المالية عن غيرها من الأسواق الأخرى، وهذا ما يثبت **عدم صحة الفرضية الأولى** التي تساوي بين الأسواق المالية ومختلف الأسواق الأخرى على اختلاف أشكالها من حيث نظام العمل وآلية التعامل بين المتعاملين.

2- لإضفاء المصداقية على هيكل الرقابة الداخلية في الأسواق المالية وللحكم على مدى صحة القوائم المالية، تعتمد إدارة الأسواق على عملية مراجعة الحسابات التي تعمل على التحقق من مدى عدالة المعلومات الواردة بها، والتقرير عنها لمستخدمي القوائم المالية لاتخاذ قرار الاستثمار، حيث يقوم المراجع بتدقيق حسابات كل من صناديق وشركات الاستثمار والشركات الوساطة المالية في تداول الأوراق المالية واكتشاف الأخطاء والغش، تقييم مدى استمرارية المتعامل داخل السوق، اكتشاف التصرفات غير القانونية للعملاء، وإعطاء الرأي المحايد والمستقل في مدى صدق وصحة البيانات المالية ومطابقتها للمعايير المحاسبية المتعارف عليها، وتقديم الرأي المهني في شكل تقرير تقييمي محايد، وذلك بناءا على المعلومات التي توفرها عملية الرقابة من خلال نظام الرقابة الداخلية حيث يقوم المراجع بتقييمه وعلى اساسه يقوم بتصميم برنامج المراجعة والتي تظهر نتائجها في تقرير المراجع، وبالتالي فالعلاقة بين عملية الرقابة ومراجعة الحسابات هي علاقة تكاملية وهذا ما يثبت **صحة الفرضية الثانية** التي تعتبر هيكل الرقابة الداخلية المحرك الأساسي لمهمة ومسؤولية المراجع تجاه الأسواق المالية، بالإضافة الى العلاقة التكاملية بين عملية الرقابة ومراجعة الحسابات

3- حتى تستطيع الأسواق المالية القيام بدورها يجب أن تكون على درجة عالية من الكفاءة والفاعلية، وتتحقق هذه الكفاءة من خلال الممارسة المهنية لعملية المراجعة باعتبارها الجهة الأكثر مصداقية في لعب الدور الهام في كفاءة السوق والاعتماد عليها في ترشيد القرارات، فإنّها مُلزَمة أن تكون على قدر المسؤولية المنوطة بها تجاه إدارة السوق والمستثمرين فيه، كونها الجهة المعتمدة عموماً من قبل كافة المتعاملين في الاسترشاد برأيها والاعتماد على تقريرها، وبالتالي فهي أقدر جهة على خلق التكامل في الموثوقية بين المتعاملين إذا استطاعت أن تكون على هذا المستوى المتوقع منها وبالتالي المساهمة في عملية تطوير الكفاءة، وهذا ما **يثبت صحة الفرضية الثالثة** التي تشيد بأهمية الممارسة المهنية لعملية مراجعة الحسابات ودورها في تطوير كفاءة السوق.

4- تتميز بورصة الجزائر بصغر حجمها لوجود عدد محدود من الشركات المدرجة والتي يبلغ عددها خمس شركات، بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة واقتصارها على الأسهم والسندات القليلة كما أن الهياكل التنظيمية والتشريعية والمؤسسية للبورصة يعتريها الضعف، وتعاني البورصة من ضعف الفرصة المتاحة للتنويع والتقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية،كما أن نتائج تحليل كفاءة بورصة الجزائر تعكس سوء وتدهور البورصة، ويعود انخفاض وعدم تطور رأس مالها إلى محدودية نشاطها، الأمر الذي أثر سلبا على أدائها ومستوى كفاءتها خلال فترة الدراسة، والرغم من ظهور هذه النتائج السلبية على أداء البورصة الاّ أنها تملك مقومات تجعلها قادرة على الارتقاء الى مستوى البورصات العربية الناشطة على الأقل، وذلك لتوسع القاعدة الاستثمارية انطلاقا من الشركات التي أعلنت نيتها دخول البورصة والتي منها شركة موبيليس للاتصالات، وشركة الخطوط الجوية الجزائرية، اضافة الى نجاح برامج تشجيع الاستثمار من طرف الدولة خاصة الموجهة للشباب حيث قدرت نسبة نجاحها بـ 70% حسب نتائج وكالاتها والتي يطمح منها تحقيق نتائج ايجابية وخولها عالم الأوراق المالية، بالإضافة الى تخفيض الضريبة على أرباح الشركات الى 23% لتشجيع الخواص على النشاط الاقتصادي، وهذا ما يثبت **عدم صحة الفرضية الرابعة** التي تحصر عدم كفاءة بورصة الجزائر في كونها بورصة ناشئة ولا تملك مقومات تجعلها قادرة على التدرج في مستوى الكفاءة.

5- يُعتبر المخطط الطموح لعصرنة السوق المالية وتطويرها بمثابة الاصلاح الذي لجأت اليه الدولة لانعاش البورصة، وقد وُكِّل هذا المشروع الى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها باعتبارها سلطة الضبط والرقابة في السوق، حيث تساهم النشاطات المدرجة فيه إلى تطوير سوق فعّال ومفتوح ومنظم وموثوق بهدف تحسين وتطوير كفاءته، حيث يقوم هذا المشروع على تطوير السوق وتعزيز البنية التحتية، إعادة التنظيم والتأهيل المهني للسوق تحديث الإطار القانوني، تحديث أنظمة معلومات السوق، والتدريب على الاتصالات. كما يُظهِر دور مراجعة الحسابات في تحقيق وتطوير كفاءة بورصة الجزائر من خلال العلاقات المترابطة فيما بينها والمتمثلة أن دور مراجعة الحسابات يظهر تأثيره من خلال دور مراجع الحسابات في تأكيد الثقة في القوائم المالية السنوية والنصف سنوية للشركات المدرجة، والتي تؤدي بدورها إلى ترشيد قرارات المستثمرين الحاليين والمستقبليين وبالتالي تنشيط التداول من أجل استمرار واستقرار النشاط البورصي بمستوى من الكفاءة، كما تحاول "COSOB" تطوير مهنة المراجعة في السوق بهدف

تطوير كفاءتها من خلال تعزيز الإفصاح المالي للشركات المقيدة في بورصة الجزائر، تنظيم وتطوير مهنة تدقيق الحسابات. وبالتالي فان دور كل من عملية الرقابة ومراجعة الحسابات يكمل الاخر في تحقيق وتطوير كفاءة البورصة، وهذا ما يثبت **عدم صحة الفرضية الخامسة** التي تعتبر أن عملية الرقابة أكثر أهمية وتأثير في تحقيق وتطوير كفاءة البورصة.

الاقتراحات

من خلال النتائج المتوصل إليها، ومن خلال البحث المتواضع لكفاءة بورصة الجزائر وكيفية تطويرها وتفعيلها، وحتى يتم التمكن من تحسين ورفع أدائها لتتحقق الكفاءة في التنمية الاقتصادية، يمكن تقديم بعض الاقتراحات والتي من أهمّها ما يلي:

1- دعم وتشجيع الأفراد الطبيعيين على النشاط البورصي من خلال خلق ثقافة الاستثمار والادخار لدى الفرد الجزائري، بالاستعانة بجميع الوسائل الإعلامية، السمعية، البصرية، المقروءة، من أجل إيصال ثقافة البورصة لدى الأفراد، بالإضافة إلى الدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه الجامعة في هذا المجال بالتعاون مع الإطارات المختصة، من خلال الندوات، الأيام الدراسية...الخ؛

2- تطوير سوق السندات في الجزائر بالشكل الذي يسمح بتعبئة المدخرات وتشجيع الاستثمار، من خلال إعطاء أهمية للسندات وخاصة السندات الحكومية المتنوعة التي تسمح بتنشيط حركة التداول في السوق، إذ أن الأفراد يفضلون الاستثمار في السندات مقارنة بالأسهم خاصة في الأسواق حديثة النشأة كبورصة الجزائر؛

3- وضع تحفيزات تُشجع المؤسسات على فتح رأسمالها وطرح أوراقها المالية في البورصة، كتخفيض نسبة الضريبة من أجل تعزيز دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، بالإضافة إلى أن زيادة عدد الشركات يؤدي إلى زيادة الاستثمارات كما يساهم في اتساع السوق، هذه الخاصية الضرورية لتحقيق الكفاءة والغائبة عن بورصة الجزائر؛

4- إعادة النظر في هيكلة البورصة من أجل تحديد نقاط الضعف ومحاولة تصحيحها على جميع الأصعدة التشريعية، التنظيمية...الخ، وذلك بالاستعانة بالخبرات الأجنبية من أجل تحسين أداء البورصة.

5- إعادة النظر في تشريعات السوق لتحقيق الأمان للمتعاملين من خلال حماية المستثمرين من التصرفات غير السليمة، وبالتالي ضمان استقرار السوق وزيادة الشفافية، ودعم دور البورصة كأداة أساسية لإنجاح عملية الخوصصة؛

6- التركيز على سلطة السوق ودورها في توفير وزيادة درجة الإفصاح في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمر في البورصة؛

7- دعم وتشجيع الوسطاء في عمليات البورصة، من أجل زِيادة حركية ونشاط السوق والرَّفع من سيولة القيم، من خلال حثّ الوسطاء والمنشآت المصدرة للقيم على اللجوء إلى أساليب تنشيط السوق من خلال تحسين شروط

التداول، والعمل على تخفيض تكاليف المعاملات في البورصة، حيث أنه كلما كانت التكاليف منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة؛

8- تفعيل دور الرقابة والمراجعة على نشاط البورصة، من خلال تطوير إجراءات الضبط ومتابعة تنفيذها على مختلف المتعاملين في السوق، من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وإعطاء مجال وصلاحيات أوسع لمراجع الحسابات عند تدقيق القوائم المالية حتى نضمن نجاح البورصة في أداء الدور الذي خلقت من أجله؛

9- فتح المجال أمام أسواق رأس المال أخرى، وخاصة أسواق رأس المال العربية الناشطة والمتطورة للاستفادة من تجاربهم في هذا الميدان.

أفاق البحث

تعتبرُ النتائج المتوصل إليها ذات أهمية بخصوصِ عملية الرقابة والمراجعة وكفاءة السوق المالية، ولا ندَّعي أننا استوفينا كل جوانبَ الموضوع، وأثارت هذه النتائج أسئلةً كثيرةً تمسُّ واقعَ ومستقبلَ بورصة الجزائر، وأتاحت فرصةً لمواصلةِ البحث من جوانب أخرى، كما أن هناك نقاطٌ تمَّ تناولها بشكلٍ مختصرٍ بما يخدم موضوعَ الدراسة، لكنَّها تُعتبر نقطة انطلاق لدراساتٍ جديدةٍ نراها جديرةً بالدراسة والتحليل، وتُعتبُر آفاقاً لأبحاثٍ لاحقةٍ نذكر منها ما يلي:

- الإجراءات الكفيلة بتطوير كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر في ضوء التحديات التي تفرضها عملية التكامل بين البورصات العربية؛
- محاولة تقييم مشروع اصلاح السوق المالية الجزائرية للخماسي 2011-2015؛
- المراجعة الداخلية وعلاقتها بضبط جودة الكفاءة في الأسواق المالية؛
- أهمية مراجعة القوائم المالية التقديرية ودورها في أسواق الأوراق المالية؛
- الأسواق المالية العالمية ودورها في توجيه سوق الأوراق المالية في الجزائر.

المراجع

أولا: باللغة العربية

1- الكتب

1- إبراهيم أنور، الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية، الكويت، المجلد 10، العدد100 ، 2011.

2- أحمد أبو الفتوح علي الناقة، نظرية النقود والأسواق المالية- مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية- مكتبة الإشعاع للطبع والنشر، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2001.

3- أحمد السيد السقا، المراجعة الداخلية الجوانب المالية والتشغيلية، الجمعية السعودية للمحاسبة، السعودية 1997.

4- أحمد أمين السيد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

5- أحمد باز محمد متولي، الإخلال الجزئي بالالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية- التعامل الداخلي- جامعة المنصورة، 2012.

6- أحمد بدر وآخرون، السياسات المعلوماتية واستراتيجية التنمية، غريب للنشر، القاهرة، 2001.

7- أحمد حلمي جمعة، التدقيق الحديث للحسابات، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 1999.

8- أحمد حلمي جمعة، التدقيق والتأكيد المتقدم، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2001.

9- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998.

10-أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.

11- أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

12- أحمد ماهر، الإدارة المبادئ و المهارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

13- أكرم إبراهيم حماد، الرقابة المالية في القطاع الحكومي، جهينة للنشر، عمان، 2006.

14- أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.

15- أمين السيد أحمد لطفي، مراجعات مختلفة لأغراض مختلفة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

16-إيمان فاضل السمرائي، هيثم محمد الزعبي، نظم المعلومات الإدارية، الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002.

17- أيوب توفيق، طبيعة التدقيق الداخلي، مجلة المحاسب القانوني العربي، الأردن، 1998، العدد97.

18-بتال أحمد حسين، محاضرات في الأسواق المالية، نسخة الكترونية، كلية المعارف الجامعية، 2004.

19-البرواري، شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي- دراسة تحليلية نقدية- دار الفكر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2002.

20- بشير العلاق، الإدارة الحديثة نظريات ومفاهيم، اليازوري للنشر، عمان الطبعة العربية، 2008.

21- التميمي أرشيد، وسلام أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى،2004 .

22-جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة للنشر، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.

23- جلال إبراهيم العبد، إدارة الأعمال مدخل اتخاذ القرارات وبناء المهارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.

24- جمعة أحمد حلمي، المدخل الحديث لتدقيق الحسابات، الصفاء للنشر، عمان، 2000، الطبعة الأولى.

25-الجمل، جمال جويدان، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.

26- حسن ابراهيم بلوط، المبادئ والاتجاهات الحديثة في إدارة المؤسسات، النهضة العربية للنشر، بيروت، الطبعة الأولى، 2005.

27- حسين أحمد دحدوح، حسن يوسف القاضي، مراجعة الحسابات المتقدمة- الإطار النظري والإجراءات العملية- الجزء الثاني، دار الثقافة للنشر، عمان، 2009.

28- حسين القاضي وآخرون، أصول المراجعة، منشورات جامعة دمشق، 2006-2007.

29- حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي للنشر، عمان، الأردن، 2002، الطبعة الأولى.

30-الحناوي محمد صالح، العبد جلال إبراهيم، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.

31-الحناوي محمد، العبد جلال، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.

32- خالد أمين عبد الله، التدقيق والرقابة في البنوك، عمان، وائل للنشر، الطبعة الأولى، 1998.

33- خريوش حسنى وآخرون، الأسواق المالية – مفاهيم وتطبيقات- جامعة العلوم التطبيقية، عمان، الأردن، 1998.

34- خليل محمد الشماع، خضير كاظم محمود، نظرية المنظمة، دار ميسرة للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2007.

35- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2012.

36-راشد فؤاد، أسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية- تحليل وإدارة- ميسرة للنشر، عمان، الأردن، 2004، الطبعة الأولى.

37- رسمية احمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، المعتز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.

38- رسمية قرياقص، أسواق المال- الأسواق، رأس المال، المؤسسات- الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999.

39- زاهر عبد الرحيم عاطف، الرقابة على الأعمال الإدارية، الراية للنشر، عمان، 2009.

40- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة، مصر، 2008.

41- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر،1998 .

42- سليمان مصطفى الدلاهمة، أساسيات نظم المعلومات المحاسبية وتكنولوجيا المعلومات، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008.

43- سيد محمد أحمد السيريتي، مبادئ الاقتصاد الجزئي، الدار الجامعية، مصر،2004 .

44- السيد محمد، المراجعة و الرقابة المالية -المعايير و القواعد- دار الكتاب الحديث للنشر، الجزائر، 2008.

45- شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر،1999.

46- الصباح عبد الرحمان، مبادئ الرقابة الإدارية- المعايير، التقييم، التصحيح- جامعة عمان الأهلية، الأردن، كلية الاقتصاد ، 1998.

47- الصحن، عبد الفتاح، درويش محمد ناجي، المراجعة بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.

48- طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المراجعة، الدار الجامعية، مصر،2004.

49- طارق عبد العظيم أحمد، بورصة الأوراق المالية، كتاب متاح على الموقع www.pdffactory.com، الوحدة التعليمية الثانية: دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية، تاريخ التصفح: 25-02-2014، على الساعة: 22:30.

50- عادل اسحق، مراجعة متقدمة- مراجعة شركات السمسرة في الأوراق المالية- المجموعة الثانية، الفقرة الرابعة، الفصل الخامس، 2013.

51- عبد الرؤوف جابر، الرقابة المالية و المراقب المالي من الناحية النظرية، دار النهضة العربية، بيروت، الطبعة الأولى.

52- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.

53- عبد الغفار حنفي، البورصات- أسهم، سندات، صناديق الاستثمار- المكتب العربي الحديث، القاهرة، مصر، 1995.

54- عبد الغفار حنفي، رسمية زكى، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.

55- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.

56- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، السيدة عبد الفتاح، الأسواق المالية- أسواق رأسمال، البورصات، البنوك،شركات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.

57- عبد الغفار حنفيي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.

58- عبد الفتاح الصحن، أحمد نور، علي أبو الحسن، الرقابة ومراجعة الحسابات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1989

59- عبد الفتاح الصحن، مبادئ وأسس المراجعة علما وعملا، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1993.

60- عبد الفتاح الصحن، محمد السيد سرايا، الرقابة والمراجعة الداخلية على المستوى الجزئي والكلي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.

61- عبد الفتاح محمد الصحن، فتحي رزق السوافيري، الرقابة والمراجعة الداخلية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2004.

62- عبد الوهاب نصر علي، خدمات مراقب الحسابات لسوق المال- المتطلبات المهنية ومشاكل الممارسة العملية في ضوء معايير المراجعة المصرية والدولية والأمريكية، الجزء الأول، المراجعة الحديثة لحسابات الشركات المقيدة بالبورصة وفقا لمدخل الأهمية وخطر المراجعة ودورات العمليات، الدار الجامعية، الإسكندرية.

63- عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، مراجعة الحسابات في بيئة الخصخصة وأسواق المال والتجارة الالكترونية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

64- عبد الوهاب نصر علي، شحاته السيد شحاته، المراجعة الالكترونية في أسواق المال، دار التعليم الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2005.

65- عبد الوهاب نصر علي، شحاته السيد شحاته، مراجعة الحسابات في بيئة الخصخصة وأسواق المال والتجارة الالكترونية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

66- عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر.

67- عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقي، أسامة عزمي سلامة، شقيري نوري موسى، الإدارة المالية- النظرية والتطبيق- دار ميسرة، عمان، الأردن، 2009 ، الطبعة الثالثة.

68- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

69- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

70- عطاء الله، دراسات متقدمة في المراجعة، مكتب الشباب، القاهرة، 1994.

71- علاء الدين أحمد جبر، بورصة الأوراق المالية، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 2007.

72- عيد حامد معيوف الشمري، معايير المراجعة ومدى أمكانية استخدامها في تنظيم الممارسة المهنية، معهد الدارة العامة للنشر، الرياض، 1994.

73- غسان فلاح المطارنة، تدقيق الحسابات المعاصرة، ميسرة للنشر، الأردن، 2000.

74- فريد النجار، إدارة شركات تدال الأوراق المالية- فنون الاستثمار في البورصة- جامعة بنها، كلية التجارة، مركز التعليم المفتوح، برنامج مهارات التسويق والبيع، 2008، كتاب متاح على الرابط: http://www.pdffactory.com، تاريخ التصفح : 2014/01/25، على الساعة: 11.10

75- الفصل 09، نظم المعلومات المحاسبية والتقارير المالية لأغراض المحاسبة الإدارية في سوق الأوراق المالية، برنامج محاسبة البنوك والبورصات، مركز التعليم المفتوح بجامعة بنها، PDF created with pdfFactory Pro trial version . www.pdffactory.com

76- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية والعلمية- دار وائل للنشر، عمان، 2007.

77- كامل بربر، الاتجاهات الحديثة في الإدارة وتحديات المديرين، دار المنهل اللبناني للنشر، بيروت، الطبعة الأولى، 2006.

78- كامل بربر، الإدارة عملية ونظام، المؤسسة الجامعية للدراسات، مصر، الطبعة الأولى، 1996.

79- كامل محمد، أساسيات المراجعة في ظل بيئة التشغيل الالكتروني للبيانات، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 1999.

80-الكسندر ديفيستون، المضاربة في البورصة، قسم الترجمة بدار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة،2006.

81- كمال خليفة أبو زيد، سمير كامل عيسى، رجب السيد راشد، دراسات في المراجعة الخارجية للقوائم المالية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2008.

82- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز اشبيليا للنشر، الرياض، السعودية، الطبعة الأولى، 2005.

83- محمد التهامي طواهر، مسعود صديقي، المراجعة وتدقيق الحسابات- الإطار النظري والممارسة التطبيقية- ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 2003.

84- محمد التهامي طواهر، مسعود صديقي، المراجعة وتدقيق الحسابات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1996.

85- محمد التهامي طواهر، مسعود صديقي، المراجعة وتدقيق الحسابات، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2005.

86- محمد السقا، دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي وفي الخصخصة، محاضرات قدمت في برنامج- تحليل سوق الأوراق المالية- المعهد العربي للتخطيط بالكويت، 2000.

87- محمد الفيومي، نظام المعلومات المحاسبية في المنشآت المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1990.

88- محمد أمين زوبل، يونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2002.

89- محمد سمير الصبان، عبد الوهاب نصر علي، المراجعة الخارجية -المفاهيم الأساسية وآليات التطبيق وفق المعايير المتعارف عليها والمعايير الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

90- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية،الإسكندرية، مصر، 2001.

91- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2002.

92- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.

93- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.

94- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية-الأسهم والسندات- النفائس للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 1999.

95- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993 .

96- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.

97- محمد نصر مهنا، تحديث في الإدارة العامة و المحلية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، القاهرة، 2005.

98- محمد يوسف ياسين، البورصة- عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم- منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2004.

99- محمد يونس، عبد النعيم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.

100- محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق – أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر،2000 .

101- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية–البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال – أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الجزء الأول،1993 .

102- مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر،1993، الطبعة الأولى.

103- منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2000.

104- منير إبراهيم هندي، إدارة المنشئات المالية و أسواق المال، دار المعارف للنشر، الإسكندرية، مصر، 2008.

105- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعرف، الإسكندرية، مصر، 1999.

106- منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1994.

107- منير هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأسمال والأوراق الحاضرة والمستقبلية- سلسلة الأوراق المالية- الاقتصادية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 1994.

108-الميداني محمد أيمن عزت، تطوير أسواق رأس المال في سوريا، دمشق، سوريا، 2002.

109- نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحموي، الأسواق و المؤسسات المالية ،كلية التجارة، جامعة عين شمس ، 2005.

110- هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2003.

111- وسن عبد الصمد نجم الجعفري، دور مراقب الحسابات ومسؤوليته تلبية احتياجات مستخدمي القوائم المالية، المعهد العربي للمحاسبين القانونيين، جامعة بغداد، 2006.

112- الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي – الإدارة المالية: دروس وتطبيقات- وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006، الطبعة الأولى.

113- يحي حسين عبيد، إبراهيم طه عبد الوهاب، أصول المراجعة–الأبعاد العلمية ومعايير التطبيق –الجلاء للنشر، مصر، 2001، الطبعة الأولى.

2- الرسائل والأطروحات

114-براق محمد، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، .1999

115-بركات لطفي محمود أحمد، تقييم عوامل تضييق فجو التوقعات في المراجعة-دراسة تطبيقية في الجمهوري اليمنية- رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قنا السويس، كلية التجارة ببور سعيد، 2000.

116-بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية- أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك ومالية جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان - السنة الجامعية 2012-2013.

117- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،2006.

118-الجودي الصاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006.

119-ربوح عبد الغني، الدور المالي والاقتصادي لبورصة القيم وأثرها على أداء المؤسسات – دراسة حالة بورصة الجزائر– رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2004 /2005.

120-ساعد ابتسام، تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري ودوره في تمويل الاقتصاد، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009.

121-سامية زيطارى، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة- حالة أسواق الأوراق المالية العربية- أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع الاقتصاد القياسي، 2004.

122- عبد المنعم عطا العلول، دور الإفصاح المحاسبي في دعم نظام الرقابة والمساءلة في الشركات المساهمة العامة قطاع غزة- فلسطين- دراسة تحليلية تطبيقية، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة.

123-لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم- دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري بقسنطينة، الجزائر، 2010.

124-محفوظ بورمة هشام، النظام المصرفي الجزائري وإمكانية الاندماج في العولمة المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إدارة مالية، جامعة 20 أوت سكيكدة، 2009.

