

## الإفصاح المالي وأثره على كفاءة بورصة الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق الأسهم السعودية

د. مختار عيواج \*

الملخص:

تعد المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المحددات الرئيسة لتطور بورصة الأوراق المالية، بل إن كفاءة هذه الأخيرة تعتمد بشكل أساسي على قدر ما توفره من معلومات للمتعاملين وعلى مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنتشرة، وهو ما يجعل أسعار أسهمها تعكس كافة المعلومات المتاحة. ضمن هذا الإطار، تساهم هذه الورقة في إبراز أثر الإفصاح المالي على كفاءة سوق الأسهم السعودية.

الكلمات المفتاحية: البورصة، الإفصاح المالي، الكفاءة، سوق الأسهم السعودية.

**Abstract :**

information and the financial disclosure system are key determinants of evolution of the financial stock exchange. efficiency depends on having credible information about investors. as a result, the shares may reflect all available information. these papers are showing how do the financial securities help to show the impact of financial disclosure on the market of Saudi Arabia securities.

**Keywords:** Stock Exchange, Financial Disclosure, Efficiency, Saudi Arabia Stock Market.

المقدمة:

باعتبار بورصة الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لرجال وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، فإن ذلك يقتضي توفر قدر من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى نتصف السوق بالكفاءة. والسوق الكفؤة هي التي تنعكس فيها أسعار الأوراق المالية بجميع المعلومات المتاحة سواء أكانت هذه المعلومات المتعلقة بالأحداث التاريخية أو الحالية، المستقبلية عامة أو خاصة، كما

\* أستاذ محاضر قسم - أ - جامعة العربي التبسي - تبسة .

تعتبر السوق كفاءة عندما يضم عددا كبيرا من المتعاملين الذين يتصفون بالرشد، والذين يرغبون في تعظيم عوائدهم بناء على توفير المعلومات الضرورية عن الشركات المدرجة في السوق، وذلك من خلال ضبط تشريعات تعمل على زيادة درجة الإفصاح الذي يساعد المستثمرين في اتخاذ قرارات اقتصادية ملائمة من خلال التقارير المالية والبيانات التي بحوزة الإدارة.

وعليه، فإن هذه الورقة تختص بالنظر إلى الإفصاح المالي وأثره على كفاءة سوق الأسهم السعودية. كما أنها جاءت للإجابة على السؤال الموالي:  
إلى أي مدى يمكن للإفصاح المالي أن يؤثر على كفاءة بورصة الأوراق المالية؟ وماذا عن واقع ذلك في سوق الأسهم السعودية؟.

ومن أجل الإحاطة بمختلف جوانب موضوع الإفصاح المالي وأثره على سوق الأسهم السعودية، سيتم تقسيم هذه الورقة إلى جزئين كما يلي:  
- بورصة الأوراق المالية ودور الإفصاح المالي على كفاءتها؛  
- تجربة الإفصاح المالي وأثره على كفاءة سوق الأسهم السعودي.  
الجزء الأول: بورصة الأوراق المالية ودور الإفصاح المالي على كفاءتها

يعمل المستثمرون جاهدين لتعظيم أرباحهم من خلال تداولاتهم التي تقع في البورصة، الأمر الذي يقتضي توفر المعلومات الكافية حول الأوراق المالية حين التداول فيها حتى تُتصف هذه السوق بالكفاءة.

### أولا : مفاهيم عامة حول بورصة الأوراق المالية

تعد البورصة من الأدوات التمويلية الحديثة التي ظهرت فهذا العصر كنتيجة لجملة من التطورات التاريخية، حتى أصبحت بالصورة التي هي عليها الآن.

#### 1- تعريف بورصة الأوراق المالية

هناك العديد من التعاريف لبورصة الأوراق المالية تتفق في كثير من الجوانب. وعليه، يمكن ذكر تعريفين وآخر استنتاجي كما يلي:

تعرف البورصة على أنها: "السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل والتي تكون فيها الأوراق مسجلة في السوق، حيث تسجل الأوراق في السوق الأولية وبعد فترة محددة وتحقيق بعض الشروط تسجل بالسوق الثانوية (البورصة)".<sup>(1)</sup>

كما تعرف على أنها "عبارة عن سوق منظم تديره وتشرف عليه هيئة لها نظام خاص يخضع لمجموعة من القواعد واللوائح والقوانين".<sup>(2)</sup>

ومن خلال هذين التعريفين، يمكن القول أن بورصة الأوراق المالية هي سوق يتم فيها تداول الأوراق المالية من أسهم وسندات وقيم مهبنة والتي أصدرت ابتداء لآجال متوسطة وطويلة، ويجتمع فيها المتعاملون في أوقات محددة للمتاجرة فيما بينهم في هذه الأوراق التي سبق إصدارها في السوق الأولية.

## 2- وظائف بورصة الأوراق المالية

أسندت لبورصة الأوراق المالية مجموعة من الوظائف تتمثل فيما يلي:

- البورصة أداة فعالة لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات، ويتم ذلك عن طريق تشجيع المستثمرين والمدخرين أصحاب الفوائض المالية للادخار عن طريق شراء الأوراق المالية الخاصة بالشركات المقيدة في البورصة، والتي تكون بحاجة إلى تلك الأموال.<sup>(3)</sup>

- البورصة أداة فعالة لوجود سوق مستمرة، حيث تمكن المتعاملين في مجال الأوراق المالية من البيع والشراء في أي وقت وحسب رغبتهم وبالأسعار التي يرونها مناسبة.

- البورصة أداة توجيه الاستثمارات، ويحدث ذلك من خلال سعر الفائدة، فعندما تنخفض أسعار الفائدة بالبنوك عن الفائدة التي تدرها الأوراق المالية يقوم المستثمرون بسحب ودائعهم من البنوك ويستثمرونها في البورصة، والعكس يحدث عندما تقل إيرادات الأوراق المالية، حيث يتجه المستثمرون إلى البنوك بحثاً عن معدلات فائدة أعلى.<sup>(4)</sup>

- البورصة أداة لتحويل الخطر، من خلال حصر المخاطر المرتبطة بالمساهمة في الشركات بحد أقصى يعادل حجم الاستثمار في الشركة فقط، ولا تمتد تلك المخاطر إلى باقي ممتلكات المستثمر في تلك الشركة من خلال قيمة الأوراق المالية التي بحوزته.<sup>(5)</sup>

- أداة فعالة لتقييم الشركات، وذلك من خلال شروط الإدراج التي تتضمن الشفافية والإفصاح عن الميزانية، والأرباح...إلخ، وكذلك من خلال اتجاه حركة الأسعار للأوراق المالية في البورصة من صعود أو هبوط، فكلما كانت الشركة ذات كفاءة كلما زاد إقبال المدخرين للاستثمار في أسهمها والعكس صحيح، مما يؤثر على أسعار أسهم تلك الشركة.<sup>(6)</sup>

## ثانياً: الإفصاح المالي وكفاءة سوق الأوراق المالية

يلعب الإفصاح المالي دوراً هاماً في توفير المعلومات اللازمة التي من شأنها تحسين فهم وأهمية الأدوات المالية وأدائها في سوق الأوراق المالية.

