



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم إدارة الأعمال

تقييم الدور الرقابي لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

دراسة مقارنة بين الجهات الحكومية والخاصة

لقطاع الأوراق المالية السوري

Role Evaluation of the Syrian Commission on Financial Markets and
Securities as a Regulator

A Comparative Study on Governmental and Private Entities in the
Syrian Securities Industry

رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال

إعداد الطالب

أحمد تيسير القصار

إشراف الدكتور

غذوان علي



My Lord, indeed I am, for whatever good you would
send down to me, in need.

سورة القصص - آية 24

Holy Quran 28:24

الإهداء ..

إلى سوريّتنا . . . السيّدة . . . الصفة الأولى لعشتار . . .

الكثير من علماء أصول اللغات يعتقدون أن منها اشتقت كلمة Sir الانكليزية، التي انتقلت كلقب أو صفة للرفعة من العربية الآرامية السورية القديمة. والسوريون السادة (السريان Syrians) هم أبناء عمومة العرب العموريون والآراميون . . .

إلى الشام . . . أقدم مدينة ما زالت مأهولة في العالم، وأقدم عاصمة. عاصمة الدولة الأموية أكبر دولة إسلامية في التاريخ . . .

إلى روح أبي ..

. . . مُعلّمٍ وعالمٍ

إلى من جنتي بإذن الله تحت قدميها . . . إلى نبض القلب ونور العين وملجأ أي حين لا ملجأ . . .

. . . أمي

إلى صحبةِ الدربِ الشّاق . . . الجميل . . .

. . . إخوتي وأخواتي

إلى إخوةٍ لم تلدهم أم . . . ونقوشٍ على جدار العمر . . .

. . . محمد حراجلي ماجد الخطيب هاني جمعة أحمد الفحل

إلى مُصعب موسى

إلى زملائي وزميلاتي في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

شكر وتقدير

الحمد والشكر لله سبحانه وتعالى من عبده الفقير على فضله وتوفيقه

وجزيل الشكر والامتنان لـ:

الدكتور غذوان علي

لتفضله بالإشراف على هذه الرسالة، مع عميق خبرته وفيض علمه وسعة صدره، وما تحمّله مني

من تقصير خلال إعداد هذه الرسالة، حيث كان لتوجيهاته وملاحظاته بالغ الأثر في إتمامها

والشكر والامتنان لأعضاء اللجنة:

الدكتور جمال اليوسف

الدكتور زكوان قريط

لتفضلهم قبول مناقشة هذه الرسالة

والشكر موصول لكل من أبدى رأياً أو قدّم عوناً أثناء إعداد هذه الرسالة

فهرس المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
أ	الآية
ب	الإهداء
ت	شكر وتقدير
ث	فهرس المحتويات
د	قائمة الجداول
ذ	قائمة الأشكال
1	ملخص الدراسة
الفصل التمهيدي	
2	المقدمة
3	مشكلة البحث
4	أهداف البحث
4	أهمية البحث
6	منهج البحث
7	مجتمع وعينة البحث
9	فرضية البحث
10	محددات البحث
11	الدراسات السابقة
الفصل الأول: قطاع الأوراق المالية	
16	المبحث الأول: دور قطاع الأوراق المالية
17	مقدمة
18	1-1-1 القطاع المالي وقطاع الأوراق المالية
19	2-1-1 وظائف قطاع الأوراق المالية

رقم الصفحة	الموضوع
20	1-2-1-1 توفير التمويل اللازم لقطاع الأعمال
21	2-2-1-1 تنظيم تأسيس الشركات المساهمة
24	3-2-1-1 إعادة توزيع الموارد المالية للقطاعات الأكثر إنتاجاً
26	4-2-1-1 تشجيع الادخار لتنمية الاستثمار
27	5-2-1-1 تشجيع الاستثمار الأجنبي وتنظيمه
28	6-2-1-1 تمويل عملية الخصخصة التي تتبناها الدولة
30	7-2-1-1 تشجيع المنافسة بين مؤسسات القطاع الخاص
32	الخلاصة
33	المبحث الثاني: مكونات قطاع الأوراق المالية
34	مقدمة
34	1-2-1 العناصر الرئيسية المكونة لقطاع الأوراق المالية
36	1-1-2-1 الجهات الحكومية ضمن قطاع الأوراق المالية
36	1-1-1-2-1 هيئة الأوراق المالية
39	2-1-1-2-1 سوق الأوراق المالية
44	3-1-1-2-1 مركز المقاصة والحفظ المركزي
48	4-1-1-2-1 بنك التسوية
51	2-1-2-1 الجهات الخاصة ضمن قطاع الأوراق المالية
51	1-2-1-2-1 شركات الخدمات والوساطة المالية
56	2-2-1-2-1 الشركات المساهمة
59	3-2-1-2-1 الصناديق والمحافظ الاستثمارية
62	4-2-1-2-1 المساهمين والمستثمرين
65	3-1-2-1 الأدوات والأوراق المالية
68	الخلاصة

الموضوع	رقم الصفحة
الفصل الثاني: الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية	
المبحث الأول: عناصر العملية الرقابية	
69	
70	مقدمة
71	1-1-2 عناصر العملية الرقابية لهيئة الأوراق المالية
72	1-1-1-2 البنية التشريعية
75	2-1-1-2 البنية التنظيمية
80	3-1-1-2 نظام الرقابة الالكتروني / الرقابة على عمليات التداول
85	4-1-1-2 الإفصاح
89	الخلاصة
المبحث الثاني: التلاعب في الأسواق المالية	
90	
91	مقدمة
92	1-2-2 مفهوم التلاعب في الأسواق المالية
93	2-2-2 التلاعب والمضاربة
95	3-2-2 أنواع التلاعب
96	4-2-2 أساليب التلاعب
98	5-2-2 أشهر صور التلاعب
102	6-2-2 مشكلة النظر إلى التلاعب
103	7-2-2 دور هيئة الأوراق المالية في حماية المستثمرين
105	الخلاصة
الفصل الثالث: الدراسة الميدانية	
المبحث الأول: المنهجية والمعالجة الإحصائية وعرض نتائج الاستبيان وتحليلها	
106	
107	1-1-3 تطوير الاستبانة ودليل المقابلة
110	2-1-3 الأساليب الإحصائية المستخدمة
111	3-1-3 عرض نتائج الاستبيان وتحليلها

الموضوع	رقم الصفحة
المبحث الثاني: اختبار الفرضية وإجراء المقابلات وعرض النتائج والتوصيات	126
1-2-3 اختبار فرضية البحث	127
2-2-3 إجراء المقابلات	130
3-2-3 النتائج والتوصيات	135
قائمة المراجع	139

قائمة الجداول

رقم الصفحة	الجدول
35	الجدول رقم (1) التصنيفات المختلفة لعناصر قطاع الأوراق المالية
50	الجدول رقم (2) الفترات المختلفة لعملية التسوية
67	الجدول رقم (3) صفات الأسهم الممتازة
71	الجدول رقم (4) أنواع الرقابة
107	الجدول رقم (5) أسماء السادة المحكمين لأدوات الدراسة
110	الجدول رقم (6) نتائج اختبار Chronbach's Alpha لفقرات الاستبيان
111	الجدول رقم (7) نسبة الجهات المدروسة في العينة
111	الجدول رقم (8) نسبة الجنسين في العينة
112	الجدول رقم (9) نسبة الجنسين في العينة موزعين حسب الجهة
112	الجدول رقم (10) مستويات أعمار العينة
113	الجدول رقم (11) مستويات أعمار العينة موزعين حسب الجهة
113	الجدول رقم (12) توزيع العينة حسب المؤهل العلمي
114	الجدول رقم (13) العينة حسب المؤهل العلمي والجهة
116	الجدول رقم (14) التحليل الوصفي لعنصر البنية التشريعية
118	الجدول رقم (15) التحليل الوصفي لعنصر البنية التنظيمية
121	الجدول رقم (16) التحليل الوصفي لعنصر نظام الرقابة الالكتروني
123	الجدول رقم (17) التحليل الوصفي لعنصر الإفصاح
127	الجدول رقم (18) نتائج اختبار (Independent Sample T – test) لتقييم البنية التشريعية
128	الجدول رقم (19) نتائج اختبار (Independent Sample T – test) لتقييم البنية التنظيمية
128	الجدول رقم (20) نتائج اختبار (Independent Sample T – test) لتقييم نظام الرقابة الالكتروني
129	الجدول رقم (21) نتائج اختبار (Independent Sample T – test) لتقييم نظام الإفصاح

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	الشكل
19	الشكل رقم (1) تداخل العلاقات بين عناصر القطاع المالي
20	الشكل رقم (2) اتجاه العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الاقتصادي
25	الشكل رقم (3) تدفق الموارد المالية عن طريق قطاع الأوراق المالية
75	الشكل رقم (4) عناصر العملية الرقابية لهيئة الأوراق المالية - البنية التشريعية
79	الشكل رقم (5) عناصر العملية الرقابية لهيئة الأوراق المالية - البنية التنظيمية
84	الشكل رقم (6) عناصر العملية الرقابية لهيئة الأوراق المالية - نظام الرقابة الإلكتروني
89	الشكل رقم (7) عناصر العملية الرقابية لهيئة الأوراق المالية - الإفصاح

ملخص الدراسة

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح الدور الرقابي والإشرافي لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، ومدى نجاحها في تحقيق الأهداف المطلوبة منها في حماية مصالح المستثمرين ومنع انهيار قيمة ممتلكاتهم وإعادة الثقة في السوق المالية والحفاظ على حقوق أصحاب المصالح، بما يتطلبه ذلك من سلامة الأطر الرقابية والقدرة على تطوير البنية التشريعية والتنظيمية لقطاع الأوراق المالية، وكل ذلك من وجهة نظر كل من المكونات الحكومية والخاصة لقطاع الأوراق المالية السوري.

ومن ثم إجراء مقارنة بين وجهتي النظر المدروستين حول الدور الرقابي لهذه الهيئة، وتوضيح الاختلاف بينهما تجاه تقييم العملية الرقابية.

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

1. وجود اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجهتي النظر الحكومية والخاصة داخل قطاع الأوراق المالية السوري، حول تقييم الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية السورية.
2. ارتفعت ثقة الجهات الحكومية في الدور الذي يمارسه مجلس مفوضي الهيئة في تطوير قطاع الأوراق المالية السوري، بينما انخفضت هذه الثقة لدى الجهات الخاصة وعلى رأسهم المستثمرون. وكذلك الأمر بالنسبة لدور مجلس إدارة سوق الأوراق المالية في حماية مصالح المستثمرين.
3. دلّت الإجابات الخاصة بمحور (نظام الرقابة الالكتروني) بالإضافة إلى المقابلات التي أجراها الباحث، أن النسبة الأكبر من الجهات الخاصة (عدا شركات الخدمات والوساطة المالية) لا تفرّق بين نظام التداول الالكتروني من جهة، ونظام الرقابة على عمليات التداول من جهة أخرى.
4. لا تنق الجهات الخاصة بالأنظمة الالكترونية وقدرتها على الحد من حالات التلاعب.
5. أظهرت المقابلات وجود فجوة كبيرة واختلاف بين كل من الجهات الحكومية والجهات الخاصة تجاه مفهوم الإفصاح، فبينما ترى الجهات الحكومية أن الإفصاح أمر واجب التطبيق على جميع الجهات الخاضعة لإشراف الهيئة، فإن هذه الجهات نفسها - أي الخاضعة لإشراف الهيئة - تُطالب الهيئة نفسها والسوق بالمزيد من الإفصاح والشفافية.

الفصل التمهيدي

مقدمة:

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً رئيساً في حشد وإعادة توزيع رؤوس الأموال على مستوى قطاع الأعمال الوطني، حيث يتم عن طريق هذه القناة جذب المدخرات الفائضة عن الحاجة لدى البعض ودفعها لتلبية حاجة الاستثمار المتزايدة لدى قطاعات الأعمال.

وتعمل أسواق الأوراق المالية على تمويل عملية التنمية عن طريق مساعدة الحكومات على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية ودفع معدلات النمو للدول، وقد أكدت الأدبيات الحديثة على أن السوق المالية يمكن أن تلعب دوراً أساسياً في إحداث التنمية بمفهومها الشامل - توسيع خيارات البشر - ليس من خلال تأثيرها على كمية الاستثمارات فحسب بل من خلال تأثيرها على نوعية هذه الاستثمارات.

ولأهمية الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في دفع عجلة التنمية، وأمام التطور المتسارع الذي فرضته التكنولوجيا الحديثة بتحويل البنية الهيكلية لهذه الأسواق من الصورة التقليدية - المتمثلة في الغرف الصاخبة التي تضج بالسماسة - إلى أسواق الكترونية ذات مخدمات مركزية وحواسب مرتبطة بها، وجدت الحكومات نفسها مضطرة لتطوير البنية التشريعية والتنظيمية لسوق الأوراق المالية والفعاليات الملحق بها وذلك بهدف إعطاء آلية عمل السوق دورها الفعّال في دعم قطاع الأعمال، حيث أن أي تأخير أو تعطل في عمل هذه الآلية نتيجة أي خلل بنيوي أو تنظيمي سيحول هذه السوق إلى مصدر رئيسي لعدم الاستقرار، وذلك نتيجة طبيعة الأموال السائلة عبر السوق وحركتها المتذبذبة وحساسيتها المفرطة للأحداث الاقتصادية والسياسية المحيطة بالدولة ولسلوك الأفراد والمؤسسات المستثمرة في سوق الأوراق المالية.

لذلك كان لابدّ لحماية الأسواق المالية من مخاطر النقلب في الأسعار والانهيارات السريعة، من العمل على تطوير التشريعات وأساليب العمل المعتمدة في معظم أسواق الأوراق المالية.

وقد سعت الحكومات إلى ضبط القطاع المالي عن طريق إنشاء هيئات خاصة بكل مرفق من مرافق هذا القطاع، وعلى اعتبار أن سوق الأوراق المالية يعتبر حجر الأساس ضمن هذا القطاع فقد تأسست في معظم الدول هيئة خاصة للرقابة على سوق الأوراق المالية، بهدف تنظيم هذه السوق وضبط عملياتها عن طريق الإشراف والرقابة على جميع المشاركين في السوق المالي، حيث يبدأ دور هذه الهيئة من تنظيم عمليات السوق الأولي (سوق الإصدار) ولاينتهي عند تنظيم عمليات السوق الثانوي (سوق التداول) وإنما يمتد إلى ضبط ومراقبة عمل شركات الخدمات والوساطة المالية، والإشراف على عمليات

زيادة رؤوس أموال الشركات المساهمة، والإفصاح والشفافية، ومعايير الحوكمة، وإلى ما هنالك من شؤون تنظيم وتطوير الشركات المساهمة أو شركات الخدمات والوساطة المالية أو سوق الأوراق المالية. وتسعى هذه الهيئات الحكومية بالتعاون مع أسواق الأوراق المالية في بلدانها إلى تحقيق أهدافها المتمثلة في إعادة توزيع الموارد المالية على القطاعات الأكثر إنتاجاً وتشجيع الإدخار لتنمية الاستثمار وتشجيع المنافسة بين مؤسسات القطاع الخاص وزيادة الوعي العام لأهمية الاستثمار، إلى ما هنالك من أهداف على مستوى قطاع الأعمال الوطني.

ونظراً لأهمية الدور الذي تلعبه هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في ضبط وتنظيم قطاع الأوراق المالية السوري، كان لابد من التوقف عند نتائج عمل هذه الهيئة وتقييم أدائها عن طريق المقارنة بين وجهة النظر الحكومية ووجهة نظر القطاع الخاص، على اعتبار أن قطاع الأوراق المالية في جميع دول العالم يشترك في تكوينه كل من القطاعين الخاص والحكومي، ويعتمد نجاحه على التعاون والتفاهم المتبادل بين هذين المكونين الرئيسيين.

ثانياً - مشكلة البحث:

انطلقت عمليات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية في العاشر من آذار عام 2009، في الوقت الذي كان فيه الاقتصاد العالمي يعاني أزمتة المالية الأحدث. وعلى الرغم من أن تأثير هذه الأزمة على الاقتصاد السوري لم يكن تأثيراً مباشراً، إلا أن هذا الاقتصاد وكغيره من اقتصاديات الدول النامية قد تأثر بالأزمة المالية العالمية بطريقة غير مباشرة (مثل تراجع الطلب العالمي على الصادرات، وانخفاض أسعار المواد الأولية، وتراجع تحويلات المهاجرين.... إلخ).

وقد تعرضت هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية إلى العديد من الانتقادات آنذاك كونها اتخذت قرار إطلاق سوق التداول (السوق الثانوي) في الوقت الذي يعيش فيه العالم آثار أزمتة المالية الحادة. إلا أن القائمين على الفكرة أكدوا أن تأثر السوق المالية السورية بهذه الأزمة سيكون محدوداً جداً، وقد أكد ذلك الارتفاع الملحوظ - بل والمبالغ فيه - في أسعار الأوراق المالية المدرجة، لتشهد السوق قفزة نوعية في حجم الرسملة من 61 مليار ليرة سورية نهاية العام 2009 إلى 141 مليار ليرة سورية نهاية العام 2010، مرتفعاً معها مؤشر الأسعار بنسبة 71.9%.

إلا أن الانهيار المتسارع في أسعار الأسهم المدرجة خلال العام 2011 واستمرار هذا الانهيار خلال العام 2012، مترافقاً مع الأزمة السياسية والاقتصادية التي تعاني منها البلاد، أبرز فكرة التساؤل عن الدور الذي يمكن أن تلعبه هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في حماية مصالح المستثمرين ومنع

انهيار قيمة ممتلكاتهم وإعادة الثقة في السوق المالية والحفاظ على حقوق أصحاب المصالح. بما يتطلبه ذلك من سلامة الأطر الرقابية والقدرة على تطوير البنية التشريعية والتنظيمية لقطاع الأوراق المالية.

ومن هنا فإن مشكلة البحث تكمن في التساؤل التالي:

كيف يمكن تقييم دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بالمقارنة بين وجهة النظر الحكومية من جهة، ووجهة نظر القطاع الخاص من جهة أخرى؟ وما مدى الاختلاف أو التوافق بين وجهتي النظر هاتين؟ وما مدى نجاح الهيئة برأي جميع مكونات قطاع الأوراق المالية السوري في ضبط ورقابة هذا القطاع بما يحقق أهدافه على مستوى الاقتصاد الوطني؟

ثالثاً - أهداف البحث:

يكمن الهدف الرئيسي للبحث في تقييم الدور الرقابي والإشرافي لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، ومدى نجاحها في تحقيق الأهداف المطلوبة منها، وذلك من وجهة نظر كل من المكونات الحكومية والخاصة لقطاع الأوراق المالية السوري.

ومن خلال إبراز أهمية الدور الذي تلعبه الهيئة في ضبط قطاع الأوراق المالية السوري، فإن هذا البحث يهدف إلى:

1. تقييم الدور الرقابي لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية من وجهة نظر الجهات الحكومية مقارنةً بوجهة نظر القطاع الخاص.
2. بيان رأي الجهات والهيئات الحكومية الأخرى المشرفة على القطاع المالي السوري (كهيئة الإشراف على التأمين، وبنك سورية المركزي، ووزارة المالية....) بطريقة وأسلوب عمل الهيئة ومدى مساهمتها في تحقيق الهدف المشترك لجميع هذه الجهات، ومدى رضى هذه الجهات عن التعاون والتنسيق القائم بينها وبين هيئة الأوراق المالية السورية.
3. اقتراح إطار لعمل هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، يربط بين المتطلبات الحكومية ومتطلبات القطاع الخاص، بما يحقق أهداف قطاع الأوراق المالية السوري.

رابعاً - أهمية البحث:

يمكن تقسيم أهمية البحث إلى:

الأهمية النظرية:

تناولت العديد من الأدبيات والدراسات السابقة الأسواق المالية كأحد أهم مكونات القطاع المالي في جميع دول العالم، وبحثت في دور هذه الأسواق في عملية التنمية في بلدانها وأهميتها في توفير السيولة وتمويل الاستثمارات.

وجاءت الأزمة المالية العالمية عام 2008 لتلقي الضوء على ضرورة التركيز على باقي مكونات القطاع المالي وليس فقط السوق المالية كبيئة للعمليات، وفي مقدمة هذه المكونات هيئة الرقابة على سوق المال. وبدأت الدراسات والأبحاث النظرية والعملية في توضيح دور هذه الهيئة، وكيف ساهم إغفالها لدورها الرقابي المطلوب في نشوء الأزمة المالية العالمية. وبيّنت هذه الدراسات أن عدم تبني وتطبيق أطر رقابية محلية ودولية مناسبة للتعامل مع الابتكارات المالية من مشتقات وأدوات مالية معقدة سيؤدي عاجلاً أم آجلاً إلى إضعاف دور إدارة المخاطر في المؤسسات المالية، وبالتالي وضع القطاع المالي والاقتصادي برمته على حافة الهاوية.

وقد بيّنت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) والبنك المركزي الأوروبي في توصياتهما في ضوء الأزمة المالية العالمية، أن الإطار الرقابي في الدول الأوروبية الذي كان سائداً في ظل الأزمة، أدى إلى صعوبة تبادل المعلومات بين الأسواق المختلفة ولم يسمح بالتعامل بالسرعة الكافية مع المشاكل التي برزت جراء الأزمة، مما يحتم إنشاء هيئة تعنى بالرقابة على عمل البنوك والقطاع المالي عموماً. وينطلق هذا البحث مستفيداً من التوجه العالمي نحو دراسة دور هيئات الرقابة على سوق المال وضرورة ممارستها لدورها الرقابي على باقي مكونات قطاع الأوراق المالية. وبالتالي فإن أهمية هذا البحث النظرية تكمن في:

- فهم الإطار الرقابي الناظم لعمل قطاع الأوراق المالية السوري، والبحث في مكونات هذا القطاع بالتفصيل لإبراز التداخل بين عمل الجهات المكونة لهذا القطاع.
- انطلاقاً من ذلك يمكن القول بأن هذا البحث سيشكل إضافة جديدة للدراسات السابقة المتعلقة بتسليط الضوء على أهمية الدور الرقابي الذي تلعبه هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

الأهمية العملية:

تأتي أهمية البحث العملية من حيث اختلاف تأثيره على مستوى القطاع المالي السوري:

- بالنسبة للحكومة:
يعطي البحث صورة عامة عن عمل الجهات الحكومية المنظمة لقطاع الأوراق المالية السوري، ويمكن من خلاله التعرف على نقاط التداخل بين عمل تلك الجهات، لتعمل الحكومة على الاستفادة من نقاط التوافق والتعاون ومحاولة تجاوز نقاط التداخل والاختلاف في عمل هذه الجهات.

- بالنسبة لهيئة الأوراق المالية:
يمكن للهيئة من خلال هذا البحث التركيز على العمليات الرقابية الأكثر تأثيراً في ضبط القطاع المالي، والنظر في عناصر العملية الرقابية غير المنتجة للاطلاع على مكن الخلل ومحاولة تصحيحه.
كما سيحاول الباحث إضافة بعض المعايير التي يمكن أن تعتمدها الهيئة في التحقق من مدى نجاحها في تحقيق أهدافها المرسومة.
- بالنسبة لسوق الأوراق المالية:
انطلاقاً من حداثة التجربة السورية في مجال سوق الأوراق المالية، فإن البحث سيشكل جهداً رديفاً لتوضيح الأسس التي تحكم العلاقة بين سوق الأوراق المالية وهيئة الأوراق المالية من جهة، وسوق الأوراق المالية وباقي الجهات الحكومية من جهة أخرى، وسوق الأوراق المالية وجهات القطاع الخاص - من شركات وساطة وشركات مساهمة مدرجة - من جهة ثالثة.
- بالنسبة للمستثمرين في سوق الأوراق المالية:
سيصب هذا البحث في إطار توعية المستثمرين وتوضيح حقوقهم وبيان الجهات التي تشترك في وضع محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، هذه التوعية التي تشكل الشغل الشاغل لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

خامساً - منهج البحث:

تحقيقاً لأهداف البحث، وفي محاولة لإجابة عن التساؤل الرئيسي حول رأي كل من الجهات الحكومية والخاصة في تقييم الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية، سيتم العمل في هذا البحث ضمن سياق منهجي استنباطي ومنهجية كمية ونوعية. حيث سيعتمد البحث في جانبه النظري على مراجعة الدراسات السابقة النظرية والتطبيقية في مجال الأسواق المالية والعلاقات المتبادلة بين مكونات القطاع المالي ودور هيئة الأوراق المالية بشكل خاص كونها تشكل نقطة الأساس في رقابة جميع مكونات هذا القطاع. أما في الجانب العملي فإن البحث سيحاول وعن طريق أساليب البحث العملية استنباط نتائج منطقية حول أسباب الاختلاف بين مكونات القطاع المالي السوري في تقييم العملية الرقابية لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، كما سيعمل البحث على تحديد المعايير الرقابية المنطق عليها في ممارسة الهيئة لأعمالها في الضبط والرقابة، بحيث يمكن اعتماداً على هذه النتائج تعميم المعايير الأكثر نجاحاً والأكثر توافقية بين مكونات القطاع المالي السوري.

وسيعتمد البحث في سبيل ذلك على نوعين من البيانات سيتم تجميعهما بالأساليب التالية:

البيانات الثانوية (الدراسة المكتبية):

وذلك من خلال الدراسة النظرية للموضوع اعتماداً على الأنظمة والقوانين ذات الصلة، والمراجع والدوريات العربية والأجنبية، والبحوث والدراسات السابقة المنشورة في المجالات المتخصصة والمحكمة علمياً، إضافةً إلى أوراق العمل والأبحاث الخاصة في مجال الدراسة والتي قدمت في الندوات والمؤتمرات العلمية، والإطلاع على الصفحات الالكترونية التي عنيت بموضوع الدراسة.

البيانات الأولية:

حيث سيتم الحصول على البيانات من خلال أداتين للبحث هما:

- استبانة خاصة ستصمم لغرض الدراسة.
- المقابلات.

سيتم توزيع الاستبانة وإجراء المقابلات ضمن أفراد عينة الدراسة لتغطية الجانب العملي منها، ومن خلالهما سيتم تحليل البيانات واختبار الفرضية وصولاً إلى النتائج وتقديم التوصيات.

سادساً - مجتمع وعينة البحث:

مجتمع البحث:

يُشكل قطاع الأوراق المالية في سورية بجميع عناصره ومكوناته **مجتمع الدراسة**. حيث تكوّن الجهات والمؤسسات التالية عناصر هذا القطاع:

1. هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية،
2. سوق دمشق للأوراق المالية،
3. مركز المقاصة والحفظ المركزي،
4. بنك التسوية،
5. شركات الخدمات والوساطة المالية المرخصة،
6. الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية،
7. المساهمين والمستثمرين في الشركات المساهمة.

وحتى تاريخ إعداد هذا البحث فقد بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية اثنين وعشرين شركة تتوزع وفق السوق والقطاع حسب الجدول التالي:

القطاع	الرقم	اسم الشركة	السوق
مصارف	1	بنك عودة سوريا	نظامي
	2	بنك سورية الدولي الإسلامي	موازي أ
	3	بنك بيمو - السعودي الفرنسي	نظامي
	4	بنك سوريا والمهجر	نظامي
	5	البنك الدولي للتجارة والتمويل	نظامي
	6	البنك العربي - سوريا	نظامي
	7	بنك بيبيلوس	موازي أ
	8	بنك قطر الوطني	موازي ب
	9	بنك سورية والخليج	موازي ب
	10	بنك الأردن سورية	موازي أ
	11	بنك الشرق	موازي أ
	12	مصرف فرنسبنك	موازي ب
صناعة	13	الأهلية للزيوت	موازي أ
تأمين	14	المتحدة للتأمين	نظامي
	15	السورية الدولية للتأمين	نظامي
	16	العقيلة للتأمين التكافلي	موازي أ
	17	الشركة السورية الوطنية للتأمين	نظامي
	18	الاتحاد التعاوني للتأمين	موازي ب
	19	الشركة السورية الكويتية للتأمين	موازي أ
	20	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق	نظامي
خدمات	21	الأهلية للنقل	موازي أ
زراعة	22	نماء الزراعية	موازي أ

أما شركات الخدمات والوساطة المالية العاملة في سوق دمشق للأوراق المالية فقد بلغت حتى تاريخ إعداد هذا البحث ثمان شركات هي:

الرقم	اسم الشركة
1	شركة ضمان الشام للوساطة والخدمات المالية
2	العالمية الأولى للاستثمارات المالية
3	عودة كابيتال سورية المحدودة المسؤولية
4	شركة سورية والمهجر للخدمات المالية
5	المركز المالي الدولي للخدمات والوساطة المالية
6	شركة بيمو السعودي الفرنسي المالية
7	الأولى للاستثمارات المالية
8	شام كابيتال المحدودة المسؤولية

عينة البحث:

سيتم سحب عينة حصصية بعد تقسيم مجتمع البحث إلى جهات حكومية وأخرى خاصة، علماً بأن وحدة التحليل ستكون موظفي الإدارتين الوسطى والعليا في المديریات ذات العلاقة بالنسبة للمؤسسات المالية، وكذلك موظفي الإدارتين الوسطى والعليا في المديریات الفنية المختصة بالنسبة للجهات المشرفة.