125-محمد علي محفوظ خويره، التخطيط الضريبي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، كلية الدراسات العليا، 2004.

3- الملتقيات والندوات والمؤتمرات

126-أبو الوفا محمد أبو الوفا، جريمة الغش في تداول الأسهم في القانون المقارن والفقه الإسلامي، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات- أفاق وتحديات- جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006.

127-أحمد البيطار، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الشفافية، صندوق النقد العربي، 2002 .

128-أحمد مخلوف، الأزمة المالية العالمية واستشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات من منظور إسلامي، الملتقى العلمي حول: الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، الجزائر، أكتوبر2009.

129- براق محمد، قمان عمر، دور حوكمة الشركات في التنسيق بين الآليات الرقابية الداخلية والخارجية للحد من الفساد المالي والإداري، ملتقى وطني حول: حومة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة،06-07 ماي 2012.

130-خالد سعد زغلول حلمي، النظام القانوني للرقابة عل المحافظ وصناديق الاستثمار- تجربة الكويت- المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات- أفاق وتحديات- جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006.

131-خليف ثامر الحميدة، وسائل الإدارة في الرقابة على سوق الأوراق المالية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات- أفاق وتحديات- جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006.

132-دريد آل شبيب، عبد الرحمان الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي حالة شركة وورلدكم الأمريكية، المؤتمر العلمي الرابع حول استراتيجيات الأعمال في مواجهة العولمة، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 15-16مارس2005.

133-الرزين، عبد الله بن محمد، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس، اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، عمان، الأردن، 2005.

134-سالم محمد عبود، الأزمة المالية العالمية بين مبدأ الإفصاح والشفافية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الثالث، عمان، الأردن، 28-29 ابريل2009.

135-صالح أحمد البربري، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العاملين ببواطن الأمور- دراسة قانونية مقارنة- مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات- آفاق وتحديات- جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2006.

136-صديقي مسعود، براق محمد، انعكاس تكامل المراجعة الداخلية والخارجية على الأداء الرقابي، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، 08-09 مارس2005.

137-صديقي مسعود، دور نظام الرقابة الداخلية في تفعيل الأداء المحاسبي للمؤسسة الاقتصادية، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية الجزائرية و تحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، 22-23 أفريل 2003.

138-صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2006 .

139-عادل عبد الفتاح المهى، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي- دراسة اختباريه وحديثة- بحث مقدم إلى جامعة الملك خالد، السعودية.

140-عبد الحميد القصراوي، دور تكنولوجيا المعلومات في سوق فلسطين للأوراق المالية- البيئة الالكترونية المستخدمة في السوق- الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، 2007.

141-عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، بحث مقدم إلى هيئة الأوراق المالية والسلع- أبو ظبي، دبي، الشارقة- مارس 2006.

142-عبد القادر دبون، محمد الهاشمي حجاج، أهمية المعلومات المالية والمحاسبية وأثرها على كفاءة بورصة الجزائر في ظل الإصلاح المحاسبي، الملتقى الدولي حول: الإصلاح المحاسبي في الجزائر، نوفمبر 2011.

143-عشماوي محمد عبد الفتاح، نموذج مقترح لتفعيل قواعد حوكمة الشركات في إطار المعايير الدولية للمراجعة الداخلية، بحث مقدم إلى المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، جمهورية مصر العربية،2005.

144-علي حسين الدوغجي، مدى مسؤولية مراقب الحسابات عن فرض الاستمرارية والفشل المالي للشركات، بحث مقدم، جامعة بغداد، كلية الإدارة والاقتصاد.

145-عماد أحمد إسماعيل، خصائص نظم المعلومات وأثرها في تحديد خيار المنافسة الاستراتيجي في الإدارتين العليا والوسطى- دراسة تطبيقية على المصارف التجارية العاملة في قطاع غزة- الجامعة الإسلامية-غزة- 2001.

146-فيصل محمود الشواورة، رياض مصلح الحمايدة، دور وحدات المراجعة الداخلية في تحسين كفاءة عمل لجان التدقيق المنبثقة عن مجالس الإدارة في الشركات المساهمة العامة الأردنية- دراسة ميدانية- بحث مقدم إلى كلية إدارة الأعمال، جامعة مؤتة، الكرك، الأردن.

147-قورين حاج قويدر واخرون، تأهيل قطاع السوق المالي كمدخل لتدعيم تنافسية الاقتصاد الجزائري بالاعتماد على النظام المحاسبي المالي الجديد -SCF -، الملتقى الدولي الرابع حول المنافسة والاستراتيجيات التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربية.

148-محمد أمين علي قطان، هيئات الرقابة الشرعية- اختيار أعضائها وضوابطها- المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2008.

149-محمود عبد ربه، العلاقة بين تقارير مراقبي الحسابات وكفاءة الأسواق المالية، ورقة عمل مقدمة إلى مجلس الرقابة المالية، عمان149.

150-مسعود دراوسي، ضيف الله محمد الهادي، فعالية وأداء المراجعة الداخلية في ظل حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، ملتقى وطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، 06-07 ماي 2012.

151-نور الدين بومدين، مداني احمد، دور رأس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة، الملتقى الدولي الخامس حول: رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المحور السابع.

152-الوظائفي مازن نجيب محمد، دور التشريعات في تطوير أسواق الأوراق المالية وتشجيع الاستثمار، مداخلة مقدمة في مؤتمر الاستثمار في إقليم الشمال في وآفاق تطويره، عمان، الأردن، 4-5 ماي 1998.

153-وليد هويمل عوجان، صناديق الاستثمار- دراسة وتحليل- المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات- أفاق وتحديات- جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006.

4- المجلات والجرائد العامة والرسمية

154-أحمد حسين دحدوح، مسؤولية مراجع الحسابات عن اكتشاف التضليل في التقارير المالية والعوامل المؤثرة في اكتشافه - حالة الشركات الصناعية- مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد22، العدد 01، 2006.

155-بدر نبيه ارسانيوس، تطوير دور مراقبي الحسابات في التقرير عن تقييم تقارير الإدارة بشأن فعالية ضوابط الرقابة الداخلية وأثر ذلك على جود التقارير المالية- دراسة ميدانية- مجلة كلية التجارة، جامعة بني يوسف، القاهر، 2008.

156-براق محمد، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها، مجلة الإدارة للمدرسة الوطنية للإدارة، المجلد11، العدد 21، 2001.

157-بن أعمر بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، 2013، العدد02.

158-جريدة صيدال تصدر عن المجمع، العدد 15 مارس1999 group -Notice d'information -SAIDAL

159-جليل طريف، الرقابة على الأسواق، مجلة اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، الإصدار الأول، يناير-يونيو2003.

160-حسان حضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون(27) ، مارس 2004.

161-حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا الأقطار العربية، إصدارات جسر التنمية، الكويت، العدد السابع والعشرون، مارس، 2004، السنة الثالثة، متاح على العنوان-www.arab api.org/develop_1.htm

162-حسين القاضي و آخرون، دور الإفصاح الذي تقوم به الإدارة في تفعيل الرقابة الداخلية، مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية و القانونية، مجلد28، العدد 02، 2006.

163-حمد هاشم الصقال، محمد حسين مهدي سعيد، دور الرقابة الالكترونية في الحد من الفساد، ورقة مقدمة من طرف وزارة التجارة مكتب المفتش العام.

164-رشا حمادة، أثر الضوابط الرقابية العامة لنظم المعلومات المحاسبية الالكترونية في زيادة موثوقية المعلومات المحاسبية- دراسة ميدانية- مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية،2010، العدد01، المجلد 26.

165-رشيد بوكساني، نسيمه أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، رقم05، 2010.

166-رياض المسلم، التدقيق الداخلي أهميته وأهدافه ومعاييره، مجلة المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، العدد111، الربع الثالث1999.

167-زغدار احمد، سفير محمد، خيار الجزائر بالتكيف مع متطلبات الإفصاح وفق معايير المحاسبة الدولية (IAS/IFRS) ، مجلة الباحث، العدد7، 2009-2010.

168-سمير كامل محمد عيسي، أثر جودة المراجعة الخارجية على عمليات إدارة الأرباح مع دراسة تطبيقية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد02، المجلد 45، يوليو2008.

169-سناء عبد الكريم الخناق، حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للازمات المالية- التجربة الماليزية- مجلة جامعة ملايا، ماليزيا.

170-صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012.

171-عامر محمد الرطام، قياس تأثير التطور في معايير المحاسبة والمراجعة على مصداقية تقارير مراقبي الحسابات- دراسة ميدانية على سوق الأوراق المالية بدولة الكويت- مجلة الفكر المحاسبي، مصر، المجلد14، العدد 02.

172-العامر، أفضل المبادئ للإجراءات الرقابية على المؤسسات الدولية، وثيقة مترجمة من قبل ديوان المراقبة العامة بالمملكة العربية السعودية، متاح على الرابط: www.intossai.org.

173-عاهل عيد سرحان، دور مدقق الحسابات الخارجي في تقويم القدرة على الاستمرارية لدى الشركات المساهمة العامة في فلسطين، مجلة الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة، 2007.

174-عبد الفتاح أحمد علي خليل، قياس البعد الاختياري للدور الحكومي للمراجعة في الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصري، المجلة المصري للدراسات التجارية، مصر، المجلد28، العدد 04، 2004.

175-عبد الناصر طلب الزيود، محمد خير سليم أبو زيد، أثر الإنترنت في الأسواق المالية- دراسة تطبيقية على بورصة عمان المالية-، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا،2007، المجلد 23 ، العدد الأول.

176-عطية احمد محمد صلاح، الأدوات المالية المشتقة-تحد جديد للمراجعين-مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، السنة العشرون، المجلد العشرون، العدد الأول، يناير، 1998.

177-الغانم عبد الله، التدقيق الداخلي، مجلة جمعية المحاسبين القانونيين، السعودية، 2005.

178-محفوظ جبار، عديلة مريمت، انهيار سوق الأسهم الجزائرية وبدائل الاستثمار- ملحوظة علمية- مجلة دراسات العلوم الإدارية، جامعة الجزائر، المجلد 35، العدد2 ، 2008.

179-محمد بشير غوالي، دور مراجع الحسابات في تلبية احتياجات مستخدمي القوائم المالية دراسة حالة عينة من ممارسي مهنة المحاسبة بولايات الجنوب الشرقي الجزائري، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة ، العدد12، 2013.

180-محمد بن بوزيان وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب- مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، 2012، العدد02، ص: 240.

181-محمد عطية مطر، نطاق مسؤولية مراقب الحسابات عن تقييم استمرارية المنشأة، مجلة المحاسب القانوني العربي، عمان، 1990.

182-محمود جربوع، يوسف الحلو، دور المراجع الداخلي والمراجع الخارجي في قياس الكفاءة والفاعلية وتقييم الأداء في المشروعات الاقتصادية في فلسطين، مجلة جامعة بغداد للعلوم الاقتصادية، العراق، العدد08، 2004.

183-محي الدين حمزة، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية- دراسة تطبيقية- مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، 2007، المجلد23، العدد1.

184-مصطفى راشد العبادي، مدى حاجة معايير المحاسبة والمراجعة السعودية لتبني القيمة العادلة كأساس للقياس والإفصاح والمراجعة بالقوائم المالية- دراسة تحليلي مقارنة- السعودية، مجلة جامعة الملك سعود، كلية إدارة الأعمال.

185-معايير دولية، International Standard on Auditing, ISA, No570, Going Concern, 2003

186-هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية المصري في الفترة 1993-1997، مركز بحوث ودراسات الشرق الأوسط، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 1998، العدد237.

187-وليد عبد مولاه، البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس 2010، العدد91.

188-يوسف محمد جربوع، مدى قدرة المراجع الخارجي من خلال التحليل المالي على اكتشاف الأخطاء غير العادية والتنبؤ بفشل المشروع- دراسة تطبيقية على مراجعي الحسابات القانونيين في قطاع غزة-فلسطين-مجلة الجامعة الإسلامية، سلسلة الدراسات الإنسانية، المجلد الثالث عشر، العدد الأول، يناير، 2005.

189-يوسف محمود جربوع، مدى مسؤولية المراجع الخارجي عن اكتشاف الخطأ والغش والتصرفات غير القانونية بالقوائم المالية- قطاع غزة بدولة فلسطين-مجلة الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة، 2004.

5- التقارير والنشرات

190-تقارير سنوية ل "SGBV"، الفصل الأول، اللجنة وبيئتها، البيئة الوطنية www.sgbv.dz , .rapport anuele2010, 2011, 2012, 2013

191-تقرير المنظمات الدولية لهيئات سوق المال، هيئة قطر للأسواق المالية، متاح على موقع international organization of securities commissions

192-تقرير بنك الجزائر لسنة 2009- 2011.