## 1- ماهية الإفصاح المالي

يرتكز تعامل أي مستثمر في بورصة الأوراق المالية على مدى توفر المعلومات الدقيقة مع سرعة الحصول عليها بتكلفة منخفضة، لكي يتسنى له اتخاذ قراره بطريقة صحيحة.

### 1-1- تعريف الإفصاح المالي

يمكن إعطاء عدة تعريفات للإفصاح المالي كما يلي:

يعرف الإفصاح المالي بأنه " شمول التقارير المالية على جميع المعلومات اللازمة لإعطاء مستخدم هذه التقارير صورة واضحة وصحيحة عن الوحدة الاقتصادية للمساعدة على اتخاذ القرارات".<sup>(7)</sup>

ويعرف بأنه: "عبارة عن نشر كل المعلومات الاقتصادية التي لها علاقة بالمشروع سواء كانت معلومات كمية أو معلومات أخرى تساعد المستثمر على اتخاذ قراراته وتخفض من حالة عدم التأكد لديه عن الأحداث الاقتصادية المستقبلية".<sup>(8)</sup>

مما سبق، يتضح أن الإفصاح يركز على موضوع توصيل المعلومات إلى المستفيدين بهدف توضيح حقيقة الوضع المالي لشركة دون تضليل بشكل يسمح بالاعتماد على تلك المعلومات في اتخاذ القرارات.

### 1-2- أهمية الإفصاح المالي

ترجع أهمية الإفصاح إلى النقاط التالية:<sup>(9)</sup>

- تساعد المعلومات المتوفرة في التقارير المالية للمساهمين في بيان مدى نجاح الإدارة .

- تساعد التقارير المالية في إظهار مدى كفاءة الإدارة في العمليات الاستثمارية المختلفة للوحدة الاقتصادية.

- الاعتماد على تلك المعلومات في رسم الخطط والبرامج للوصول إلى الأهداف المنشودة للوحدة الاقتصادية.

- تساعد معلومات التقارير المالية في إمداد المستثمرين والدائنين بالمعلومات .  
- تقديم معلومات ذات الأثر المالي للجهات المختلفة مثل مصلحة الضرائب...إلخ.  
- تساهم القوائم المالية في إعداد التقارير الخاصة بأنشطة الوحدة الاقتصادية.

### 2- تعريف كفاءة بورصة الأوراق المالية ومستوياتها

قبل النظر إلى مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية، سيتم التعرض إلى تعريف الكفاءة.

## 1-1-2- تعريف كفاءة بورصة الأوراق المالية

مهما اختلفت التعاريف فهي تنصب على مدى انعكاس هذه الأسعار للمعلومات المتاحة، وعليه، تعرف الكفاءة بأنها "تلك السوق التي تكون فيها جميع المعلومات المتاحة في السوق والخاصة بكل أصل مالي مدسجة وبسرعة في سعر ذلك الأصل".<sup>(10)</sup>

وتعرف أيضا بأنها "سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عندها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية".<sup>(11)</sup>

من خلال التعاريف السابقة، يمكن إعطاء تعريف شامل للسوق الكفوءة على أنها السوق التي تعكس فيها سعر السهم المصدر من الشركة كافة المعلومات الخاصة بها، ويتعامل ضمنها عدد كبير من الباعة والمشتريين.

## 2-2- مستويات كفاءة السوق

توجد عدة مستويات لكفاءة منها:<sup>(12)</sup>

### 1-2-2-1- المستويات الضعيفة

تكون المعلومات التاريخية انعكاسا لأسعار الأسهم الماضية. وبالتالي، لا يمكن التعامل بها في ظل الأسعار الحالية للأسهم ولا تشكل مرشدا لحركة الأسعار في المستقبل ولا مجالا لتحقيق أرباح غير عادية.

### 2-2-2-2- مستوى الكفاءة المتوسطة

ويقصد بها تعامل المستثمر مع الأسعار التي تعكس المعلومات التاريخية والحالية، ويكون قد تم انعكاس تلك المعلومات على أسعار الأسهم وتم التعاقد عليها على ضوء ذلك.

### 2-2-2-3- المستوى القوي للكفاءة

في هذه الحالة تكون المعلومات المتوفرة لا تقتصر على المعلومات التاريخية والحالية فقط، وإنما تتعداها للحصول على معلومات خاصة لم تنشر بعد ويكون مصدرها من داخل الشركة المدرجة أسهمها في السوق أو التي تنوي إدراج أسهمها في السوق، وهي ليست متاحة للجميع، وعلى ضوءها سوف يتم التعامل على الأسعار الجديدة للأسهم في المستقبل، بحيث يمكن تحقيق أرباح غير عادية للمستثمر.<sup>(13)</sup>

وتجدر الإشارة بأن كفاءة السوق تتباين وفقا لنوعية المعلومات، وذلك كما يظهر في الجدول الموالي:

الجدول رقم: (01): أنواع صيغ الكفاءة وفقا لنوعية المعلومات

أنواع صيغ الكفاءة	انعكاس المعلومات على أسعار الأوراق المالية
الصيغة الضعيفة	الأسعار السابقة (التاريخية) للأوراق المالية.
الصيغة متوسطة القوة	جميع المعلومات المتاحة (التاريخية والحالية).
الصيغة القوية	جميع المعلومات العامة والخاصة (التاريخية والحالية والمستقبلية).

المصدر: إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000،

ص: 45.