سابعاً – فرضية البحث:

سيقوم الباحث باختبار صحة الفرضية التالية:

هناك اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجهتي نظر الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية، حول تقييم الدور الرقابي لهيئة الأوراق والأسواق المالية.

سيتم اختبار الفرضية السابقة من خلال دراسة الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية من وجهة نظر كل من المكونات الحكومية والخاصة لقطاع الأوراق المالية ومن خلال قياس تقييمهم لعناصر الدور الرقابي

التالية - والتي ستشكل متغيرات الدراسة:

1. البنية التشريعية لقطاع الأوراق المالية

2. البنية التنظيمية لقطاع الأوراق المالية

- الهيكل التنظيمي لهيئة الأوراق المالية
- الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية

3. نظام الرقابة الالكتروني / الرقابة على عمليات التداول

4. نظام الإفصاح

- إفصاح الشركات المساهمة المدرجة
- إفصاح شركات الخدمات والوساطة المالية
- إفصاح سوق الأوراق المالية

وعليه فإنه يمكن تقسيم الفرضية الرئيسية السابقة إلى أربع فرضيات فرعية هي:

1. هناك اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجهتي نظر الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية، حول تقييم البنية التشريعية لقطاع الأوراق المالية.
2. هناك اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجهتي نظر الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية، حول تقييم البنية التنظيمية لقطاع الأوراق المالية.
3. هناك اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجهتي نظر الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية، حول تقييم الرقابة على عمليات التداول.
4. هناك اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجهتي نظر الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية، حول تقييم نظام الإفصاح.

ثامناً - محددات البحث:

الفترة الزمنية: تعد الفترة الزمنية إحدى أهم محددات هذا البحث انطلاقاً من حداثة التجربة السورية في قطاع الأوراق والأسواق المالية، حيث:

- تم افتتاح هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في بداية العام 2006، وبدأت كوادرها بممارسة العمل الفني في 2006/10/1.
- تم الافتتاح الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية كان في 2009/03/10، أي أن السوق المالية السورية (السوق الثانوية) ورغم تزايد عدد الشركات المدرجة فيها وتطور أحجام التداول وعدد الصفقات، فهي لم تصل بعد إلى مستوى نُضج معظم الأسواق المالية، العربية منها والأجنبية.

تاسعاً - الدراسات السابقة:

- دراسة (إبراهيم أونور 2011) بعنوان الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية. هدفت الدراسة إلى البحث في المعوقات التي تحد من شفافية أسواق المال العربية، واقتрحت العديد من السبل الكفيلة بالعمل على رفع كفاءة الأسواق المالية العربية من حيث البنية التشريعية والتنظيمية وآليات العمل.

وقد توصلت الدراسة إلى تحديد أهم المعوقات التي تقلل من شفافية أسواق الأسهم العربية، مثل:

- غياب التشريعات المتعلقة بفصل الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة السوق التي تعين من قبل الحكومة عن الدور التنفيذي الذي تقوم به إدارة البورصة.
- غياب أو ضعف الإطار التشريعي الذي يلزم الشركات المدرجة في الأسواق العربية بالتقيد بمعايير المحاسبية ومتطلبات الشفافية والوضوح بخصوص معلوماتها المنشورة في التقارير المالية.
- ضعف الآليات لإلزام الشركات المدرجة في الأسواق العربية بنشر بياناتها نصف أو ربع السنوية بصفة دورية ومنتظمة.

• دراسة (وليد عبد موله 2010) بعنوان البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية.

- هي دراسة وصفية هدفت إلى شرح العلاقة بين الهيكل المؤسسي لأسواق المال وبين السيولة والشفافية وأسعار وحجم التداول.
- استعرض فيها الباحث العديد من الاستنتاجات النظرية عن البنية الجزئية لأسواق الأسهم من حيث تحليل أداء هذه الأسواق بفضل إدراج أنظمة التداول الحقيقية، ومن حيث طبيعة المشتركين في التداول، والسيولة والشفافية. كما تلقي الدراسة الضوء على بعض أهم الجوانب التفصيلية لعملية التداول في بعض أسواق الأوراق المالية العربية ومقارنتها مع مثيلاتها في الدول المتقدمة وتأثيرها على حجم وسيولة وكفاءة هذه الأسواق.
- أوصى الباحث بدراسة مزايا ومساوىء أسواق الأسهم العربية واقتراح آفاق التطور الأمثل لها في ظل المتطلبات الحديثة، وذلك لسد الفراغ الهائل في ميدان البحوث التي تعنى بتفاصيل قطاع الأوراق المالية ككل.

• دراسة (محمد السحبياني 2008) بعنوان **التلاعب في الأسواق المالية**.

هدفت الدراسة إلى التعريف بمفهوم التلاعب، وتحليل آثاره على نزاهة السوق المالية وكفاءتها، واقتراح عدد من التوصيات للحد منه.

وأظهرت الدراسة أن نزاهة السوق المالية وعدالتها شرط ضروري لقيام السوق بالدور المتوقع منها في مساندة الاقتصاد الحقيقي. وبالمناطق نفسه، يؤدي استثناء التلاعب في السوق المالية إلى حدوث العكس، أي قيام الاقتصاد الحقيقي بتعويض خسائر السوق المالية.

وأوصت الدراسة بقيام هيئة السوق بمساندة من السوق المالية، بتنفيذ حملة توعية موجهة لجميع أطراف السوق وخاصة شركات الوساطة، تبين إجراءات الرقابة على السوق، وكيفية اكتشاف حالات التلاعب، وآليات التبليغ عنها للجهات ذات العلاقة. وتوقعت أن تؤدي هذه الحملة إلى زيادة انضباطية السوق والتزام الأطراف بأنظمة السوق، وتفعيل دورهم الوقائي في منع حدوث حالات التلاعب.

واستنتجت الدراسة أنه من المهم أن يصاحب الإجراءات التي تتخذ لكبح المضاربة المتطفلة وخاصة المغررة، اتخاذ إجراءات موازية لتشجيع المضاربة النافعة التي يقوم بها المطلعون. وتوقعت أن يكون للتوجهات الاستراتيجية لهيئة السوق المالية والخطوات التي تتخذها أثراً إيجابياً في تغيير ميزان القوى في السوق مع مرور الوقت لصالح المتداولين المطلعين.

• دراسة (إبراهيم أونور 2010) بعنوان **فعالية أسواق الأسهم العربية**.

هدفت الدراسة إلى استعراض الأطر التنظيمية والرقابية ومعايير الشفافية في أسواق الأسهم العربية، لمعرفة أداؤها من حيث الكفاءة، بحكم أن الكفاءة هي انعكاس لمعايير الشفافية المتضمنة في أطرها التنظيمية.

وتناولت الدراسة بالشرح والتفصيل الأطر التنظيمية والمؤسسية لأسواق الأسهم، من تشريعات وهيكل تنظيمية وجهات رقابية مشتركة ضمن القطاع المالي.

واستنتج الباحث أنه بالرغم من اختلاف درجة تطور الأطر الرقابية والمؤسسية بين أسواق الأسهم العربية، إلا أن نتائج اختبار كفاءة أسواق الأسهم توضح بأن الأسواق العربية جميعها بحاجة ماسة لتطوير قواعد الشفافية والإفصاح والأطر المؤسسية بغية تقليل أثر المضاربات وأنشطة المتاجرة الداخلية السائدة في معظم الأسواق العربية.

- دراسة (صالح مفتاح و فريدة معارفي 2010) بعنوان متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها.

هدفت الدراسة إلى البحث في الأسواق المالية العربية والمعوقات التي تحول دون كفاءتها مقترحة آليات وسبل لرفع الكفاءة.

حيث خلصت الدراسة إلى أنه من الضروري بناء تلك الأسواق على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة، لذا كان من الأهمية إبراز الدور الرقابي الذي تمارسه هيئة سوق الأوراق المالية حتى يتسنى لها تنظيم عملياتها وحماية المتعاملين فيها، وتوفير المناخ الملائم لسلامة المعاملات المالية، كما أنه يتطلب الارتقاء بكفاءة السوق رفع مستوى الأداء بتدريب العاملين في تلك الأوراق المالية وتحسين مهاراتهم وتطوير مستوى أدائهم، ومن هذا المنطلق من المفيد جداً أن تحرص هيئة السوق على إكساب العاملين في قطاع سوق الأوراق المالية بالعلوم والمهارات الضرورية لتمكينهم من المساهمة الفاعلة في العمل، وأن يتم ذلك بإقامة برامج تدريب دورية في عدة مجالات منها التخطيط الاستراتيجي، وعمليات الأسواق المالية، والاتجاهات الإدارية الحديثة، وإجراءات التدقيق والمعايير المحاسبية الدولية، وتقييم الجدوى الاقتصادية للمشروعات، وأساليب الرقابة، على سبيل المثال الذي أصدرته (IOSCO) وإعداد الدراسات والبحوث، بالإضافة إلى برامج توعية موجهة للمستثمرين كبرنامج المنظمة الدولية لهيئات الرقابة على أسواق الأوراق المالية.

- دراسة (Walid Abdmoulah 2009) بعنوان:

Testing the Evolving Efficiency of 11 Arab Stock Markets.

حيث تم من خلال الدراسة اختبار كفاءة 11 سوق أسهم عربية من خلال نموذج (1,1) GARCH-M واعتماد معالم متفاوتة زمنياً لفترات تنتهي في آذار 2009.

وقد بينت نتائج الدراسة حساسية هذه الأسواق للصدمات الماضية وارتباطها سلبياً بالأزمات الأخيرة. وتناقض هذه النتائج مع حال أسواق الأسهم المتقدمة يكشف عدم فعالية الإصلاحات التي أجريت خلال العقد الأخير، ويدعو إلى تعزيز هذه الأسواق وتحسين سيولتها ومواجهة أوجه القصور في التداول الفردي.

- دراسة (2009 Stavros & Gadinis) بعنوان:

The SEC and the financial industry – evidence from enforcement against broker-dealers.

بحثت هذه الدراسة في إنفاذ القوانين في هيئة الأوراق المالية الأمريكية تجاه بنوك الاستثمار وشركات الوساطة المالية في ضوء الإنهيارات المالية الأخيرة، حيث افترضت الدراسة أن الهيئة تتحيز للشركات الكبيرة، وأرجعت السبب إلى ضعف موقف الهيئة التفاوضي تجاه الشركات الكبيرة بسبب البيروقراطية وضعف الموارد فيها، وإلى أن موظفي الهيئة متحيزون لأرباب أعمالهم المحتملين في الشركات الكبيرة.

- دراسة (2003 Aggarwal and Wu) بعنوان:

Stock Market Manipulations

تضمنت هذه الدراسة تحليلاً إحصائياً للحالات التي أدينت بالتلاعب من قبل هيئة سوق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بين عامي 1990 و2001، وبلغ عددها 142 حالة، وخرجت بالنتائج الآتية:

- تحدث أكثر حالات التلاعب في الأسهم الصغيرة بسبب سهولة السيطرة عليها، وضعف مستوى الإفصاح فيها.
- يكون العائد والسيولة ومعدل التقلب للسهم محل التلاعب خلال فترة التلاعب أعلى منه مقارنة ببقية الفترة في العينة.
- معظم القضايا قائمة على التلاعب من خلال تداولات مغررة، ويتم مساندة معظمها بالإشاعات، سواء كان ذلك بالتواطؤ مع كتاب الصحف، أو مسوقي الإصدارات الجديدة، أو من خلال الإنترنت خاصة في أواخر فترة العينة.
- العائد على التلاعب يكون أكبر في حال كون سعر السهم شديد التقلب، والذي يعزى إلى نقص المعلومات اللازمة لتقدير قيمة السهم بدقة أكبر.
- أكثر حالات التلاعب تتضمن استراتيجيات لرفع الأسعار بدلاً من تخفيضها، بسبب القيود على بيع أسهم الشركات محل التلاعب بيعاً مسبقاً.
- المتعاملون المطلعون لهم دور أكبر في التلاعب، مثل كبار المسؤولين في الشركات، والسماسرة، ومصدري الأوراق، وكبار المساهمين، وصانعي الأسواق.

○ استراتيجية التلاعب تقوم على استخدام العديد من المحافظ بأسماء مختلفة، ولكن يديرها شخص أو مجموعة من المتداولين.

سيحاول الباحث استناداً إلى نتائج الدراسات السابقة، العمل على إبراز دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية كجهة ناظمة لقطاع الأوراق المالية، وتحديد أهم المعوقات التي تقلل من شفافية سوق الأوراق المالية السورية، والتعرف على المعايير الرقابية الأكثر كفاءة في تحقيق الأهداف المنصوص عنها ضمن أنظمة وقوانين الهيئة.

ونعتقد أن الإضافة العملية التي سيشكلها هذا البحث عن الأبحاث العديدة التي تطرقت إلى مواضيع البنية التشريعية والتنظيمية لقطاع الأوراق المالية، تتمثل في تقييم مدى نجاح هيئة الأوراق المالية في تحقيق أهدافها ليس من وجهة نظر القطاع الحكومي فحسب بل من وجهة نظر القطاع الخاص أيضاً، وعليه فإن هذا البحث سيساعد القائمين على هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في التعرف على متطلبات القطاع الخاص والمشاكل التي يعاني منها وكيفية التعاون والتنسيق بما يحقق أهداف القطاعين العام والخاص وبالتالي تحقيق أهداف القطاع المالي عموماً.

الفصل الأول

قطاع الأوراق المالية

المبحث الأول

دور قطاع الأوراق المالية

مقدمة:

تشارك كل من الحكومات، وقطاع الأعمال الخاص، والأفراد، في العملية الاستثمارية لأي بلد من البلدان. حيث تتخذ كل جهة من هذه الجهات الثلاث دور العارض أو الطالب للتمويل. ويلعب توفير التمويل المطلوب لهذه الجهات الثلاث دوراً أساسياً في دفع عمليات التنمية، خاصة عندما يتوفر هذا التمويل في الوقت والطريقة المناسبان.

فإذا ما قام أفراد المجتمع بتخزين فوائض أموالهم بدل إيداعها في المصارف ومؤسسات التمويل واستثمارها عن طريق البورصات، فإن الحكومات وقطاع الأعمال والأفراد المؤهلين - من هم بحاجة إلى تلك الأموال لدعم استثماراتهم - سيجدون أنفسهم فجأة أمام معوقات مختلفة ستصب في النهاية ضد صالح الاقتصاد الوطني. فالحكومات ستضطر إلى تخفيض إنفاقها العام، وقطاع الأعمال سيضطر إلى إيقاف التوسع في استثماراته ومشاريعه، وسيخفض الطلب بشكل عام عند الأفراد، الأمر الذي سيؤدي إلى عرقلة عمليات التنمية.

وقد تراجع الدور الحكومي المطلق في تمويل مشاريع التنمية، تاركاً المجال أمام مصادر تمويل أخرى لتساهم في التنمية الشاملة. ليصبح كل مما يلي مصدراً مهماً من مصادر الموارد المالية للتنمية (بهزاد، 2007):

1. الحكومات،
2. المصارف التجارية والاستثمارية،
3. مؤسسات القطاع الخاص،
4. الصناديق الاستثمارية،
5. الأفراد.

ومع تراجع هذا الدور الحكومي في تمويل مشاريع التنمية، ازدادت أهمية تطوير أوعية أخرى لتجميع الموارد المالية، فكانت المصارف التجارية والاستثمارية، والشركات المساهمة، وبورصات الأوراق المالية، لينشأ بذلك قطاع الأوراق المالية بمختلف مكوناته، الحكومية والخاصة. ويزداد الطلب على مصادر التمويل ازداد الاهتمام بهذا القطاع، الأمر الذي أدى إلى تنوع الأدوات المالية المستخدمة ضمنه، وتعددت مشتقات هذه الأدوات. وهذا ما تطلب اهتماماً أكبر في خلق التشريعات والهيكل التنظيمية والأطر العملياتية الضابطة لنظام العمل داخل هذا القطاع.

1-1-1 القطاع المالي وقطاع الأوراق المالية:

يختلف الاقتصاديون بخصوص أهمية دور القطاع التمويلي ومكوناته المختلفة (من بنوك وشركات تأمين ومصارف استثمارية وأسواق مال... إلخ) وعلاقته بالنمو الاقتصادي، فالاقتصاديون McKinnon 1993 و John Hicks 1969 يعتقدون بأن القطاع المالي قد لعب دوراً هاماً في إشعال فتيل الثورة الصناعية في بريطانيا، وذلك عن طريق توفير رؤوس الأموال. وهناك بعض الأدلة حول تأثير نظام الائتمان على النمو الاقتصادي، حيث أن بعض الدول التي كان لديها قطاع مالي كبير في عام 1960 نمت اقتصادياتها خلال الثلاثة عقود اللاحقة بأسرع من الدول التي لم يكن لديها قطاعات مالية كبيرة، وهناك أيضاً دلائل على أن مضاعفة حجم الائتمان الخاص يؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي وسطياً بحدود 2% في السنة، كذلك فإن الدول النامية التي فتحت أسواقها للاستثمار الأجنبي ارتفع فيها الناتج القومي الإجمالي للفرد بمقدار 2.3% أسرع من مثيلاتها التي أغلقت أسواقها. من جهة أخرى يرى John Robinson (1952) أن النمو الاقتصادي تسبب في نشوء القطاع المالي وليس العكس، أما Robert Lucas (1995) فإنه يعتقد أن الاقتصاديين يبالغون بأهمية دور القطاع المالي في التنمية الاقتصادية (رزاق، 2010).

ولما كان القطاع المالي بأدواته المبتكرة (نقود، أسهم، سندات..) موجوداً لخدمة الاقتصاد العيني (الحقيقي) - وهو اقتصاد الأصول العينية والموارد وعمليات الإنتاج - فقد أصبحت الأصول المالية تمثل بالنسبة للاقتصاد ما تمثله الدورة الدموية لجسم الإنسان. أي أن الاقتصاد لا يكتفي بالمصانع والأراضي الزراعية فحسب، بل هو بحاجة إلى أصول مالية تسهل نقل القيم والإدخار ودفع عجلة الاستثمار والتنمية (محمد علي، 2009).

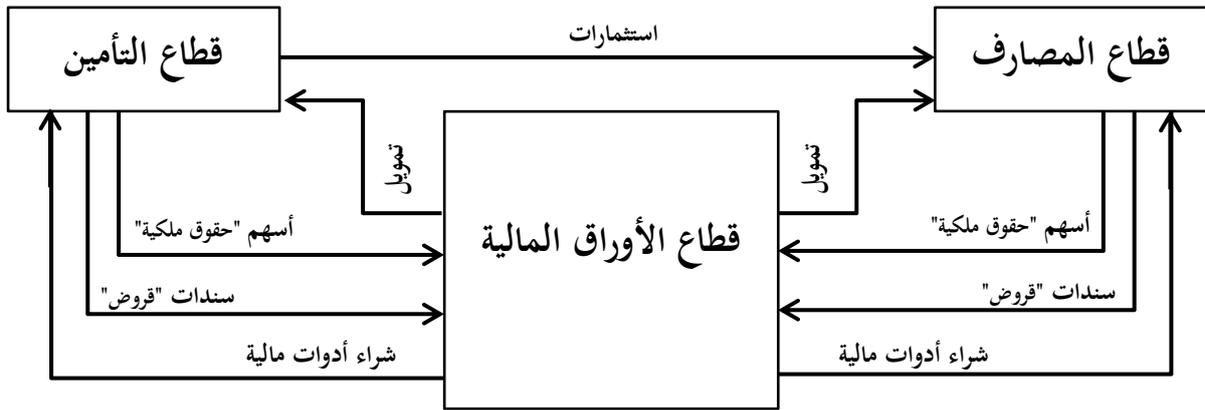
ولا يتوقف الحديث عن القطاع المالي عند أدواته المالية فقط، بل يتعدى ذلك إلى المؤسسات التي تتعامل بهذه الأدوات، من إصدار إلى تداول إلى ترويج إلى تقييم... إلخ. هذه الأدوات والمؤسسات التي شهدت تطورات متلاحقة بما ينسجم وتطورات الاقتصاد الحقيقي بل وبما يتعدها في بعض الأحيان.

ويمكن تقسيم القطاع المالي إلى ثلاثة قطاعات فرعية رئيسية، هي:

1. قطاع المصارف.
2. قطاع التأمين.
3. قطاع الأوراق المالية.

حيث تتداخل هذه القطاعات، وتتشابك العلاقات فيما بينها، مشكلةً بمجموعها - من مؤسسات وأدوات وعلاقات - القطاع المالي.

ويبرز من بين هذه القطاعات الثلاثة قطاع الأوراق المالية بما يتضمنه من مكونات تشريعية وتنظيمية وعملياتية (فنية)، ليشكل العامل المشترك والقطاع الوسيط بين مكونات القطاع المالي الأخرى. فالمصرف قد يكون شركةً مساهمةً عامةً تطرح أسهمها للاكتتاب العام عن طريق قطاع الأوراق المالية وتستثمر أموالها فيه، وشركة التأمين قد تستثمر فوائض أموالها في سوق الأوراق المالية عن طريق قطاع الأوراق المالية، كما يمكن لها أن تحصل على التمويل اللازم لها عن طريق هذا القطاع، ناهيك عن مصارف الاستثمار التي تتداخل وظائفها بصفقتها المصرفية مع دورها في شراء الاكتتابات الأولية وإعادة بيعها ضمن قطاع الأوراق المالية... إلخ.



الشكل رقم (1) تداخل العلاقات بين عناصر القطاع المالي

المصدر: من إعداد الباحث

ويلعب قطاع الأوراق المالية دوره الأهم على مستوى قطاع الأعمال الوطني في تكوين رؤوس الأموال وتجميعها من المدخرين وإقراضها لأغراض تأسيس وتطوير المشاريع، هذا وبالإضافة إلى العديد من الوظائف الرئيسية الأخرى.

2-1-1 وظائف قطاع الأوراق المالية:

يؤدي قطاع الأوراق المالية العديد من الوظائف على مستوى قطاع الأعمال الوطني، ومن أهم هذه الوظائف.

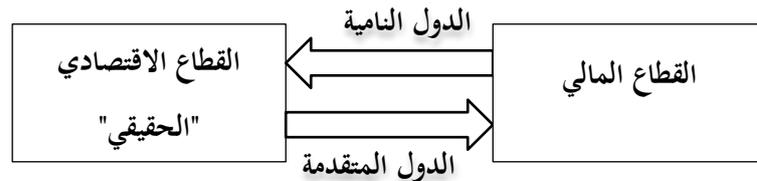
1-2-1-1 توفير التمويل اللازم لقطاع الأعمال:

يشكل القطاع المالي العمود الفقري لعملية التنمية المتواصلة والمستدامة في الدولة، وتبين معظم أدبيات النظرية الاقتصادية والدراسات التطبيقية، أن طبيعة العلاقة بين قطاع الأوراق المالية - الذي يعتبر حجر الأساس في القطاع المالي - والنمو الاقتصادي، هي علاقة تبادلية. يتم التأثير المتبادل بينهما من خلال أدوات عديدة، كالسياسة المالية والسياسة النقدية ومعدل التضخم ومعدل أسعار الفائدة وسعر الصرف والنتاج المحلي الإجمالي وغيرها.

فعند التفكير بالحصول على موارد مالية لازمة لأغراض تأسيس وتطوير المؤسسات فإن هناك موردين رئيسيين لتحقيق ذلك، هما المورد الداخلي والمورد الخارجي (ذكرى، 2003) والمصدران يلعبان دوراً مهماً وحيوياً في تكوين قطاع الأوراق المالية وأدواته الأساسية، وعلى رأسها سوق الأوراق المالية.

ويلعب قطاع الأوراق المالية دوره في دفع عملية التنمية ليس عن طريق تعبئة المدخرات وتخصيص الموارد فحسب، بل يتعدى ذلك إلى تحقيق رقابة أكثر فاعلية على أداء الشركات، وتوزيع المخاطر، وتنويع الخدمات، ورفع معدل إنتاجية الاستثمارات، وزيادة حجمها.

وعلى الرغم مما تنادي به بعض الدراسات الاقتصادية من أن العلاقة بين النمو المالي والنمو الاقتصادي تسير في الاتجاهين Bi-Directional إلا أن نتائج معظم الدراسات التطبيقية تركز على الاتجاه من النمو المالي إلى النمو الاقتصادي وليس العكس، أي أن النمو المالي يقود النمو الاقتصادي (Harris, 2003)، وما يعزز هذا الرأي أنه في المراحل الأولى للتنمية الاقتصادية وبصفة خاصة في المرحلة التي يحتاج فيها الاقتصاد إلى تقنيات عالية في شتى المجالات، فإنه يسيطر عليه اتجاه العلاقة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي - وهذا ما يحدث في الدول النامية - إلا أن هذا الرأي لا ينطبق بالضرورة على الدول المتقدمة، إذ وبمجرد وصول عملية التنمية إلى مراحل متقدمة، فإن الطلب التابع يأخذ في الظهور، أي أن نمو الاقتصاد يؤدي إلى خلق وتوليد طلب جديد على الخدمات المالية، ناتج عن طلب المستثمرين والمدخرين في القطاع الحقيقي لهذه الخدمات، وفي هذه الحالة فإن أي تطور في النظام المالي يعتبر عملية مستمرة وتابعة لعملية النمو الاقتصادي (Grinblatt, Timan, 2002).



الشكل رقم (2) اتجاه العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الاقتصادي

المصدر: من إعداد الباحث

إن التحول نحو اقتصاد السوق في الدول النامية وإجراءات تحرير القطاع المالي تؤدي عادة إلى تزايد درجة السيولة النقدية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني وإلى تزايد دخول رؤوس الأموال الأجنبية، ما يؤدي إلى توسيع حجم القطاع المالي بشكل عام وأسواق الأوراق المالية بشكل خاص، أي أن نمو سوق الأوراق المالية سيكون متزايداً خلال فترة تحرير القطاع المالي (السيوفي، 2008).

وقد أصبحت اليوم أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق مؤشراً للحالة الاقتصادية المستقبلية للبلاد، فهي تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الترتيبات اللازمة والإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر. فانخفاض أسعار الأسهم يعتبر مؤشراً على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد، وارتفاع أسعارها يعتبر مؤشراً على قدوم مرحلة انتعاش (بوحسون، زهرة، 2005). ويمكن إجمال دور قطاع الأوراق المالية في دعم عملية التنمية الشاملة للدولة في النقاط التالية (معهد الكويت للدراسات القضائية والقانونية، 2010):

1. يؤدي قطاع الأوراق المالية دوراً رئيسياً في تمويل برامج وعمليات التنمية المختلفة في الدولة حيث تساعد المكونات المختلفة لهذا القطاع في توفير رؤوس الأموال للحكومة ولقطاع الأعمال، وتمكّن بالتالي الاقتصاد الوطني من النمو بمعدلات أعلى وترفع مستويات أدائه.
2. يوفر قطاع الأوراق المالية الوسطاء اللازمين بين عارضي النقود (المدخرين)، وطالبيها (المستثمرين)، بما يساعد على خلق الثقة لعمليات الادخار والاستثمار.
3. يساعد القطاع في التخفيف من الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي وأعبائه كما يسهل اقتراض الحكومة ومشروعات القطاع الخاص.