6- القوانين والمراسيم والأوامر

193- لائحة "COSOB"رقم 96-03 بتاريخ 17 صفر 1417 الموافق 3 جويلية 1996 بشأن شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والتزاماتهم ومراقبتهم، الفصل 1 القسم 1 المادة 2.

194-لوائح وتعليمات- إعلانات- المتعلقة بإجراءات ممارسة ومراقبة من طرف اللجنة لشركات رأس المال الاستثماري الأمر رقم 01-14من 17يونيو 2014 بشأن شروط ممارسة سيطرة COSOBعلى شركات الأسهم الخاصة متاح على موقع: www.cosob.organing بتاريخ: 2015/02/17.

195-المادة 03 من نظام "COSOB" رقم 96-02 المؤرخ في 22 جوان 1996، الجريدة الرسمية عدد 36، الصادر في 01 جوان 1997، المعدل والمتمم بالنظام رقم 04-01 المؤرخ في 08 جويلية 2004.

196-المواد: 06، 07، 08، 09، 14،21 من نظام "COSOB" رقم 2000-02، المؤرخ في 20 جانفي 2000، الجريدة الرسمية عدد 50، الصادر في 16 أوت 2000.

197-المواد: 37، 38، 39، من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي1993، الجريدة الرسمية عدد34، الصادر في 23 ماي1993.

198-نظام "COSOB" رقم93-02 المؤرخ في22 جوان1996 ، الجريدة الرسمية عدد 36، الصادر في 01جوان1997، المعدل والمتمم بالنظام رقم 04-01 المؤرخ في 08 جوان 2004، الجريدة الرسمية عدد22، الصادر بتاريخ27مارس2005.

199-هيئة السوق المالية، أعمال الرقابة الإلكترونية، التقرير السنوي 2011، الرياض، السعودية.

200-هيئة السوق المالية، أعمال الرقابة الإلكترونية، التقرير السنوي2010، عمان، الأردن.

201-هيئة السوق المالية، تطوير الأنظمة الالكترونية، التقرير السنوي، 2010، عمان، الأردن.

ثانيا: باللغة الأجنبية

1- Les ouvrages

202- Alter Steven, information Systems, a management perspective, 4th ed benjamin Cummings publishing company INC, 2004 .

203-D, Batude, L'audit comptable et financier, Nathan, Paris, 1997.

204-Eglem Jean-Yves et autres, Les Mecanismes Comptables de L'entreprise, 4eme edition, Gualino Editeur, paris, 2001.

205-Fulle J, Farrel, Modern Investment and Soceity Analysis, McGraw-HILL Book, Co INC. N. Y, 1997.

206-G, Heem, un approche conventionnaliste de l'évolutions du contrôle interne, revue fronçais de gestion, Juin_ Guillet et août, 2001, n°143.

207-Gérard Charreaux, théorie financière pages perso, orange Fr, Gérard Charreaux, ENCVR, PDF.

208-Hamini Allel, le contrôle interne et l'élaboration du bilan comptable, Alger, opu, 1993.

209- J. Peyrard, La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux, 1993, 3éme édition.

210-K.Belamiri, méthodologie de vérification des comptes, Revue S.N.C N° 1.

211-Lellem Lakhder, management et système d'information, séminaire ISGP, Alger, 2002.

212-Loudon Kenneth, Loudon Jane, management information system prentice, hall internationale INC, United state of America.

213- M. Donis, Valeurs mobiliers et gestion de portefeuille, Québec, SMG, 1993.
214- Mikol.A, les audits financiers, Nathan, PARIS, 1999.
215- Pier Conso. Farouk Hémici, l'entreprise en20 leçons, stratégie, gestion, fonctionnement, dunod, paris, 2006, 4édition.
216- Sophia Antipolis, contrôle de gestion-cour et application, 2édition, Epreuve n°7, universités MSTCF, 2001.

2- Les papiers de travaille

217- Bilal Omar and Jon Simon, Corporate aggregate disclosure practices in Jordan, Advances in Accounting incorporating Advances in International Accounting, No.27, 2011.
218- Manhal Mageed Ahmad, re- engineering audit profession in the context of information technology- study pilot to demonstrate the views of sample selection of auditors in Irak, phd thesis submitted by the researcher, 2001.
219- Ruud Flemming, ch03, The Internal Audit Function- An Integral Part Of Organizational Governance, 2004.
220- The importance of mutual funds to capital markets, paper presented by global investment house to the first annual palestinian capital market forum, september 2007.

3- Les revues et journaux

221- Eugence Fama, efficient capital market a reasieur of theory and emirical work, journal of finance, May 1970.
222- Jean Pierre briffaut, systèmes d'information en gestion industrielle, hermès science publication, paris, 2000.

ثالثا: المواقع الالكترونية

223- Guide COSOB, Guide de l'investisseur, 1997.
224- www. Cosob.org- guidecosob-arabetimet.pdf.
225- www. Cosob.org- La commission- présentation, 18-02- 2015, 12 : 15.
226- www. Cosob.org- Les émetteurs-actions cotées en bourse- informations financiers -GROUPE SAIDALE - visa cosob n : 98-04, 22- 02 -2015.

227- www. Cosob.org- Les émetteurs-actions cotées en bourse- informations financiers - CHAINE EGH EL- AURASSI - visa cosob n : 99-01 , 22- 02 -2015.
228- www. Cosob.org- Les émetteurs-actions cotées en bourse- informations financiers - ALLIANCE ASSURANCES - visa cosob n : 10-02 , 22- 02 -2015.
229- www. Cosob.org- Les émetteurs-actions cotées en bourse- informations financiers- NCA Rouïba visa cosob n : 08-03 , 22- 02 -2015.
230- www. Cosob.org- Les émetteurs-actions cotées en bourse- informations financiers- SPA DAHLI visa cosob n : 13-01 , 22- 02 -2015.
231- www. Cosob.org- publications-rapport 2007ara.pdf, p p : 25-26, 06-02-2015, 10 : 30.
232- www. Cosob.org- publications-rapport2008ara.pdf, 20-02-2015, 9: 45.
233- www. Cosob.org- publications-rapport2010 ara.pdf, 12-01-2015, 11: 45.
234- www. Cosob.org -publications-rapport2013.pdf, pp : 37-40, 06-03- 2015, 11 : 10.
235- www. Cosob.org, 15 -01-2014, 12 :35.
236- www. Cosob.org-publications- colloques ET séminaires, 23-02-2015, 9:45.
237- www. Cosob.org-publications- publications- rapport 2012.PDF, 23-02-2015, 10:35.
238- www. Sgbv, guide-fonctionnement-de-la-bourse-arabe.pdf, 27/09/2014, 08 : 15.
239- www. Sgbv, guide-ordre-bourse-arabe.pdf, 29-10- 2014, 11 : 30.
240- www. Sgbv. Dz, guide-opcvm-arabe.pdf, 25-10- 2014, 09 : 15.
241- www.abcbourse.com/apprendre/at/leconl.html, Société abc bourse.com,
242- www.allianceassurances.com.dz, 24-02-2015, 09 : 15.
243- www.cosob.organing - -لوائح وتعليمات- إعلانات- المتعلقة بالمصدرين, 17-02-2015, 9 :30.
244- www.elaurassihotel-algiers.com, 24-02-2015,12 : 30.
245- www.ennaharonline.com/ar/algeria_news,N: 185869, 15- 09- 2014, 10 : 30.
246- www.rouibaenbourse.com, 25-02-2015, 09 : 15.
247- www.Sgbv.dz/Ar 23/09/2014, 11: 12.
248- www.sgbv.dz/Ar /, guide cosob-arabe timet. pdf, 25/09/2014, 15 : 45.

249- www.Sgbv-guide-fonctionnement-de-la-bourse-arabe.pdf,25/09/2014, 16 : 30.

رابعا: المصطلحات

MCR: Ratio of Market Capitalization.
DJIA : Dow Jones Industrial Average
EPIS: Electronic price information computer.
FT– SE 100: Financial Times Stock Exchange 100.
MACD: Moving Average Convergence Divergence
RSI: Relative Strength Index
S & P: 500 standard and poor's 500.
TR: Turnover Ratio.
VTR: Value Traded Ratio.
COSOB: Commission D'organisation et de Surveillance des Opération de Bourse
TOPIC: Teletext out put of price information by computer
V: Volatility.

الملاحق

ملحق رقم 01

بورصة الجزائر
BOURSE D'ALGER
SOCIÉTÉ DE GESTION DE LA BOURSE DES VALEURS
TEL.: 021 63 47 99 FAX : 021 63 88 16

Règles de gestion des séances de négociations à la bourse des valeurs

(Texte de la décision SGBV 02/99 mis à jour)

Le Président du Conseil d'Administration de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (S.G.B.V.),

- Vu le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993 relatif à la Bourse des Valeurs Mobilières, modifié et complété ;

- Vu l'arrêté du 06 décembre 1997 du Ministre des Finances portant approbation du règlement de la commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse n° 97-03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la Bourse des Valeurs Mobilières ;

- Vu les statuts en date du 24 mai 1997 portant constitution de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs ;

- Vu la résolution n° 1 du conseil d'administration de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, réuni le 24 mai 1997, portant élection de Monsieur Mohamed LOUHAB, à la présidence du conseil d'administration ;

- Vu la résolution n° 4 du conseil d'administration, réuni le 19 février 1998, portant adoption du projet de décision relative aux règles de gestion des séances de négociation à la Bourse des Valeurs,

Décide

Article 1 :

La présente décision a pour objet de définir les règles de gestion des séances de négociation à la Bourse des Valeurs.

Section 1 - Les séances de négociation de bourse

Article 2 : Dispositions générales. *(Modifié et complété par décisions SGBV N°6/99 et 10/02)*

Les jours ouvrables de la SGBV sont du dimanche au jeudi inclusivement.

a) Les Agents Autorisés représentant les IOB se rencontrent dans une salle de négociation appelée ‘’Parquet’’, tous les lundis et mercredis, aux heures officielles d’affaire, de 9 h 30 à la clôture de la séance, dans le but d’effectuer des transactions sur titres ;

Toutefois et en vue de réunir les meilleures conditions de démarrage de la seconde séance, la date de l’entrée en vigueur de la séance du mercredi est différé pour une période ne dépassant pas les trois mois à compter de l’adoption par la COSOB de la présente décision SGBV 10/02. Cette date sera annoncée par avis de la SGBV, après concertation avec le comité de négociation ;

b) Dans le cas où une journée boursière coïncide avec une journée fériée à l’échelle nationale, le Parquet sera ouvert aux négociations le prochain jour ouvrable. Toutefois il ne peut y avoir deux séances durant deux jours ouvrables consécutifs et le nombre de séances par semaine ne peut en excéder deux. La confirmation du calendrier ainsi aménagé fera l’objet d’un avis de la SGBV. " ;

c) Le nombre de ‘’fixing’’, par séance de négociation boursière, est déterminé par la SGBV Ce nombre peut être différent pour chaque catégorie de titres inscrits à la cote. Tout changement fait l’objet d’un préavis envoyé aux IOB ;

d) Les séances de négociation se déroulent d’après les étapes consécutives suivantes :

1) Ouverture de la séance (10 mn) : annonce de l’ouverture de la séance et appel électronique des IOB ;

2) Saisie des ordres (45 mn) : la saisie des ordres est autorisée pour les IOB ;

3) Validation des ordres (15 mn): confirmation des ordres par les IOB d’après les registres imprimés et éventuelles corrections ;

4) Traitement des ordres (10 mn) : lancement des traitements et validation des résultats de la séance par la surveillance du marché ;

5) Traitement des blocs (10 mn); déclaration et enregistrement des transactions de blocs

6) Documentation des transactions (15 mn) : remise aux IOB des rapports de la négociation et des états de la compensation.

7) Clôture de la séance.

e) Le calendrier des séances de négociation est communiqué par voie d’avis aux intervenants du marché.

Article 3 : Ouverture et clôture des séances de négociation de bourse.

Les séances de négociation de bourse débutent dès le signal d'ouverture et se terminent au signal de clôture. Aucune transaction ne peut être effectuée avant le signal d'ouverture ou après le signal de clôture.

Article 4 : Suspension d'une séance de négociation de bourse.

Conformément aux dispositions du Règlement Général, au vu des données ou des directions du marché, la SGBV, après accord du superviseur de la COSOB, peut suspendre les négociations de bourse pour une partie de la séance de négociation en cours, pour la séance entière ou pour plusieurs séances.