2-3- أنواع كفاءة بورصة الأوراق المالية: هناك نوعان من كفاءة السوق وهما:

### 2-3-1- الكفاءة الكاملة

تعرف الكفاءة الكاملة بأنها: "السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة."<sup>(14)</sup>

وتتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط والموازية:<sup>(15)</sup>

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.
- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.

### 2-3-2- الكفاءة الاقتصادية

في ظل السوق ذات الكفاءة الاقتصادية يتوقع أن يكون هناك فاصل زمني ما بين توفر المعلومات ووصولها إلى السوق، واستجابة السهم للتغير في قيمته السوقية في ضوء تلك المعلومات وإن حصل ذلك يقال أن السوق ذات كفاءة اقتصادية.

### 2-4-2- متطلبات كفاءة بورصة الأوراق المالية

وتمثل أهم متطلبات كفاءة بورصة الأوراق المالية في الآتي:

#### 2-4-1- دقة وسرعة وصول المعلومات

دقة وسرعة وصول المعلومات في بورصة الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو

القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية.<sup>(16)</sup>

#### 2-4-2- السيولة

يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقات بسرعة، وعند سعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة، وتوفر السيولة أيضا فرصا أوسع للشراء والبيع، مما يؤدي إلى زيادة الفرص الاستثمارية، وكذلك إتاحة فرص أكبر للاختيار بين البدائل المختلفة سواء من الأنشطة أو من المؤسسات.

#### 2-4-2-3- كفاءة التسعير والتشغيل

لكي تحقق سوق السوق هدفها المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيها سميتين أساسيتين هما:<sup>(17)</sup>

#### 2-4-2-3-1- كفاءة التسعير

يطبق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة، حيث إن المعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.<sup>(18)</sup>

#### 2-4-2-3-2- كفاءة التشغيل

يطبق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، والتي يقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض، وذلك في ظل وجود تكاليف للمعاملات منخفضة، وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبير، ومن ثم تكون فرصة المتخصصين في تحقيق هوامش ربح ضئيلة، ومن خلال زيادة الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات غير الواعدة ستخفض أسعار أوراقها، وتتغير العرض والطلب يحدث توازن في الاقتصاد الوطني وتحقق الكفاءة الاقتصادية للسوق.<sup>(19)</sup>

#### 2-4-2-4- عدالة السوق

تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات.<sup>(20)</sup>

#### 2-5- كفاءة السوق ونظام المعلومات المالية

تعتبر المعلومات عنصرا حاسما من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى، بحيث تدمج الأسواق ذات الكفاءة الاقتصادية العالية بتوفر عدد هائل من المصادر كالصحف والمجلات المتخصصة.

### 2-5-1- مفهوم المعلومات المالية

تعد المعلومات من أهم الأركان الفعالة لنجاح وتطور بورصة الأوراق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفء للوارد، فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة له استفيد الذي يقوم بدوره بتف سيرها وتحديد مضمونها من أجل استخدامها في صياغة القرارات.<sup>(21)</sup>

### 2-5-2- مصادر المعلومات المالية

يمكن تقسيم مصادر المعلومات المالية اللازمة لتحليل أي شركة إلى ما يلي:<sup>(22)</sup>

#### 2-1-2-5-2- التقارير التي تنشرها الشركات

وتتمثل في كشف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة هيكلها، أرباحها... إلخ بشكل سنوي أو ربع سنوي، أو في شكل نشرات إخبارية.

#### 2-2-5-2- التقارير التي تنشرها شركات السمسرة

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

#### 2-3-5-2- المعلومات مدفوعة الثمن

وتتمثل في الصحف والمجلات وخدمات الإرشاد الاستثماري.

#### 2-4-5-2- قواعد البيانات

تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر للتعرف على التغيير في سعر الأوراق المالية المتداولة، ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم دليل مستثمر الفرد للاستثمار عن طريق شبكة الكمبيوتر التي تتيح له المفصلة بين فرص استثمارية متنوعة. بالإضافة إلى تقارير المنظمات الدولية والحكومية.

### 2-3-5-2- دور المعلومات في بورصة الأوراق المالية

توقف كفاءة بورصة الأوراق المالية على مدى توفر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة بها وتكاليف الحصول عليها. وتساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية.

يمكن القول أن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقاً لدرجة المخاطر المرتبطة بها. أما على



مستوى الاقتصاد ككل، فإن توفر المعلومات يؤدي دورا هاما في تحقيق آلية خاصة بسوق الأوراق المالية من حيث التوازن بين العائد والمخاطرة، وتخفيض حالة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وعدد المتعاملين، وبالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية في الدولة. وكلها ازدادت درجة الاعتماد على المعلومات كلما ازدادت ثقة المستثمرين بقراراتهم، وإذا كانت المعلومات غير كافية فإن القرار هو الإجماع عن الاستثمار.

وخلاصة ما سبق، فإن الكفاءة في بورصة الأوراق المالية سوف تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد، حيث إن نجاح بورصة الأوراق المالية يعتمد على ما يلي: <sup>(23)</sup>

- إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة بورصة الأوراق المالية وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تنصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المقاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

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

- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول، بحيث يكون لكل منها خصائص ودرجة المخاطر المرتبطة بها على نحو يلبي احتياجات المستثمرين.

- كما يحتاج المستثمرون في بورصة الأوراق المالية بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلا، والمتمثلة في توزيعات الأرباح أو الأرباح الرأسمالية وأيضا تقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأسهم وتتكون محافظ استثمارية ملائمة.

### ثالثا: دور الإفصاح المالي في كفاءة بورصة الأوراق المالية

تتوقف كفاءة بورصة الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين كما تنعكس أهمية المعلومات في ثقة المتعاملين المستثمرين بكفاءة بورصة الأوراق المالية.

### 1- دور الإفصاح في تخفيض عدم تماثل المعلومات

يعمل الإفصاح على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية، وبالتالي زيادة كفاءة السوق وصولا إلى الأسعار الحقيقية للأسهم، إلى

جانب زيادة حجم العمليات وتوفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق. وهناك ثلاث نظريات تفسر سلوك الإدارة بالنسبة للإفصاح تتمثل فيما يلي: (24)

### - نظرية التعاقدات الكفوة

وفقا لهذه النظرية، فإن كافة الأطراف تتصف بالرشد الاقتصادي، فيحاول كل منها تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق التعاقد فيما بينهم لمنع استغلال طرف لآخر. وقد أبرزت عدة بحوث أن درجة الإفصاح تزداد بزيادة حجم الشركة وارتفاع نسبة الديون الخارجية وزيادة سيطرة المدراء على أمور الشركة.