1-1-2-2 تنظيم تأسيس الشركات المساهمة:

يُنظّم قطاع الأوراق المالية عمليات تأسيس الشركات المساهمة. وليس المقصود بتأسيس هذه الشركات هو إنشاؤها فحسب، بل إن تكامل مكونات قطاع الأوراق المالية سيؤدي بالضرورة إلى تنظيم عمليات زيادة رؤوس أموال هذه الشركات أو تخفيضها، وتنظيم العمليات التي تتم على أسهمها (كالتجزئة والاندماج ورسملة الأرباح..إلخ). كما يُنظّم قطاع الأوراق المالية بمكوناته المختلفة عمليات الانتقال الصحيح والسلس لملكية هذا النوع من الشركات، ويؤمن التمويل اللازم لمشاريعها وبمختلف الأساليب، وغير ذلك من العمليات التي تبدأ مع التأسيس القانوني للشركة المساهمة ولا تنتهي إلا بانتهاء الشركة نفسها.

وفي الحقيقة، فقد بات من غير الممكن التفكير بموضوع التنمية الصناعية خاصة، وتنمية قطاع الأعمال بشكل عام، دون وجود شركات مساهمة ونظام خاص بقطاع الأوراق المالية (حسين، 2008) إذ يحتاج

تأسيس المشروعات الكبيرة لمواجهة ظروف المنافسة إلى رؤوس أموال ضخمة تفوق قدرات شخص واحد أو موارد مجموعة محدودة من الأفراد، لهذا دعت الضرورة إلى إنشاء الشركات المساهمة لتأسيس مثل هذه المشروعات الكبيرة (الأسرج، 2002).

ويتم تنظيم تأسيس الشركات المساهمة عبر مكونات قطاع الأوراق المالية حسب طبيعة النظام التشريعي والتنظيمي لكل بلد، إلا أنه وبشكل عام فإن إجراءات التأسيس تتم على ثلاث مراحل (حداد، 2006):

1) **مرحلة التأسيس التحضيرية:** تتضمن هذه المرحلة إعداد عقد الشركة وصياغة مشروع النظام الأساسي الذي يتناول البيانات الواردة في العقد على وجه التفصيل.

2) **مرحلة التأسيس القانونية:** وتتضمن تقديم طلب الترخيص إلى الجهات المختصة.

3) **مرحلة التأسيس النهائية:** وفيها تستكمل الشركة مقومات وجودها الفعلي وذلك من خلال عمليات الاكتتاب ودعوة الهيئة العامة التأسيسية للاجتماع وشهر الشركة.

إلا أن أغلب مؤسسات الأعمال تبدأ حياتها كشركات فردية أو عائلية يمتلكها عدد محدود من الأفراد الذين يقومون بالإدارة، ثم بعد نموها وتطورها تجد نفسها مطالبة بالتحول إلى شركات مساهمة. كما أن هذه المؤسسات حديثة التأسيس تبدأ بتدفقات نقدية سالبة، وذلك لارتفاع تكاليف التطوير في مرحلة النمو، مما يجعلها أمام خيار رفع رأسمالها، وهذا يعني تحول الملاك المؤسسين إلى المصادر الخارجية بعد استنفاد مصادر تمويلهم الخاصة (Brigham&Ehrhardt,2005). ويتم ذلك عن طريق إشراك عدد أكبر من المساهمين، وبالتالي تحويل الشكل القانوني للشركة إلى شركة مساهمة، الأمر الذي يستدعي قيام الشركة بطرح قسم من رأسمالها للاكتتاب العام ضمن عملية الإصدار العام الأولي (موسى، 2011).

ولم تنشأ معظم الشركات المساهمة حول العالم مباشرة بشكلها العام، إذ تتعدد التجارب الناجحة للتحويل من الشكل العائلي إلى المساهمة، ففي العام 2008 تحولت شركة "Damas" لتصميم وبيع المجوهرات إلى شركة مساهمة عامة مُدرجة في سوق دبي للأوراق المالية بعد أن تأسست كشركة عائلية سورية في أواخر السبعينات من القرن الماضي، كذلك تحولت سلسلة فنادق "Hyatt" من كونها شركة عائلية مؤسسة في العام 1957 إلى شركة مساهمة عامة بأكثر طرحٍ أولي تمّ في بورصة New York خلال العام 2009، وفي العام 1993 في فرنسا تحولت شركة "Hermès" من شركة عائلية مؤسسة في العام 1837 إلى شركة مساهمة عامة لتحقيق بعدها نمواً سنوياً في الأرباح بمعدل 14.7% (THARAWAT, 2011)، وفي السعودية تحول مصرف الراجحي إلى شركة مساهمة عامة، وكذلك مجموعة الزامل التي

أنشأت شركة مساهمة تمتلك عائلة الزامل 60% من أسهمها، وشركة جريير للتسويق التي تحولت إلى شركة مساهمة مغلقة عام 2000 وبدأ تداول أسهمها في السوق عام 2003 (مجلس الغرف التجارية الصناعية السعودية، 2008).

وتتلخص المزايا التي تحصل عليها الشركات نتيجة انخراطها ضمن قطاع الأوراق المالية في:

1. حل مشاكل التمويل: حيث تتمكن الشركات المساهمة عن طريق قطاع الأوراق المالية من:

(حمدان، 2009)

(1) زيادة رأس المال عند الحاجة دون أن تضطر إلى إعادة الهيكلة.

(2) الحصول على القروض من البنوك، وإصدار السندات.

(3) الحصول على التمويل من الأسواق المالية المحلية والدولية.

2. المنافسة المحلية والخارجية: حيث تستطيع الشركة زيادة حصتها السوقية ببيع منتجاتها أو

خدماتها لزيائن جدد ودخول أسواق جديدة بعد طرح جزء من رأسمالها للاكتتاب العام

(Brigham&Ehrhardt,2005)، حيث أن الشركات المساهمة قادرة على تحقيق: (حمدان،

(2009)

(1) قدرة أكبر على المنافسة.

(2) توفير الخبرات والكفاءات القادرة على رسم الاستراتيجيات التنافسية.

(3) قدرة أكبر على الاستفادة من وفورات الحجم وتخفيض التكاليف.

3. النهوض بالصورة العامة للشركة: فالشركة المساهمة تلقى اهتماماً إعلامياً أكبر في مجتمع

المال وهذا يؤدي إلى تعزيز الوضع التنافسي للشركة في السوق، كما أنه من الشائع أن يشتري

الزيائن والموردون والمنافسون حصصاً في أسهم الطرح العام الأولي، الأمر الذي يؤدي إلى

معاملة تفضيلية أكبر للشركة تتمثل في الحصول على شروط أفضل عند التعاقد وزيادة

المصداقية فيما يتعلق بمواعيد التسليم.... إلخ (زيدان، 1999).

4. حل مشاكل الملكية: وهي المشاكل التي تظهر في الشركات العائلية من حيث عدم وضوح ملكية

كل فرد داخل الشركة، وصعوبة خروج المالكين غير الراغبين بالاستمرار، وعدم انفصال الملكية

عن الإدارة، وتعرض الشركة للانحيار في حالة وفاة المؤسس أو بعده بجيلين على الأكثر

(موسى، 2011).

5. حل مشاكل الإدارة: وهي المشاكل المتمثلة في دور المالكين في عمليات اتخاذ القرارات الاستراتيجية والتكتيكية. حيث تعتمد عملية اتخاذ القرارات وإدارة الشركة المساهمة على توافر الخبرات والكفاءات الإدارية وقيام المدققين المختصين والجهات الحكومية المشاركة في قطاع الأوراق المالية بتقييم أداء الشركة وإدارتها، كما أن انخراط الشركات المساهمة ضمن قطاع الأوراق المالية سيرتقي بمستوى الإفصاح والشفافية داخل الشركة، وبتيح الفرصة لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات وما يتبع ذلك من مزايا خاصة، كما سيفيد الشركة من مزايا الإعفاءات الضريبية التي اتفقت معظم تشريعات العالم على تخفيضها بالنسبة للشركات المساهمة (حمدان، 2009).

1-1-2-3 إعادة توزيع الموارد المالية للقطاعات الأكثر إنتاجاً:

تتعدد وتتنوع المشاكل الاقتصادية التي تعاني منها المجتمعات على اختلاف أنظمتها الاقتصادية، إلا أنه يبرز من بين هذه المشاكل مشكلتان رئيسيتان كانتا المحرك الدائم للأكاديميين والدارسين وأصحاب القرار عبر العصور، وهما مشكلة ندرة الموارد مقابل مشكلة تنوع الحاجات والرغبات. فعند الحديث عن ندرة الموارد (الطبيعية والبشرية والاقتصادية) مقابل ضرورة إشباع الحاجات المتنامية للمجتمعات، يبرز مفهوم التوزيع الأمثل لهذه الموارد (محمود، 2006). وقد أفرزت النظريات الاقتصادية المتعاقبة على تنوعها واختلافها طريقتين رئيسيتين للتوزيع الأمثل للموارد المالية، هما:

(1) الدولة، أو الإدارة بصفة عامة.

(2) السوق.

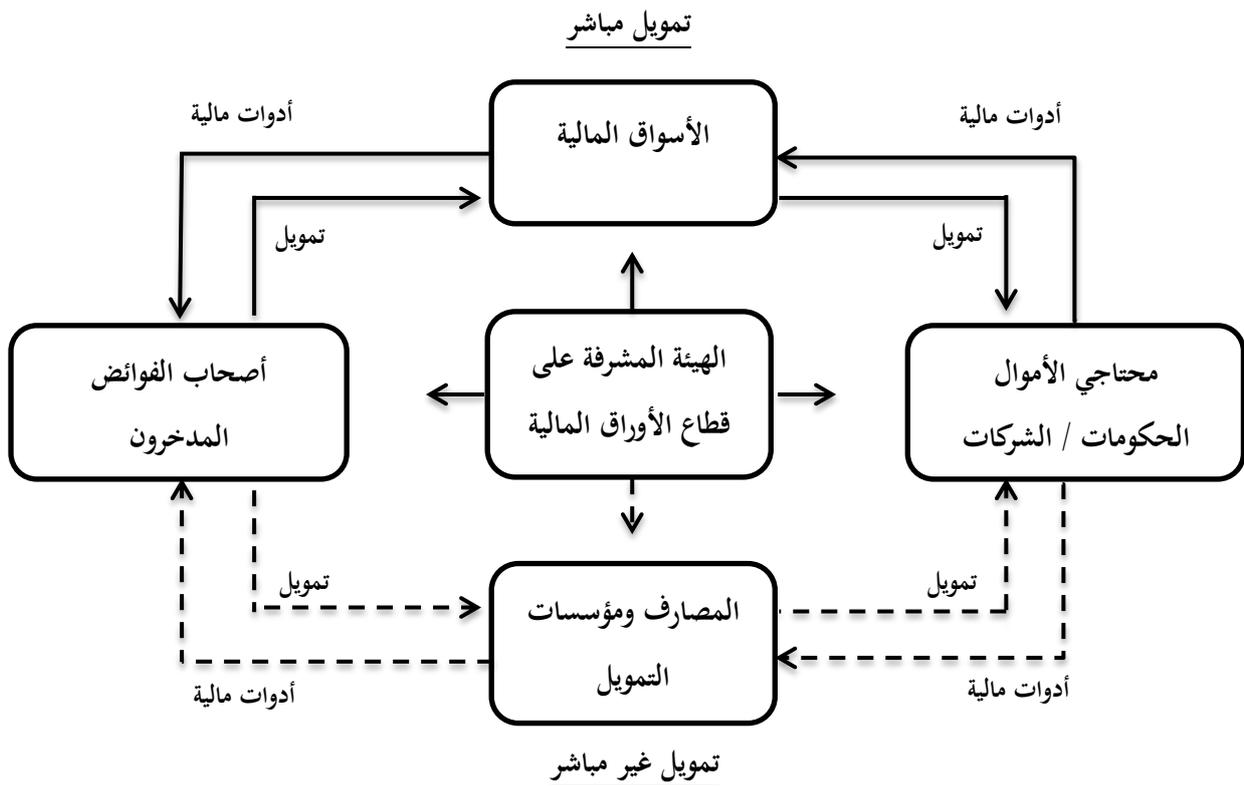
حيث تتلخص الطريقة الأولى في تمويل الاقتصاد عن طريق الجباية، أو عن طريق موارد أخرى غير الادخار. فتقوم الدولة عن طريق وزاراتها المعنية بالتخطيط والمتابعة الدقيقة للتأكد من كفاءة توزيع الموارد بالشكل الأمثل، وينتفي هنا دور الفاعلين الاقتصاديين في تقرير استعمال ما تبقى من مداخلهم، إذ في غالب الأمر فإن الموارد الجبائية تكون مرتفعة مقابل قيام الإدارة بتلبية أغلب الحاجيات (الهدواج، 2007).

وُتطبق الطريقة الثانية في الدول التي تعتمد أساساً على اقتصاد السوق، حيث تقوم السوق بدور التوزيع الأمثل للموارد، ويكون للفاعلين الاقتصاديين من أفراد ومؤسسات خاصة دور رئيس في تمويل قطاع الأعمال، لينتقل مصدر التمويل من الجباية إلى الادخار.

وتشترك جميع مكونات قطاع الأوراق المالية في تأمين الالتقاء الصحيح بين عارضي الأموال الفائضة وبين محتاجي هذه الأموال، بالإضافة لدور هذه المكونات في تسهيل عملية انتقال هذه الأموال بالطريقة والوقت المناسبين سواء عند التمويل أو عند الرغبة في استرجاع هذه الأموال (الشكل رقم 3).

ولأن الالتقاء بين عارضي الأموال ومحتاجيها يخضع لشروط العارضين من جهة والتسهيلات والحوافز التي يقدمها محتاجي الأموال من جهة أخرى، فإن أصحاب المدخرات الراغبين باستثمار مدخراتهم سيتوجهون باختيارهم - في ظل اقتصاد السوق - إلى القطاعات الأكثر إنتاجاً، لأن هذه القطاعات ستحقق عائداً أفضل لأصحاب رؤوس الأموال (Cechetti, 2008).

وتلعب الجهات المكونة لقطاع الأوراق المالية أدواراً مختلفة في تسهيل هذا التوجه من قبل أصحاب رؤوس الأموال، بدءاً من توفير المعلومة (الإفصاح) إلى تقييم المخاطر (شركات الخدمات المالية) إلى حماية المستثمرين (الجهة الرقابية) إلى ضمان الحقوق (مركز المقاصة) ... إلخ.



الشكل رقم (3) تدفق الموارد المالية عن طريق قطاع الأوراق المالية

المصدر: بالاستناد إلى (Cechetti, 2008)

1-1-2-4 تشجيع الادخار لتنمية الاستثمار:

يقصد بالادخار Saving ذلك الجزء من الدخل (الناتج) الجاري الذي لم يستخدم في الاستهلاك الجاري خلال فترة ما. وهناك من يعرف الادخار بأنه ناتج النشاط الاقتصادي الذي لا يُستهلك (عبد الغفار، 1997).

ويستطيع الأفراد تحويل مدخراتهم النقدية إلى رأسمال عيني، وذلك باستثمار هذه المدخرات في العمليات الإنتاجية سواء بأنفسهم - وذلك بشراء أو استئجار عوامل الإنتاج الأخرى والتوليف بينها لإنتاج سلعة أو خدمة لها قيمة نقدية فتتولد لهم أرباح باعتبارهم منظمين - أو أن يقوموا بإقراض هذه المدخرات النقدية عن طريق قطاع الأوراق المالية إلى المنظمين ليتمكن هؤلاء من شراء السلع الإنتاجية والوسيلة اللازمة لمشروعاتهم، ويحصل المدخرون في هذه الحالة على فوائد نتيجة إقراضهم هذه المدخرات النقدية للمنظمين خلال فترة معينة (الأسرج، 2002).

ولا يكون تشجيع الادخار كهدف بحد ذاته مجدياً، إذ لا معنى من الجهود المبذولة لتشجيع الادخار إن لم تتم إعادة توجيهه ليدخل عجلة الاستثمار، لأن الادخار وحده لا يدر أي دخل، بل يجب تحويله إلى رأسمال عيني منتج قادر على توليد الدخل.

ويلعب قطاع الأوراق المالية دوره في تسهيل قبول المدخرين لفكرة توظيف مدخراتهم في القطاعات المنتجة، وذلك عن طريق:

1. **إضفاء السيولة:** إذ لا يرغب المدخر في أن يوظف أمواله ضمن مشروع منتج ومن ثم يجد نفسه رهين ذلك المشروع. وبالتالي فإن قطاع الأوراق المالية الفعال سيسهل من عملية تسجيل الاستثمارات بالطريقة والوقت المناسبين لأصحاب هذه الأموال.
2. **الاطمئنان:** إن قطاع الأوراق المنظم الخاضع للأنظمة والقوانين، والمدار من قبل جهات حكومية تتمتع بالموثوقية، سيولد شعور الاطمئنان لدى المدخر بأن استثماراته ضمن ذلك القطاع لن تتعرض للضياع أو السرقة كما أنه سيشعر بالاطمئنان بأنه محمي من عمليات الغش والتدليس التي كان من الممكن أن يتعرض لها خارج إطار هذا القطاع المنظم، كما أن المستثمر سيشعر بالطمأنينة بأنه قادر على تسجيل استثماراته والحصول على ثمنها في وقت معلوم تحدده الأنظمة والقوانين النافذة. (الهدواج، 2007)
3. **المنافسة:** حتى يتسنى لسوق الأوراق المالية أن تساهم بفاعلية في تنمية المدخرات، يجب أن تتحقق فيها المنافسة الحرة بين جميع البائعين وجميع المشترين للأدوات المالية - أو على الأقل

توافر شروط أقرب ما تكون إلى المنافسة الحرة - وذلك بحكم التقائهم في مكان واحد، الأمر الذي يعطي قانون العرض والطلب الفرصة لأداء دوره على أكمل صورة.

4. **العدالة والمساواة:** يوفر قطاع الأوراق المالية المنظم لجميع المدخرين فرصاً متساوية للتعامل سواء من حيث الوقت أو من حيث إتاحة المعلومات، وذلك ليتمكنوا من اتخاذ القرارات المناسبة عند توظيف أموالهم. (الأسرج، 2002)

1-1-2-5 تشجيع الاستثمار الأجنبي وتنظيمه:

قبل ثلاثة عقود كانت توجهات المواطنين ومؤسسات الأعمال ومسؤولي الحكومة - في الدول المضيفة للاستثمارات الأجنبية - تغلفها الشكوك أو حتى العداءات تجاه تلك الاستثمارات. فكان يُنظر إلى الشركات متعددة الجنسيات نظرة متشككة، وساد الاعتقاد بأن تلك الشركات تنوي استغلال موارد البلاد المضيفة لتحقيق أقصى فائدة لها مع تقديمها القليل أو لاشيء بالمقابل. وساد الاعتقاد بأن المستثمرين الأجانب سوف يتولون زمام البلاد واقتصادها المحلي، مجردين بذلك المواطنين من الثروات التي يمكنهم جنيها من خيرات بلادهم. واستُخدمت هذه الحجج لتبرير قيام حكومات الدول المضيفة بتأميم الصناعات أو نزع ملكية أصول الشركات متعددة الجنسيات، الأمر الذي ألحق بالمستثمرين الأجانب خسائر جسيمة. وقد اتبعت دول كثيرة هذا النهج، إذ قامت حكومة نيجيريا بتأميم أصول شركة British Petroleum's عام 1979 في حين عمدت الهند إلى مصادرة شركة Coca Cola، وشهدت السنين الأولى من السبعينات قيام تشيلي بتأميم صناعات النحاس لديها (سوليفان، روجرز، شكولنكوف، 2004).

ومع انتقال معظم الدول إلى اقتصاد السوق - بمسمياته المختلفة - فقد تحولت نظرية الاستثمار من السعي لوضع الأسعار والسياسات في مكانها الصحيح إلى السعي لوضع المؤسسات في مكانها الصحيح، وبدأت الدول بالتخلي عن نظرتها العدائية إلى الاستثمارات الأجنبية، لا بل أصبح جذب هذه الاستثمارات ودفعها للمساهمة في النمو وتحسين مستويات المعيشة الشغل الشاغل لحكومات هذه الدول، حيث أصبحت - أي الحكومات - مدركة تماماً للمزايا التي يحملها المستثمرون الأجانب إلى الدول المضيفة لهم، من نقل التكنولوجيا إلى خلق فرص عمل إلى تنمية الصادرات... إلخ. ولأن هؤلاء المستثمرين الأجانب يقصدون الدول التي تتوافر فيها بيئات اقتصادية قابلة للتنبؤ، ونظم قانونية قوية، ومؤسسات سليمة، كان لزاماً على الحكومات السعي للاهتمام بقطاع الأوراق المالية - الذي يمثل عصب اقتصاد السوق - وضبطه وتنظيمه، تشجيعاً وجذباً للاستثمارات الأجنبية.

وتتلاقى مصالح كل من الدول المضيفة والمستثمر الأجنبي في قطاع أوراق مالية منظم، فالدول وعن طريق هذا القطاع سترشد احتياجاتها التمويلية اللازمة لعمليات التنمية، وبالمقابل فإن المستثمر الأجنبي يستطيع عن طريق قطاع الأوراق المالية المدار من قبل الدولة والخاضع للأنظمة والقوانين التي تحمي حقوقه، أن يستغل الفرص الاستثمارية المواتية ذات الربحية العالية وهو مطمئن إلى أنه لن يقع عرضة للتدليس أو ضياع الأموال (مفتاح، معارفي، 2010).

وتركز غالبية الدول على استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة (وهي الاستثمارات التي يمتلك عن طريقها المستثمر الأجنبي جزءاً من المشروع أو كله بالإضافة إلى مشاركته في الإدارة وتحويله كمية من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة الفنية إلى الدولة المضيفة) دون أن تهمل دور الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة (وهي الاستثمارات المحفظية في أسواق الأوراق المالية) لما للأخيرة من دور في زيادة حجم الاستثمارات عموماً في الدولة، وتوسيع قاعدة المستثمرين، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة السيولة وتوفير المزيد من رؤوس الأموال للمؤسسات المحلية (علونة، 2008).

وتبرز أهمية تطوير قطاعات الأوراق المالية بما يجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية في الدول النامية عموماً والعربية منها بشكل خاص، لما تعانيه هذه الدول من فجوة تمويلية تتمثل في عدم قدرة مواردها المالية على تمويل الاستثمار التنموي الضروري لها، حيث وصلت هذه الفجوة إلى 70% - في بعض الدول العربية - يتم تغطيتها من خلال التمويل الاقتراضي والإعانات، الأمر الذي يرتب زيادة حدة المشاكل الاقتصادية كالبطالة وارتفاع الأسعار وضعف الإنتاج، وبالمقابل تُستثمر نسبة كبيرة من الأموال العربية في المحافظ الاستثمارية الأجنبية، والأمريكية منها بشكل خاص (مفتاح، معارفي، 2010).

1-1-2-6 تمويل عملية الخصخصة التي تتبناها الدولة:

دخل مصطلح الخصخصة privatization القاموس أول مرة عام 1983، خلال الحقبة التاتشيرية في بريطانيا، وبدأت أعمال الخصخصة ببيع مؤسسات عامة إلى القطاع الخاص، كالكهرباء والسكك الحديدية والمياه والنقل العام. وقد ترجم المصطلح إلى العربية بعدة مرادفات أهمها: الخصخصة أو التخصيص.....إلخ.

وقد أصبحت عملية خصخصة المؤسسات التابعة للقطاع العام بأشكالها المختلفة إحدى الأدوات الهامة لسياسات الإصلاح الإقتصادي في العديد من دول العالم، وتتم التوصية بتطبيقها وإنتاجها من قبل المنظمات العالمية ذات الصلة بإنعاش قطاع الأعمال الوطني - إن على المستوى الكلي أو الجزئي - ولا سيما البنك الدولي وصندوق النقد الدولي (غزي، 2008).

وإن كانت الخصخصة تعني بيع أصول القطاع العام إلى الأفراد بشكل كلي أو جزئي، فإنها بذلك تصب في نفس صالح تطوير قطاع الأوراق المالية في الدولة. حيث أن الخصخصة بهذا المعنى تعني زيادة فاعلية قوى السوق، وبالتالي دعم الاتجاه نحو اقتصاد السوق. كذلك الأمر فإن تنظيم قطاع الأوراق المالية وتطويره يعني دفع البلاد في الاتجاه نفسه - أي نحو اقتصاد السوق - أيضاً (الفاعوري، 2004).

ويخدم وجود قطاع أوراق مالية منظمّ عمليات خصخصة أصول القطاع العام، إذ لا بد للأخيرة من إطار تشريعي لتنظيمها وحماية حقوق الملكية وضمان الاستقلالية والعدالة، كما أن الخصخصة كعملية وطريقة تنفيذ لا بد لها من سوق منظمة ونشطة لكي تتم فيها.

ويمكن حسب (غزي، 2008) تنفيذ عمليات الخصخصة بعدة أساليب منها:

1. أسلوب الـ BOT (إنشاء، تشغيل، نقل) حيث يقوم القطاع الخاص بإنجاز أحد المشاريع وتشغيله حتى فترة معينة ومن ثم إعادته إلى القطاع العام.

2. أسلوب الـ BOO (إنشاء، تشغيل، تملك) حيث يُسمح للقطاع الخاص بتملك المشروع بعد فترة زمنية معينة.

3. أسلوب البيع المباشر، هذا الأسلوب الذي يمكن أن يتم عن طريق طرح علني للأسهم، أو بيع خاص للأسهم لمشتري استراتيجي، أو بيع خاص للأسهم إلى مستثمر أو مجموعة من المستثمرين، أو توزيع حر للأسهم على الموظفين أو الجمهور أو على مؤسسات أخرى، أو مزيج من الأشكال المذكورة.

ويتجلى دور قطاع الأوراق المالية في الأسلوب الأخير، حيث يتم وفق هذا الأسلوب بيع مؤسسات القطاع العام طبقاً لنفس أسلوب بيع الأسهم المسجلة في سوق الأوراق المالية، فيتم أولاً تسجيل أوراق تلك المؤسسات في البورصة، ويتم تحديد سعر لبيع تلك الأسهم، حيث تحدد الدولة سعراً أولياً لبيع الأسهم هو "سعر العرض"، الذي تكون غير مستعدة لبيع السهم بأقل منه، وتترك لعوامل العرض والطلب أن تحرك السعر صعوداً وهبوطاً فوق سعر العرض، إلى أن يتم تعادل عدد أوامر الطلب مع عدد أوامر العرض والوصول إلى سعر التعادل. وبذلك تكون الدولة قد حمت نفسها من شبهة إهدار المال العام، حيث أن السعر المعتمد لبيع مؤسساتها هو سعر السوق وهو بعبارة أخرى سعر "واقعي" غير مبالغ فيه من جهة، و لا يبخر حقوق القطاع العام من جهة أخرى.

وحتى تتم عملية الخصخصة بالسعر العادل، فإنه لا بد وأن يتم تنظيم ومراقبة قطاع الأوراق المالية بما يحمي ممتلكات القطاع العام من عمليات الاحتكار أو الغش أو التلاعب، الأمر الذي يتطلب من الدولة وقبل اللجوء إلى طرح أسهمها للبيع العام، أن تتأكد من ضبط المكونات المختلفة لقطاعها المالي، من بيئته التشريعية إلى بيئته التنظيمية إلى مؤسساته العملية... إلخ.

وقد دأب الأدب الاقتصادي على محاولة الربط بين الخصخصة وبين قيام سوق أوراق مالية تنافسية وذات كفاءة. وقد اتضحت هذه العلاقة في الكثير من تجارب الخصخصة، حيث تبين أنه كلما كانت هناك سوق أوراق مالية قوية ونشطة وتنافسية وذات كفاءة، كلما نجح برنامج الخصخصة الذي يتم تنفيذه (حنفي، 2000). ذلك أن وجود سوق أوراق مالية كفوءة وتنافسية يسهم في تنفيذ برامج الخصخصة وإنجاحها من خلال استيعاب أسهم الشركات التي تطرح للبيع جميعها، فضلاً عن توفير البيئة الاستثمارية الملائمة واعتماد الإفصاح المالي وتقييم الأصول والاكتتاب والتداول (الفاعوري، 2004).