La SGBV en saisit la COSOB dans les plus brefs délais.

Article 5 : Suspension et arrêt des négociations sur un titre inscrit à la cote.

Conformément aux dispositions du Règlement Général, lorsque la SGBV est d'avis que des informations importantes n'ont pas été divulguées au public investisseur, ou lorsqu'elle juge qu'une situation est susceptible de rendre les conditions de marché inéquitables, la SGBV, après accord du superviseur de la COSOB, peut différer, suspendre ou arrêter les négociations en bourse sur un ou plusieurs titres inscrits à la cote.

La SGBV en avise immédiatement la COSOB.

Section 2 - Admission au Parquet.

Article 6 : Accès autorisé au Parquet.

Seules les personnes dûment autorisées ont accès au Parquet. Ces personnes doivent, en tout temps, porter une identification officielle et/ou temporaire, le cas échéant accordée par la SGBV.

Article 7 : Personnel négociateur.

Le personnel négociateur est composé des Agents Autorisés représentant les IOB et de toute autre personne associée à un IOB, en tant qu'employé ou par contrat. Ces personnes doivent être accréditées par la COSOB.

Les IOB négociant en bourse autorisent au moins deux membres de leur personnel à transiger en leur nom.

Article 8 : Privilèges des Agents Autorisés.

a) les privilèges des Agents Autorisés sont les suivants :

b) l'accès au Parquet ;

c) la libre circulation sur le Parquet ;

d) interagir avec le Comité de négociation ;

e) intervenir lors des séances de négociation tel qu'il est établi par la SGBV ; et

f) déposer des plaintes.

Article 9 : Personnel non négociateur.

Le personnel non négociateur, dûment autorisé et admis au Parquet, est composé :

a) des employés de la SGBV. ;

b) du superviseur de la COSOB ; et

c) des visiteurs accompagnés d'un officiel de Parquet.

Article 10 : Communication avec le Parquet.

Les moyens et les formes de communication permis avec le Parquet sont approuvés par le Directeur Général de la SGBV ou par la personne déléguée par ce dernier.

Article 11 : Demande d'enregistrement d'Agent Autorisé.

Toute demande d'un IOB pour enregistrer son personnel négociateur, doit être présentée, par écrit et selon le format prescrit, à la COSOB et à la SGBV, par une personne habilitée à engager la société de l'IOB.

Chaque demande est évaluée par le Comité de négociation qui soumet une recommandation au Directeur Général de la SGBV ou à une personne dûment habilitée, après une analyse des compétences du candidat et de tout autre critère jugé pertinent.

Le Directeur Général de la SGBV recommande à la COSOB l'approbation de l'inscription des Agents Autorisés à négocier à la Bourse.

Article 12 : Qualifications exigées du personnel négociateur.

Le personnel négociateur doit :

a) être âgé d'au moins 25 ans ;

b) être reconnu comme étant honnête, probe et solvable ;

c) être considéré apte à être investi du privilège de négocier sur les titres inscrits à la cote et des responsabilités en découlant ;

d) posséder les compétences professionnelles conformes au règlement de la COSOB ; et

e) être en conformité avec tout autre critère établi par la SGBV

Section 3 - Encadrement d'une séance de négociation.

Article 13 : Transaction effectuée en bourse.

Toute transaction portant sur un titre inscrit à la cote doit obligatoirement être réalisée en bourse et durant une séance de négociation de bourse.

Article 14 : Officiel de Parquet.

Un officiel de Parquet de la SGBV est une personne de cette société, nommée par son Directeur Général ou par une personne déléguée par ce dernier et à ce titre, il est responsable de l'encadrement des séances de négociation.

Les membres du Comité de négociation sont également reconnus comme officiels de Parquet et collaborent avec les officiels de Parquet de la SGBV.

Article 15 : Composition du Comité de négociation.

Les séances de négociation de bourse sont régies par le Comité de négociation. Ce Comité comporte au moins trois membres ou un nombre impair de membres nommés par le Conseil d'administration de la SGBV Ils sont choisis parmi les IOB membres de cette société ainsi que les employés de celle-ci. Ils portent le titre de ''Officiel de Parquet''.

Deux représentants d'un même IOB peuvent être nommés au Comité de négociation, mais l'IOB en question n'aura droit qu'à une seule voix.

Le superviseur de la COSOB sur sa demande, peut participer en tant qu'observateur aux réunions du Comité de négociation.
Le Président et le Vice Président du Comité de négociation seront nommés par le Conseil d'administration de la SGBV.

Article 16 : Pouvoirs du Comité de négociation.

Le Comité de négociation, en collaboration avec les officiels de Parquet de la SGBV, régit les séances de négociation de bourse, la conduite des IOB négociant à la bourse et de toutes autres personnes qui leur sont associées en tant qu'employés ou par contrat.

Article 17 : Amélioration des procédures de négociation.

Le Comité de négociation, en collaboration avec les officiels de Parquet de la SGBV, peut soumettre des recommandations au Conseil d'administration de cette société, en ce qui concerne les négociations de bourse, afin de garantir des pratiques et des procédures de négociation plus adaptées.

Tout IOB, négociant à la Bourse ou toute autre personne associée à un IOB, en tant qu'employé ou par contrat, est soumis aux recommandations du Comité de négociation.

Article 18 : Délais et arrêts des négociations.

Deux officiels de Parquet incluant au moins un officiel de la SGBV agissant de concert, et après accord avec le superviseur de la COSOB sont autorisés à prendre les mesures requises, afin de retarder l'ouverture des négociations de bourse sur un titre inscrit à la cote, ou d'interrompre les négociations de bourse sur ce titre, afin de favoriser une ouverture ou une réouverture ordonnée des négociations sur ce titre.

Les officiels de Parquet doivent aviser immédiatement la COSOB des mesures qui sont prises.

Article 19 : Pouvoirs des officiels de Parquet.

a) Un officiel de Parquet a le pouvoir d'interpréter et de régler les différends survenant au cours des séances de négociation de bourse afin d'assurer le respect des règles et des procédures de négociation.

b) Lorsqu'un officiel de Parquet est lui-même impliqué dans un différend, la résolution doit être confiée à un autre officiel de Parquet.

c) Les différends entre deux IOB relatifs à une transaction en bourse sont résolus par un officiel de Parquet de la SGBV Dans ce cas, la décision rendue par un officiel de Parquet de la SGBV est finale et exécutoire. Par contre, toute autre décision rendue par un officiel de Parquet est sujette au droit d'appel du Comité de négociation.

d) Tout officiel de Parquet doit aviser promptement le Comité de négociation et le superviseur de la COSOB de toute infraction aux règles de négociation de bourse, ainsi que de tout manquement au code d'éthique, de la part de toute personne ayant accès au Parquet ;
e) Deux officiels de Parquet, agissant de concert, peuvent expulser du Parquet et des lieux adjacents toute personne dont la conduite nuit au déroulement des opérations du Parquet.

Article 20 : Pouvoirs du superviseur de la COSOB.

Le superviseur de la COSOB est chargé de :

a) veiller au respect des dispositions du Règlement Général ;

b) résoudre les litiges ponctuels survenus en séance de bourse qui résultent de l'interprétation des dispositions réglementaires régissant le fonctionnement du marché ; et

c) représenter la COSOB auprès de la SGBV.

Dans ce cadre, après consultation avec le Comité de négociation, le superviseur de la COSOB peut suspendre la cotation d'un ou de plusieurs titres.

Article 21 : Infractions et sanctions.

Dans le cas où un IOB où une personne associée à celui-ci en tant qu'employé ou par contrat, est jugé coupable d'une infraction à la réglementation de la SGBV, aux règles de gestion des négociations de bourse, ou est jugé coupable de conduite contraire au code d'éthique, le Comité de négociation est autorisé à imposer les sanctions suivantes :

a) une amende n'excédant pas 8.000 DA ;

b) l'interdiction d'accès au Parquet pour une période spécifique et selon les conditions déterminées par le Comité de négociation ;

c) l'expulsion du Parquet.

Le Comité de négociation doit aviser la SGBV et la COSOB des sanctions imposées.

Article 22 : Imposition d'amende.

Tout officiel de Parquet peut imposer une amende n'excédant pas 2.000 DA à tout IOB ou toute personne associée à un IOB, en tant qu'employé ou par contrat, jugé coupable de conduite contraire au code d'éthique.

L'officiel doit avertir immédiatement le Comité de négociation des mesures prises.

Article 23 : Appels

Une décision rendue par le Comité de négociation ou par un officiel de Parquet de la SGBV peut être portée en appel devant le Conseil d'administration de la SGBV ou à la COSOB, selon le cas, dans les 10 jours ouvrables suivant la réception de cette décision, à l'exclusion des décisions concernant un différend au sujet d'une transaction telles que fixées par l'article 19, alinéa 'c'.

Dans le cas d'une décision rendue par un officiel de Parquet, la partie concernée peut faire appel au Comité de négociation.

Article 24 : Enquêtes sur événements

Dans le cas où le Comité de négociation ou un officiel de Parquet juge qu'un événement dans lequel est impliqué un IOB ou une personne associée à un IOB en tant qu'employé ou par contrat, nécessite une enquête, il en avise la COSOB et transmet à cette dernière l'information portant sur cet événement. La COSOB est par la suite responsable de la conduite de l'enquête et de la résolution de l'évènement concerné.

Section 4 - Les ordres de bourse.

Article 25 : Introduction des ordres. *(Modifié et complété par décision SGBV N°6/99)*

L'introduction des ordres de transaction en bourse s'effectue par le moyen de la saisie dans un poste informatique dit station de négociation d'un registre d'ordre où l'IOB inscrit les ordres d'achat et de vente et qui est remis lors de l'ouverture de la séance de négociation.

Article 26 : Le libellé des ordres.

Pour être valide un ordre de bourse doit comporter :

a) le nom ou le symbole du titre faisant l'objet de la négociation ;

b) la mention indiquant s'il s'agit d'un ordre d'achat ou de vente ;

c) le nombre de titres qui seront négociés ;

d) la mention d'ordre client/non-client ;

e) des instructions précises quant au cours auquel il peut être exécuté ; et

f) des instructions précises quant à la durée de validité de l'ordre. L'ajout des références du donneur d'ordre est facultatif.

Article 27 : Définitions des ordres acceptés. *(Modifié et complété par décision SGBV N°6/99)*

Les ordres suivants seront acceptés pour fins de transactions en bourse :

Cours :

a) **Ordre ‘’au mieux’’ :**

L’ordre ‘’au mieux’’ est un ordre d’achat ou de vente auquel n’est assortie aucune indication de cours. Cet ordre est exécuté en priorité au mieux des possibilités du marché.

b) **Ordre ‘’à cours limité’’ :**

L’ordre ‘’à cours limité’’ est un ordre d’achat ou de vente par lequel le donneur d’ordre fixe le cours maximal qu’il est prêt à payer pour l’achat de titres ou le cours minimal auquel il est prêt à céder les titres.

Validité :

a) **Ordre “ de jour ” :**

L’ordre réputé ‘’de jour’’ est un ordre d’achat ou de vente valide uniquement pour la séance de bourse suivant sa transmission.

b) **Ordre “ à révocation ” :**

L’ordre ‘’à révocation’’ est un ordre d’achat ou de vente valide jusqu’à ***son*** exécution ou son retrait du marché ; ou jusqu’à la dernière séance de négociation de bourse du mois civil en cours.

c) **Ordre “ à durée limitée ” :**

L’ordre ‘’à durée limitée’’ est un ordre d’achat ou de vente qui comporte une date limite de validité d’une durée maximale de 30 jours et qui s’analyse comme valide jusqu’à l’issue de la séance de bourse mentionnée.

d) **Ordre “ à exécution ” :**

L’ordre ‘’à exécution’’ est un ordre d’achat ou de vente qui ne comporte aucune limite de validité. Sa durée de présentation au marché est limitée à trois semaines de calendrier.

Stipulation spéciale :

a) **Ordre ‘’tout ou rien’’ :**

Un ordre ‘’tout ou rien’’ est un ordre d’achat ou de vente qui ne peut être répondu partiellement.

Article 28 : Dispositions générales des ordres.

Tout ordre de bourse est présumé ‘’de jour’’ sauf identification contraire.
A défaut d'indication concernant la limite du cours, l'ordre est traité comme un ordre ‘’au mieux’’.

Tout ordre, dont les conditions d'exécution ne sont pas stipulées, peut être répondu partiellement, la quantité de titre indiquée étant considérée comme un maximum.

Article 29 : Ordres clients et non-clients.