### - نظرية السلوك الانتهازي

تفترض هذه النظرية أن اختيار الطرق المحاسبية وشكل الإفصاح يتأثر بالسلوك الانتهازي للمدراء، أي أنهم يحاولون تعظيم ثرواتهم المتمثلة في ملكيتهم للأسهم والمكافآت التي يحصلون عليها وبالتالي يختارون من الطرق المحاسبية التي من شأنها أن تزيد من الأرباح المالية على حساب الفترات السابقة.

### - نظرية توفير المعلومات

تقوم هذه النظرية على اختيار المدراء للطرق المحاسبية وشكل الإفصاح بطريقة تعكس القيمة الاقتصادية للشركة، بحيث تساعد المستثمرين على تقدير التدفقات النقدية من استثماراتهم.

## 2- دور الإفصاح في تحسين الكفاءة

يلعب الإفصاح دورا أساسيا في تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. فمن ناحية يؤدي الإفصاح ذو النوعية الجيدة إلى شفافية أكبر في التعامل، الأمر الذي يزيد من حركة رؤوس الأموال والاستقرار المالي على المستويين الوطني والدولي، لا سيما مع تواجد آليات رقابية فعالة. وعليه، نتوقف كفاءة السوق المالية إلى حد كبير على نوعية الإفصاح وعلى كفاءة سوق المعلومات بصفة عامة وأنظمة المعلومات للشركات المقيدة بصفة خاصة.

ويعمل الإفصاح المالي الجيد أيضا على تخفيض تكاليف مصادر التمويل المختلفة، لا سيما رؤوس الأموال الخاصة، ويجلب مستثمرين آخرين ويقلل من عدم تماثل المعلومات ويزيد من سيولة السوق، الأمر الذي يرفع حجم التداول ويقلل تكاليف الوكالة، وبالتالي يحسن من كفاءة السوق باستقراره. من جهة أخرى، لا يمكن للمتعاملين في البورصة والأسواق المالية أن يستغنوا عن المعلومات المحاسبية والمالية المعدة والمشفرة بكل شفافية لاستخدامها في تقييم أداء الشركات المقيدة وإدارتها والتنبؤ بالعوائد والمخاطر المستقبلية، وبالتالي تسعير الأدوات المالية بصورة أفضل وتزداد كفاءة السوق. كما نتوقف كفاءة التخصيص، أي توجه رؤوس الأموال إلى

المشاريع الأكثر مردودية، على كفاءة الإفصاح ومدى وصول المعلومات بالكيفية والنوعية المطلوبة إلى المتعاملين.

ثتوقف كفاءة التخصيص، أي توجه رؤوس الأموال إلى المشاريع الأكثر مردودية، على كفاءة الإفصاح ومدى وصول المعلومات بالكيفية والنوعية المطلوبة إلى المتعاملين.

**الجزء الثاني: تجربة الإفصاح المالي وأثره على كفاءة سوق الأسهم السعودية**

شهدت المملكة العربية السعودية في السنوات الأخيرة تطبيق برامج الإصلاح المالي شملت التنظيم القانوني والهيكل لسوق الأسهم السعودية، والتي انعكست بشكل إيجابي في نمو رسملة هذه الأسواق وحجم التداول، حيث نتصدر سوق الأسهم السعودي البورصات العربية من حيث القيمة السوقية، حيث بلغت القيمة السوقية لها في نهاية ديسمبر 2012 نحو 373.4 مليار دولار، وتمثل هذه القيمة نحو 40.6 في المائة.<sup>(25)</sup>

وعلية سيتم تناول هذا الجزء من خلال المحاور الموالية:

**أولاً: أهداف سوق الأسهم السعودي**

تتخصر أهداف سوق الأسهم السعودي في النقاط الموالية:<sup>(26)</sup>

- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج من حيث كفايتها وشفافيتها، ومن قواعد التداول وآلياته الفنية ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق.
- توفير القواعد والإجراءات السليمة والسريعة ذات الكفاية وتسوية الصفقات من خلال إنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية.
- تحديد المعايير المهنية لعمل شركات الوساطة في السوق ووكلائها والعمل على تطبيقها.

- التحقق من قوة ومتانة الأوضاع المالية للوسطاء من خلال المراجعة الدورية لدى التزامهم بمعايير كفاية رأس المال، إلى جانب وضع الترتيبات الخاصة بحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة.

**ثانياً: متطلبات الإفصاح المالي لسوق الأسهم السعودية**

يعد الإفصاح توفير المعلومات للمستثمرين من الأساسيات التي لا بد من توافرها لضمان كفاءة بورصة الأوراق المالية ونزاهتها.

## 1- الإفصاح المالي في سوق الأسهم السعودي

أعطت المادة الخامسة من نظام السوق المالية للهيئة صلاحية تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور، كذلك أعطت المادة السادسة للهيئة الصلاحية لإصدار القرارات والتعليمات والإجراءات اللازمة لتنظيم ومراقبة الإفصاح.<sup>(27)</sup>

وتقوم الهيئة بتنظيم ومراقبة نوعين من الإفصاح:

### 1-1 الإفصاح الأولي

ويقصد به الإفصاح عن المعلومات الأولية للشركة التي تود طرح أسهمها للاكتتاب العام للمستثمرين في سوق الأوراق المالية وفق ما جاء في لائحة طرح الأوراق المالية وقواعد التسجيل والإدراج، ويفصح عن تلك المعلومات من خلال نشرة الإصدار التي تتضمن ما يلي:

- وصف كاف لمصدر الأوراق المالية وطبيعة عمله والأشخاص القائمين على إدارته مثل أعضاء مجلس الإدارة، والمديرين التنفيذيين، وكبار الموظفين والمساهمين الرئيسيين.

- وصف كاف للأوراق المالية المزمع إصدارها أو طرحها من حيث حجم إصدارها وسعرها والحقوق المتعلقة بها، وأي أولويات وامتيازات تتمتع بها أوراق مالية أخرى للمصدر إن وجدت. ويجب أن يحدد الوصف كيفية صرف حصيلة الإصدار، والعمولات التي يتقاضاها المعنيون بالإصدار.