1-1-2-7 تشجيع المنافسة بين مؤسسات القطاع الخاص:

يتطلب التحول نحو اقتصاد السوق إجراء إصلاح اقتصادي في هيكل الاقتصاد، من خلال تنفيذ مجموعة من البرامج والسياسات المتكاملة وعلى رأسها برامج تطوير القطاع المالي، ويتم هذا التطوير عبر جانبين، الأول هو جانب العرض وذلك من خلال تشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات استثمارية جديدة، والثاني هو جانب الطلب ويتم من خلال توفير البيئة الاقتصادية والسياسية الملائمة ونشر الوعي الاستثماري لدى الأفراد وتوفير المعلومات جميعها عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها. وبالتالي فإن إصلاح القطاع المالي وأداته الرئيسية المتمثلة في قطاع الأوراق المالية ليس إلا جزءاً من إستراتيجية أكثر شمولاً للتغيير الاقتصادي والهيكلية، تسهم في تعزيز استقرار الاقتصاد الكلي وإعطاء قوى السوق والقطاع الخاص دوراً أكبر في الاقتصاد (هندي، قرياقص، 2000).

وتصب جهود الحكومات عند تنظيمها وإدارتها لقطاع الأوراق المالية في تهيئة البيئة التنافسية لمؤسسات القطاع الخاص. فالحكومات تسعى ومن خلال قطاع الأوراق المالية إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية في تخصيص الموارد في الأجلين المتوسط والطويل، وتحرير المعاملات الاقتصادية الداخلية والخارجية من القيود المفروضة عليها، وإزالة التشوهات عن الأسعار، وتوفير الأطر المؤسسية والقانونية اللازمة لذلك... إلخ، وذلك بهدف زيادة حوافز وقدرة القطاع الخاص على توفير السلع والخدمات عند مستوى الطلب المحلي، فضلاً عن رفع معدلات الادخار والاستثمار ودفعها للدخول في عجلة المنافسة مرة أخرى. وليست جهود الخصخصة ورفع كفاءة الأسواق المالية وتنظيم الاستثمار الأجنبي وتشجيعه، إلا

أدوات حكومية تساهم في تشجيع المنافسة بين مؤسسات القطاع الخاص من جهة، وتطوير قطاع الأوراق المالية من جهة أخرى (الفاعوري، 2004).

وإن كانت الحكومات تسعى لتهيئة البيئة التنافسية بين مؤسسات القطاع الخاص، فإن الأخيرة تجد نفسها مضطرة لتطوير أدائها في ظل اقتصاد مفتوح وقطاع أوراق مالية منظم. فحملة الأسهم في الشركات المساهمة - وهم ملاك الشركة - يقومون باختيار مجلس الإدارة في شركتهم، الذي يقوم بدوره باختيار الكادر الإداري التنفيذي، حيث يقوم الأخير بالعمل وفق سياسات تعزز من قيمة أسهم الشركة، أي أن هدف الإدارة الرئيس في مؤسسات القطاع الخاص هو تعظيم ثروة الملاك *Stockholder Wealth Maximization*. وطالما أن جميع المعلومات متاحة لجميع المستثمرين بالتساوي وفي الوقت نفسه - بافتراض كفاءة السوق المالية - فإن سعر السهم السوقي سيمثل السعر الحقيقي، أي قيمة الثروة الحقيقية للملاك *Intrinsic Value*. لذلك فإن المديرين يسعون دائماً إلى رفع قيمة السهم السوقية، بينما يكون جهد الحكومات منصباً على التأكد من أن هذه القيمة السوقية تمثل بعدالة قيمة السهم الحقيقية (Brigham, Ehrhardt, 2005).

وتسهم البيئة التنافسية التي تنسم بها أسواق الأوراق المالية في تحفيز الشركات المدرجة على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها، لتحديد أسباب تلك التغيرات، وتجاوز الحالات السلبية منها وتطوير الإيجابية، وبالتالي دفع الشركات لتحسين أدائها وزيادة ربحيتها، في ظل مستوى معين من المخاطرة، من خلال التقييم المستمر للأداء الاقتصادي للشركة والرقابة غير المباشرة على كفاء السياسات الائتمانية والتمويلية والتشغيلية والتسويقية فيها، الأمر الذي ينعكس على تحسن أسعار أسهمها استناداً إلى قوى العرض والطلب، مما يعني تحقيق الاستثمار الكفاء الذي يتسم بارتفاع عوائد الاستثمارات عن الأخرى المساوية لها في المخاطرة، فضلاً عن تحقيق منافع اقتصادية للمساهمين مثل الحياة والتملك والانتفاع وغيرها (أونور، 2009).

ويعد إدراج الشركة في سوق الأوراق المالية دليلاً على قدرتها وكفاءتها وسلامة وضعها المالي والقانوني، الأمر الذي يشجع المستثمرين على استثمار أموالهم في هذه الشركة، وبالتالي حصول الشركة على احتياجاتها المالية. وهنا تبرز الصورة الأهم من صور المنافسة بين مؤسسات القطاع الخاص، وهي المنافسة على القدرة على الحصول على التمويل، هذه المنافسة التي تتطلب إثبات الكفاءة في الإنتاج والقدرة على التسويق والجودة في المنتجات والعائد الأعلى على الاستثمار... إلخ، أي أن المنافسة بين مؤسسات القطاع الخاص تمتد من المنافسة في سوق المنتجات إلى المنافسة في سوق الأوراق المالية،

وكذلك المنافسة على مستوى مكونات قطاع الأوراق المالية ككل، كالمنافسة في التعامل مع مؤسسات التمويل وبنوك الاستثمار، والمنافسة في تحقيق السعر السوقي الأعلى والعائد الأفضل وبالتالي القدرة على جذب التمويل المباشر عن طريق سوق الأوراق المالية. وباختصار فإن المنافسة بين مؤسسات القطاع الخاص - في ظل قطاع أوراق المالية منظم - تحتاج إلى مصداقية هذه المؤسسات credibility بكل ما تحمله هذه الكلمة من تاريخ ونجاح.

الخلاصة:

تتنوع وظائف قطاع الأوراق المالية بتنوع الجهات المشاركة فيه، حيث تصب جميع هذه الوظائف - فيما لو نُظمت - في صالح قطاع الأعمال الوطني، ورفع معدلات دخل الأفراد، والمساعدة على توزيع الثروة، وزيادة الوعي العام لأهمية الاستثمار، وتحقيق المرونة في تمويل المشاريع، وتنويع وزيادة الفرص الاستثمارية، والاستفادة الفردية في ظل عملية التنمية الشاملة في الدولة... إلخ. وعلى الحكومات الاهتمام بهذا القطاع ابتداءً من التشريعات الناظمة له، عبر البنية التنظيمية للأطراف المشاركة فيه، وانتهاءً بحماية مصالح المستثمرين ومراقبة الأدوات المالية المستخدمة ضمنه.

المبحث الثاني

مكونات قطاع الأوراق المالية

مقدمة:

تطرقَ المبحث الأول من هذا الفصل إلى أهم وظائف قطاع الأوراق المالية على مستوى قطاع الأعمال الوطني، ومن هذه الوظائف ما هو على مستوى الدولة بصفتها الإدارية العامة (كإدارة عمليات الخصخصة، وإدارة الاستثمار الأجنبي..)، ومن الوظائف ما هو على مستوى الوحدات الاستثمارية الخاصة، من شركات ومؤسسات مملوكة من قبل القطاع الخاص (كتأسيس الشركات المساهمة، والمنافسة بين مؤسسات القطاع الخاص..).

ويمكن بالتالي التمييز بين مكونات (جهات) مختلفة تشترك معاً ضمن قطاع الأوراق المالية من أجل تحقيق أهداف هذا القطاع، من هذه الجهات ما هو حكومي ومنها ما هو خاص. الأمر الذي ستنم مناقشته ضمن المبحث الثاني من هذا الفصل.

1-2-1 العناصر الرئيسية المكونة لقطاع الأوراق المالية:

تختلف العناصر المكونة لقطاع الأوراق المالية من بلد لآخر. فقد نجد عنصراً بالغ الانتشار في نظام مالي معين ولكنه غير موجود في نظام مالي آخر، وذلك حسب درجة تطور القطاع المالي، وطبيعة النظام الاقتصادي القائم، ومستوى الوعي الاستثماري بشكل عام. فقد نرى انتشار نشاط "صانع السوق" في سوق مالية معينة، مع غياب تام لهذا النشاط في سوق مالية أخرى، ونلاحظ أحجام تداول ضخمة "للمشتقات المالية" في الأنظمة المالية المتطورة، مع غياب تام لهذه المشتقات في الأنظمة المالية الصاعدة حديثاً... إلخ.

إلا أن هناك عناصر أساسية لابد وأن تتواجد في أي قطاع أوراق مالية حتى يستطيع القيام بوظائفه على النحو المطلوب. وقد تختلف مسميات هذه العناصر بين الأنظمة المالية المختلفة، أو قد يتم الدمج بين عنصرين في أنظمة أخرى، إلا أن وظائفها عموماً تبقى واحدة. حيث تتكامل هذه العناصر وتتشابك العلاقات فيما بينها لتشكل مجتمعةً قطاع الأوراق المالية.

ويمكن إجمال العناصر الرئيسية لقطاع للأوراق المالية حسب (بهزاد، 2007) في:

1. هيئة الأوراق المالية،
2. سوق الأوراق المالية،
3. مركز المقاصة والحفظ المركزي،
4. بنك التسوية،
5. شركات الخدمات والوساطة المالية،

6. الشركات المساهمة،

7. الصناديق والمحافظ الاستثمارية،

8. المساهمين والمستثمرين،

9. الأدوات والأوراق المالية.

يمكن تصنيف هذه العناصر وفق العديد من الأسس، كالتصنيف على أساس المتعاملين، أو التصنيف على أساس البنية الوظيفية، أو التصنيف على أساس المرجعية.

التصنيف على أساس المتعاملين		
الوسطاء	طالبی الأموال	عارضی الأموال
هيئة الأوراق المالية سوق الأوراق المالية مركز المقاصة بنك التسوية شركات الخدمات والوساطة المالية	الشركات المساهمة الصناديق والمحافظ الاستثمارية	المساهمين والمستثمرين
التصنيف على أساس البنية الوظيفية		
البنية الفنية أو العملياتية	البنية التنظيمية	البنية التشريعية
سوق الأوراق المالية مركز المقاصة بنك التسوية شركات الخدمات والوساطة المالية الشركات المساهمة الصناديق والمحافظ الاستثمارية	هيئة الأوراق المالية	القوانين والأنظمة
التصنيف على أساس المرجعية		
الجهات الخاصة	الجهات الحكومية	
شركات الخدمات والوساطة المالية الشركات المساهمة الصناديق والمحافظ الاستثمارية المساهمين والمستثمرين	هيئة الأوراق المالية سوق الأوراق المالية مركز المقاصة بنك التسوية	

الجدول رقم (1) التصنيفات المختلفة لعناصر قطاع الأوراق المالية

المصدر: بالاستناد إلى (بهزاد، 2007)

وسيعتمد الباحث التصنيف الأخير عند الحديث عن عناصر قطاع الأوراق المالية، وذلك تماشياً مع أهداف البحث المتمثلة في المقارنة بين وجهتي النظر الحكومية والخاصة في تقييم الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية.

1-1-2-1 الجهات الحكومية ضمن قطاع الأوراق المالية:

هي الجهات المؤسسة بموجب مراسيم أو قوانين أو أنظمة صادرة عن السلطات التشريعية في الدولة. وهذه الجهات هي:

1-1-1-2-1 هيئة الأوراق المالية:

هي الجهة المشرّعة والمنظمة والمراقبة لقطاع الأوراق المالية. حيث تصدر رأس الهرم الخاص بمؤسسات سوق رأس المال، وتمارس الصلاحيات التنظيمية والرقابية والإشرافية والتنفيذية لقطاع الأوراق المالية (بهزاد، 2007).

وتتباين المسميات الخاصة بالجهة الرقابية تبعاً للصلاحيات الرقابية والإشرافية التي سوف تمارسها وشكلها القانوني، ومن أبرز المسميات "هيئة الأوراق المالية أو هيئة سوق المال" كما في الإمارات وقطر والأردن ومصر والسعودية وسورية، أو "لجنة الأوراق المالية" كما في الولايات المتحدة الأمريكية وهونغ كونغ والجزائر، أو "مجلس الأوراق المالية" أو "مجلس سوق المال" أو "مجلس الخدمات المالية" كما في الهند وتونس والمغرب (الشريفة، 2007).

وتهدف الهيئات الرقابية بشكل أساسي إلى توفير المناخ الملائم لوجود سوق عادلة وكفوءة لجميع المتعاملين بالأوراق المالية، بحيث تتم جميع التعاملات بين مكونات قطاع الأوراق المالية على أسس سليمة وعادلة تتسم بالنزاهة والمصداقية. وتسعى هذه الهيئات من وراء ذلك إلى تحقيق المزايا الرئيسية التالية: (اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، 2008)

- 1) تطوير السوق المالية وزيادة حجم التداول فيها وجذب الاستثمارات الأجنبية.
- 2) إن ممارسة الرقابة الفاعلة على باقي مكونات قطاع الأوراق المالية، ستساعد على استباق ومعالجة أي حدث طارئ وجديد يمكن أن يؤثر على سلامة القطاع، لأن الرقابة الواعية والحديثة تأخذ في الاعتبار كافة المستجدات الممكنة، وذلك للاستعداد لها ومواجهتها قبل أن تصبح أمراً واقعاً.
- 3) تغطية أي نقص أو قصور في القوانين أو اللوائح المنظمة لعمل باقي مكونات قطاع الأوراق المالية.

تستمد باقي مكونات قطاع الأوراق المالية وجودها وتتحدد طريقة عملها من التراخيص والأنظمة الصادرة عن هيئة الأوراق المالية، حيث تعمل الهيئة على:

1) تأسيس سوق الأوراق المالية "البورصة" بالإضافة إلى مركز المقاصة والحفظ المركزي، ويشمل ذلك مايلي: (بهزاد، 2007)

1. إصدار الأنظمة الخاصة بترخيص السوق والرقابة عليها.
 2. إصدار الأنظمة الخاصة بإنشاء مركز المقاصة والحفظ المركزي والرقابة عليه.
 3. إصدار الأنظمة الخاصة بقبول إدراج، وإلغاء، أو تعليق إدراج، أية ورقة مالية من التداول.
 4. إصدار القواعد التنظيمية الخاصة بالتداول وحسن سير العمل في السوق المالية ورفع كفاءة المقاصة والتسوية والتسجيل لجميع الأوراق المالية.
 5. منع التلاعبات بأشكالها المختلفة.
 6. تعيين حد أعلى وحد أدنى لتحرك أسعار الأوراق المالية.
- 2) الموافقة على إصدارات الأسهم الجديدة سواء عند التأسيس أو عند زيادة رأس المال للشركات المساهمة، ويشمل ذلك مايلي:

- a. تنظيم عمليات الإصدار والطرح والاكتمال والتخصيص، حيث أن:
 - A. الإصدار: إعداد أوراق مالية بقصد طرحها في السوق ودعوة الجمهور للاكتتاب عليها.
 - B. الطرح: عملية دعوة الجمهور للاكتتاب في أوراق مالية تمت الموافقة على إصدارها. (نظام الإصدار، 2006)
 - C. الاكتمال: قيام الشخص الراغب بالانضمام للشركة بتقديم حصته النقدية من رأس المال المعروض للجمهور ليحصل على مايقابلها من أوراق مالية. ولا يصبح المكتتب مساهماً حتى يتم توزيع الأوراق المالية نهائياً بعد عملية التخصيص (موسى، 2011).
 - D. التخصيص: العملية التي يتم من خلالها تحديد عدد الأوراق المالية النهائية للمكتتب، حيث أن العدد قد يساوي أو يقل عن العدد الذي قام بالدفع مقابله. وتختلف سياسة التخصيص حسب معدل تغطية الإصدار وسياسة الجهة المصدرة في توزيع الملكية (العبيدي، 1998).
- ii. تدقيق نشرات الإصدار واعتمادها، والموافقة على إعلان الطرح والإشراف على تسويق الإصدار، حيث أن:

A. نشرة الإصدار "prospectus": هي النشرة التي تعدّها الجهة المصدرة أو مدير الإصدار المعين من قبلها، بحيث تتضمن هذه النشرة كافة المعلومات والتفاصيل والبيانات المالية المتعلقة بالجهة المصدرة والتي لا بد لكل مستثمر من الاطلاع عليها لتساعده في اتخاذ القرار المناسب حول الاستثمار أو عدمه في الأوراق المالية المطروحة (كالمعلومات عن طبيعة عمل الجهة المصدرة، والأشخاص القائمين على إدارتها، والمعلومات عن المؤسسين، وعدد وسعر الأوراق المالية المطروحة، وشروط الاكتتاب، وملخص الجدوى الاقتصادية من تأسيس الشركة، وبيانات واضحة عن المركز المالي للجهة المصدرة... إلخ) (بهزاد، 2007).

B. إعلان الطرح: يرى (موسى، 2011) أن إعلان الطرح هو أحد عناصر المزيج الترويجي لعملية الإصدار الأولي العام، وهو الوسيلة مدفوعة الأجر التي تعتمد عليها الجهة المصدرة لترويج معلومات الإصدار العام وإيصالها إلى أكبر عدد ممكن من المستثمرين المحتملين من خلال وسائل الإعلان المختلفة.

- 3) وضع القواعد الناظمة لحوكمة الشركات، وتنظيم عمليات الإفصاح.
- 4) منح التراخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية، واعتماد أنشطتها والموظفين التابعين لها، ويشمل ذلك الترخيص لصنّاع السوق ومدراء الإصدار.
- 5) الرقابة المستمرة على عمل شركات الخدمات والوساطة المالية، ومتابعة النسب الخاصة بالملاءة المالية لهذه الشركات. بالإضافة إلى مراقبة عمل الأشخاص المعتمدين داخل هذه الشركات ومدى التزامهم بالأنظمة واللوائح الصادرة عن الهيئة، وتنظيم عملهم وإيقافهم. (العمادي، 2010)
- 6) الرقابة المستمرة على عمل الأسواق المالية والجهات التابعة لها.

وكما أن قطاع الأوراق المالية يعتبر حجر الأساس والقطاع المركزي بين مكونات القطاع المالي بشكل عام، فإن هيئة الأوراق المالية تعتبر حجر الزاوية ضمن مكونات قطاع الأوراق المالية نفسه، ذلك أن إدارة هذا القطاع بجميع جوانبه تعتبر مسؤولية هذه الهيئة بدءاً من الترخيص لإنشاء الجهات المشاركة في قطاع الأوراق المالية (سوق الأوراق المالية وشركات الخدمات المالية وصناديق الاستثمار... إلخ) وانتهاءً بمراقبة العمل اليومي لهذه الجهات والإشراف على حسن أدائها.

ولا يمكن لهيئة الأوراق المالية بوصفها الجهة الحكومية الأولى لقطاع الأوراق المالية أن تنجح في تحقيق أهدافها دون أن تفتح باب الحوار مع الجهات الخاصة المشاركة معها في نفس القطاع، فقد أصبح

الحوار بين القطاعين العام والخاص من الأمور المعترف بها على نطاق واسع باعتباره عنصراً أساسياً من الجهود الرامية لتطبيق الحوكمة، حيث يصب هذا الحوار في مصلحة كل من القطاعين العام والخاص وبالتالي فهو يصب في مصلحة قطاع الأوراق المالية ككل. ويمكن أن يفضي الحوار إلى تحديد أولويات السياسات وتحسين المقترحات التشريعية وإدخال الملاحظات وردود الأفعال ضمن الأنظمة والتعليمات (بتشر، 2011).

إذ لا يمكن الحكم على مدى نجاح هيئة الأوراق المالية في أداء دورها الرقابي والإشرافي، دون معرفة وجهة نظر الجهات الخاصة المشاركة في تكوين قطاع الأوراق المالية، حيث أن المصالح بين هذه الجهات - أي الحكومية والخاصة - قد تتعارض فيما بينها، وما تعتبره الجهات الحكومية إنجازاً قد تعتبره الجهات الخاصة عقبةً في وجه تقدمها، وما تعتبره الجهات الخاصة أداءً متميزاً قد تعتبره الجهات الحكومية مخالفة تستوجب المساءلة. وبالتالي فإن نجاح هيئة الأوراق المالية منوط بقدرتها على تحقيق أكبر قدر ممكن من التوازن بين متطلبات الأنظمة والقوانين الهادفة لحماية قطاع الأوراق المالية من جهة، ومصالح باقي مكونات هذا القطاع من جهة أخرى.

1-2-1-1 سوق الأوراق المالية:

هي الجهة الحكومية الثانية لقطاع الأوراق المالية، كما أنها الجهة الثانية من حيث الأهمية. وسوق الأوراق المالية هي سوق منظمة بموجب قانون تأسيسها، يتم فيها تداول الأوراق المالية عن طريق وسطاء متخصصين ومرخصين مسبقاً من قبل هيئة الأوراق المالية ومجلس إدارة السوق (بهزاد، 2007).

أي أن سوق الأوراق المالية المقصودة في التعريف هي:

(1) جهة حكومية تم تشكيلها وتنظيم عملها بموجب قوانين وأنظمة ولوائح خاصة:

يمكن في حالات أخرى أن تكون السوق المالية على شكل شركة مساهمة عامة، لكن الشكل الحكومي هو الغالب في معظم التجارب الدولية (الشريفة، 2007).

(2) يتم تداول الأوراق المالية فيها:

يمكن في حالات أخرى أن يتم تداول بعض الأوراق المالية خارج السوق، وهو الشكل المعروف بالتداول خارج المقصورة OTC (ابراهيم، 2010).

(3) يتم التداول عن طريق وسطاء مرخصين من قبل الهيئة ومجلس إدارة السوق:

يمكن في حالات أخرى أن يتم التداول خارج السوق المنظمة عن طريق سماسرة غير أعضاء في السوق، وهو ما يُسمى السوق الثالث. أو أن يتم خارج السوق المنظمة بالاستغناء عن السماسرة وهو ما يُسمى السوق الرابع (حنفي، 2000).

إن سوق الأوراق المالية وفق هذا المفهوم تختلف عن سوق النقد، رغم أن السلعة المتداولة في كل من السوقيين هي الأوراق المالية، إلا أن الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد هي الأوراق المالية قصيرة الأجل (أي التي تقل مدة استحقاقها عن سنة واحدة) كأذونات الخزينة والأوراق التجارية وشهادات الإيداع المصرفية والقبولات المصرفية... إلخ (السيسي، 1998). كما أن سوق النقد لا تتحدد بهيكل تنظيمي موحد، على خلاف سوق الأوراق المالية، فهي - أي سوق النقد - تتكون من المصارف التجارية الاستثمارية ومؤسسات الادخار والاقتراض، ويتم التداول فيها استناداً إلى سعر الفائدة، ويعد البنك المركزي أهم المؤسسات المشاركة فيها كونه السلطة النقدية التي تضع السياسة النقدية وتنفذها، كما يقوم بمراقبة النظام المصرفي ويؤدي دور الوكيل لوزارة المالية في إدارة عمليات إصدار أذونات وسندات الخزينة وتسييد الإصدارات المستحقة منها (التميمي، سلام، 2004). أما سوق الأوراق المالية فهي سوق الأموال المتوسطة والطويلة الأجل، أي سوق أدوات الملكية والمديونية (الأسهم والسندات) التي تصدرها كل من مؤسسات الأعمال والحكومات.

ولا بد من القول بأنه من الصعوبة وضع حد فاصل بين سوقي النقد والأوراق المالية، بسبب وجود الترابط والتكامل في عملهما، فالعمليات التي تبدأ في سوق تنتهي في الآخر، كما أنه بالنظر إلى أن لكل سوق سياساتها المستقلة، إلا أنه يتم التنسيق بين هذه السياسات في الإطار الذي تستهدف السياسة الاقتصادية العامة تحقيقه (الجمال، 2002).

وتنقسم سوق الأوراق المالية من حيث أولوية الإصدار إلى سوق للإصدارات الجديدة وهي السوق الأولية، وسوق للإصدارات القائمة وتداولها وهي السوق الثانوية، حيث أن:

1. السوق الأولية: هي السوق التي يتم فيها ترويج وبيع الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات الشركات، سواء عند عمليات زيادة رأس المال أو عند التأسيس للمرة الأولى. وتؤدي المؤسسات المالية بمختلف أنواعها وأنشطتها دوراً رئيسياً في هذه السوق لاسيما مصارف الاستثمار والمصارف التجارية، إذ تتولى مهمة تسويق الإصدارات الجديدة أو التعهد بتسويقها إما لصالحها أو لصالح الجهة المصدرة مقابل عمولة معينة تتحدد وفق الاتفاقية المعقودة للإصدار (الداغر، 2005).

II. **السوق الثانوية:** هي سوق الإصدارات القائمة وتداولها بعد الاكتتاب بها في السوق الأولية، فضلاً عن بعض المشتقات المالية. وتتميز هذه السوق بالسيولة والربحية وتوافر المعلومات، وحسب (Sawnders and Cornett, 1993) فإن:

- A. **السيولة:** هي إمكانية بيع الورقة المالية بالسرعة المطلوبة وتحويلها إلى نقد.
- B. **الربحية:** تتحقق الربحية نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية المشتراة.
- C. **توافر المعلومات:** حول حجم التعاملات السابقة وأسعار البيع والشراء وحجم العروض والطلبات والبيانات المالية للشركات المصدرة ... إلخ.

إلا أن ميزة توافر المعلومات لا يمكن الحصول عليها إلا ضمن الأسواق الثانوية المنظمة، وهي الأسواق المحددة بموقع جغرافي معروف ورسمي، والتي يتم فيها تداول الأوراق المالية المدرجة من خلال مواعيد دورية طبقاً لقواعد وإجراءات تحددها السوق، فضلاً عن وجود نظام شفاف للإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر. وتتميز هذه الأسواق بوجود هيكل تنظيمي ومؤسسي يديره مجلس إدارة مكون من أعضاء منتخبين ممثلين عن كل من الشركات المسجلة في السوق والوسطاء والحكومة. وتجري عمليات التداول على الأوراق المسجلة في قاعة السوق، إذ تتجمع فيها قوى العرض والطلب عن طريق الوسطاء المسجلين والمعتمدين، وفق الشروط الخاصة بالإدراج وتداول الأوراق المالية واعتماد الوسطاء التي تضعها هيئة الأوراق المالية في البلد المعني (الداغر، 2005). وبذلك فإن الأسواق الثانوية المنظمة تختلف عن الأسواق الثانوية الموازية أو غير المنظمة، كون الأخيرة عبارة عن أسواق عرفية غير رسمية، ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد، ولا تخضع للمحددات والأساليب والتنظيمات التي تتبناها الأسواق المنظمة، ولا تحوز على موقع جغرافي معين، فهي أسلوب لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكاناً لإجراء تلك المعاملات (هندي، 1994).

وكأي أداة اقتصادية أخرى، فإن سوق الأوراق المالية يمكن أن يكون سلاح ذو حدين، تكمن خطورته بأنه عبارة عن سياسة اقتصادية تُدار من قبل المستثمرين الأفراد كما تُدار من قبل مؤسسات الدولة، أي أن الأفراد يشاركون في تخطيط الاقتصاد الوطني حتى وإن كان ذلك دون قصد منهم (عبد الإله ناصر، 2005). إلا أنه يمكن التقليل من هذه الخطورة كلما قامت الحكومات بأداء دورها التشريعي والتنظيمي والرقابي على عمل هذه الأسواق، لذلك فإن سوق الأوراق المالية بوصفها الجهة الحكومية الثانية من الجهات الحكومية المكونة لقطاع الأوراق المالية تسعى من خلال مجلس إدارتها وإدارتها التنفيذية إلى

التقليل من الآثار السلبية لسوق الأوراق المالية وتحفيز آثارها الإيجابية، وذلك بجعل السوق أكثر تنظيماً وعدالة وشفافية وبعبارة أخرى جعل السوق المالية أكثر كفاءة، حيث أن:

السوق الكفاء حسب (Fama,1970) هي السوق التي تشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصادياً والراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية فيها تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل. ويرى (هندي، 1999) أن السوق الكفاء هي تلك السوق التي يعكس فيها سعر السهم الصادر عن منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عن هذه المنشأة، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو في تحليلات وتقارير عن الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم. وبالتالي ففي ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة fair Value تعكس تماماً قيمته الحقيقية Intrinsic Value.