Un compte dans lequel un IOB agissant pour son propre compte détient un intérêt direct ou indirect est dit ‘’compte professionnel’’. Un ordre de bourse effectué pour un tel compte est un ordre ‘’non-client’’.

Un ordre “ client ” est un ordre placé pour une tierce partie représentée par un IOB en tant qu'agent pour fins de transaction en bourse.

Tout ordre de bourse doit porter la mention de client ou non-client, selon le cas.

Article 30 : Les transactions de blocs *(Modifié et complété par décision SGBV N°6/99)*

a) une transaction est considérée de blocs lorsque le volume d'un titre de capital ou de créance ne peut être absorbé par le marché dans des circonstances normales ou dépasse un seuil minimum établi par la SGBV.

b) les transactions de blocs doivent être préalablement. autorisées par la SGBV.

c) les ordres sont transmis, selon la méthode et les formes prescrites par la SGBV, avant l'ouverture de la séance. Ce sont des ordres à “ cours limité ” dont la validité est d'un jour seulement.

d) les IOB désirant effectuer une transaction de bloc doivent satisfaire les ordres du livre client respectant le cours coté jusqu'à l'équilibre du marché et jusqu'à concurrence de 10 % de la valeur du bloc.

e) les transactions de blocs ont lieu à la fin de la séance de négociation au dernier cours réalisé des titres de capital ou de créance, plus ou moins un écart de 1 %.

f) la SGBV contrôle la régularité des transactions de bloc et informe les IOB et le marché par les moyens qu'elle juge appropriés.

g) tous les titres cotés sont éligibles aux transactions de blocs.

h) un titre coté ne peut faire l'objet d'une transaction de bloc dans les cas suivants :

- le titre en question est frappé de suspension ;
- impossibilité d'établir un fixing pendant la séance.

Section 5 - Les négociations de bourse.

Sous-section 1 - Dispositions générales.

Article 31 : Conditions de négociation. *(Modifié et complété par décision SGBV N°6/99)*

Les négociations sur titres inscrits à la cote sont conduites selon la méthode de cotation au fixing avec l'assistance de l'informatique.

La cotation au fixing consiste en l'application d'un seul cours coté à l'ensemble des transactions conclues pour chaque titre, lors d'une séance donnée de négociation de bourse. Ce cours coté permet de maximiser le volume de transactions, compte tenu de la composition des registres d'ordre à l'ouverture de la séance de bourse.

Article 32 : Cours coté pour une séance de bourse.

Le cours coté d'un titre désigne le niveau de prix auquel se négocie ce titre sur une base unitaire.

Le cours coté résulte d'un processus de cotation dont la méthode de calcul est déterminée par la SGBV.

Le cours coté d'un titre inscrit en bourse sera établi au début d'une séance de bourse si la confrontation des ordres de clients le permet.

A défaut d'avoir obtenu un cours coté par la confrontation des ordres de clients, la SGBV procédera à une deuxième confrontation avec l'ensemble des ordres de clients et de non-clients inscrits aux registres d'ordres et, si cette deuxième confrontation le permet, à la cotation d'un cours.

Lors de cette deuxième confrontation des registres d'ordres combinés, si l'état des offres d'achat et des offres de vente d'un titre est tel, qu'un cours coté ne peut être déterminé, la SGBV réserve la cotation du titre jusqu'à la prochaine séance de négociation de bourse.

Si le volume maximal de titres négociés est constaté pour plusieurs niveaux de cours, le cours établi au fixing correspond au niveau de cours qui minimise le déséquilibre de volume entre les ordres d'achat et les ordres de vente.

S'il existe plusieurs niveaux de cours pour lesquels le volume de titres négociés est maximisé et le déséquilibre de volume entre les ordres d'achat et les ordres de vente est minimisé, le cours établi au fixing correspond au niveau de cours qui est le plus proche du dernier cours de clôture enregistré.

Article 32 Bis1 : Défaillance des systèmes. *(Article inséré par décision SGBV N°6/99)*

En cas de défaillance du système informatique, la SGBV agit en fonction de l'intérêt du marché. Elle peut notamment décider d'avoir recours à la procédure manuelle ou de suspendre et reporter la séance de négociation.

Article 32 Bis2 : La procédure manuelle. *(Article inséré par décision SGBV N°6/99)*

La SGBV a recours à la procédure manuelle en cas d'impossibilité d'assurer la cotation selon les moyens informatiques usuels. La procédure manuelle est mise en œuvre sous la responsabilité et le contrôle de la SGBV.

Les modalités de la procédure manuelle devront être conformes aux principes fondamentaux d'organisation du marché des valeurs énoncés dans le règlement général de la bourse. Ces modalités pourront être précisées dans un avis.

Toute modification apportée à la procédure manuelle, pour une valeur donnée, fait l'objet d'un avis.

Article 33 : Validité du cours coté. *(Modifié et complété par décisions SGBV N°6/99)*

Le cours coté d'un titre est unique pour une séance de bourse donnée. Il est valide pour toute la durée de la séance de bourse et s'applique à toutes les négociations se déroulant pendant celle-ci.

La cotation d'un cours au fixing n'est pas permise dans les conditions suivantes :

a) le cours coté est différent du dernier cours de fixing et la quantité négociée est inférieure à dix ;

b) le volume d'ordre d'achat (de vente) au mieux sur un titre inscrit à la cote est supérieur au volume total des ordres de vente (d'achat) sur ce même titre ;

c) les écarts maximaux entre les cours, tel qu'indiqué à l'article 37, ne sont pas respectés ; et

d) le cours limité le plus élevé des ordres d'achat est inférieur au cours limité le plus bas des ordres de vente.

Dans ce cas, la SGBV réserve la cotation d'un titre jusqu'à la prochaine séance de négociation de bourse.

Article 34 : Unité de cotation.

a) les titres de capital sont cotés en dinars ;

b) les titres de créance sont cotés pied de coupon en pourcentage de la valeur nominale. Le jour de négociation, la fraction courue du coupon est calculée sur la base de la date de dénouement théorique.

Article 35 : Diffusion des données.

La diffusion des données ayant trait aux négociations de bourse sera effectuée par l'intermédiaire de la SGBV Des rapports statistiques compilant ces données seront produits par la SGBV et seront mis à la disponibilité des intervenants sur le marché boursier. En cas de disparité entre les données d'autres sources et celles de la SGBV, les données de la SGBV ont priorité.

Sous section 2 - Les cours.

Article 36 : Cours de référence.

Préalablement à la séance de bourse, un officiel de la SGBV établit pour chaque titre un cours de référence pour déterminer la validité du cours coté au fixing qui est calculé à l'ouverture de la séance de bourse.

Le cours de référence des titres cotés en bourse est le dernier cours coté lors d'une séance de bourse.
Si un titre particulier n'a pas été transigé lors de la séance de bourse précédente, le cours coté établi au fixing est maintenu à l'intérieur des écarts permis du cours établi lors de la dernière séance de négociation où le titre fut transigé.

Article 37 : Ecarts maximaux.

a) en ce qui a trait aux titres de capital, l'écart de cours maximal permis est de 5 % par rapport au cours de référence :

b) en ce qui a trait aux titres de créance, l'écart de cours maximal permis est de 1 % par rapport au cours de référence.

Article 38 : Modulation des écarts maximaux.

Si les conditions du marché le justifient et sous réserve d'en informer les intervenants sur le marché, la SGBV est habilitée à modifier pour un titre particulier les écarts de cours maximaux par rapport au cours de référence.

Après quatre séances de négociation sans transaction ou à la discrétion de la SGBV, et à condition qu'aucun ordre ne respecte l'article 39 (c), les écarts maximaux sont augmentés à chaque séance, de 5% pour les titres de capital et de 1 % pour les titres de créance, jusqu'à ce qu'une transaction soit effectuée.

Article 39 : Validité des cours acheteurs et des cours vendeurs

Pour être valide, un cours acheteur ou vendeur doit être :

a) annoncé durant une séance de cotation ;

b) disponible à tous les IOB sans discrimination ;

c) à l'intérieur des écarts maximaux indiqués à l'article 37 ;

d) réduit de la valeur du coupon de dividende ou d'intérêt la journée de son paiement ; et

e) annoncé selon les termes convenus par la réglementation et les procédures établies par la SGBV.

Article 40 : Pas de cotation.

Le pas de cotation désigne l'intervalle minimal entre deux niveaux de cours. Le pas de cotation est fixé à 5 dinars, pour les titres de capital et à 0,1 % de la valeur nominale pour les titres de créance.

Article 41 : Niveau du cours de clôture.

Le cours de clôture d'un titre donné est l'unique cours de la séance de bourse.

Article 42 : Absence de transaction.

En séance de bourse, aucune négociation ne peut se dérouler sur une valeur qui n'est pas cotée.

Si, sur un titre spécifique, la confrontation des ordres selon la méthode de cotation au fixing produit un volume maximal de titres négociés nul, la SGBV adopte une des deux lignes de conduite suivantes :

a) elle ne cote pas le titre en question et affiche l'indication ‘’non cotée’’ ; ou
b) elle ne cote pas le titre en cause mais affiche un prix offert, un prix demandé ou les deux, afin d'indiquer les tendances du marché. Ces cours seront tirés du registre d'ordres client en premier lieu ou du registre d'ordres non-client. Si aucun ordre applicable n'est inscrit au registre d'ordres client, les prix à afficher seront les meilleurs cours limités acheteurs et vendeurs.

Article 43 : Engagement des cours acceptés

Tout cours acheteur ou cours vendeur annoncé et accepté conformément aux exigences de la SGBV lie les parties impliquées dans la transaction de bourse. L'engagement qui en résulte est assujetti

aux exigences de la SGBV propres à cette transaction.

Sous-section 3 - Traitement des ordres.

Article 44 : Acheminement des ordres. *(Modifié et complété par décisions SGBV N°6/99 et 10/02)*

a) les ordres sont préparés sous la forme d'un registre d'ordres dans lequel l'IOB inscrit les ordres d'achat et de vente qu'il a reçus ;

b) à l'ouverture de la séance de négociation, le registre d'ordres de l'IOB peut être introduit dans un poste informatique dit station de négociation. Les stations de négociation sont sous le contrôle de la SGBV. Le système de négociation désigne l'ensemble du dispositif par lequel s'effectuent la saisie, le traitement des ordres et la production des états de la négociation ;

c) les ordres saisis par un Agent Autorisé doivent être approuvés par ce dernier sur un registre électronique imprimé par le système de négociation ;

d) les ordres des clients sont présentés séparément des ordres identifiés comme des ordres non-clients ;

e) la durée de validité d'un ordre est définie par les paramètres figurant à l'article 27 ci-dessus ;

f) l'annulation ou la modification d'un ordre peut être effectuée à tout moment dans la mesure où elle est effectuée avant la fin de la période de saisie des ordres ;

g) dans le cas de la modification d'un ordre les priorités de temps seront affectées selon les modalités suivantes *:*

- si le nombre de titres à transiger est réduit, l'ordre maintient son rang de priorité ;

- si le nombre de titres à transiger est augmenté ou si le prix du titre en question est modifié, l'ordre perd son rang de priorité et est traité comme un nouvel ordre.

Article 44 Bis : Préséance du système. *(article inséré é par décisions SGBV N°6/99)*

Tous les ordres d'achat et de vente sont exécutés par l'entremise du système de négociation sauf exception expressément prévue par avis de la SGBV.

Article 45 : Exécution, priorité et allocation des ordres *(Modifié et complété par décisions SGBV N°6/99 et 10/02)*

Seuls les ordres saisi**s** avant la fin de la période prévue de saisie ont la garantie de participation au

processus de négociation.

Les ordres saisis pour transaction en bourse sont exécutés pour tout ou en partie, en fonction des ordres inscrits aux carnets d'ordres pour la séance de bourse.

La séquence d'exécution des ordres de bourse est définie selon les critères suivants :

a) les ordres clients ont priorité sur les ordres non-clients ;

b) les ordres ''au mieux'' sont exécutés avec priorité au cours issu de la cotation au fixing ;

c) La priorité du cours prime pour les ordres ''à cours limité'' et implique que :

- du côté achat, les ordres à cours limité dont la limite est strictement supérieure au cours coté sont exécutés en premier, par ordre décroissant de la limite la plus élevée vers la limite la plus basse, et

- du côté vente, les ordres à cours limité dont la limite est strictement inférieure au cours coté sont exécutés en premier, par ordre croissant de la limite la plus basse vers la limite la plus élevée.