- بيان واضح عن المركز المالي للمصدر، وأية معلومة مالية ذات علاقة بما في ذلك الميزانية وحساب قائمة الدخل، وبيانات التدفق النقدي المدققة من مراجع الحسابات.

- أية معلومة أخرى تطلبها الهيئة.

### 2-1 الإفصاح المستمر

قصد به الإفصاح عن البيانات والمعلومات التي تهم المتعاملين في الأوراق المالية والتي من أهمها ما يلي:<sup>(28)</sup>

- التقارير، القوائم المالية السنوية والقوائم المالية الأولية ربع السنوية.  
- التطورات أو الأحداث الجوهرية عن الشركات المدرجة التي تهم المستثمرين وتؤثر في أسعار أوراقها المالية.

- أية تطورات أو أحداث متعلقة بالأوراق المالية كتغيير رأس المال، وتوزيعات الأرباح وقرارات الاستدعاء أو إعادة الشراء أو السحب أو الاسترداد المتعلقة بالأوراق المالية أو أي تغيير في الحقوق المرتبطة بها.
- أي تغيير في النظام الأساسي أو المقر الرئيسي للشركة وكبار التنفيذيين وأقربائهم.
- أي تغيير في ملكية حصص كبيرة من الأسهم أو أدوات الدين القابلة للتحويل.

- أي تغيير في بيانات أعضاء مجلس الإدارة وكبار التنفيذيين وأقربائهم.

## 2- إفصاح الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي

نتابع هيئة السوق المالية التزام المؤسسات المدرجة في السوق بنظام السوق المالية ولوائحها التنفيذية، وإلزام الشركات المدرجة بالإفصاح عن نتائج أعمالها وتقاريرها المالية حتى يتمكن المستثمر من معرفة أهم التطورات الجارية.

### 1-2- مراجعة هيئة سوق الأسهم السعودي للقوائم المالية

تقوم الهيئة أيضا بمراجعة القوائم المالية للشركات المدرجة في هذه السوق كما يلي:

- مراجعة القوائم المالية السنوية وربيع السنوية للشركات المدرجة في السوق المالية للتأكد من استيفائها لمتطلبات الإفصاح الواردة في نظام سوق الأوراق المالية ولوائحها التنفيذية.

- متابعة استثمارات الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية.

- مراجعة إعلانات الشركات المدرجة لنتائجها المالية وأي تطورات جوهرية للتأكد من توافق تلك الإعلانات ونظام سوق الأوراق المالية ولوائحها التنفيذية، وتعليمات الإعلانات الصادرة عن الهيئة.

- القيام بزيارات إشرافية للشركات المدرجة بهدف التأكد من مدى التزامها لنظام سوق الأوراق المالية ولوائحها التنفيذية ذات العلاقة. وفيما يلي أهم ما راجعته الهيئة في سوق الأسهم السعودية.

### 2-2- إفصاح الشركات المدرجة

تسعى الهيئة إلى التأكد من التزام الشركات بالإفصاح عن أية تطورات جوهرية تهم المتعاملين في الأوراق المالية وفق متطلبات وتعليمات الإعلانات التي أقرتها الهيئة من حيث المحتوى والتوقيت وإعلان هذه التطورات في الموقع الإلكتروني لسوق الأوراق المالية السعودية (تداول).<sup>(29)</sup>

وعليه، سوف يتم عرض عدد الإعلانات المنشورة على موقع التداول في الجدول الموالي.

الجدول رقم (02): الإعلانات المنشورة على موقع تداول من 2010 إلى 2014.

2014		2013		2012		2011		2010		نوع الإعلان
النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
56	1106	51.9	1074	48.1	1043	50	933	44.10	617	التطورات أو الأحداث المهمة.
42	829	47.1	976	51.2	1111	48.3	900	54.82	767	نتائج مالية.
0.6	11	0.2	4	0.2	4	0.4	8	0.64	9	توصية مجلس إدارة الشركة بزيادة رأس مال الشركة عن طريق طرح أسهم حقوق أولية.
1.35	27	0.8	19	0.5	10	1.02	19	0.3	4	توصية مجلس إدارة الشركة بزيادة رأس مال الشركة عن طريق منح أسهم.
0.05	1	-	-	-	-	0.3	5	0.14	2	توصية مجلس إدارة الشركة بأي خفض مقترح في رأس مال الشركة.
%100	1974	%100	2073	%100	2168	%100	1865	%100	1399	الإجمالي

المصدر: هيئة السوق المالية، التقارير السنوية من 2010 إلى 2014، مرجع سابق.

حيث بلغ عدد الإعلانات التي بثتها المؤسسات في سنة 2014 حوالي 1974 إعلاناً مقارنة بـ 1399 إعلاناً سنة 2010، من أجل تعزيز مستوى الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية ومساعدة المستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية بناء على معلومات صحيحة وافية.

ثالثاً: دور الهيئة في تطوير مستوى الإفصاح

تسعى الهيئة إلى تعزيز الشفافية بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية من خلال إلزام الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية بالإفصاح على جميع الأخبار.

1- تطور مستوى الإفصاح

يجب على الشركات المدرجة نشر جميع التطورات الجوهرية المخصوص عليها بالأنظمة دون تأخير نشرها في الموقع الإلكتروني للسوق من أجل التعرف على آخر

أخبار الإفصاح المتعلقة بإعلانات الشركات المدرجة أسهمها في السوق المالية السعودية، حيث أصدر مجلس هيئة السوق المالية قراره رقم (2- 31- 2012) المؤرخ بـ 2012/09/20 القاضي بتعديل التعليمات الخاصة بإعلانات شركات المساهمة المدرجة أسهمها في السوق المالية السعودية، والعمل بها ابتداء من تاريخ 2013/01/01.

ترهدف هذه التعليمات إلى مساعدة الشركات المدرجة على الالتزام بقواعد التسجيل والإدراج خاصة المواد ذات العلاقة بالإفصاح المستمر، وتعزيز مستوى الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية بناء على معلومات صحيحة ووافية.

## 2- العناصر الأساسية التي يجب توافرها في إعلانات الشركات

تقر هيئة السوق المالية على توفر مجموعة من الشروط تتمثل فيما يلي: (30)

- إعلان الخبر أو تطور جوهري وقع أو من المتوقع حدوثه، بحيث يشمل على العناصر الموالية:

\* يجب أن يكون عنوان الإعلان واضح ويعكس التطور الجوهري المراد إعلانه.  
\* تقديم وصف مفصل للتطور الجوهري، مع توضيح جميع المعلومات المرتبطة به والتواريخ المتعلقة به.