ولا يُعتبر تنظيم عمل الأسواق وتحقيق رقابة فعالة على عملياتها غاية بحد ذاته إذ أن عمليات التداول يمكن أن تتم كذلك في الأسواق المالية غير المنظمة (الموازية)، ولكن تنظيم الأسواق المالية والتحقق من شفافية آليات التطبيق فيها تعتبر كما يرى (أونور، 2010) وسيلة لزيادة ثقة المستثمرين بأسواق المال، الأمر الذي يسهم بدوره في تحقيق كفاءة السوق، حيث تضمن الكفاءة تحريك المدخرات الخاصة بالشكل الذي يُحقق كفاءة توزيعها بين القطاعات الاقتصادية المختلفة في الاقتصاد القومي، وكلما زادت كفاءة توزيع الاستثمارات بين القطاعات الإنتاجية في الاقتصاد القومي، كلما قلل ذلك من فرصة توجيه الاستثمارات تجاه مضاربات وتوقعات غير مستندة إلى معلومات وبيانات صحيحة، الأمر الذي يؤدي في نهاية المطاف إلى ترشيد توزيع الموارد على مستوى الاقتصاد وزيادة الكفاءة الإنتاجية.

وقد أفردت أدبيات الأسواق المالية الكثير من الفصول لبحث موضوع الكفاءة، نختصر من ذلك المطلوبان الأساسيان المتفق عليهما لتحقيق مفهوم الكفاءة وهما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، حيث أن:

1. **كفاءة التسعير "الكفاءة الخارجية"**: هي 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. والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات وتحقيق نفس مستوى الأرباح (مفتاح، معارفي، 2010). إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات (حنفي، 2004).

11. **كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية"**: يقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون في هذه السوق تكلفة عالية للوساطة (السمسة) ودون أن يتاح لصنّاع السوق فرصة تحقيق هامش ربح مغالٍ فيه، بحيث تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى (مفتاح، معارفي، 2010).

أي أنه يتوجب على إدارة سوق الأوراق المالية ولأجل تحقيق الكفاءة التشغيلية أن تحقق مجموعة من الشروط منها:

1. توفير نظم اتصال فاعلة ومتطورة محلية ودولية تتلاءم مع تطور أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد، لتسهيل وصول المعلومات الدقيقة حول تغيرات الأسعار والمعلومات الأخرى. وفي ذلك زيادة في الشفافية وزيادة في دور هذه السوق في توسيع نطاق المبادلات.

2. توفير أنظمة كفاء للإفصاح المعلوماتي والمالي بهدف إشهار المعلومات عن الشركات المدرجة في السوق وتحليل نشاط قطاع الأعمال المحلي وضمان سرعة وصول المعلومات إلى جميع المتعاملين بكلفة منخفضة فضلاً عن تخفيض كلفة المعاملات (البحوث، والإعلانات، والمعلومات الأخرى....الخ). لذلك لا بد من وضع قوانين وتعليمات تلزم الشركات بإصدار البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة من السنة من خلال نشرات مختلفة المدد (يومية، أسبوعية، شهرية....الخ) تتضمن المعلومات الدقيقة الواجب تقديمها من قبل الشركات المدرجة جميعها، مع وضع آلية للمراقبة المستمرة على تلك الشركات لحماية حقوق المساهمين ومنع الاستفادة من أية معلومات غير متوفرة في السوق عن الشركات المدرجة. أي ينبغي العمل على توفير المعلومات والبيانات التحليلية حول أداء الشركات والسوق المحلية، في الوقت المناسب، لتزويد المستثمرين بقاعدة بيانات موثقة ومعتمدة. (معروف، 2003)

3. تشكيل هيكل إداري منظم وفاعل يستند إلى معايير الإدارة السليمة ويتضمن جهازاً إدارياً كفاءً يعمل تحت إشراف هيئة الأوراق المالية، بما ينعكس إيجابياً على أداء سوق الأوراق المالية، فالإدارة تتولى وضع الخطط الخاصة بتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات الجيدة، وتكفل النمو المتوازن للقيم السوقية للأصول المتداولة، وتعمل على التقليل من حركة المضاربة في عمليات التداول، كما أنها تتبنى الإجراءات الكفيلة بتخفيف تكاليف العمليات الجارية، فضلاً عن قدرتها على تعميق وتوسيع علاقاتها مع الأجهزة والمراكز والشبكات المالية في العالم (خربوش، 2003).

4. وضع تشريعات وأحكام لحماية المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب، فضلاً عن اعتماد الأنظمة الفنية ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين بالشكل الذي يعزز ثقتهم بنظام السوق وهيئته. كما أن التشريعات ينبغي أن تضمن سيادة المنافسة التامة في السوق وتمنع الاحتكار بما يؤدي إلى سريان آليات السوق (العرض والطلب) (عبد الخالق، 2002).

5. وضع حدود لتغيرات الأسعار، فإذا ما وصلت السوق إشاعة أو معلومة جديدة فإن الأسعار ستتحرك في نطاق محدود، فإذا ما أخذت النقاشات والتحليلات وقتها حتى الجلسة التالية من جلسات التداول فقد يعود التوازن إلى السعر، وبذلك تكون السوق في منأى عن الهزات العنيفة التي قد تؤدي إلى أزمات كبيرة بسبب إشاعة أو معلومة غير صحيحة (عبد الإله ناصر، 2005).

يمكن لسوق الأوراق المالية الحكومية أن تتحول إلى شركة مساهمة خاصة. إلا أن هذا التحول لا بد وأن يترافق مع تطور في الأنظمة التشريعية والمالية والأجهزة الإدارية، كما أن هذا التحول قد تم في معظم التجارب العالمية على عدة مراحل، اختلفت باختلاف النظام السياسي والاقتصادي والإداري للدولة، فعلى سبيل المثال بدأت أول عملية تطويرية لأسواق الأوراق المالية في الدول الغربية بتحويلها إلى شركات خاصة للوسطاء المنتمين إليها، وظلت هذه الشركات (الأسواق) تتوسع أفقياً ورأسياً باستحواذها لشركات أخرى تقدم خدمات مكملة للخدمة الرئيسية التي تقدمها السوق المالية الأم، وعليه فقد وجب تحويلها إلى شركات قابضة خاصة تقدم حزمة من الخدمات المتكاملة. وبما أن الاقتصاد الغربي يقوم أساساً على الشركات المساهمة لتلبية احتياجاته من السلع والخدمات، فقد قررت الأسواق المالية التحول من شركات مساهمة قابضة خاصة إلى شركات مساهمة عامة قابضة مدرجة في السوق المالية نفسها.

على عكس النموذج العربي الذي تحولت فيه السوق المالية إلى المؤسسة الحكومية بعد أن بدأت بملكية وإدارة خاصة من قبل القائمين على القطاع (الوسطاء وبعض البنوك)، كما هو الحال في البورصة المصرية (الاسكندرية والقاهرة) اللتان تأسستا في الأعوام 1899 و 1903 على التوالي، وكما هو الحال في دول مجلس التعاون الخليجي ابتداءً من العام 2000 (بهزاد، 2007).

1-2-1-1-3 مركز المقاصة والحفظ المركزي:

هو الجهة الثالثة لقطاع الأوراق المالية، وهي الجهة المسؤولة عن تسجيل الأوراق المالية وإيداعها ونقل ملكيتها ومقاصتها وتسويتها.

تختلف تجارب الدول فيما يتعلق بشكل هذه الجهة، فقد تأتي على شكل مؤسسات عامة (مركز إيداع الأوراق المالية في الأردن)، وقد تأتي على شكل شركة خاصة (شركة مسقط للإيداع وتسجيل الأوراق

المالية في سلطنة عُمان، وشركة مصر للمقاصة، وشركة ميدكلير اللبنانية)، وقد تأتي على شكل وحدة إدارية تابعة للأسواق المالية (مركز المقاصة والحفظ المركزي في سوريا، الإمارات، العراق، فلسطين، قطر) (الشريفة، 2007).

وعلى اعتبار أن الشكل الغالب لأسواق الأوراق المالية هو الشكل الحكومي، وأن الشكل الغالب لمراكز الإيداع والحفظ المركزي هو التبعية لهذه الأسواق، فيمكن اعتبار أن الشكل الغالب لهذه المراكز هو الشكل الحكومي أيضاً.

يُعتبر مركز المقاصة والحفظ المركزي عصب الأسواق المالية الحديثة، فلسنوات طويلة كانت الأوراق المالية في شكل صكوك ورقية عليها اسم مالكةا أو أنها تكون مملوكة لحامل الصك، إلا أنه كان لا بد من مجاراة سرعة تطور الأسواق المالية بالنسبة للالتزامات المترتبة على عمليات التداول من تحويل ملكية الأسهم وما يقابلها من تحويلات نقدية، فأصبحت ملكية الأوراق المالية تُسجّل بواسطة أنظمة الكترونية لدى مراكز متخصصة تقوم بالإضافة إلى تسجيل وإيداع الأوراق المالية بتسوية أثمانها ونقل أرصدها، وأصبحت السجلات الالكترونية لهذه المراكز دليلاً قانونياً على ملكية الأوراق المالية المسجلة فيها (ابراهيم، 2010).

تتلخص الوظائف الرئيسية لمركز المقاصة والحفظ المركزي في تسجيل الأوراق المالية وإيداعها ونقل ملكيتها ومقاصتها وتسويتها لقاء بدلات تحددها الأنظمة والقوانين التي تحكم عمل المركز، حيث أن:

1. تسجيل الأوراق المالية: قيام الشركة المساهمة عند الإدراج في سوق الأوراق المالية المنظم بتقديم كافة المعلومات عن الأوراق المالية محل الإدراج وذلك بهدف إيداعها في المركز. ومن هذه المعلومات حسب (نظام تسجيل وإيداع الأوراق المالية، 2008)، نوع الورقة المالية وعدد الأوراق وقيمتها الاسمية، بالإضافة إلى نشرة الإصدار prospectus والنظام الأساسي للشركة وسجل مالكي الأوراق المالية.

2. إيداع الأوراق المالية: قيام المركز بتوثيق ملكية الأوراق المالية المستوفية لشروط التسجيل ضمن سجلاته الالكترونية، بحيث تحل هذه السجلات محل سجلات الشركة المصدرة لهذه الأوراق المالية.

3. التقاص: العملية التي يتم بموجبها احتساب صافي الحقوق والالتزامات الناشئة عن أي عقد تداول، وذلك لتسليم أطراف العقد الأوراق المالية أو لتسديد أثمانها.

4. التسوية: العملية التي يتم بموجبها إتمام أي عقد تداول لنقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري وتسديد أثمانها بشكل نهائي وغير مشروط. (النظام الداخلي لمركز المقاصة والحفظ المركزي، 2008)

5. نقل ملكية الأوراق المالية: قيام المركز باقتطاع عدد الأوراق المالية المباعة من حساب المستثمر البائع لدى وسيطه، وإضافتها إلى حساب المستثمر المشتري لدى وسيطه، وذلك وفق بيانات التداول الواردة من سوق الأوراق المالية (ابراهيم، 2010).

وكما باقي الجهات المكونة لقطاع الأوراق المالية، يعمل مركز المقاصة والحفظ المركزي تحت إشراف هيئة الأوراق المالية، التي تقوم بوضع المعايير اللازمة للإشراف على عملياته وتسهيل قيامه بوظائفه، بالشكل الذي يضمن تحقيق الأهداف التالية:

- 1) تخفيض مخاطر التسويات في سوق الأوراق المالية.
 - 2) تخفيض تكلفة المقاصة والتسوية.
 - 3) زيادة سيولة سوق الأوراق المالية.
 - 4) زيادة سرية الصفقات والمصادقية في العمل.
 - 5) زيادة مستوى الربط والتعاون مع القطاع المصرفي، باعتباره القطاع الثاني من القطاعات الفرعية المكونة للقطاع المالي إلى جانب قطاع الأوراق المالية وقطاع التأمين. (بهزاد، 2007)
- وتلعب البيانات والإحصائيات التي يوفرها مركز المقاصة والحفظ المركزي دوراً هاماً ومكماً لدور كل من هيئة الأوراق المالية وإدارة السوق في تعزيز مبدأ الإفصاح والشفافية ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية، حيث يمكن أن يوفر المركز قاعدة معلومات هامة لمساعدة المستثمرين على بناء قراراتهم الاستثمارية، ومن هذه المعلومات حسب (مركز إيداع الأوراق المالية، 2005):

- 1) نسب الملكية لأعضاء مجالس إدارة الشركات المساهمة، والتغيرات اليومية عليها.
 - 2) أسماء المساهمين الذين يملكون نسبة مؤثرة من رأس مال الشركات المساهمة، والتغيرات اليومية في نسب تملكهم.
 - 3) المخالفات المرتكبة من قبل أعضاء المركز من شركات الوساطة المالية إلى الشركات المودعة.
- يتخذ مركز المقاصة والحفظ المركزي موقفاً خدمياً وسطاً بين كل من (سوق الأوراق المالية، الشركات المصدرة، شركات الخدمات والوساطة المالية، والمستثمرين) حيث يمكن إجمال دوره بالنسبة لكل جهة من هذه الجهات حسب التالي:

1. سوق الأوراق المالية:

- نقل الملكية بناءً على التداول في السوق،
- تشغيل وإدارة نظام التفاضل والتسوية.

2. الشركات المصدرة:

- مسك سجلات المساهمين،
- إظهار التحويلات التي تتم على حسابات المالكين وأية رهونات أو حقوق لأطراف أخرى،
- تحديث بيانات ملاك الأسهم باستمرار،
- توفير بيانات المستثمرين في حالات عقد اجتماعات الهيئات العامة وتوزيع الأرباح والأسهم المجانية وإعادة هيكلة رأس المال (حسن زبدة، 2009).

3. شركات الخدمات والوساطة المالية:

- سداد المبالغ المستحقة لهم نتيجة التداول،
- قبض المبالغ المستحقة عليهم نتيجة التداول،
- حجز الأوراق المالية لصالح الوسيط في حال عدم سداد المستثمر لالتزاماته.

4. المستثمرون:

- إصدار وحفظ رقم المستثمر،
- إصدار إشعار بالملكية،
- تحويل الأوراق المالية الخاصة بأي مستثمر من حسابه لدى المركز إلى حسابه لدى الوسيط أو من حسابه لدى وسيط إلى حسابه لدى وسيط آخر،
- تجميد ورفع تجميد الأوراق المالية بناءً على طلب المستثمر أو طلب أي جهة أخرى،
- نقل الملكية في الحالات المستثناة من التداول،
- حفظ الأوراق المالية العائدة للمستثمرين. (زرقة، 2012)

تعتبر فكرة التسليم مقابل الدفع "Delivery Versus Payment" (DVP)، الفكرة الرئيسية التي يقوم عليها العمل داخل مركز المقاصة والحفظ المركزي. إذ لا يتم تسليم الورقة المالية المباعة إلا بعد سداد ثمنها، أي أن المركز لا يقوم بإجراءات نقل الملكية إلا بعد أن يتأكد من انتهاء إجراءات التسوية. وقد اعتبرت هذه الفكرة معياراً من أهم المعايير الدولية الخاصة بأسواق المال، فاعتمدها الدول والمنظمات

الدولية مثل مجموعة الثلاثين (G30) التي توصي بتطبيق مبدأ التسليم مقابل الدفع لجميع عقود التداول المنفذة في سوق الأوراق المالية (Hernandez,2009).

وتنتهج مراكز المقاصة والحفظ المركزي نهج الربط الالكتروني مع أسواق الأوراق المالية، تعزيزاً لإجراءات السيطرة وإدارة المخاطر ودقة البيانات في عمليات التداول، حيث تتم إجراءات السيطرة تلك عبر عملية تبادل المعلومات بين سوق الأوراق المالية والمركز، والتحقق المباشر من أوامر التداول، من حيث نسب الملكية على الورقة المالية وملكية الحسابات وبيانات المستثمرين والوسطاء (مركز إيداع الأوراق المالية، 2005).

ويعزز وجود مركز المقاصة والحفظ المركزي ثقة المستثمرين بالأوراق المالية لتمكينهم من متابعة استثماراتهم بيسر وسهولة، بالإضافة إلى الحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول المنفذة في السوق من خلال وضع أنظمة داخلية وتعليمات وإجراءات تتسم بالعدالة والسرعة والأمان (زرقة، 2012) الأمر الذي ينعكس على نشاط وكفاءة قطاع الأوراق المالية ككل.

1-2-1-4 بنك التسوية:

هو البنك الذي يتم فيه إجراء التسويات المالية الناتجة عن عمليات تداول الأوراق المالية، وتلتزم شركات الوساطة المالية بفتح حسابات التسوية لديه حتى يتسنى لها إتمام التسويات المالية (بهزاد، 2007).

ولا يمكن البحث في أساليب العمل والنظم الفنية لمركز المقاصة والحفظ المركزي دون الخوض في العلاقة التي تربطه مع بنك التسوية، حيث يمكن اعتبار بنك التسوية هو الجناح المالي لمركز المقاصة والحفظ المركزي. إذ أن المركز يقوم عن طريق حساباته المصرفية المفتوحة لدى بنك التسوية بقبض ودفع أثمان الأوراق المالية من وإلى الوسطاء عن طريق خصم ثمن الشراء من الحساب النقدي للوسيط المشتري وإضافة الثمن إلى الحساب النقدي للوسيط البائع (ابراهيم، 2010).

ويقوم المركز - لكل يوم تداول ولكافة شركات الوساطة العاملة - باحتساب صافي المبلغ المستحق للوسيط أو المستحق على الوسيط ليوم التسوية، ويعرّف (نظام التقاص وتسوية أثمان الأوراق المالية، 2009) هذه المصطلحات في:

1. **صافي المبلغ المستحق:** يساوي قيمة مبيعات الوسيط ليوم التداول ناقصاً قيمة مشترياته من الأوراق المالية لنفس اليوم.

2. **يوم التسوية:** هو اليوم المحدد بموجب الأنظمة والقوانين لدفع أثمان الأوراق المالية الناتجة عن عقود التداول المنفذة في السوق. حيث أن تسوية أثمان الأوراق المالية لا تتم في نفس يوم التداول في معظم أسواق الأوراق المالية، وتختلف المدة المقررة للتسويات المالية باختلاف الدول وأنظمتها التشريعية.

في الجدول التالي عرض لبعض الفترات التي تتم بها التسوية المالية داخل الأسواق (حيث T هو يوم التداول)، علماً أن هذه الفترات قابلة للتغيير وفق رؤية المشرع.

اسم الدولة	المدة المقررة للتسويات
دولة الكويت	يتم تسوية جميع الصفقات بدون استثناء في يوم تنفيذها T+0
المملكة العربية السعودية	يتم تسوية جميع الصفقات بدون استثناء في يوم تنفيذها T+0
جمهورية مصر العربية	يقوم نظام المقاصة و التسوية على مبدأ التسليم مقابل الدفع، حيث تتم عمليات المقاصة والتسوية على النحو التالي : T+0 الأوراق المالية التي يتم التعامل عليها بنظام الشراء والبيع بذات الجلسة T+1 سندات الخزانة المصرية الحكومية التي يتم التداول عليها بالنظام الرئيسي T+2 باقي الأوراق المالية المقيدة
الجمهورية العربية السورية	يتم تسوية جميع الصفقات خلال اليوم الثاني بعد يوم التداول T+2
الإمارات العربية المتحدة	يتم تسوية جميع الصفقات خلال اليوم الثاني بعد يوم التداول T+2
المملكة الأردنية الهاشمية	يتم تسوية جميع الصفقات خلال اليوم الثاني بعد يوم التداول T+2
الجمهورية العراقية	على الوسيط تسوية جميع العقود التي تم إبرامها في القاعة وذلك في موعد أقصاه الساعة العاشرة من بعد ظهر اليوم التالي ليوم العمل الذي أبرمت فيه، وللمدير التنفيذي أن يحدد أي موعد آخر خلافاً لما ورد أعلاه إذا رأى ذلك ضرورياً لتحقيق سلامة التعامل
سلطنة عُمان	يتم تسوية جميع الصفقات خلال اليوم الثالث بعد يوم التداول T+3
دولة قطر	يتم تسوية جميع الصفقات خلال اليوم الثالث بعد يوم التداول T+3
الجمهورية اللبنانية	يتم تسوية جميع الصفقات خلال اليوم الثالث بعد يوم التداول T+3
الولايات المتحدة الأمريكية	يتم تسوية جميع الصفقات خلال اليوم الأول بعد يوم التداول T+1

اسم الدولة	المدة المقررة للتسويات
اليابان	يتم تسوية جميع الصفقات خلال اليوم الرابع بعد يوم التداول T+4
الهند	يتم تسوية جميع الصفقات خلال اليوم الخامس بعد يوم التداول T+5

الجدول رقم (2) الفترات المختلفة لعملية التسوية

المصدر: (اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، 2008) و (Hernandez, 2009)

وبعد قيام مركز المقاصة والحفظ المركزي بحساب صافي المبلغ المستحق للوسيط أو على الوسيط ليوم التداول T، يقوم المركز بتبليغ الوسيط وبنك التسوية بهذه المبالغ، حيث يلتزم الوسيط بإيداع المبالغ المستحقة عليه وتحويلها لحسابه في بنك التسوية (يتم تحويل جزء من هذه المبالغ في الفترة T+1 على أنها "مبالغ احتياطية" بالنسبة للعديد من الأنظمة المعتمدة لنظام T+2، على أن تُستكمل هذه المبالغ في الفترة T+2)، ثم يقوم بنك التسوية بتحويل هذه المبالغ من حساب الوسيط لدى بنك التسوية إلى حساب مركز المقاصة والحفظ المركزي لدى بنك التسوية أيضاً، ليعود بعدها بنك التسوية لتحويل المبالغ المستحقة للوسطاء الآخرين من حساب المركز لديه إلى حساباتهم لدى بنك التسوية، وذلك في يوم التسوية T+2 أو T+3 ... حسب موعد التسوية المعمول به (دليل تعليمات التقاص والتسوية، 2009). ولا يمكن لبنك التسوية أن يقوم بالخطوة الأخيرة من تحويل المبالغ المستحقة للوسطاء من حساب المركز إلى حساباتهم، إلا بعد أن يتلقى أمر دفع صادر عن مركز المقاصة والحفظ المركزي، الذي يصدر أمر الدفع هذا بعد التأكد من توفر أموال كافية في حسابه لدى بنك التسوية تعادل المبالغ المستحقة للوسطاء بيوم التسوية (نظام التقاص وتسوية أثمان الأوراق المالية، 2009).

ولا تكون رقابة هيئة الأوراق المالية على بنك التسوية رقابة عامة كما هو الحال بالنسبة لباقي جهات قطاع الأوراق المالية، إلا أنها تكون رقابة محدودة في إطار عمليات التسوية ومتابعة أرصدة الحسابات المفتوحة لديه، سواء بالنسبة للحسابات المفتوحة من قبل مركز المقاصة والحفظ المركزي أو الحسابات المفتوحة من قبل شركات الخدمات والوساطة المالية، ذلك أن البنك عموماً كغيره من البنوك يخضع لرقابة البنك المركزي، ناهيك عن اتخاذ بعض الدول للبنك المركزي بحد ذاته كبنك للتسوية كما هو الحال في سورية والأردن على سبيل المثال. وفي مثل هذه الحالات فإنه يتم توقيع مذكرات تفاهم بين البنك المركزي وهيئة الأوراق المالية أو بين المركزي وسوق الأوراق المالية، بالشكل الذي يُحدد صلاحيات وواجبات كل من الطرفين.

1-2-1-2-1 الجهات الخاصة ضمن قطاع الأوراق المالية:

هي جهات القطاع الخاص المرخص لها من قبل هيئة الأوراق المالية، والخاضعة لرقابتها وإشرافها. وتكون الرقابة والإشراف عامين بالنسبة لهيئة الأوراق المالية إذ أنها تشرف على الجهات الحكومية الأخرى لقطاع الأوراق المالية من جهة وعلى الجهات الخاصة جميعها. أما باقي الجهات الحكومية فهي تمارس رقابتها وإشرافها على الجهات الخاصة لقطاع الأوراق المالية كل حسب وظيفتها ومتطلباتها، فسوق الأوراق المالية مثلاً تُشرف على عمليات التداول ومتابعة نشر المعلومات بالنسبة للشركات المدرجة وشركات الوساطة، بينما تنحصر رقابة مركز المقاصة والحفظ المركزي على عمليات التسجيل والإيداع، واستكمال معلومات سجل المساهمين من الشركات المودعة، وما يتعلق بمتطلبات التقاص والتسوية، أما بنك التسوية فهو يمارس مهامه الإشرافية على الحسابات التي تفتحها شركات الوساطة لديه.

ويمكن إجمال الجهات الخاصة ضمن قطاع الأوراق المالية في:

1-2-1-2-1 شركات الخدمات والوساطة المالية:

هي الشركات الخاصة المرخص لها من قبل الجهات الرقابية في قطاع الأوراق المالية، وذلك لغايات تقديم الخدمات وممارسة أعمال الوساطة في السوق المالية. ويُعتبر عملاً من أعمال الوساطة جذب عملاء للتعامل في الأوراق المالية، ويُعد جاذباً للعملاء كل من يسعى لمقابلة الأشخاص في الأماكن العامة أو في أماكن عملهم أو إقامتهم، و كل من يستخدم الهاتف أو أية وسيلة من وسائل الاتصال عارضاً شراء أو بيع أوراق مالية أو تقديم خدمات في هذا الشأن (الشريفة، 2007).

والوساطة بوجهها العام هي التقريب بين شخصين يريدان التعاقد نظير أجر، يُسمى العمولة، ويكون عادة نسبة مئوية من قيمة الصفقة المراد إبرامها. والوسيط في الأسواق المالية يمكن أن يكون فرداً أو مؤسسة، وهو الشخص الذي يقوم بحكم مهنته العادية سواء لحسابه أو لحساب زبائنه بعمليات مالية تتناول مختلف الأدوات المالية أو القيم المنقولة المطروحة للتداول. كما يشمل عمله القيام بالعمليات المتعلقة بإدارة المحافظ المالية وسائر القيم المنقولة وفقاً للقوانين والأنظمة (ياسين، 2004).

تُحدد القوانين والأنظمة الصادرة عن هيئة الأوراق المالية في البلد المعني، مختلف الأنشطة التي تنطوي تحت مفهوم الخدمات والوساطة المالية والتي تتطلب ممارستها ضمن حدود البلد ترخيصاً خاصاً من هيئة الأوراق المالية. يمكن إجمال معظم هذه الأنشطة حسب (نظام الترخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية، 2006) في:

1. تقديم الاستشارات وتحليل ونشر المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية،
2. شراء وبيع الأوراق المالية بالعمولة لحساب الغير،
3. شراء وبيع الأوراق المالية لحساب الوسيط،
4. إدارة الإصدارات الأولية،
5. إدارة محافظ الأوراق المالية.

ورغم أن مفهوم الوساطة المالية يشير بشكل عام إلى أعمال التوسط في بيع وشراء الأوراق المالية، إلا أنه في الواقع العملي تقوم شركات الوساطة المالية بلعب دور أكبر من مجرد التوسط في عمليات التبادل. فإضافةً إلى قيام الشركات بعمليات الشراء والبيع بالنيابة عن عملائها، يتوجب عليها ضمان تسوية الصفقات بالوقت المحدد، أي تسليم البائع أمواله، وتسليم المشتري أوراقه المالية. كما تقوم هذه الشركات، في الحالات التي يسمح بها القانون، بتمويل عمليات الشراء التي يقوم بها عملاؤها، وتلعب دور صانع السوق لبعض الأسهم، وبالتالي تحافظ على استقرار السوق. كما أن الوساطة المالية قادرة على إزالة مساوئ التمويل المباشر، فهي تساعد على الفصل بين قرار الإدخار، وبين قرار الاستثمار، فالاستثمار يحتاج إلى معلومات وخبرات تتجاوز ما هو متاح للمدخر العادي، بالإضافة إلى معالجتها لمشكلة عدم التناسب بين سعة الموارد المبذولة من المدخرين والحجم المطلوب من المستثمرين وذلك عن طريق المساهمة الجماعية (زرقه، 2012).

والوسطاء العاملون في شركات الخدمات والوساطة المالية هم وسطاء رسميون يتمتعون وحدهم بحق إجراء العمليات المتعلقة ببيع وشراء الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية. ويقتصر امتياز التعامل في سوق الأوراق المالية على المحترفين (ياسين، 2004) حيث يتم اعتماد هؤلاء الوسطاء وغيرهم من العاملين داخل شركات الخدمات والوساطة المالية من مدراء ومحللين ماليين وضباط امتثال من قبل هيئة الأوراق المالية، وذلك بعد خضوعهم لدورات تدريبية وامتحانات تختبر مدى درايتهم بأساسيات المهنة والقوانين والأنظمة الصادرة عن كل من الهيئة والسوق والمركز. فالوسيط هو شخص ذو دراية وكفاءة في مجال عقد صفقات الأوراق المالية، ومن المفترض أن يمارس حياده التام عند عقد الصفقات لصالح زبائنه بيعاً أو شراءً مقابل عمولة.