Après l'exécution des ordres ayant priorité, et s'il demeure un déséquilibre d'achat ou de vente, les ordres à cours limité égal au cours du fixing, ou le cas échéant au cours du déséquilibre, seront servis selon la règle du « premier entré / premier servi »
(Priorité de temps). "

A une limite donnée, les ordres ne comportant pas de stipulation spéciale ont priorité sur les ordres ''tout ou rien''. En cas de déséquilibre, les ordres ''tout ou rien'' du côté du déséquilibre ne pourront pas être satisfaits avant que tous les ordres sans stipulation spéciale du côté du déséquilibre n'aient été entièrement exécutés.

Dans un cas de non-exécution ou d'exécution partielle d'un ordre lors d'une séance de négociation, l'ordre ou la fraction d'ordre non exécutée demeure au carnet d'ordres de l'IOB et sera présenté à la séance de négociation de bourse suivante si sa validité le permet.

Article 45 Bis : limitation de responsabilité. *(Article inséré par décision SGBV N°6/99)*

La SGBV n'assume aucune responsabilité pour tout dommage, perte, coût, frais ou autre obligation résultant de l'utilisation de ses divers services et de ses systèmes informatiques. "

Sous-section 4 - Quotité de négociation.

Article 46 : Quotité de négociation standard. *(Modifié et complété par décisions SGBV N°6/99)*

La SGBV peut, pour une valeur donnée ou un groupe de valeurs, définir un lot régulier qui constitue la quotité de négociation pour ce lot régulier. Elle procède alors par voie d'avis.

Un lot irrégulier désigne une quantité inférieure à celle désignée comme lot régulier.

Si pour une valeur donnée il n'est pas établi une quotité de négociation pour un lot régulier, celui-ci est fixé à une unité.

a) toute annonce de cours acheteur et de cours vendeur faite en bourse est présumée être pour le minimum d'un lot régulier à moins qu'une quantité plus élevée ne soit spécifiée ;

b) une annonce de cours acheteur ou de cours vendeur faite pour plus d'un lot régulier est présumée être pour ce nombre ou tout nombre moindre de lots réguliers et de lots irréguliers.

(Articles 47, 48 et 49 abrogés et remplacés par l'article 46 par décision SGBV 06/99)

Article 50 : Primes et escomptes sur les lots irréguliers

Aucune prime ou escompte ne peut être prélevé sur un ordre portant sur un lot irrégulier.

Sous-section 5 - Transactions en bourse.

Article 51 : Enregistrement des transactions *(modifié et complété par décision SGBV N°6/99)*

Lorsqu'une transaction est complétée, l'information suivante doit être enregistrée sur un formulaire de transaction approuvé par la COSOB, soit :

a) la date de la transaction ;
b) le nom ou le symbole du titre transigé ;
c) la quantité de titres transigés ; et
d) le prix du titre transigé.

Aussitôt qu'une transaction est complétée, la SGBV doit produire une fiche de transaction qui est remise aux IOB concernés avec les registres d'ordres.

Les Agents Autorisés doivent vérifier les fiches de transaction et les formulaires prescrits par la SGBV.

En cas de problème, les Agents Autorisés concernés avertissent le Comité de négociation avant la fermeture de la séance de bourse.

Une liste des cours cotés intitulée ‘’liste officielle’’ devra être produite et publiée au BOC.

Article 52 : Sommaire des séances de bourse *(modifié et complété par décision SGBV N°6/99)*

Avant la fin de la séance de bourse, la SGBV transmet à chacun des IOB intervenant pour les donneurs d’ordres les informations suivantes :

La désignation du titre négocié ;

a) le volume de titres négociés ;

b) le cours auquel la transaction a été réalisée ;

c) le montant total de la transaction ;

d) le code des IOB pour chacun des ordres traités ;

e) la date de la transaction ;

f) la mention précisant si un IOB a acheté ou vendu des titres pour son propre compte ou s’il a effectué une transaction pour un client.

g) toute autre information qui pourrait être prescrite par une décision de la SGBV ; et

h) dans le cas d’un ordre partiellement exécuté, la quantité de titres qui demeure à négocier.

Article 53 : Annulation ou modification d’une transaction. *(Modifié et complété par décision SGBV N°6/99)*

L’IOB intervenant pour le compte du donneur d’ordre transmet diligemment les directives d’annulation ou de modification à la SGBV à l’aide des formulaires prescrits.

L’annulation ou la modification doit être approuvée par un officiel de parquet.

La SGBV exécute l’ordre d’annulation ou de modification diligemment. Elle prend les moyens appropriés pour informer les IOB concernés de l’exécution de l’annulation ou de la modification.

Article 54 : Droits et privilèges attachés aux titres vendus

Les droits et privilèges attachés à un titre demeurent attachés à ce titre lors d’une transaction et deviennent la propriété de l‘acheteur une fois la transaction enregistrée.

Article 55 : Frais de service

Les frais de service de la SGBV ainsi que les commissions pour transactions en bourse fixés par la COSOB, sont publiés dans le BOC et dans la liste de frais de service de la SGBV

Section 6 - Restrictions sur les négociations de bourse.

Article 56 : Cours acheteurs, cours vendeurs et transactions à la fermeture d'une séance.

A la clôture d'une séance de négociation de bourse, il n'est pas permis d'afficher ou d'accepter d'afficher un cours acheteur ou un cours vendeur, ni d'exécuter une transaction dans le but d'établir un cours officiel ou d'influencer à la hausse ou à la baisse le cours de clôture d'un titre inscrit à la cote.

Article 57 : Cotations refusées.

A la clôture d'une séance de négociation de bourse, si un titre n'est pas transigé et si la différence entre le meilleur cours vendeur et le meilleur cours acheteur pour ce titre est de plus de 6 %, un officiel de Parquet peut refuser l'enregistrement de l'un ou l'autre de ces cours ou des deux cours. L'officiel de Parquet peut également refuser en tout temps l'enregistrement d'un cours sur un titre inscrit qui est jugé déraisonnable.

Article 58 : Transaction refusée.

Au cours d'une séance de négociation de bourse ou immédiatement après la clôture d'une séance de bourse, la SGBV peut annuler toute transaction qu'elle juge déraisonnable. Cette transaction sera alors considérée nulle et sera rayée des dossiers.

Article 59 : Accommodation.

Un IOB ayant introduit un ordre de bourse ne peut accepter de retenir une partie de cet ordre au profit d'un autre IOB ou de plusieurs autres IOB Tous les ordres reçus par un IOB doivent être transcrits sur leurs registres individuels.

Article 60 : Devancement d'une transaction.

Un IOB ou une personne associée à un IOB en tant qu'employé ou par contrat ne peut :

a) prendre avantage de l'ordre d'un client pour devancer une transaction ; et
b) conduire des transactions sur des titres inscrits à la cote en se basant en tout ou en partie sur des informations privilégiées portant sur ces titres et risquant d'affecter le cours de tout autre titre inscrit à la cote, à moins que ces transactions ne soient exécutées exclusivement dans le but de donner un avantage à un client partie à la transaction.

Article 61 : Manipulations et pratiques trompeuses de négociations.

Aucun IOB ou aucune personne associée à un IOB ne peut employer ou participer sciemment à toutes manipulations ou pratiques trompeuses durant les séances de négociation sur un titre inscrit à la cote, créant ou pouvant créer l'apparence d'activité boursière fausse ou trompeuse, ou induire un cours artificiel sur un titre inscrit à la cote.

Toutes indications de manipulations ou de pratiques trompeuses de négociation seront signifiées à la COSOB pour fins d'enquêtes.

Sans limiter la généralité du paragraphe précédent, les méthodes suivantes sont considérées comme des manipulations et pratiques trompeuses de négociations :

a) effectuer une transaction fictive ;

b) donner ou accepter un ordre dont l'exécution n'apporte aucun changement réel de propriété ;

c) introduire en bourse un ou plusieurs ordres d'achat ou de vente sur un titre inscrit à la cote, sachant qu'un ou plusieurs ordres d'achat ou de vente sur ce même titre, pour pratiquement le même volume et au même cours, ont été donnés en même temps par ou pour la même personne dans le but de créer l'apparence d'une activité boursière fausse ou trompeuse ou d'établir un cours artificiel sur le titre en question ;

d) effectuer en bourse des achats ou des offres d'achat sur un titre inscrit à la cote à des cours successivement plus élevés ou effectuer des ventes ou offres de vente à des cours successivement plus bas, dans le but de créer l'apparence d'une activité boursière fausse ou trompeuse sur le titre en question ou dans le but d'influencer indûment ou abusivement le cours du titre en question ; et

e) effectuer seul ou de concert avec plusieurs individus, une série de transactions sur un titre inscrit, afin de créer une activité réelle ou apparente sur le titre en question ou d'élever ou d'abaisser le cours dans le but d'inciter l'achat ou la vente du titre par d'autres intervenants sur le marché.

Article 62 : Exécution des ordres au meilleur cours possible.

Un IOB recevant l'ordre d'un client doit, conformément aux principes de justice et d'équité dans le commerce, agir selon les normes supérieures d'intégrité et de conduite professionnelle, dans le but d'exécuter l'ordre du client au meilleur cours possible.

Article 63 : Priorité de l'ordre du client.
Un IOB doit accorder la priorité aux ordres des comptes clients sur tout autre ordre figurant à son carnet d'ordres pour le même titre au même cours.

Par " ordre pour le compte d'un client ", on entend un ordre sur un titre inscrit au compte du client

d'un IOB et non pas un ordre sur un titre inscrit au compte dans lequel un IOB, une société affiliée à cet IOB ou une personne autorisée, possède un intérêt direct ou indirect autre qu'un intérêt dans la commission facturée.

Article 64 : Cours enregistrés en bourse

Un IOB agissant à titre de mandataire ne peut effectuer une transaction en bourse dont le cours enregistré est :

a) supérieur au cours net réel chargé au client, dans le cas d'un ordre d'achat par un client ; ou

b) inférieur au cours net réel reçu par le client, dans le cas d'un ordre de vente par le client.

Article 65 :

Le Directeur Général de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs est chargé de l'exécution de la présente décision.

ملحق رقم 02

بورصة الجزائر
BOURSE D'ALGER
SOCIÉTÉ DE GESTION DE LA BOURSE DES VALEURS
TEL.: 021 63 47 99 FAX : 021 63 88 16

Règles de gestion des séances de négociation des Obligations Assimilables du Trésor au niveau de la Bourse d'Alger.

(Décision SGBV n° 01 /2012)

Le Président du Conseil d'Administration de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières (SCBV),

- Vu le décret législatif n093-10 du 23 mai 1993 relatif à la Bourse des Valeurs Mobilières, modifié et complété par la loi 03-04 du 17 février 2003 ;
- Vu le règlement COSOB n012-01 du 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement COSOB 97-03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la Bourse des Valeurs Mobilières ;
- Vu les statuts en date du 24 mai 1997 portant constitution de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs mis à jour en date du 27 décembre 2009 ;
- Vu la décision SGBV n° 10/02 du 17 février 2002 modifiant et complétant la décision n 02-98 du 22 mars 1998 relative aux règles de gestion des séances de négociation à la Bourse d'Alger ;
- Vu la résolution n002 du Conseil d'Administration de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières, réuni en date du 07 juin 2011, portant élection de Monsieur Noureddine FERHAOUI à la présidence du Conseil d'Administration ;
- Vu la résolution n004 du Conseil d'Administration de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières. réuni en date du 07 juin 2011, portant approbation du présent projet de décision.

Décide

Article 01 :

La présente décision a pour objet de définir les règles de fonctionnement du compartiment des opérations de blocs dédié aux Obligations Assimilables du Trésor « OAT » au niveau de la Bourse d'Alger.

I- Dispositions Générales

Article 02 :

Les Obligations Assimilables du Trésor sont négociées au niveau de la Bourse d'Alger dans un compartiment de bloc.

Article 03:

Les intervenants sur ce compartiment sont les Intermédiaires en Opérations de Bourse et les Spécialistes en Valeurs du Trésor qui peuvent négocier pour leur compte propre ou pour celui de la clientèle les différentes OAT inscrites à la Bourse d'Alger dans le cadre des opérations

de bloc et de contrepartie.

Article 04 :

Les Obligations Assimilables du Trésor sont négociées à concurrence de cinq jours ouvrables par semaine, et ce de dimanche à jeudi.

Article 05 :

Le niveau du bloc est fixé par la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs qui se charge de le communiquer aux intervenants par avis publié dans le Bulletin Officiel de la Cote (BOC).

Article 06 :

Les Obligations Assimilables du Trésor sont introduites en bourse par la procédure dite Ordinaire à un cours de référence indicatif.

Article 07 :

Le cours de référence considéré lors de l'introduction d'une Obligation Assimilable du Trésor au niveau de la Bourse d'Alger est le prix moyen pondéré arrêté à l'issue de la séance d'adjudication sur le marché primaire.