\* إيضاح أهم العوامل والمبررات.

\* إذا كان للتطور الجوهري أثر مالي في القوائم المالية، وجب ذكره وإذا تعذر ذلك، وجب ذكر السبب.

\* على الشركة عدم إخفاء أية معلومات.

- إذا أعلنت الشركة تطورات مستقبلية، فعليها إعلان أية تطورات جديدة تطرأ على ذلك الحدث.

- يجب على الشركات التقيد بنماذج الإعلانات الواردة ضمن هذه التعليمات، ويجب على البنوك وشركات التأمين التقيد بإعلانات النتائج المالية الخاصة بها.

- يجب على الشركة تحديد مدى الحاجة إلى بث إعلان في الموقع الإلكتروني للسوق (تداول) للرد على أية شائعات، ويحق للهيئة إلزام الشركات ببث إعلان متى رأت ذلك ضرورياً.

- على الشركات التقيد بقواعد عند صياغة إعلاناتها حتى يفهم بدقة من طرف المتعاملين خاصة المستثمرين.

- يجب على الشركة المدرجة أن تدرك أن التطورات الجوهرية قد تحدث أثناء إعداد القوائم المالية الدورية، وفي هذه الحالة يجب أن تعلن الشركة ذلك فوراً ولا تنتظر حتى صدور قوائمها المالية حتى لو حدث ذلك قبل نشر النتائج المالية بوقت قصير.

رابعا: دراسة بعض المؤشرات التي تقيس أداء بورصة السعودية في هذا العنصر سيتم استخدام بعض المؤشرات لتقييم أداء سوق الأسهم السعودية سيتم الموازنة:

### 1- مؤشر حجم السوق

يعتبر اتساع حجم السوق مؤشرا إيجابيا على نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، وتعد السوق في تطور إيجابي مع زيادة اتساع حجم السوق.

ويقاس مدى اتساع حجم السوق من خلال مؤشرين هما:

#### 1-1 مؤشر عدد الشركات المسجلة في البورصة

يقيس مؤشر عدد الشركات المسجلة مدى اتساع حجم السوق، حيث إن زيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات، وهو الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة البورصة. في حين أن انخفاض عدد الشركات المسجلة أو معدل النمو السلبي في عدد الشركات المسجلة، يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة.

وقد عرفت سوق الأسهم السعودية ارتفاعا في عدد الشركات المدرجة من 150 شركة سنة 2011، حيث قدر هذا الارتفاع بـ 2,74 بالمائة، ليواصل الارتفاع حيث تم تسجيل زيادة في معدل نمو عدد الشركات 4 بالمائة سنة 2012 ليتصل نسبة الزيادة سنة 2013 إلى 4,5 بالمائة مقارنة بسنة 2011 أي وصل عدد الشركات المدرجة 163، ليصل الارتفاع 166 شركة سنة 2014، مع أن هذا العدد يبقى منخفضا إذا ما قورن مع عدد الشركات المدرجة في بورصات الدول المتقدمة، إلا أنه يعتبر مؤشرا إيجابيا بالنسبة لبورصة السعودية.

والجدول الموالي يوضح عدد المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودية خلال سنة 2010 الى 2014 .



الجدول رقم (03): عدد المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودية من 2010 إلى 2013.

السنة	2010	2011	2012	2013	2014
عدد المؤسسات المدرجة	146	150	156	163	166
معدل نمو عدد الشركات (%)	-	2.74	4	4,5	1.84

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، 2010 إلى 2014

### 1-2- مؤشر معدل الرسملة البورصية

يعكس هذا المؤشر مدى قدرة السوق على تعبئة الموارد المالية اللازمة للاستثمار، أي قدرتها على تعبئة المدخرات لتوجيهها إلى المؤسسات المقيدة في السوق والتي تستثمر مواردها.

ويؤدي ارتفاع معدل الرسملة البورصية إلى آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة، وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية، كما يوضح تطور معدل الرسملة البورصية مدى سرعة وإيجابية تطورها.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية لبورصة السعودية، فقد ارتفعت هذه القيمة بنحو 44.5 مليار دولار خلال الربع الرابع لتصل إلى نحو 467.3 مليار دولار بنهاية ديسمبر 2013، وقد ساهم في ارتفاع القيمة السوقية قيام السوق المالية السعودية خلال هذا الربع بإدراج أسهم شركتي العربي للتأمين وشركة بوان برأسمال قدره 175 و 500 مليون ريال سعودي على التوالي، بالإضافة إلى التحسن في أسعار غالبية الشركات. ونتيجة لهذا التحسن في القيمة السوقية، ارتفع متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة من 2.63 مليار دولار بنهاية سبتمبر 2013 ليصل إلى نحو 2.87 مليار دولار في نهاية هذا الربع الرابع لسنة 2013.<sup>(31)</sup>

وانعكاساً لهذه التطورات، سجلت القيمة السوقية تراجعاً ربعياً كبيراً بلغ 107.1 مليار دولار، وتصل هذه القيمة إلى ما يقرب 482.9 مليار دولار بنهاية ديسمبر 2014. ويعزى ذلك بشكل أساسي إلى التراجع الحاد في متوسط أسعار النفط والتي سجلت تراجعاً محدوداً 50 بالمائة خلال هذه الفترة.<sup>(32)</sup>

### 2- دراسة مؤشرات سيولة السوق

يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة، ولأن السيولة تسمح للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة وبتكلفة

يسيرة، فإنها تجعل الاستثمار المالي أقل خطراً وتسهل عملية الاستثمار طويل الأجل ففي الأسواق مرتفعة السيولة تزيد فرص المؤسسات المدرجة بها في الحصول على احتياجاتها المستمرة من الموارد المالية بتكلفة معقولة، سواء عن طريق إصدار سندات أو زيادة رؤوس أموالها من خلال إصدار المزيد من الأسهم. ويقاس مستوى السيولة في السوق من خلال مؤشرين هما:

نسبة حجم التداول = قيمة الأوراق المالية المتداولة / الناتج المحلي الإجمالي  
 نسبة حجم المعاملات (معدل الدوران %) = قيمة الأوراق المالية المتداولة / رأس مال السوق

والجدول الموالي يوضح حركة مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودية من 2010 إلى 2013

الجدول رقم (04): حركة مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي من 2010 إلى 2014

2014	2013	2012	2011	2010	البيان
203028	294549	312675	322476	170497	قيمة التداول (مليون ريال سعودي)
1812890	1752855	1400342	1270843	125392	القيمة السوقية (مليون ريال سعودي)
11.19	16.80	22.32	25.37	12.88	قيمة التداول / الرسالة السوقية (معدل الدوران %)
33.39 -	24,73 -	12,02-	96,97	-	معدل قيمة التداول (%)

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، 2010 إلى 2014.