تسعى هيئة الأوراق المالية إلى التأكد من التزام شركات الخدمات والوساطة المالية بالمبادئ التالية:

1. تجاه العملاء:

يتعين على شركة الوساطة المالية وقبل إجراء أي تعامل مع أي عميل الحصول على معلومات تتعلق بهويته، ووضعه ومقدرته المالية، وأهليته للتعاقد، ومدى خبرته في مجال الاستثمار، وأهدافه الاستثمارية المتعلقة بالخدمات المطلوب تقديمها، وتعريف العميل بخدماتها ويسوق الأوراق المالية بصورة عامة، بالإضافة إلى الخطوات التي يجب على العميل اتباعها لفتح الحساب مع الشركة، وذلك قبل تقديم أي خدمات للعميل (زرقة، 2012). كما يتعين على الشركة الالتزام بما يلي:

- تنفيذ أوامر العملاء الخاصة بالشراء والبيع وفقاً لأسبقيته ورودها وبكل دقة بعد التأكد من صحتها من خلال القنوات التي توفرها السوق.
- تسجيل وأرشفة الأوامر المتلقاه من قبل العملاء، والتأكد من صحة هذه الأوامر والاحتفاظ بنسخ عنها، وإصدار تأكيد للعملاء بشأن كل أمر تم تنفيذه.
- إعداد كشوف دورية للعملاء عن حساباتهم. (بهزاد، 2007)
- عدم الإفصاح للشركات الأخرى أو المتعاملين الآخرين عن أسماء عملائهم أو الإدلاء بأية بيانات أو معلومات عن أوامرهم.
- عدم نشر أو ترويج أية بيانات أو معلومات غير صحيحة.
- بذل عناية الرجل الحريص في أداء العمل والحرص على مصالح العملاء.
- الإلتزام بأداب المهنة والامتناع عن كل ما من شأنه الإضرار بالسوق أو أعضائه أو المتعاملين فيه. (الشريفة، 2007)

2. تجاه الجهات الرقابية:

يتعين على شركة الوساطة المالية التقيد بجميع الأنظمة الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والسوق ومركز المقاصة والحفظ المركزي، بالإضافة إلى دفع الرسوم المترتبة عليها تجاه هذه الجهات، وأن تقدم كافة الوثائق والمعلومات المطلوبة في الوقت المطلوب، وذلك تحت طائلة المساءلة القانونية والعقوبات والغرامات (ياسين، 2004). كما يتعين على الشركة الإلتزام بما يلي:

- عدم قبول أوامر للشراء من عملاء اشتبهوا بعدم الملاءة أو عدم الأمانة إلا بعد موافقة الهيئة.
- الامتناع عن تنفيذ أية أوامر للشراء أو البيع خارج قاعة التداول.
- الإمتناع عن إبرام أية صفقات بشأن الأوراق المالية أو السلع المتنازع عليها.
- عدم دفع قيمة أية أوراق مالية أو سلع قبل تنفيذ عملية البيع في القاعة وفقاً لأنظمة الأسواق.

- عدم إتمام الصفقات ذات الصلة بالأوراق المالية إلا بعد التأكد من ملكية البائع للأسهم.
 - إخطار السوق والهيئة عن اسم أي عميل سبق له الإخفاق في سداد التزاماته.
 - بذل عناية الرجل الحريص وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة التي صدر على أساسها الترخيص.
 - الوفاء بجميع الالتزامات الناشئة عن الصفقات في المواعيد المحددة لذلك وتسوية الالتزامات مع السوق وفقاً لنظامه وبغض النظر عما إذا كان قد حصل على تسوية من عملائها أو لم يحصل.
- (Hernandez,2009)

- فصل حسابات العملاء عن حسابات الشركة.
- إبلاغ الهيئة عن مخالفات ممثلي الشركة وعن التغييرات التي تطرأ على معلومات الشركة.
- عدم نشر أو ترويج أية بيانات أو معلومات غير صحيحة عن أوضاع الجهات المدرجة أوراقها المالية في السوق أو عن الوسطاء الآخرين.
- الاحتفاظ بالملاءة المالية وفقاً للمعايير التي تعتمدها الجهة الرقابية (الشريفة، 2007).
- ويتم التعامل بين شركات الوساطة المالية وعملائها لغايات التداول في السوق بأحد أسلوبين:

1. التعامل على الأساس النقدي Cash Basis:

يقوم العميل بسداد قيمة الأوراق المالية المنوي شرائها لشركة الوساطة قبل تنفيذ أمر الشراء لورقة مالية معينة. ويترتب على الشركة وفقاً لهذا الأسلوب اتخاذ الإجراءات التالية حسب (زرقة، 2012):

- 1) فتح حسابات مصرفية كما يلي:
 - حساب أو حسابات خاصة بأموال الشركة: تُودَع في هذا الحساب الأموال الخاصة بالشركة، وتُسحب منه الأموال اللازمة لتغطية نفقات الشركة وتعاملاتها.
 - حساب خاص بأموال العملاء: تُودَع في هذا الحساب وتُسحب منه كل الأموال المتعلقة بالحسابات النقدية للعملاء.

2) التأكد قبل تنفيذ أي أمر شراء للعميل من توفر الأموال في حسابه لدى الشركة بما في ذلك العملات الخاصة بكل من الهيئة والسوق، ووفقاً للإجراءات المحددة من قبل الهيئة.

2. التعامل على أساس التمويل على الهامش Margin Trading:

يمكن لشركات الوساطة المالية - وفق العديد من التشريعات - أن تقوم بتمويل جزء من صفقة الشراء لصالح عملائها.

والتتمويل بالهامش يعني قيام العميل بتمويل جزء من مشترياته من ماله الخاص والجزء المتبقي عن طريق أموال مقترضة من شركة الوساطة، فعلى سبيل المثال إن الشراء بالهامش بنسبة 15% يعني أن 15% من الصفقة ممول من العميل مقابل تمويل 25% منها عن طريق الاقتراض من شركة الوساطة. وتقوم شركة الوساطة بإقراض العملاء بضمانة الأوراق المالية نفسها، ولغاية الحصول على فوائد المبلغ الذي قامت بإقراضه (Gitman, Joehnk, 2008).

ويمكن لهيئة الأوراق المالية عن طريق تغيير النسب المسموح بها للتمويل بالهامش أن تتحكم بنشاط السوق المالية، فكلما سمحت الهيئة لشركات الوساطة بنسبة أكبر من الإقراض لصالح التمويل بالهامش كلما ارتفعت نسبة التداولات والعكس بالعكس.

ويتوجب على العميل حسب (Brigham&Ehrhardt,2005) توفير نوعين من المتطلبات أو الهوامش لدى شركة الوساطة وهي:

(1) **الهامش الأولي Initial Margin**: يعني الحد الأدنى من الأموال المودعة من قبل العميل لحظة الشراء، وهو النسبة المقصودة بالقول: تمويل على الهامش بنسبة 15% أي أن 15% من قيمة الأسهم المشتراة يجب أن تكون مودعة في حساب العميل لدى شركة الوساطة لحظة الشراء.

(2) **هامش الصيانة Maintenance Margin**: يعني الحد الأدنى من الأموال المودعة من قبل العميل والواجب توافرها في حساب العميل في أي لحظة بعد الشراء محسوباً على أساس القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة.

وعند انخفاض المبلغ المودع في حساب العميل في أي لحظة عن هامش الصيانة، فإن العميل يتلقى اتصالاً بأي وسيلة كانت Margin Call ليقوم بإيداع المبلغ خلال 72 ساعة وإلا فإن شركة الوساطة ستقوم بتسييل جزء من الأسهم لتغطية الفرق.

ترى (زرقة، 2012) أن الأسواق المالية حديثة التأسيس يجب أن تعتمد أسلوب التعامل النقدي بين شركات الوساطة وعملائها، ومع تطور السوق المالية وتعدد أدواتها فإنه من الممكن الانتقال إلى أسلوب التمويل بالهامش الذي من شأنه زيادة أحجام التداول وتنشيط السوق المالية.

ويمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من الوساطة في الأسواق المالية، وذلك حسب منهج هذه الأسواق، فالأسواق المالية إما أن تكون أسواق مُقادة بالأوامر "Order Driven Markets" وعلى رأسها عالمياً تأتي بورصة نيويورك (New York Stock Exchange (NYSE)، أو أن تكون أسواق مُقادة بالأسعار

"Quote Driven Markets" وعلى رأسها عالمياً تأتي بورصة ناسداك National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ) (Gitman, Joehnk, 2008).

1) الوسيط Broker في المنهج الأول من الأسواق - وهي الأسواق المقادة بالأوامر - لا يمكنه التدخل بيعاً أو شراءً في السوق إلا في حال كان تدخله ناتجاً عن أمر order تلقاه مسبقاً، سواء أكان هذا الأمر صادراً عن عميل Client أو عن شركة الوساطة نفسها لصالح محفظتها. أي أن التدخل لا يكون إلا تنفيذاً لأمر مسبق، لذلك فالسوق تحكمها الأوامر (حنفي، 2005).

2) أما في المنهج الثاني من الأسواق - وهي الأسواق المقادة بالأسعار - فإن الأسعار المعلنة من قبل الوسيط الذي يُدعى هنا Dealer هي التي تتحكم في السوق، لأن الوسيط لا يتقرب أوامر و إنما يقوم من تلقاء نفسه بالإعلان (مهما كانت كيفية الإعلان) عن أسعار تَدخُلُه في السوق، سواء كان ذلك شراءً أو بيعاً مهما كانت الكمية المعروضة أو المطلوبة. مع العلم أن لا أحد يمكنه أن ينافسه في عرضه، أي أنه يعبر عن استعداده شراء أي كمية تعرض عليه بسعر الشراء الذي اقترحه و لا يمكن لأحد غيره أن يقترح سعر شراء أحسن منه، كما يعبر في الوقت نفسه عن استعداده لبيع أي كمية مطلوبة بأحسن سعر بيع، أي أن لا أحد يمكنه أن يقترح سعر بيع أحسن منه للكمية نفسها (الهدواج، 2007). فالوسيط هنا لا يتقرب الأوامر بل هو يصنع السوق لذلك يُطلق على هذا النوع من الوسطاء اسم صانع السوق Market Maker ويُسمى أيضاً بالاختصاصي أو المختص Specialist لأن كل وسيط يختص بورقة مالية معينة، فهو يُقدّم أحسن عرض وأحسن طلب على هذه الورقة المالية (Hernandez, 2009).

1-2-1-2 الشركات المساهمة:

هي الجهة الخاصة الثانية لقطاع الأوراق المالية. والشركة المساهمة هي شركة مغفلة، أي عارية من العنوان، وتتألف من عدد من المساهمين - يختلف عددهم حسب التشريع -، ويكون رأس مالها مقسماً إلى أسهم متساوية القيمة قابلة للتداول ولإدراج في سوق الأوراق المالية، وتكون مسؤولية المساهم فيها محددة بالقيمة الاسمية للأسهم التي يملكها في الشركة (عطوي، 2005).

وللشركة المساهمة - إلى جانب الأسهم - إصدار السندات، وهي أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تصدرها الشركة للحصول على قرض، وتتعهد بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط إصدار هذه السندات.

وتعتبر الشركات المساهمة إحدى أهم أشكال الشركات نفعاً للاقتصاد الوطني والأكثر مساهمة في دفع عجلة التنمية، ذلك أن الشركات المساهمة كما يرى (الرجاء، 2008):

(1) هي شركات أموال، ولذا فإنها تتميز بضخامة حجم رأسمالها، مما يمكنها من القيام بمشاريع ضخمة ذات أهمية للاقتصاد والتنمية.

(2) هناك إدارة أو مجلس إدارة متخصص يتولى إدارة هذا النوع من الشركات مما يعطيها مزيداً من الشفافية والوضوح.

(3) إن وفاة أحد الشركاء، أو إفلاسه، أو وجود عيب في شخصيته، لا يؤثر على عقد الشركة فالاهتمام يكون بالمال المقدم وليس بمن قدم المال.

تخضع الشركات المساهمة لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية، إضافةً إلى خضوعها لرقابة وإشراف جهات حكومية أخرى مثل وزارة الاقتصاد أو التجارة - حسب النظام التشريعي القائم - أو المصرف المركزي أو هيئة الإشراف على التأمين تبعاً لنشاطها.

وتتمثل رقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية على الشركات المساهمة من خلال الموافقة على نشرة الإصدار وعلى طرح الأسهم للاكتتاب العام وفقاً للتعليمات التي تضعها الهيئة بهذا الخصوص، والموافقة على زيادة رأس مال الشركة المساهمة، وعلى تعديل القيمة الاسمية للسهم عند التجزئة وعند الدمج، وعلى شراء الشركة المساهمة لأسهمها وبيعها وفقاً لتعليمات الهيئة الصادرة بهذا الخصوص. وتتمتع هيئة الأوراق المالية بصلاحيات الموافقة على إصدار وطرح الشركة المساهمة لسندات القرض أيضاً (يوسف، 2013).

كما تقوم الهيئة بمتابعة الإفصاحات الدورية لهذه الشركات (ربعية، نصف سنوية، سنوية) بالإضافة إلى الإفصاحات الطارئة. وتسعى هيئة الأوراق المالية كما في (نظام الإفصاح، 2006) إلى التأكد من التزام هذه الشركات بما يلي:

(1) إعلام هيئة الأوراق المالية بأسماء ومراكز ومؤهلات أشخاص الإدارة العليا ذوي السلطة التنفيذية عند تعيينهم أو تركهم العمل لأي سبب من الأسباب، وذلك خلال مدة محددة من تاريخ الحدث.

(2) إعلام هيئة الأوراق المالية بأسماء الأشخاص المطلّعين في الشركة وملكيّتهم من الأوراق المالية المصدرة من قبل تلك الشركة أو من الشركات التابعة أو الحليفة أو الشقيقة أو الشركة الأم، وذلك خلال مدة محددة من تاريخ انتخاب الشخص المطلّع أو تعيينه، وكذلك إعلام الهيئة عن أي تغيير يطرأ على هذه البيانات، وذلك أيضاً خلال مدة محددة من تاريخ حدوث التغيير.

3) إعلام الهيئة خلال مدة محددة بأي شخص يمتلك للمرة الأولى أو يقع تحت تصرفه نسبة معينة من أسهم الشركة (5% أو أكثر، حسب التشريع). وعند تملك هذا الشخص لأي نسبة إضافية فوق النسبة الأولى خلال نفس المدة.

تسعى هيئة الأوراق المالية إلى إصدار وتطبيق الأنظمة الخاصة بمعايير الحوكمة والشفافية بالنسبة للشركات المساهمة، إذ تهدف قواعد الحوكمة الصادرة عن هيئة الأوراق المالية إلى تحقيق العدالة والشفافية، ومنح حق مساءلة إدارة الشركة، وبالتالي تحقيق الحماية للمساهمين وحملة الوثائق (أسهم، سندات) مع مراعاة مصالح العمل والعمال، والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، بما يؤدي إلى تنمية الاستثمار وتشجيع تدفقه وتنمية المدخرات وتنظيم الربحية وإتاحة فرص عمل جديدة. وتؤكد قواعد الحوكمة على أهمية الالتزام بأحكام القانون، والعمل على ضمان مراجعة الأداء المالي، ووجود هياكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين، مع تكوين لجنة مراجعة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذية، تكون لها مهام وصلاحيات عديدة لتحقيق رقابة مستقلة على التنفيذ. وتعتمد معايير الحوكمة الصادرة عن هيئة الأوراق المالية على ركيزتين أساسيتين بحسب (أونور، 2010)، هما: الشفافية والوضوح.

1) يقصد بالشفافية: الإفصاح المطلق عن مجموعة من الحقائق. وفي هذا الإطار قامت منظمة الشفافية العالمية بوضع عناصر أساسية لمفهوم الشفافية، من ضمنها سهولة الحصول على المعلومة وتحمل المسؤولية في الإفصاح عن الحقائق.

2) أما مفهوم الوضوح، فيعني إيضاح الحقائق وجميع مدلولاتها بإبراز المعلومات المتعلقة بأداء الشركات كما وردت في مختلف الوثائق الرسمية والإيضاح الكامل لتلك المعلومات.

لذلك فقد أصبح الالتزام بمعايير الحوكمة الصادرة عن هيئة الأوراق المالية أحد أهم أهداف الشركة المساهمة، حيث تهدف الشركة المساهمة حسب (حنفي، 2007) إلى:

1) تعظيم قيمة استثمارات المساهمين: حيث يطلب المساهمون من المديرين أن يتخذوا قرارات فعالة من خلال اختيار البديل الذي يعظم قيمة استثماراتهم.

2) الالتزام بالمبادئ الأخلاقية ومبادئ الحوكمة: فالمساهمون والجمهور يهتمون بأن يعمل المديرين في حدود القانون وأن يحافظوا على السمعة والأخلاق الجيدة للشركة، حيث أن الإنصاف والعلاقات العادلة تبني وتحافظ على قيمة الشركة على المدى الطويل.

وقد تُفضّل الشركات عموماً من حيث المبدأ الاحتفاظ لنفسها بأسرار عملها وأنشطتها المالية، حيث تُعتبر هذه الشركات اضطرارها لكشف تفاصيل عملياتها وضعاً غير مريح، إلا أن هيئة الأوراق المالية وأسواق التداول تقضي بضرورة أن تكون جميع عمليات الشركة علنية. وقد أثبتت التجربة أن الإفصاح نادراً ما أدى إلى نتائج ضارة بعمليات الشركة، إذ أن الأسعار التي تضعها الشركة لمنتجاتها وتكاليف المواد التي تستخدمها وأجور العاملين فيها تكون محكومة أساساً بقوى السوق ولا تتأثر سلباً بالإفصاح المالي. كما أن الإفصاح يعني تأكيد التزام الإدارة بمسؤولياتها المبنية على الثقة تجاه المساهمين، ففي الشركة الخاصة تكون الأموال المخاطر بها ملك لأصحابها، ولكن في الشركة العامة تكون الأموال المستثمرة والمجازف بها هي أموال المساهمين، وهذا هو أيضاً السبب في التقيد بتقديم تقارير سنوية وربع سنوية (زيدان، 1999).

وتستمر عملية الإفصاح كل ربع سنة طوال حياة الشركة، إذ ليس هناك من الأسرار ما تستطيع الشركة المساهمة أن تخفيه عن الهيئة وعن الجمهور، ولابد للشركة من التمتع بالقدرة على تفسير أسلوب عملها والكشف عن معاملاتها الداخلية، هذه المعاملات التي تكون عادة معاملات ذات قيمة نقدية بين الشركة وموظفيها المسؤولين أو مدرائها، ويتوجب على الشركة المساهمة الكشف عن أسماء موظفيها المسؤولين ومدرائها وغيرهم من الأشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية. كما أنه يتوجب على الشركة أن تفسر أسباب أي تغييرات تحدث في الإدارة، أو أي قفزة في الأرباح، أو صفقة مقترحة لبيع الشركة، أو أي عامل آخر يمكن أن يساهم في التأثير على سعر سهم الشركة في السوق المالية (فرحات، 2000).

1-2-1-2-3 الصناديق والمحافظة الاستثمارية:

تعتبر صناديق الاستثمار إحدى أهم قنوات الاستثمار التي يتم من خلالها تجميع أموال صغار المستثمرين بشكل خاص وإدارتها واستثمارها من قبل جهة متخصصة بدلاً عن المستثمرين. وتستطيع صناديق الاستثمار تحقيق ما لا يستطيع المستثمر الفرد تحقيقه عن طريق نوع من النشاط الجماعي للاستثمار، وغالباً ما يلجأ المستثمر المبتدئ أو المستثمر غير المتفرغ إلى هذه الصناديق لإدارة استثماراته في السوق (بهزاد، 2007).

ويرتكز نشاط صناديق الاستثمار بوصفها شركات استثمار خاصة ومتخصصة، على تجميع أموال المستثمرين والتعامل معها كوحدة واحدة لغاية استثمارها بشكل انتقائي في الأسهم والسندات وأدوات السوق النقدي لصالح حاملي الوحدات الاستثمارية، حيث تحصل كل وحدة استثمارية في الصندوق على نصيبها من عائد محفظة الصندوق بالاستفادة من الإدارة الاحترافية والتنويع والسيولة وغيرها من

الخدمات. وتُنظَّم صناديق الاستثمار كشركة أو وحدة استثمارية Business Trust ويقوم الأفراد أو المؤسسات بشراء الوحدات الاستثمارية التي تصدرها هذه الصناديق، وبهذه الطريقة يحصل الصندوق على الأموال التي يستخدمها في تكوين محفظة الاستثمارات من الأوراق المالية (رابعة، 2007).

وقد كان لإنشاء صناديق الاستثمار في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية دور فعال في توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة، وقد استفادت دول العالم الثالث من التجربة الأوروبية والأمريكية في هذا المجال، إذ اتجهت بعض الدول مثل الهند وتايلاند وماليزيا والفلبين وهونغ كونغ إلى تطوير أسواق الأوراق المالية فيها عن طريق إنشاء صناديق الاستثمار مما أدى إلى تطوير القطاع المالي بأكمله في تلك الدول (ياسين، 2004)، وعلى الصعيد العربي كان للمملكة العربية السعودية السبق بين الدول العربية في أقدمية إنشاء الصناديق الاستثمارية وفي سرعة تطورها إذ بلغ عدد الصناديق الاستثمارية حتى العام 2012 /252/ صندوقاً استثمارياً، وفي الكويت بلغ عدد الصناديق الاستثمارية عام 2012 /140/ صندوقاً، وفي مصر /84/ صندوقاً، و /85/ صندوقاً في المغرب، أما في سورية فقد صدرت التشريعات الناظمة لإحداث صناديق الاستثمار بموجب قانون سوق الأوراق المالية الذي نص على إمكانية إحداث صناديق الاستثمار وفقاً لنظام صناديق الاستثمار الذي صدر بتاريخ 2011/8/18، وحتى تاريخ هذا البحث لم يتم إحداث أي صندوق استثماري في سورية.

وتتمتع صناديق الاستثمار - كوسيلة فعّالة من وسائل الاستثمار الجماعي - بالعديد من المزايا، هذه المزايا التي لا تقتصر على مؤسسيها ومستثمريها فحسب، بل يمتد نفعها ليشمل الاقتصاد الوطني ككل، ومن أبرز مزاياها قدرتها على توفير حجم كبير من الأموال من خلال تجميع المدخرات من عدد كبير من الأفراد والمؤسسات، ولا سيما أموال صغار المدخرين الذين غالباً ما يترددون في توظيف أموالهم في سوق الأوراق المالية، فهي تتميز عن غيرها من قنوات جذب المدخرات بأنها قادرة على اجتذاب أي كمية من المدخرات مهما تضاءلت، وذلك بسبب تنوع السياسات الاستثمارية للصناديق، ولأنّ الوحدات الاستثمارية التي تُصدرها ذات قيم تتناسب مختلف المدخرين، الأمر الذي يترتب عليه توسيع قاعدة المستثمرين، وبالتالي تعبئة كمية كبيرة من الموارد المالية، لتتحول بدورها إلى تدفقات مالية لشركات ومؤسسات تمارس أنشطة اقتصادية مختلفة، مما يعني زيادة الاستثمارات الحقيقية، وزيادة فرص العمالة، وتوليد دخول جديدة، يتمخض عنها مزيد من المدخرات، ومن ثمّ تعمل صناديق الاستثمار على الاستثمار الفعّال لهذه الأموال، إذ أنّها تمتلك القدرة على انتقاء الأوراق المالية ومتابعتها، من خلال خبراء متخصصين في تحليل وإدارة الأوراق المالية، يضاف إلى ذلك أنّ توزيع أموال الصندوق بين عدد من الأوراق المالية في

المجالات الاقتصادية المختلفة، يقلل المخاطر الاستثمارية، ويحقق في الوقت نفسه عائداً استثمارياً يفوق عادةً العائد الذي يمكن تحقيقه من الودائع المصرفية (يوسف، 2013).

ويمكن تمييز العديد من الخصائص لصناديق الاستثمار، منها حسب (عبده، 2006):

- 1) تمتعها بالشخصية الاعتبارية، وذلك إما الشركة التي تقوم بإنشاء الصندوق، أو الصندوق نفسه.
 - 2) الإدارة بواسطة إدارة متخصصة ومحترفة، وهو عامل الجذب الأول للمستثمر لكي يقدم على استثمار أمواله أو مدخراته في صناديق الاستثمار.
 - 3) الإشراف المتخصص من قبل جهات أخرى مرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية على تنفيذ مدير الاستثمار في الصندوق للسياسة الاستثمارية المعتمدة من قبل المساهمين يُطلق على هذه الجهات اسم " أمين الاستثمار".
 - 4) وحسب (Feibel,2003) فإنَّ القاعدة الأساسية التي تحكم عمل صناديق الاستثمار هي اقتصار الاستثمار على الأوراق المالية، ولا يجوز لهذه الصناديق أن تستثمر رأسمالها في أي مجال آخر.
 - 5) ضرورة طرح جزء من رأسمال الصندوق على الاكتتاب العام.
 - 6) يُقسم رأسمال الصندوق إلى وحدات استثمارية متساوية القيمة.
 - 7) مسؤولية حامل الوحدة الاستثمارية محدودة بالقيمة الاسمية للوحدات التي يملكها.
- وتُشرف هيئة الأوراق المالية على حصول المشتركين في صناديق الاستثمار على حقوقهم المتمثلة في الحصول على تقارير مالية عن ميزانيات الصندوق وتقييم موجوداته، والحصول على عائد وحدات الاستثمار القابل للتوزيع، حيث يمثل هذا العائد الفرق بين القيمة السوقية الصافية لموجودات الصندوق في فترة ما وهذه القيمة في الفترة السابقة، ويتم توزيع هذا العائد حسب سياسة الصندوق (ياسين، 2004). كما أن للمشاركين في صندوق الاستثمار حقوق تصويتية محددة، مثل انتخاب الإدارة والتصويت على التغييرات الجوهرية في عقد الصندوق مع مدير الاستثمار. ويتم انتخاب مجلس إدارة الصندوق من المشتركين، وهذا المجلس مسؤول عن مراقبة إدارة أعمال الصندوق، ويخضع لمعايير تنظيمية عالية جداً، يُتوقع معها أن يقدم جهوده للصندوق بأمانة وحسن تقدير. ويجب تعيين بعض الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة، الذين يعملون كمراقبين لمصالح المشتركين بما في ذلك الرقابة على أعمال مدير الاستثمار وغيره من الذين يقدمون خدمات للصندوق (ربابعة، 2007).
- يمكن التمييز بين نوعين من صناديق الاستثمار، وهي صناديق الاستثمار المفتوحة، وصناديق الاستثمار المغلقة.

1. صناديق الاستثمار المفتوحة Open-End Funds:

هي تلك التي تقوم بإصدار واسترداد الوحدات الاستثمارية بشكل مستمر، وبالتالي فإن رأسمال هذا النوع من الصناديق يتغير باستمرار، ولا يتم إدراج وتداول وحداته في سوق الأوراق المالية. ولا يجوز للصندوق المفتوح إصدار أو إطفاء وحداته الاستثمارية إلا وفقاً للسعر المحسوب بناء على صافي قيمة موجوداته طبقاً للأسس والإجراءات المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية (هندي، 1999). ويلتزم الصندوق المفتوح بأن تكون جميع استثماراته ذات سيولة عالية وكافية لتسديد التزاماته، ولا يجوز التوقف عن إصدار أو إطفاء وحداته الاستثمارية في المواعيد المحددة في نظامه الأساسي إلا في حالات استثنائية تحددها الهيئة. ومن هذه الحالات حسب (يوسف، 2013):

- 1) تزايد طلبات الاسترداد وبلوغها حداً كبيراً يعجز معه مدير الاستثمار عن الاستجابة لها.
- 2) عجز مدير الاستثمار عن تحويل الأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها إلى مبالغ نقدية لأسباب خارجة عن إرادته .
- 3) انخفاض قيمة الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق نتيجة للهبوط الفجائي في أسعار هذه الأوراق بما يؤدي إلى انخفاض قيمة أصول الصندوق بصورة كبيرة .
- 4) حالات القوة القاهرة.