Ce même cours de référence fluctuera au fur et à mesure que l'Obligation Assimilable du Trésor se transigera sur le compartiment secondaire et se calculera sur la base d'une moyenne mensuelle pondérée par les volumes échangés.

En cas de réouverture de la ligne principale d'une Obligation Assimilable du Trésor, et si cette dernière n'a pas connu de fréquentes transactions depuis son introduction en Bourse, il sera procédé à la mise à jour du cours de référence par la considération du prix moyen pondéré dégagé durant la séance d'adjudication de la ligne de réouverture.
Le cours de référence est publié à titre indicatif au niveau du Bulletin Officiel de la Cote et au site-web de la Bourse d'Alger à l'effet d'informer le grand public des orientations du marché secondaire.

II- Dispositions relatives au mode de négociation des OAT

Article 08 :

Les ordres acheteurs et vendeurs présentant des conditions (de cours et de volumes) convergentes sont appariés systématiquement et donnent lieu à la réalisation des transactions sur les Obligations Assimilables du Trésor.

Article 09 :

Les ordres formulés par les investisseurs sont repris sur des registres d'ordres que les SVT et les lOB présentent aux Officiels du Parquet de la SGBV avant le démarrage de la séance de bourse.

Les ordres de bourse doivent impérativement indiquer les dates de leur établissement et expiration ainsi que la condition du cours proposé.

Les ordres acheteurs ou vendeurs de la clientèle sont anonymes mais dissociables et ne peuvent pas faire l'objet d'agrégation.

Article 10 :

Tout investisseur n'ayant pas le statut de Spécialiste en Valeur du Trésor (SVT) ou d'Intermédiaire en Opérations de Bourse (IOB) est considéré comme un client.

Les SVT et lOB peuvent se porter contrepartistes aux ordres de leurs clients et ce dans le cadre des opérations de bloc« de contrepartie» réalisées au niveau de la Bourse d'Alger.

Article 11 :

Les Obligations Assimilables du Trésor sont cotées en cours pied de coupon. Les intérêts courus sont décomptés par le système de négociation de la date de détachement du dernier coupon jusqu'à la date de dénouement.

Le montant de la transaction ainsi que les intérêts courus sont réglés par l'acheteur au vendeur le jour du dénouement.

Article 12 :

Les cours formulés par les investisseurs sur le compartiment secondaire des Obligations Assimilables du Trésor sont totalement libres.

Toutefois, et afin de remédier à une forte volatilité ou une tendance erratique des cours pratiqués sur les valeurs du Trésor négociées en Bourse, la Société de Gestion de la Bourse des valeurs peut procéder à l'institution de fourchettes des cours validés par le système de négociation délimitant ainsi leur fluctuation.

La fixation par la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs de ces fourchettes pour une ou plusieurs Obligations Assimilables du Trésor donnera lieu à la publication d'avis au Bulletin Officiel de la Cote de la Bourse d'Alger.

III- Disposition relative aux ordres non autorisés.

Article 13 :

Sont interdits à la négociation les ordres portant sur :

- des Obligations Assimilables du Trésor nanties ou gagées ;
- des Obligations Assimilables du Trésor engagées dans la couverture de facilités intra journalières (RTGS) ;
- des Obligations Assimilables du Trésor engagées dans la couverture de facilités de prêts à 24 heures (facilité de prêt over night) ;
- des Obligations Assimilables du Trésor souscrites sur le compartiment primaire et non encore livrées (avant l'expiration du délai de dénouement fixé à j+2 ouvrables).

IV- Dispositions relatives aux agents négociateurs des SVT

Article 14 :

Les Spécialistes en Valeurs du Trésor sont tenus de désigner, au moins, deux agents habilités à introduire les ordres dans le système de négociation de la Bourse d'Alger.

Les noms des personnes retenues doivent être communiqués à la Sociétés de Gestion de la Bourse des Valeurs dans les meilleurs délais à l'effet de prendre en charge leur formation sur le système de négociation et de leur faciliter l'accès au parquet de la Bourse.

Article 15 :

Les agents négociateurs désignés par les Spécialistes en Valeurs du Trésor doivent suivre une formation, portant sur la manipulation du système de négociation, dispensée par les services de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs.

Article 16 :

En cas de rupture de contrat de travail ou d'indisponibilité de l'un ou de plusieurs de ses agents négociateurs, le Spécialiste en Valeurs du Trésor devra informer expressément la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs de ces faits et procéder à la mise à jour de la liste nominative des agents habilités à le représenter auprès de la Bourse d'Alger.

V- Dispositions relatives aux échanges d'informations

Article 17 :

La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs s'engage à transmettre à la fin de chaque séance de négociation à la Direction Générale du Trésor les états de résultats de la séance de cotation des OAT constitués de :

1. Le Bulletin Officiel de la Cote ;
2. Le rapport de transactions ;
3. Un état récapitulatif des opérations de Bloc.

De même, la SGBV s'engage à communiquer à la DGT, selon des fréquences hebdomadaire et mensuelle des états consolidés relatifs à l'activité sur le segment des OAT retraçant notamment :

1- Les volumes proposés à l'achat et ceux à la vente spécifiés en fonction de la qualité des ordonnateurs ;

2- Les volumes et valeurs transigés par titres, par nature de l'opération et par qualité des bénéficiaires (client/non client) ;

3- Le nombre de transactions réalisées ;

4- Les cours négociés sur les différentes lignes OAT cotées ainsi que les cours de référence

Article 18 :

A l'issue de chaque séance d'adjudication sur le marché primaire des OAT la Direction Générale du Trésor transmet à la société de gestion de la bourse des valeurs les résultats de cette dernière notamment :

1- Le volume émis ;

2- Le taux nominal ;

3- Le prix moyen pondéré de l'opération d'adjudication et le prix planché ;

4- La date d'émission et celle d'échéance.

VI- Dispositions diverses

Article 19 :

Les commissions et frais relatifs à l'introduction, le maintien et les transactions sur les Obligations Assimilables du Trésor seront fixés par une décision SGBV approuvée par la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse COSOB.

Article 20 :

La présente décision entrera en vigueur à compter de la date de sa signature et ce après avoir reçu l'approbation de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de

Bourse.

Article 21 :

Le Directeur Général de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières est chargé de l'exécution de la présente décision.

ملحق رقم 03

SOCIÉTÉ DE GESTION DE LA BOURSE DES VALEURS
TEL.: 021 63 47 99 FAX : 021 63 88 16

Règles de négociation des titres de capital cotés au niveau du marché des PME de la Bourse d'Alger

(Texte de la décision SGBV n° 02/2012)

Le Président du Conseil d'Administration de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières (SGBV) ;

- Vu le décret législatif n093-10 du 23 mai 1993 relatif à la Bourse des Valeurs Mobilières, modifié et complété par la loi 03-04 du 17 février 2003 ;

- Vu le règlement COSOB n012-01 du 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement COSOB 97-03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la Bourse des Valeurs Mobilières ;

- Vu les statuts en date du 24 mai 1997 portant constitution de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs harmonisés et mis à jour en date du 27 décembre 2009 ;

- Vu la décision SGBV n° 10/02 du 17 février 2002 modifiant et complétant la décision n002-98 du 22 mars 1998 relative aux règles de gestion des séances de négociation à la Bourse d'Alger ;

- Vu la résolution n002 du Conseil d'Administration de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières, réuni en date du 07 juin 2011, portant élection de Monsieur Noureddine FERHAOUI à la Présidence du Conseil d'Administration ;

- Vu la résolution n004 du Conseil d'Administration de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières, réuni en date du 07 juin 2011, portant approbation par le Conseil d'Administration de la présente décision.

Décide

Article 01 :

La présente décision a pour objet de définir les règles de négociation régissant les titres de capital cotés sur le marché des Petites et Moyennes Entreprises.

Article 02 :

Les règles de négociation régissant le marché principal sont applicables aux titres de capital admis au niveau du compartiment des Petites et Moyennes Entreprises. Les dispositions spécifiques au marché des PME sont précisées par la présente décision.

Article 03 :

Le déroulement des séances de négociation sur le compartiment des Petites et Moyennes Entreprises se réalise simultanément avec celles du Marché Principal.

Toutefois, l'organisation matérielle de l'admission et de la négociation des titres de capital sur les deux compartiments se fera séparément au niveau du système de négociation de la Bourse d'Alger. A cet effet, une base de données distincte sera dédiée au marché des PME".

Article 04 :

Les écarts maximaux (ou intervalle des cours validés) appliqués par la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs aux titres de capital des PME cotés sont fixés à 10 % en minoration et en majoration du dernier cours de référence enregistré.

En cas d'obtention de résultats décimaux, les bornes inférieures seront arrondies par défaut au dinar tandis que celles supérieures seront arrondies par excès.

Si au terme de quatre séances de négociation le titre de capital n'enregistre pas de cotation, la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, sur proposition du Comité de Négociation, pourrait procéder à des ouvertures additionnelles des écarts maximaux dont les modalités (niveau et périodicité) seront fixées par le Comité de Négociation.

Article 05 :

Le pas de cotation, représentant l'écart entre deux cours successifs appartenant à l'intervalle des cours validés par le système de négociation, est arrêté à un dinar algérien.

Article 06 :

Les transactions de blocs se négocient à des niveaux de cours sillonnant dans un intervalle déterminé en minorant et majorant de 10 % le cours de référence enregistré pendant la séance de Bourse.

Sur proposition du Comité de Négociation, l'intervalle des cours éligibles aux opérations de blocs pourrait être étendu à (+ ou -) 20 % du cours de référence.

Cependant, la réalisation des opérations de Blocs sur les titres de capital des PME reste tributaire de la cotation des titres objets de ces transactions durant la séance de Bourse sauf autorisation expresse de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (conformément à l'article 108 du règlement général de la Bourse d'Alger complété et modifié).

La réalisation d'une transaction de bloc est conditionnée par la satisfaction du déséquilibre du carnet d'ordre de la clientèle sur le titre de capital objet de l'opération sans, pour autant, dépasser les 05 % du volume de l'ordre de bloc.

Article 07 :

En cas de résiliation de la convention reliant la société émettrice au promoteur en Bourse, et si l'émetteur ne procèderait pas, au terme de quatre séances de bourse consécutives, à son renouvellement ou remplacement, le titre de capital sera suspendu de la cotation au niveau de la Bourse d'Alger et ce jusqu'à la désignation d'un nouveau promoteur en Bourse ou reconduction de l'ancien.

Les officiels du parquet représentant la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs sont tenus d'informer le superviseur de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse de toute décision de suspension de la cotation portant sur un titre de capital dont la relation contractuelle reliant son émetteur à un promoteur en Bourse a été rompue et n'a pas fait l'objet d'un remplacement ou d'un renouvellement à l'issue de quatre séances de Bourse. Cette décision est publiée au Bulletin Officiel de la cote.

Les carnets d'ordres relatifs aux titres de capital frappés de suspension de cotation seront purgés du système de négociation (conformément à l'article 100 du règlement général de la Bourse d'Alger modifié et complété) et ce dès la première séance de Bourse suivant la publication des décisions de suspension desdits titres.

Article 08 :

Si au terme de trois mois de la date de résiliation de la convention, la société émettrice n'arriverait pas à designer un nouveau promoteur en Bourse, la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs introduira auprès de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse une demande de radiation du titre de capital suspendu provisoirement sur le marché des PME. La COSOB décidera .sur la base des éléments d'information émanant de l'émetteur, de l'ancien promoteur et de la SGBV, de la radiation ou pas du titre de capital en question.

Article 09 :

Le transfert d'une société listée sur le compartiment des PME au marché principal est tributaire de la satisfaction par cette dernière des conditions d'admission à ce marché notamment :

a) avoir un capital social minimal de cinq cent millions de dinars ;

b) la diffusion auprès du grand public de 20%, au moins, du capital social de la société lors de la formulation de la demande de transfert ;

c) la répartition des titres de capital sur cent cinquante actionnaires, au moins, au moment de la demande de transfert ;

d) justifier d'une année d'existence sur le compartiment PME si la société émettrice n'a pas été constituée par appel public à l'épargne et de-trois années pour les sociétés constituées par appel public à l'épargne ;

e) afficher un résultat bénéficiaire (profitable) durant l'exercice clos précédent la demande de transfert ;

f) recevoir l'accord de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (décision de transfert accordée par la COSOB et publiée sur le Bulletin Officiel de la Cote).

Article 10 :

La présente décision entrera en vigueur à compter de la date de sa signature et ce après avoir reçu l'approbation de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse.

Article 11 :

Le Directeur Général de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs est chargé de l'exécution de la présente décision.