يعبر معدل الدوران عن النسبة بين قيمة التداول ورأس المال السوقي ويعني وصول معدل الدوران إلى قيمة واحد أن متوسط تداول السهم في السنة يبلغ مرة واحدة ويشير المؤشر إلى انخفاض تداول الأسهم لأنه يقل عن الواحد الصحيح منذ البدء في عملية التداول.

من خلال الجدول، يلاحظ أن معدل الدوران سجل سنة 2011، نسبة مرتفعة حيث بلغ 96,97 لينخفض سنة 2012 و2014، ويرجع سبب انخفاض معدل الدوران إلى انخفاض قيمة التداول التي تتأثر بحجم التداول وبأسعار التداول.

### 3- مؤشر عدالة السوق

تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين سواء من ناحية توفر المعلومات أو إبرام الصفقات، حيث يؤدي شعور المتعاملين بوجود عدالة في

التعامل بسوق الأوراق المالية تدفعهم للمزيد من الاستثمار في الأوراق المالية. ويمكن معرفة مدى تطور مؤشر عدالة السوق من خلال الجدول الموالي.

الجدول رقم (05): عدد الشكاوى التي تلقتها الهيئة من 2010 إلى 2014.

2014		2013		2012		2011		2010		نوع الشكاوى
النسبة %	العدد	النسبة %	العدد	النسبة %	العدد	النسبة %	العدد	النسبة %	العدد	
22.2	60	24.1	80	31.1	142	39	76	34	91	- عمليات التنفيذ
3	8	0.06	2	0.5	3	2	5	5.5	13	- التسهيلات
16.8	45	04.9	16	2.4	11	9.2	20	12.5	32	- صناديق استثمارية
49	131	41.7	138	43	196	26.4	58	26.2	71	- محافظ استثمارية
9	24	28.7	95	23	104	27.4	60	23.3	63	- شكاوى أخرى
100	268	100	331	100	456	100	219	100	270	الإجمالي

المصدر: بناء على تقارير هيئة السوق المالية 2010 إلى 2014.

يمكن إبراز أهم نتائج تصنيف تلك الشكاوى في الآتي:

- بلغ إجمالي عدد الشكاوى المستلمة في سنة 2011 عبر مختلف القنوات 219 شكاوى بانخفاض مقداره 49 شكاوى عن سنة 2010 حينما كان عددها 270 شكاوى. أما في سنة 2013 بلغ عدد الشكاوى 331 شكاوى بارتفاع مقداره 61 عن سنة 2010 حينما كان عددها 270 شكاوى، وفي سنة 2014 انخفض عدد الشكاوى إلى 268.

- حيث صنفت الهيئة الشكاوى التي تسلمها إلى عدة أنواع حسب طبيعة كل نوع فيلاحظ أن عمليات التنفيذ سنة 2014 انخفضت مقارنةً بسنة 2010، والملاحظة نفسها بالنسبة لتسهيلات وصناديق استثمارية أما المحافظ الاستثمارية وشكاوى أخرى فقد ارتفعت مقارنةً بالسنوات السابقة.

خامساً: مساهمة الإفصاح المالي في دعم كفاءة سوق الأسهم السعودية

عملت هيئة سوق الأسهم السعودية على تطوير نظام سوق الأوراق المالية فنياً وتقنياً، مما ساهم في الزيادة الأفقية لسوق الأوراق المالية بزيادة عدد الشركات المدرجة وإدراج أدوات مالية جديدة. ومع تطور لوائح وأنظمة الهيئة ساهمت في

زيادة مستوى الشفافية عبر تطوير نظم الإفصاح. وقد شهد السوق في السنوات الأخيرة السماح للشركات المالية الدخول كشريك استراتيجي في سوق الأوراق المالية. حيث أن هناك نماذج جيدة لشركات في مجال الشفافية والإفصاح سواء من حيث التقارير المالية السنوية وتضمينها جميع البيانات والأرقام التي تساعد في عملية التحليل المالي واتخاذ القرار أو من حيث الإعلانات التي تجعل المساهم على اطلاع بجميع المستجدات والأخبار. بينما هناك شركات تلتزم فقط بالحد الأدنى المطلوب من قبل الأنظمة بخصوص الإفصاح مما يصعب على المستثمر تحليل البيانات. والتطور الحاصل في سوق الأسهم السعودية يتم بضرورة تبني وجهة نظر جديدة للإفصاح وتطوير متطلبات الإفصاح المستخدمة حالي لتلائم حاجات المتعاملين في السوق. فالهدف الأساسي من الإفصاح هو توفير المعلومات التي تحقق التوازن في سوق الأسهم ورفع كفاءة السوق. لذا، فإنه من الضروري تطوير نظام إفصاح شامل يعتمد على مبدأ تدفق المعلومات المالية وغير المالية إلى سوق الأسهم. آخذاً في عين الاعتبار أن المستثمر في سوق الأسهم السعودي يحتاج إلى جميع المعلومات.