2. صناديق الاستثمار المغلقة Close-End Funds:

صناديق الاستثمار المغلقة تقوم بإصدار عدد محدد من الوحدات الاستثمارية، وبالتالي يتميز هذا النوع من صناديق الاستثمار بثبات رأس المال. ويتم طرح وحداته للاكتتاب العام، ويتم إدراج وتداول وحداته في سوق الأوراق المالية، ولا يجوز استرداد قيمة الوحدات من الصندوق إلا عند تصفيته (Feibel,2003).

1-2-1-2-4 المساهمين والمستثمرين:

المستثمر في سوق الأوراق المالية هو كل شخص (طبيعي أو اعتباري) قام بفتح حساب لدى شركة وساطة مرخصة واستخدم هذا الحساب بهدف شراء أو بيع الأدوات المالية في السوق. ويتحول المستثمر إلى مساهم لحظة قيامه بشراء أسهم إحدى الشركات المساهمة.

أي أن كل مساهم مستثمر وليس كل مستثمر مساهم، إذ أن المساهم الذي قام ببيع كامل الأسهم التي يملكها سقطت عنه صفة المساهم، ولكنه يمكن أن يبقى مستثمراً في حال قيامه بشراء أدوات مالية أخرى كالسندات، ويمكن أن يحافظ على رصيده النقدي مودعاً لدى شركة الوساطة بانتظار فرصة شراء أخرى،

أي أنه ينتقل من حالة المساهم إلى حالة غير المساهم، لكنه يبقى مستثمراً بمقدار المبلغ المودع تحت تصرف الوسيط للاستثمار في السوق.

ويمكن تعريف الاستثمار بأنه توظيف الأموال لشراء أصول بناءً على تحليل كافٍ للمخاطر والأرباح المتوقعة خلال فترة معينة (بهزاد، 2007). ويمكن تعريفه أيضاً بأنه إرجاء الاستهلاك لفترة قادمة، وتوجيه الأموال نحو التوظيف وليس الاكتناز، وبهذا المعنى فإن شراء الأسهم والأصول المالية الأخرى والسندات والوحدات الاستثمارية ما هو إلا إرجاء للاستهلاك في الوقت الحاضر والاتجاه نحو توظيف هذه الأموال (حنفي، 2005).

ويختلف مفهوم الاستثمار في سوق الأوراق المالية عن مفهومي المغامرة والمضاربة، فالمغامرة عبارة عن عمليات شراء وبيع الأدوات المالية بناءً على أسس غير معروفة أو غير قابلة للتفسير (كالإشاعة، والشعور الفردي الخاص...)، بينما المضاربة عبارة عن عمليات شراء وبيع الأدوات المالية بهدف الحصول على نتائج سريعة لكن بأسس أكثر حرصاً وحذراً في تقييم الاستثمار. ويتميز المستثمر عن المضارب بأنه لا يبحث عن الربح السريع وبأنه أقل تحملاً للمخاطر (ربابعة، 2007).

ويمكن للأفراد والمؤسسات القيام بشراء حصص في الشركات المساهمة على شكل أسهم، بهدف الحصول على عوائد مالية خلال فترة معينة. ليصبح المستثمر وفق هذا المفهوم أحد ملاك الشركة، وبالتالي فإن اهتمامه سيتعدى متابعة أسعار أسهم الشركة في السوق وقبض نصيبه من الأرباح إلى متابعة أداء الشركة من خلال البيانات المالية، والاتصال المستمر مع إدارة الشركة للوقوف على آخر المستجدات، وحضور اجتماعات الجمعيات العمومية والاشتراك في التصويت، ومناقشة أعضاء مجلس الإدارة في كافة جوانب عمل الشركة. لأن السيادة القانونية والسلطة العليا في الشركة المساهمة هي للمساهمين، الذين يساهمون في رأس مالها والذين يشاركون في حضور الجمعيات العمومية للنظر والمداولة في شؤون الشركة جميعها (الشريفة، 2007).

وينقسم المساهمون في الشركة المساهمة إلى مساهمين مؤسسين ومساهمين مكتتبين:

1. المساهمين المؤسسين:

هم الذين يأخذون على عاتقهم القيام بما يلزم لتأسيس الشركة وقيدها في السجل التجاري تمهيداً للبدء بعمليات الإكتتاب ويتحملون المسؤوليات التالية تجاه المساهمين المكتتبين:

(1) المسؤولية عن صحة البيانات الواردة في نشرة الإكتتاب.

ذلك أن نشرة الاكتتاب أو (نشرة الإصدار) يجب أن تُقدم وفق النموذج المعتمد من قبل هيئة الأوراق المالية، بحيث تكون شاملة لجميع البيانات المالية والمعلومات المتعلقة بالجهة المصدرة، والغرض من الإصدار، ومعلومات عامة عن المؤسسين، وحقوق وواجبات المساهمين... إلخ. ويتعين أن تكون نشرة الإصدار موقعة من غالبية المؤسسين ومن مدير الإصدار (زيدان، 1999).

(2) المسؤولية عن الوفاء بالمبالغ التي دفعها المكتتبون حال العدول عن تأسيس الشركة.

(3) المسؤولية عن كافة الأفعال والتصرفات التي صدرت منهم خلال فترة التأسيس.

(4) المسؤولية عن تصرفاتهم في أسهم التأسيس خلال فترة الحظر المقررة في القانون (Hernandez,2009).

2. المساهمين المكتتبين:

هم الجمهور الذي اكتتب في رأس مال الشركة بناءً على دعوة المؤسسين للاكتتاب العام، مما ترتب عليه نشوء حق لهم يتمثل في ضرورة دعوتهم إلى الجمعية العمومية التأسيسية التي يتم خلالها حسب (الشريفة، 2007):

(1) التصديق على التقرير المقدم من المؤسسين عن عملية تأسيس الشركة ونفقات التأسيس.

(2) الموافقة على النظام الأساسي للشركة.

(3) انتخاب مجلس إدارة الشركة الأول.

(4) تعيين أول مراقب حسابات للشركة وتحديد أتعابه.

يخول السهم لحامله العديد من الحقوق، كالحق في التنازل عن السهم، والحق في البقاء في الشركة، والحق في الحصول على نصيب من الأرباح، والحق في اقتسام فائض التصفية عند حل الشركة، والحق في حضور الجمعية العامة والاشتراك في مداولاتها والتصويت على قراراتها، والحق في الرقابة على إدارة الشركة... إلخ (ياسين، 2004).

وجميع هذه الحقوق مُقررة للمساهم بصفته شريكاً في الشركة، لذلك فإن هيئة الأوراق المالية ووزارة الاقتصاد والجهات العامة المشاركة في قطاع الأوراق المالية، تسعى جميعها إلى التأكد من أن ممارسات الشركة ممثلة بمجلس إدارتها وإدارتها التنفيذية تنطلق من مبدأ المساواة بين جميع المساهمين دون أن تحرم أي مساهم من حقوقه، سواء أكان ذلك في نظام الشركة الأساسي، أو في أي قرار صادر بالأغلبية عن الجمعية العمومية (عطوي، 2005).

وبمجرد إدراج أسهم الشركة المساهمة في سوق الأوراق المالية، فإن نوعاً جديداً من الحقوق يظهر. وتعتبر هيئة الأوراق المالية والأنظمة والقوانين الصادرة عنها، من أهم ضمانات هذه الحقوق. ومن هذه الحقوق حسب (حسين، 2008):

- (1) التأكد من سلامة ودقة المعاملات في سوق الأوراق المالية.
- (2) ترسيخ أسس التعامل العادل بين مختلف المستثمرين.
- (3) ضمان التفاعل الحقيقي لقوى العرض والطلب.
- (4) التأكد من التزام الشركات المساهمة بمعايير الإفصاح الصادرة عن الهيئة.
- (5) سهولة الحصول على المعلومات الدورية عن طريق التقارير المالية الدورية والسنوية، بما تتضمنه من إيضاحات حول البيانات المالية.
- (6) ضرورة الحصول على أي معلومات أو بيانات أو أحداث تؤثر على سعر الورقة المالية.
- (7) التأكد من ضبط عمليات التعامل بناءً على معلومات داخلية.

1-2-3 الأدوات والأوراق المالية:

ذكرنا فيما سبق أن قطاع الأوراق المالية يعتبر أحد أهم مكونات القطاع المالي إلى جانب قطاعي المصارف والتأمين، وقد استمد هذا القطاع اسمه من البضاعة أو السلعة التي يتم التعامل بها ضمنه. وهي الأوراق أو الأدوات المالية التي تصدرها الشركات المساهمة أو الحكومة، وتتوسط عمليات بيعها وشرائها شركات الخدمات والوساطة المالية، ويتم حفظها وإيداعها مركز المقاصة والحفظ المركزي، ويجري إصدارها وتداولها عن طريق السوق المالية (الأولية والثانوية)، وتُشرف على ذلك كله الجهات الحكومية المشاركة في قطاع الأوراق المالية وعلى رأسها هيئة الأوراق المالية. والأوراق المالية عبارة عن أدوات استثمارية على شكل مستندات، تعطي لحاملها أو صاحبها الحق في الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبقاً، كما تضمن لأصحابها في نهاية المدة حق استرداد قيمتها، أو جزء من الأصول المادية المقابلة لها، بالإضافة لحق التصرف فيها في أي وقت (الشوارة، 2008). ويكون لحملة ذات المستند أو الصك حقوق والتزامات متساوية.

وتتشابه الأوراق المالية - التي هي السلعة الأساس ضمن قطاع الأوراق المالية - والأوراق التجارية المتداولة ضمن القطاع المالي عموماً، في أنّ كلاً منها عبارة عن صكوك قابلة للتداول، وتمثل حقاً بمبلغ معين من النقود (حداد، 2009)، ولكنهما حسب (عطوي، 2005) تختلفان فيما يلي:

1) هدف إصدار الأوراق المالية يتمثل إما في الاستثمار في رأس مال الشركة، أو تمويلها في صورة قرض طويل الأجل لتلبية احتياجاتها التمويلية - لتمويل الأصول الثابتة - . أما الأوراق التجارية فهي صكوك تحرر لتسوية التزام معين ناتج من مبادلات تجارية كدفع قيمة بضاعة أو مقابل خدمات، - أو قرض قصير الأجل لتمويل الأصول المتداولة حسب قاعدة الحد الأدنى للتوازن المالي-.

2) يتم إصدار الأوراق المالية بالجملة في صورة صكوك متساوية القيمة، بينما يتم تحرير الأوراق التجارية عادةً لتسوية معاملات تجارية معينة فتختلف قيمتها من سند تجاري إلى سند تجاري آخر.

3) الأوراق التجارية، تمثل صكوكاً قابلة للخصم في المصارف لأنها تمثل مبلغاً من النقود مستحق الدفع في ميعاد أو تاريخ قصير أو عند الاطلاع، وهي أداة وفاء تقوم مقام النقود في المبادلات التجارية وذلك لثبات قيمتها. أما الأوراق المالية فلا تتميز بقابليتها للخصم ولا تُقبل كطريقة لتسوية الديون وذلك يرجع إلى أنها عرضة لتقلبات الأسعار.

4) وتتميز الأوراق المالية حسب (يوسف، 2013) بأنها أدوات استثمار طويلة الأجل، أما الأوراق التجارية فتتميز بقصر أجلها.

5) ولا يضمن بائع الورقة المالية ملاءة الجهة التي أصدرتها، بينما يضمن كل من وقّع السند التجاري الوفاء بقيمته بتاريخ استحقاقه.

وللأوراق المالية عدة خصائص حسب (ياسين، 2004)، فهي:

1. تتميز بكونها من المثليات التي يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء. الأمر الذي يترتب عليه أن يتحدد لها في السوق المالية سعر موحد لكل ورقة مالية من ذات الإصدار.
2. تعتبر مخزناً للقيمة، حيث تتزايد قيمتها مع استمرار نجاح الشركة أو المشروع المصدر، وذلك فضلاً عما تدرّه على حائزها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة - إن لم يكن ربحاً - وفي أسرع وقت بحيث يكون التعامل هي هذه الأوراق مشابهاً للإيداع والسحب من حسابات المصارف مع ما تتميز به من عائد أكبر وإمكانية زيادة رأس المال بالنسبة لبعضها.
3. وتتميز حسب (Rose & Marquis, 2008) بأنها مرنة الاستبدال والتسييل، حيث أن لها أسواق عالية التنظيم تمكن حاملها من تحويلها بسرعة كبيرة إلى نقد أو تحويلها إلى شكل آخر.

تتعدد الأوراق المالية وتتنوع باختلاف تاريخ استحقاقها (طويلة الأجل، وقصيرة الأجل) وطبيعتها (أسهم تمثل حقوق ملكية، وسندات تمثل حقوق دين، وأوراق هجينة بينهما) وشكلها (أوراق لحاملها وأوراق اسمية) ... إلخ (مصبيح، 2002).

1) الأسهم العادية Common Stocks:

يمثل السهم العادي حصة في ملكية الشركة المصدرة له، ويتمتع حامله بحقوق المساهم المضمونة بموجب الأنظمة والقوانين وبموجب النظام الأساسي للشركة المصدرة، وهو عبارة عن مستند ملكية له قيمة اسمية (مدونة على الصك) وقيمة دفترية (قيمة حقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم) وقيمة سوقية (كما هي في السوق المالية)، وهذه القيم تختلف عن بعضها البعض باختلاف أداء وعمر الشركة ومدى الإقبال على أسهمها في السوق المالية (الكراسنة، 2010).

2) الأسهم الممتازة Preferred Stocks:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، وتجمع الأسهم الممتازة بين صفات الأسهم العادية والسندات، وهذه الصفات هي:

من صفات الأسهم العادية	من صفات السندات
صك ملكية ليس له تاريخ استحقاق	نصيب السهم من الأرباح محدد بنسبة معينة من قيمته الاسمية
مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته	لحملة الأسهم الممتازة الأسبقية على حملة الأسهم العادية في الحصول على نصيبهم من الأرباح ومن أموال التصفية
لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في شراء إصدارات الأسهم الممتازة الجديدة	قد تكون قابلة للاستدعاء من قبل الشركة

الجدول رقم (3) صفات الأسهم الممتازة

المصدر: بالاستناد إلى (عطوي، 2005)

3) السندات Bonds:

هي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تمثل قرضاً جماعياً طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب العام (ياسين، 2004). بحيث يكون حامل السند دائناً للشركة وليس مالكا لها.

ويمكن تصنيف السندات حسب (زرقة، 2012) وفقاً لما يلي:

1. وفقاً لقابلية التحويل إلى أسهم: فهي إما قابلة للتحويل أو غير قابلة للتحويل.
2. وفقاً للضمان: إذ يجوز أن تكون السندات مضمونة بضمانات خاصة، أو غير مضمونة.
3. وفقاً لمعدل الفائدة: يمكن أن تكون السندات ذات معدل فائدة ثابت (أي بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسند)، أو ذات معدل فائدة متغير (ويحدد سعر الفائدة في هذه الحالة من خلال معدلات الفائدة في السوق، فيتغير سعر الفائدة مثلاً كل ستة أشهر، ويؤمن مثل هذا النوع من السندات حماية ضد مخاطر تغير سعر الفائدة في السوق).

4) الوحدات الاستثمارية Shares:

هي صكوك ملكية متساوية القيمة تمثل حصة صاحبها في صندوق الاستثمار، ولا يجوز إصدارها لحاملها بل يجب أن تكون اسمية. ويتحدد سعر وحدات الاستثمار في الصناديق المفتوحة من خلال حصة الوحدة من صافي موجودات الصندوق، في حين يخضع سعر الوحدات الاستثمارية في الصناديق المغلقة إلى العرض والطلب في السوق المالية الذي تتداول فيها هذه الوحدات (يوسف، 2013).

5) المشتقات Derivatives:

تمثل أوراقاً مالية مشتقة القيمة من أوراق مالية أخرى، وهي أوراق مالية مرتفعة الخطورة نظراً لعدم التأكد المتعلق بالعوائد المرتبطة بها، ولعدم الاستقرار في قيمها السوقية، إلا أن خطورتها المرتفعة تترافق مع عوائد - في حال تحققها - مرتفعة. ويتم اللجوء إليها بهدف الحماية من المخاطر المستقبلية (التحوط) وزيادة الأرباح المرتبطة بها (Gitman, Joehnk, 2008).

الخلاصة:

نظراً لأهمية الدور الذي يلعبه قطاع الأوراق المالية في دعم وتوجيه حركة الاقتصاد الوطني، كان من الضرورة أن تشترك في تشكيله كل من الجهات الحكومية والخاصة. إذ لا يمكن للجهات الخاصة وحدها رسم السياسات المالية والاقتصادية وتطبيقها على مستوى الاقتصاد الوطني، كما لا يمكن للجهات الحكومية وحدها النهوض بمتطلبات التنمية الشاملة. وتأتي هيئة الأوراق المالية على رأس هرم قطاع الأوراق المالية ككل، لتشرف بذلك على باقي الجهات العامة من جهة، وعلى جميع الجهات الخاصة المكونة لهذا القطاع من جهة أخرى. لذلك كان لزاماً على رأس الهرم أن يعمل على تطوير البيئة التشريعية والتنظيمية والفنية التي يعمل ضمنها الجميع، وأن يضبط جميع المعاملات ضمن القطاع بعيداً عن حالات الغش والتلاعب.

الفصل الثاني

الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية

المبحث الأول

عناصر العملية الرقابية

مقدمة:

تتوافر عناصر العملية الاستثمارية في أي مجتمع بشكل طبيعي، حيث يعتبر السعي نحو توفير فرص الاستثمار مطلباً أساسياً لكل أفراد المجتمع، ومن ناحية أخرى فإن هناك رغبة دائمة لدى المشاريع الإنتاجية بالحصول على التمويل الكافي والمجدي، كما أن تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية يعتبر من الأهداف العامة لأي دولة. إلا أن اجتماع هذه العناصر بشكلٍ مجدٍ يحتاج إلى توفير البيئة الاستثمارية المناسبة، بما يسمح لهذه العناصر بالتفاعل مع بعضها البعض بشكل يحقق الفائدة لجميع الأطراف.

ولا يمكن لأي تعامل مالي أن يتم دون أساس من الثقة، فالمستثمر المستهدف من عملية الاستثمار لن يقوم بتسليم ثروته أو أي جزء منها لأي شخص كان، إذا لم يثق بمن سيقوم باستثمار وتوظيف هذه الأموال. وفي هذا العصر شديد التعقيد لا يمكن بأي حال من الأحوال الاعتماد على بناء الثقة بالاستناد إلى المعايير الأخلاقية وحدها، بل يجب توفير التشريعات والأنظمة التي من شأنها ضمان الحقوق وتحديد الواجبات والمسؤوليات لجميع أطراف التعامل (حطاب، رابعة، 2006).

لذلك فقد دأبت الدول على وضع التشريعات اللازمة لتوفير البيئة الاستثمارية الملائمة لتشجيع الأفراد على استثمار ثروتهم في الأوراق المالية، وأنشأت لهذه الغاية المؤسسات اللازمة لوضع ومتابعة تنفيذ هذه التشريعات وضمان تقيّد جميع الأطراف بها. فكانت هيئات الأوراق المالية التي تمثل الجهة المشرّعة والمنظمة لجميع مكونات قطاع الأوراق المالية، حيث تتمتع هذه الهيئات بسلطات واسعة في مجال الرقابة على قطاعها بموجب القوانين والأنظمة واللوائح التي تنظم عملها، وتملك هذه الهيئات صلاحيات مراقبة أسواق الأوراق المالية للتأكد من سلامة التعامل فيها وأنه غير مشوب بالغش أو المضاربات الوهمية وغيرها من الممارسات غير المشروعة، فضلاً عن صلاحياتها بالتحقق من المعلومات والبيانات المتعلقة بجميع مكونات القطاع المالي والتنثب من سلامتها ووضوحها وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها، كما تتمتع هذه الهيئات بصلاحيات واسعة في مجال اتخاذ الجزاءات والتدابير اللازمة لمتابعة تنفيذ أحكام قوانينها والأنظمة واللوائح الصادرة بموجبها (اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، 2008). وتمارس هيئات الأوراق المالية دورها الرقابي باستخدام العديد من الأدوات التي تشكل مجملها عناصر العملية الرقابية على قطاع الأوراق المالية.

1-1-2 عناصر العملية الرقابية لهيئة الأوراق المالية:

تتعدد أنواع الرقابة بشكل عام وتختلف باختلاف الزاوية التي يُنظر من خلالها إلى العملية الرقابية دون أن يؤثر ذلك على طبيعة الرقابة أو الهدف منها، ويمكن التمييز بين الأنواع التالية:

أنواع الرقابة			شكل التقسيم
لاحقة	آنية	سابقة	من حيث التقسيم الزمني
مالية	محاسبية	إدارية	من حيث موضوعها
ذاتية	داخلية	خارجية	من حيث الجهة التي تمارسها
مختلطة	آلية	يدوية	من حيث التقنيات المستخدمة

الجدول رقم (4) أنواع الرقابة

المصدر: (زرقة، 2012)

وتسعى مؤسسات الأعمال على اختلافها إلى تطبيق العملية الرقابية بمختلف أنواعها وتقسيماتها دون أن يقتصر ذلك على نوع دون الآخر، ذلك أن سعي هذه المؤسسات إلى تحقيق أهدافها - المتمثلة في تحقيق الربح وتحسين الإنتاجية - يتطلب منها التأكد دائماً من أن الأداء يتم على النحو الذي حددته الأهداف والمعايير الموضوعية.

بينما تكتسب العملية الرقابية التي تمارسها الجهات الحكومية المشرفة على قطاع ما بعداً خاصاً، يتمثل في الأثر الذي تعكسه عناصر هذه العملية (من أنظمة وقرارات وممارسات... إلخ) على باقي مكونات ذلك القطاع، ناهيك عن أثر تلك العناصر على الجهة الحكومية ذاتها.

وتمارس هيئة الأوراق المالية بوصفها الجهة الحكومية المشرفة على باقي مكونات قطاع الأوراق المالية دورها الرقابي على هذه المكونات وفق التالي: (الشريدة، 2007)

1. رقابة سابقة عن طريق التشريعات والأنظمة واللوائح، والتي تشكل مجموعها البنية التشريعية لقطاع الأوراق المالية.
2. رقابة آنية ولاحقة عن طريق المكاتب والدوائر المختصة داخل الهيئة بالإضافة إلى المكاتب والدوائر التابعة لها داخل الجهات العامة والخاصة الأخرى المكونة لقطاع الأوراق المالية، وهي التي تشكل مجموعها البنية التنظيمية لقطاع الأوراق المالية.

3. رقابة آلية (الكترونية) عن طريق الرقابة على عمليات سوق الأوراق المالية وعمليات شركات الخدمات والوساطة المالية وعمليات مركز المقاصة والحفظ المركزي... إلخ، وكل العمليات المنفذة إلكترونياً داخل قطاع الأوراق المالية.

4. رقابة إدارية ومحاسبية ومالية عن طريق نظام الإفصاح للجهات الخاضعة لرقابة الهيئة.

أي أنه يمكن إجمال عناصر العملية الرقابية لهيئة الأوراق المالية في التالي:

- 1) الأنظمة والقوانين (البنية التشريعية)
- 2) الدوائر والمكاتب التنفيذية (البنية التنظيمية)
- 3) نظام الرقابة الإلكتروني / الرقابة على عمليات التداول
- 4) الإفصاح. (بهزاد، 2007)

2-1-1-1 البنية التشريعية:

تعتبر الشركات بأشكالها القانونية المختلفة (محدودة المسؤولية، مساهمة مغلقة، مساهمة عامة... إلخ) اللبنة الأساسية للقطاع المالي عموماً ولقطاع الأوراق المالية بشكل خاص، حيث تتخذ الجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية شكل شركات فردية أو محدودة المسؤولية كما في شركات الخدمات والوساطة المالية وشركات التدقيق، أو أنها تتخذ شكل شركات مساهمة عامة أو مغلقة كما في صناديق الاستثمار والشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

وعلى هذا الأساس فإن قانون الشركات يعتبر اللبنة الأولى ضمن البنية التشريعية لقطاع الأوراق المالية، حيث يتناول قانون الشركات عموماً الأشكال القانونية لها ومتطلبات تسجيلها والإجراءات القانونية المتعلقة بها أثناء ممارسة أنشطتها وحتى خروجها من العمل وتصفيتها (أونور، 2011).

وإلى جانب قانون الشركات الذي ينظم عمل الشركات بشكل عام، تأتي القوانين الخاصة بنوع النشاط الذي تمارسه الشركة، كقانون المصارف وقانون التأمين وقانون تنظيم مهنة المحاسبة والتدقيق والقوانين واللوائح الخاصة بتنظيم أنشطة شركات الخدمات والوساطة المالية... إلخ.

وتتنبق بعض القوانين من طبيعة الشركات المساهمة بصفتها مصدر الأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث تشمل هذه القوانين على أحكام وشروط ومتطلبات العضوية في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى أحكام الإدراج وإلغاء الإدراج في هذه السوق، ومتطلبات الإفصاح والشفافية، وأحكام تداول الأوراق

المالية، وتعليمات نقل الملكية وتسجيل الأوراق المالية، ومتطلبات السلوك المهني للمتعاملين في السوق، وأحكام المخالفات والعقوبات... إلخ (أونور، 2011).

ولا يمكن النظر إلى التشريعات واللوائح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية دون النظر في قانون إحداث هذه الهيئة أساساً، حيث أن الهدف الرئيس لإحداث هذه الهيئة ولجميع التشريعات الصادرة عنها يتمثل في دعم الثقة في قطاع الأوراق المالية عموماً وسوق الأوراق المالية بشكل خاص، وذلك عن طريق تزويد المستثمرين والمشاركين في العملية الاستثمارية بمعلومات أكثر موثوقية وقواعد أكثر عدالة. ويمكن تلخيص فكرة جميع القوانين والتشريعات واللوائح الصادرة عن الهيئة في نقطتين:

1. يتوجب على الشركات المساهمة أن تعرض الحقيقة حول أعمالها ونتائج هذه الأعمال بالإضافة إلى الحقيقة عن الأوراق المالية الصادرة عنها وعن المخاطر المرتبطة بالاستثمار في هذه الأوراق.

2. يتوجب على الشركات والجهات والأشخاص القائمين على أعمال التداول والوساطة والخدمات المالية أن يتعاملوا مع جميع المستثمرين بشكل عادل ومتساوٍ، وأن يضعوا مصلحة المستثمرين أولاً. (sec.gov, 2013)¹

وتعطي أغلب القوانين المنشئة لهيئات الأوراق المالية لمجلس إدارتها أو مجلس مفوضيها صلاحيات واسعة بشأن إصدار الأنظمة والتعليمات والقرارات واللوائح الداخلية اللازمة لتنظيم قطاع الأوراق المالية وجميع الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة، وتسري هذه التشريعات والقرارات على جميع الجهات الخاضعة لرقابتها ويترتب على مخالفتها الخضوع للمساءلة الإدارية. وتعطي هذه التشريعات صلاحيات واسعة للهيئة بشأن فرض الجزاءات الإدارية على الأشخاص المخالفين، كما يتم النص صراحة على طرق التظلم من القرارات الصادرة بهذا الشأن (التظلم إلى الهيئة إذا كان القرار صادراً عن سوق الأوراق المالية، وإلى المحكمة المختصة إذا كان القرار صادراً عن الهيئة) بحيث يصبح تنفيذ هذه القرارات إلزامياً بعد أن تصبح نهائية (الشريفة، 2007).

1 تم النظر إلى الموقع بتاريخ 2014/02/25

ويمكن تقسيم الأنظمة والتشريعات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية حسب جهة تطبيقها إلى:
(scfms.sy, 2013)²

(1) الأنظمة الخاصة بالشركات المساهمة:

مثل أنظمة الإصدار والإفصاح والحوكمة والأنظمة المتعلقة بتنظيم عمليات زيادة رأس المال وتوزيع الأرباح وإصدارات الأسهم المجانية... إلخ.

(2) الأنظمة الخاصة بشركات الخدمات والوساطة المالية:

مثل أنظمة الترخيص والإفصاح الخاصة بهذه الشركات وأنظمة التعامل بين الوسطاء وعملائهم وأنظمة الملاءة المالية ومعايير السلوك المهني وأنظمة التفتيش والرقابة على العمليات الفنية داخل هذه الشركات... إلخ.