**الخاتمة:**

تعتمد كفاءة بورصة الأوراق المالية على ما توفره من معلومات لكافة المتعاملين فيها بنفس القدر ونفس الوقت، ولا يمكن أن يتحقق ذلك بدون تطبيق مبدأ الإفصاح على البيانات والمعلومات المالية الصحيحة المتعلقة بالشركات التي تتداول أدواتها في السوق حتى يتمكن هؤلاء من ترشيد قراراتهم وتحقيق أرباح غير عادية. حيث إن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

وبالتالي، فإنه لنجاح وتطور بورصة الأوراق المالية لا بد من توفر الإفصاح المالي لأن السوق الكفوءة تتوقف على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالتها. وقد اتضح أن سوق الأسهم السعودية سعت لتطوير أسواقها، حيث قامت بوضع إجراءات للشركات المدرجة بالإفصاح عن جميع ما تقوم به، وتنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية وعملية إصدار الأوراق المالية وتداولها والإشراف على أداء الأشخاص المرخص لهم وحماية المستثمرين وتحقيق العدالة والكفاءة. ولكن هناك نماذج جيدة لشركات تقوم بالإفصاح سواء من حيث التقارير المالية السنوية أو من حيث الإعلان، بينما شركات أخرى لا تلتزم بمستوى الإفصاح الكافي مما يصعب الأمر على المستثمر. وبالنسبة لمؤشر عدد الشركات المدرجة الذي يقيس مدى اتساع حجم السوق، فبالرغم من أن عدد الشركات

المدرجة يعد منخفضا إذا ما قورن بعدد الشركات المسجلة في البورصات الكبرى كالولايات المتحدة الأمريكية إلا أنه يبقى يعرف نموا خلال فترة الدراسة، وهو ما يدل على التوجه نحو اتساع السوق من سنة لأخرى بالشكل الذي يساهم في زيادة كفاءة السوق مستقبلا.

وعلى ضوء النتائج السابقة، يمكن إعطاء بعض الإجراءات الواجب اتخاذها لكي تتميز سوق الأسهم السعودية بالكفاءة وذلك على النحو الموالي:

- بذل الجهود اللازمة من أجل توعية وإعلام الأفراد بمختلف التقنيات المستعملة في اتخاذ القرار الاستثماري.

- رفع الكفاءة المعلوماتية لسوق الأسهم، وذلك من خلال تطوير نظم الإفصاح وتدقيق المعلومات في السوق، إلزام الشركات بمعايير الإفصاح المقررة قانونا، وكذلك توفير الشفافية في المعلومات. مع التركيز دائما على وسائل الإعلام المختلفة و دورها في توعية المستثمرين بكل المستجدات التي تعرفها أسواق رأس المال.

- العمل على زيادة الوعي الاستثماري والمالي للمتعاملين بالسوق لتوضيح أهمية المعلومات عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، مع عقد المزيد من الدورات التدريبية والمحاضرات اللازمة في هذا الصدد.

- مواكبة التطورات الحاصلة في البورصات المتقدمة، وذلك باستغلال مختلف التقنيات التكنولوجية الحديثة لتسهيل عملية نشر البيانات المتعلقة بالشركات، أسعارها، حجم التداول، التسويات، طرق التسعير... إلخ.

- وضع قوانين لحماية صغار المستثمرين في الأوراق المالية من أولئك الذين يتمكنون من الحصول على المعلومات من مصادر خاصة ومقربة، أو من نشر معلومات خاطئة ومضللة.

الهوامش:

(1) - علي كنعان، الأسواق المالية، مطبعة الروضة، جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص: 22.

(2) - محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 79.

(3) - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والاحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، القاهرة، مصر. 2006 ص: 30.

- (4) - شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 2005، ص: 52.
- (5) - صلاح جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مطابع الأهرام، القاهرة، مصر، 1998، ص: 38.
- (6) - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، القاهرة، 2006، ص: 33.
- (7) - لطيف زيود وآخرون، "دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار"، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سوريا، العدد الأول، 2007، ص: 15.
- (8) - أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي: لأغراض تقييم ومراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 181.
- (9) - زينة بن أفرج، القوائم المالية كأداة للإفصاح المحاسبي وفق معايير المحاسبية الدولية، ملتقى وطني حول معايير المحاسبة الدولية و المؤسسة الاقتصادية الجزائرية متطلبات التوافق والتطبيق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي سوق أهراس، يومي: 25- 26 ماي 2010، ص: 09.
- Phillipe Gillet, Les marches financiers efficient, Edition Economica, Paris ,, 1999 , P: 11 .<sup>(10)</sup>
- (11) - J. Teulie et Topsa calian, Finance, Edition Vuibert, Paris, pp : 74-75.
- (12) - فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص: 50.
- (13) - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في سوق الأوراق المالية، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 32.
- Jacques hamon, Bourse et gestion de portefeuille Edition Economica, Paris, 2004, P: 256.<sup>(14)</sup>
- (15) - Thomas.E & Copeland , financial and corporate policy , Addison – wisely publishing , new York, 1997, P: 115.
- (16) - بن عمر بن حاسين وآخرون، "كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، العدد الثاني، 2012، ص: 237.
- (17) - إيهاب الدسوقي مرجع سابق، ، 2000، ص ص: 34-35.
- (18) - عبد الغفار حنفي، البورصات: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، خيارات،

- الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص: 190-191.
- (19) - إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، 2000، ص: 34
- (20) - صاطوري الجودي، "شروط ومتطلبات رفع كفاءة سوق رأس المال دراسة حالة الجزائر"، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة تبسة، أبريل 2006، ص: 174.
- (21) - نور الدين بهلول وزويير دوغمان، أثر الإفصاح المالي وفق معايير المحاسبة الدولية على الهيكل المؤسسية للمؤسسة، ملتقى وطني حول: معايير المحاسبة الدولية والمؤسسة الاقتصادية الجزائرية متطلبات التوافق والتطبيق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي سوق أهراس، يومي 25-26 ماي 2010، ص: 05.
- (22) - مفتاح صالح وفريدة معارفي، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 07، 2007 ص: 184-185.
- (23) - محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 130-133.
- (24) - كمال الدين الدهراوي ومحمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص: 33.
- (25) - النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي، الفصل الرابع، 2012، ص: 09.
- (26) - المادة 20 من الفصل الثالث لنظام السوق المالية، رقم: 30 المؤرخ في 31 جوان 2003.
- (27) - هيئة السوق المالية، التقرير السنوي لعام 2012، المملكة العربية السعودية، ص: 68.
- (28) - هيئة السوق المالية، تقرير 2012، مرجع سابق، ص: 68-69.
- (29) - مجلس هيئة السوق المالية، الدليل الإستراتيجي للأئحة حوكمة الشركات، الإدارة العامة للإشراف على السوق، الإصدار الأول، 2012، ص: 6-19.
- (30) - هيئة السوق المالية، التقرير السنوي لعام 2012، مرجع سابق، ص: 72.
- (31) - النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي، الربع الرابع، 2013، ص: 29.
- (32) - النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي، الربع الرابع، 2014، ص: 27.