(3) الأنظمة الخاصة بسوق الأوراق المالية:

مثل أنظمة الإفصاح الخاصة بالسوق وأنظمة الإدراج والتداول وأنظمة ولوائح السوق الداخلية ومعايير السلوك المهني لمشتري السوق وأنظمة تسجيل الأوراق المالية ونقلها وتسوية أثمانها وللوائح الخاصة بالحجز والرهن والتحويلات الإرثية... إلخ.

(4) الأنظمة الخاصة بصناديق الاستثمار:

مثل قوانين إنشائها وأنظمة الإفصاح الخاصة بها وشروط عملها وطرق الرقابة عليها... إلخ.

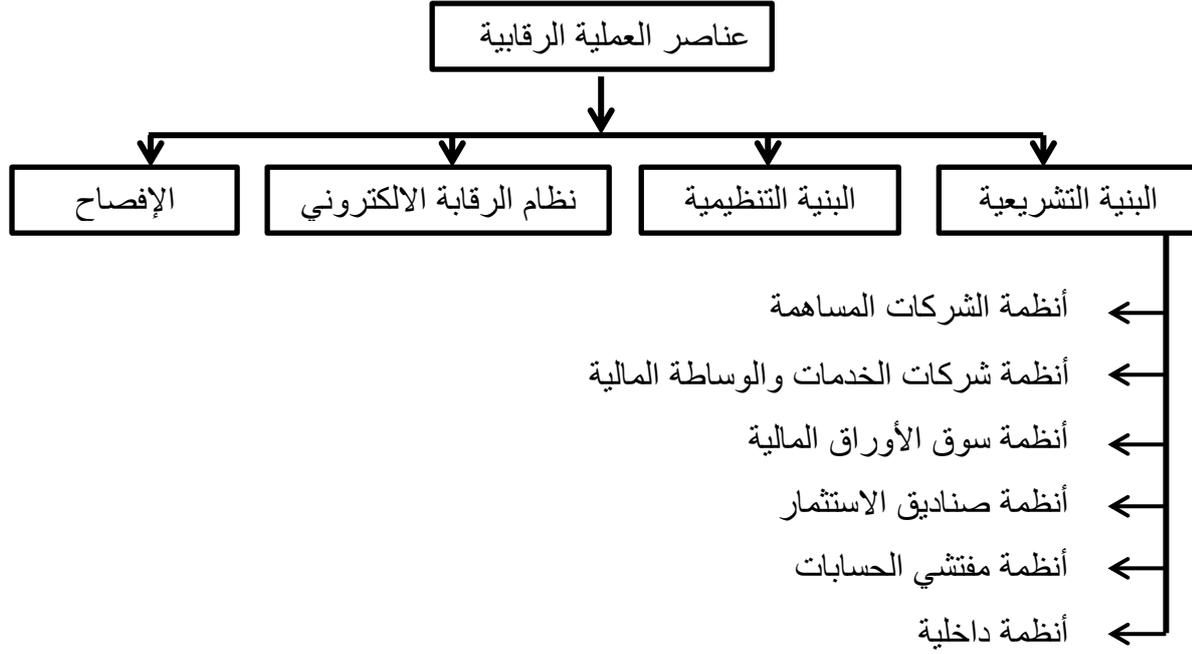
(5) الأنظمة الخاصة بمفتشي الحسابات:

وتشمل الأنظمة الخاصة بشروط اعتماد مفتشي الحسابات ومكاتب التدقيق والأنظمة المتعلقة بالمخالفات والجزاء المترتبة عليهم والأنظمة والمعايير المحاسبية الواجب اتباعها... إلخ.

(6) أنظمة داخلية:

وهي الأنظمة واللوائح الناظمة للعمل داخل الهيئة كالنظام المحاسبي وأنظمة عمل الموارد البشرية ومعايير السلوك المهني لموظفي وإدارة الهيئة... إلخ.

² تم النظر إلى الموقع بتاريخ 2014/02/25



الشكل رقم (4) عناصر العملية الرقابية لهيئة الأوراق المالية - البنية التشريعية

المصدر: من إعداد الباحث

2-1-1-2 البنية التنظيمية:

تُشرف على تنظيم قطاع الأوراق المالية بشكل أساسي جهتان تنظيميتان هما هيئة الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية.

وتُدار سوق الأوراق المالية في معظم الدول من مجلس إدارة يُعين بقرار من الحكومة بعد ترشيح مجلس مفوضي الهيئة، ومن أهم مهام هذا المجلس رفع التوصيات والمقترحات بشأن اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لعمل السوق، ووضع الهيكل التنظيمي للسوق ونظامها الداخلي وكافة اللوائح والتعليمات الإدارية، والمتابعة اليومية لعمليات تداول الأوراق المالية بما يضمن العدالة بين المتعاملين (بهزاد، 2007).

بينما تعتبر هيئة الأوراق المالية جهة حكومية مستقلة مالياً وإدارياً مرتبطة مباشرة بأعلى سلطة في الدولة كمجلس الوزراء، ويدير الهيئة مجلس يتكون من أعضاء متفرغين وغير متفرغين يتم تعيينهم بقرار صادر من أعلى سلطة تنفيذية كرئيس الدولة، ويحظر على أعضاء مجلس الهيئة وموظفيها ممارسة أي مهنة أو عمل آخر، بما في ذلك شغل منصب أو وظيفة في أي شركة، أو في الحكومة أو المؤسسات العامة باستثناء أعضاء المجلس غير المتفرغين كونهم يشغلون عضوية مجلس المفوضين بحكم منصبهم

الأساسي كمثل وزارة المالية وممثل البنك المركزي أو ممثل وزارة الاقتصاد أو التجارة، كما يحظر على أعضاء المجلس وموظفي الهيئة تقديم المشورة للشركات والمؤسسات الخاصة (أونور، 2011). وتختلف المكونات التنظيمية لكل من الهيئة والسوق باختلاف المهام ونطاق العمل لكل منهما، حيث تشرف الهيئة على جميع الشركات المساهمة في حين تشرف السوق على الشركات المدرجة منها فقط، كما تشترك السوق مع الهيئة في الإشراف على شركات الخدمات والوساطة المالية العاملة وصناديق الاستثمار. بينما تتفرد الهيئة في إشرافها على سوق الأوراق المالية ومركز المقاصة والحفظ المركزي ومفتشي الحسابات.

وتتألف هيئة الأوراق المالية من دوائر متخصصة حسب مهام الهيئة المختلفة، وقد تختلف التسميات بين هيئة وأخرى إلا أنه يمكن إجمال أهم دوائر الهيئة في: (التعليمات التنفيذية، 2005)

1) دائرة الإصدار:

تتولى دائرة الإصدار شؤون إصدار الأوراق المالية وتسجيلها، حيث تقوم بمتابعة تسجيل رؤوس أموال الشركات المصدرة بما في ذلك دراسة نشرات الإصدار prospectus ومتابعة دراسات الجدوى الاقتصادية المتعلقة بها، ودراسة البيانات المالية للشركات المصدرة لغايات تسجيل الأوراق المالية، كما تقوم بمتابعة عمليات إصدار السندات وتسجيلها بالإضافة إلى تسجيل صناديق الاستثمار ومتابعتها، كما تقوم الدائرة بالعمليات المتعلقة بأسهم الخزينة، وإعداد الجداول الإحصائية المتعلقة بالإصدارات الأولية ورؤوس الأموال المسجلة لدى الهيئة.

2) دائرة الإفصاح:

تتولى دائرة الإفصاح شؤون متابعة الإفصاح ومراجعة البيانات الدورية للشركات المصدرة بما في ذلك التقارير السنوية ونصف السنوية والبيانات الأولية، ودراسة تقارير مدققي الحسابات الخاصة بالبيانات المالية ومتابعة مدى تقيد المدققين بالأنظمة والتعليمات الصادرة عن الهيئة، بالإضافة إلى متابعة لجان التدقيق للشركات المصدرة والتقارير الصادرة عنها، كما تقوم الدائرة بمتابعة إفصاحات الأشخاص المطلعين ومدى التزامهم بشروط الإفصاح الخاصة بهم من حيث ملكياتهم والتغيرات التي تطرأ عليها وعلى ملكيات أقربائهم من الأوراق المالية في الشركات المصدرة أو الشركات التابعة أو الشركات الحليفة أو الشقيقة أو الشركة الأم ومتابعة ملكيات كبار المساهمين، بالإضافة إلى متابعة إفصاحات الشركات المصدرة عن الأمور الجوهرية.

3) دائرة الرقابة على السوق:

تتولى الدائرة مهام الرقابة والتفتيش على عمل وأداء سوق الأوراق المالية (البورصة) ومركز المقاصة والحفظ المركزي للتأكد من قيامهما بوظائفهما وعملياتهما وفقاً للقانون والأنظمة والتعليمات المعمول بها، ومراجعة الأنظمة والتعليمات الخاصة بكل منهما، ومتابعة المعلومات والبيانات والقرارات الصادرة عنهما وتقديم التوصيات بخصوصها.

4) دائرة الرقابة على التداول:

تتمثل مهام الدائرة في الرقابة على جلسة التداول وذلك من خلال التأكد من سلامة التداول والرقابة على عمليات التداول اليومية والوقوف على الصفقات المشتبه بتنفيذها بناءً على ممارسات ممنوعة، ومراقبة تداول الوسطاء وتعاملات الأشخاص المطلعين وكذلك الأشخاص الذين يدلون بتصريحات لوسائل الإعلام تتعلق بورقة مالية معينة أو بالسوق بشكل عام ومراقبة التغيرات في الأسعار والأحجام المتداولة للورقة المالية.

5) دائرة الرقابة على شركات الخدمات والوساطة المالية:

تتولى مهمة ترخيص الشركات لممارسة أعمال الخدمات المالية واعتماد الأشخاص الطبيعيين داخل هذه الشركات، وكذلك تجديد هذه التراخيص و الإتمادات عند انتهاء الفترة المحددة في القانون. بالإضافة إلى أعمال التفتيش على هذه الشركات للتأكد من التزامها بأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات الصادرة عن الهيئة.

6) دائرة الشؤون القانونية:

تتولى متابعة تنفيذ الإجراءات القانونية بحق المخالفين ومتابعة الشؤون القانونية بما في ذلك تقديم الاستشارات والدراسات القانونية ومتابعة القضايا المتعلقة بها، ومتابعة الدعاوي المقامة ضد الهيئة أو منها.

7) دائرة الدراسات والأبحاث:

تتولى شؤون البحوث وتزويد القائمين على اتخاذ القرار في الهيئة بكافة الإحصائيات والبيانات والمعلومات الضرورية عن سوق رأس المال والاقتصاد عموماً، ورصد كافة التطورات المتعلقة بهذا الشأن. كما تتولى الدائرة متابعة التشريعات المختلفة التي لها علاقة بأسواق رأس المال وتقديم التوصيات اللازمة بشأنها.

أما سوق الأوراق المالية فتتألف من الإدارات الأساسية التالية: (القانون 55، 2006)

(1) إدارة الإدراج:

تتولى هذه الإدارة التأكد من توفر المتطلبات والوثائق والنماذج اللازمة للانضمام لعضوية السوق والتأكد من التزام الأعضاء الدائم بالتشريعات الصادرة عن الهيئة والسوق، كما تقوم بدراسة طلبات الإدراج المقدمة للسوق وتقتراح الموافقة عليها أو المتطلبات اللازمة لذلك، وتتابع تطبيق شروط الإدراج في الأسواق المختلفة (سوق نظامي، سوق موازي... إلخ).

(2) إدارة العمليات:

التي تتابع إدارة جلسة التداول والإشراف عليها وفحص أنظمة التداول واقتراح الحلول المناسبة لمشاكل التداول وإعداد النشرات والتقارير المتعلقة بالتداول والتأكد من وصولها للجهات المعنية وتدريب مستخدمي نظام التداول وإجراء الاختبارات اللازمة لهم لإجازتهم للعمل.

(3) إدارة الرقابة:

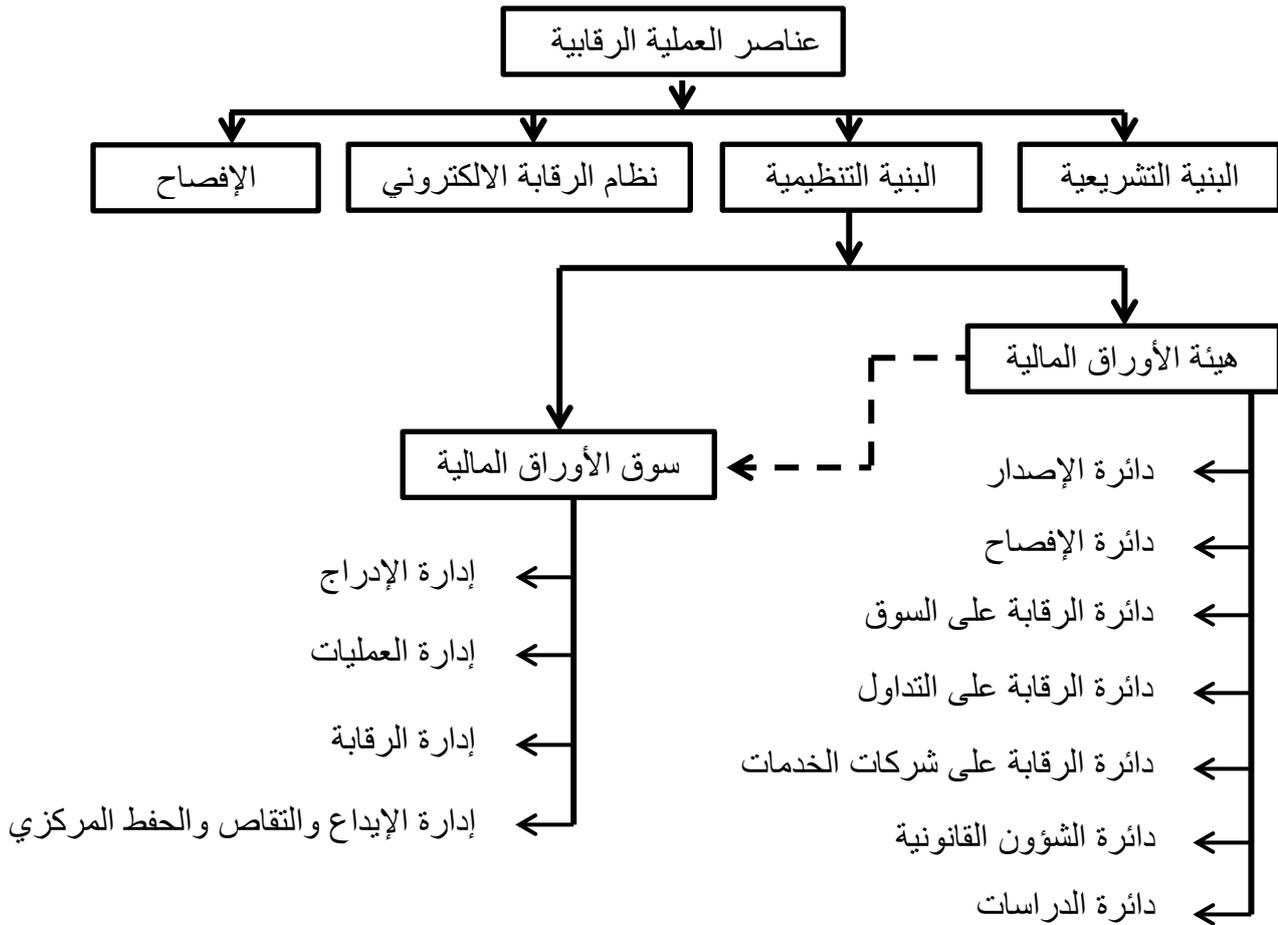
تتشارك هذه الإدارة مع دائرة الرقابة على التداول في الهيئة في التأكد من سلامة التداول والرقابة على الصفقات اليومية والوقوف على الصفقات المشتبه بها، ومراقبة تداول الوسطاء وتعاملات الأشخاص المطلعين... إلخ. كما تتشارك مع دائرة الرقابة على شركات الخدمات والوساطة المالية في الهيئة في التفتيش على هذه الشركات للتأكد من التزامها بأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات الصادرة عن الهيئة والسوق.

(4) إدارة الإيداع والتفويض والحفظ المركزي:

وذلك بالنسبة للأسواق المالية التي يكون فيها مركز المقاصة والحفظ المركزي عبارة عن وحدة إدارية تابعة للسوق³، حيث تقوم هذه الإدارة بمتابعة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة ونقلها وتسويتها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها... إلخ.

كما أن كل من الهيئة والسوق شأنهما شأن أي مؤسسة أخرى لا بد وأن تتضمن دوائر للنظم والمعلومات ودوائر قانونية وأخرى مالية ودوائر خاصة بالموارد البشرية، وذلك للتأكد من حسن سير العمل داخل كل منهما.

³ أشرنا في الفصل الأول إلى أن مركز المقاصة والحفظ المركزي يمكن أن يكون على شكل مؤسسة عامة مستقلة أو شركة خاصة أو وحدة إدارية تابعة للسوق المالية.



الشكل رقم (5) عناصر العملية الرقابية لهيئة الأوراق المالية - البنية التنظيمية

المصدر: من إعداد الباحث

أي أن هيئة الأوراق المالية - بوصفها سلطة تشريعية - تضع من الأنظمة والقوانين ما يتناسب ومتطلبات الحفاظ على انتظام سير العمل ضمن قطاع الأوراق المالية. كما أن الهيئة - بوصفها السلطة الإدارية تقوم - بالتعاون مع إدارة سوق الأوراق المالية (البورصة) بالتأكد من احترام هذه الأنظمة والقوانين والقواعد وتقوم باتخاذ مايلزم في حالة مخالفتها أو الخروج عليها.

وتقوم الهيئة عن طريق دوائرها المختلفة بمهمة الضبط الإداري الذي يستهدف الحفاظ على الأمن المالي ضمن قطاع الأوراق المالية. ويعني الأمن المالي أن يأمن الإنسان على ماله أثناء تعاملاته مع جميع مكونات قطاع الأوراق المالية. وبالتالي فإن ذلك يعني أن تضمن له الهيئة أن يتعامل في أوراق مالية سليمة غير مزيفة أو مزورة أو مقلدة، وأن التعامل في هذه الأوراق غير مشوب بغش أو نصب أو احتيال، وليس فيه استغلال أو مضاربات وهمية، وأن تقوم الهيئة بمنع كل ما من شأنه أن يخل بالأمن المالي للمتعاملين ضمن قطاع الأوراق المالية (الحلو، 2006).

وفضلاً عن دورها في الضبط الإداري فإن للهيئة في العديد من الدول مهمة الضبط القضائي، حيث تقوم الهيئة بكل ما من شأنه كشف الجرائم المتعلقة بسوق الأوراق المالية وتقديم مرتكبيها إلى المحاكمة لإيقاع الجزاءات عليهم، عقوبة لهم وتخويفاً لغيرهم، كما أن إعطاء بعض موظفي الهيئة صفة الضابطة القضائية يؤمن الحماية القانونية لأعمالهم التي يباشرونها في التفتيش والتحقيق، ويمنح الهيئة السلطات والصلاحيات اللازمة للقيام بمهامها في الرقابة والإشراف (يوسف، 2013).

3-1-1-2 نظام الرقابة الإلكتروني / الرقابة على عمليات التداول:

بدأ استخدام التداول الإلكتروني في الأسواق المالية منذ ما يقارب أربعة عقود، فمع مرور الوقت تزايد الاعتماد على الحاسب الآلي ليقوم بإجراءات التداول التي كانت تدار يدوياً، حيث كان الوسطاء يجتمعون في قاعات التداول المخصصة ليقوموا بعرض أسهمهم وتنفيذ صفقاتهم عن طريق وسائل اتصال خاصة تعتمد على الأصوات وإشارات الأيدي فيما كان يُسمى بالـ "Open Outcry"، حيث كانت الصفقة تتم عندما يقوم أحد الوسطاء بالمناداة داخل القاعة معلناً عن سعر وكمية الأسهم التي يريد بيعها مستخدماً إشارات يدوية خاصة مفهومة من قبل جميع من هم في القاعة، ومن ثم يقوم وسيط آخر بإعلان قبوله الشراء عند نفس السعر مستخدماً كذلك إشارات يدوية تفيد بذلك (ياسين، 2004).
إلا أن أنظمة التداول التقليدية المعتمدة على الإشارات أو على تسجيل الأوامر على الألواح أو في أوراق خاصة والمناداة عليها ضمن القاعة قد تلاشت مفسحة المجال أمام أنظمة تداول الكترونية أكثر سرعة وكفاءة.

وقد بدأت موجة حوسبة أسواق الأوراق المالية سنة 1976 مع افتتاح النظام الأمريكي DOT (Designated Order Turnaround) والذي استبدل فيما بعد بنظام Super DOT (عبد مولا، 2010)، ومن أشهر الأسواق المالية العالمية التي تعتمد بشكل أساسي على نظام التداول الإلكتروني Electronic Trading System أسواق تورنتو وباريس وطوكيو، حيث يستخدم سوق تورنتو نظام CATS وهو من أشهر أنظمة التداول الإلكتروني وأقدمها، وبُدى في استخدامه عام 1977. وتستخدم سوق باريس نظام CAC منذ عام 1986، وسوق طوكيو نظام CORES منذ عام 1983. أما عربياً فإن نظام التداول الإلكتروني ESIS المستخدم في سوق الأسهم السعودية يعتبر من أقدم الأنظمة المستخدمة في العالم العربي، حيث بدأ العمل بهذا النظام في النصف الثاني من العام 1990 وتم استبداله في العام 2001 بنظام تداول إلكتروني جديد أكثر تطوراً (السحبياني، العمراني، 2006). واليوم فإن جميع البورصات العربية الأعضاء في اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية تعتمد في عملياتها اليومية

على أنظمة تداول الكترونية مختلفة من حيث التطور والتعقيد (اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، 2008).

ومع تطور وتعدد أنظمة التداول الالكتروني كان لزاماً على السلطات الرقابية تطوير أدواتها وأساليبها لمتابعة عمليات التداول ومحاولة ضبط هذا الصندوق الأسود الذي تتحول من خلاله أوامر المستثمرين بيعاً وشراءً إلى صفقات، هذه الصفقات لا يتعلق أثرها بالمتعاملين فحسب، وإنما يشمل كل من يحمل ورقة مالية من نفس النوع الذي تجري العملية عليه، وينتقل من خلال هؤلاء إلى الحياة الاقتصادية بمجموعها (ياسين، 2004).

وتشترك كل من هيئة الأوراق المالية وإدارة السوق عن طريق المديرية والدوائر المختصة في كل منهما في استخدام أنظمة الكترونية خاصة للرقابة على عمليات التداول. يتم تطوير أو اقتناء هذه الأنظمة بحيث تتوافق قواعد بياناتها وتتكامل مع قواعد البيانات الخاصة بأنظمة التداول داخل السوق وأنظمة النقص والتسوية لدى مركز المقاصة والحفظ المركزي، لأن نجاح نظام الرقابة الالكتروني يعتمد على مدى قدرته على ربط جميع مكونات عملية التداول منذ لحظة إرسال الأوامر إلى سجل الأوامر الالكتروني مروراً بلحظة تنفيذ الصفقات وانتهاءً بمقاصتها وتسويتها. كما يعتمد نجاح أنظمة الرقابة الالكترونية على قدرة هذه الأنظمة على استيعاب نماذج patterns معينة يتبّعها المتلاعبون، حيث يقوم موظفو الرقابة على التداول بتعريف هذه النماذج على نظام الرقابة من واقع خبراتهم ومدى متابعتهم لنماذج التداول المقبولة منها والمخالفة، ويبقى على النظام أن يقوم بإرسال تنبيهاته Alerts لهؤلاء المراقبين في كل مرة يتكرر فيها هذا النموذج.

كما تقوم أنظمة الرقابة بمتابعة التغير في الأسعار والكميات، ومقارنتها بنسبة تغير محددة مسبقاً أو محسوبة من خصائص سعر السهم، والتحقق من وجود مبررات مشروعة لهذا التغير، والتفريق - أو المساعدة في التفريق - بين ما إذا كان هذا التغير مبنياً على استراتيجية تداول مشروعة ناتجة عن دوافع مرتبطة بالسيولة أو تغير قيمة الورقة المالية، أو أن يكون مدفوعاً باستراتيجية معينة تهدف إلى التلاعب (السحبياني، 2008).

ولا يمكن بأي حال من الأحوال الاستغناء عن العنصر البشري في متابعة عمليات التداول والحكم على الحالات المشتبه فيها التي يتم ضبطها عن طريق النظام الالكتروني.

ولا تقتصر أنظمة الرقابة الالكترونية على البرامج التي تسمح للمراقب بمشاهدة جلسة التداول فحسب Monitoring، بل تتعدى ذلك إلى القدرة على تغطية كامل المجال المتعلق بعملية التداول والتأكد من

توافق هذه العملية مع الشروط المحددة مسبقاً وإرسال التنبيهات اللازمة عند تجاوز هذه الشروط، الأمر الذي يتعدى المشاهدة فحسب إلى الرقابة والتدقيق (Hernandez,2009) Surveillance.

وتعمل الجهات الرقابية على تطوير وتحديث أنظمة الرقابة الالكترونية بشكل مستمر، ذلك أن التلاعب في الأسواق المالية يشهد تطوراً في الأدوات والأساليب بشكل يجعل من المتلاعب سابقاً للمراقب بخطوة. لذلك فإن المراقب عندما يكتشف من خلال متابعته لعمليات التداول شكلاً معيناً من التلاعب يعمل على تضمين هذا الشكل ضمن الإنذارات المستخدمة في النظام حتى يتم تفادي هذا النوع من التلاعب في المرات القادمة.

وتساعد أنظمة الرقابة الالكترونية حسب (Hernandez,2009) الموظف المسؤول عن الرقابة على عمليات التداول في الإجابة عن مجموعة من الأسئلة مثل:

- هل تسببت أخبار معينة أو إفصاحات طارئة Disclosure بحركة الأسعار صعوداً أو هبوطاً ؟
- من هو المتعامل أو المتعاملين الذين ساهموا في رفع أو خفض سعر الورقة المالية ؟ وما هي نسبة تداولاتهم من حجم التداول الكلي لهذه الورقة المالية ؟
- هل هناك مجموعة من المتداولين يعملون بشكل متزامن ولأكثر من مرة ؟
- هل يسيطر مجموعة من المتعاملين على النسبة الأكبر من الأسهم القابلة للتداول Free Float؟
- هل هناك أي صفقات تتم بشكل وهمي (صفقات لا يتم فيها نقل حقيقي في الملكية) ؟
- ما هي مصادر تمويل الصفقات ؟
- هل حقق المتلاعب Manipulator أي ربح ؟ وما هو حجم هذا الربح ؟
- هل تم دعم هذا النوع من التلاعب من قبل الوسيط أو البنك الممول أو من قبل أي متعامل آخر؟

وعن طريق المعلومات التي يقدمها النظام الالكتروني والإجابات عن هذه الأسئلة وغيرها، فإن الموظف المسؤول يستطيع أن يكون صورة شبه كاملة عن الصفقات التي يُشتبه في كونها صفقات مبنية على استراتيجية تلاعب من أجل الحكم على كل حالة على حدى.

وبالنظر إلى السوق المالية على أنها ساحة صراع بين طالبي الأسهم بأدنى الأسعار (عارضى السيولة) وعارضى الأسهم بأعلى الأسعار (طالبى السيولة) (السحبياني، العمراني، 2006)، فإن المتصارعين في هذه السوق يختبرون بشكل مستمر أنواعاً مختلفة من الأساليب التي تؤدي بهم إلى الفوز بالصفقة وفق الاستراتيجية التي تتناسبهم، فقد يلجأ البعض إلى إخفاء القدر الأكبر من المعلومات المتعلقة بعرضه أو

طلبه كي لا يستفيد منها بقية المتداولين في السوق وذلك وفق القواعد المسموح بها من قبل إدارة السوق. ذلك أن السلطات المشرفة عموماً تسعى إلى زيادة هامش الشفافية بما لا يؤثر على مصالح المتداولين، الأمر الذي يؤدي إلى تضارب الاتجاهات بين هذه السلطات وما تسعى إليه من شفافية وبين المتداولين وما يهدفون إليه من السرية والتمويه. لذلك يسعى بعض المتداولين إلى اختبار استراتيجيات غير قانونية تتطوي على الغش والتدليس والتلاعب بالأسعار، محاولين الالتفاف على قواعد الشفافية وإجراءات التداول المعتمدة من قبل إدارة السوق (Tuttle, 2007).

ولمواجهة هذه الاستراتيجيات غير القانونية فإن السلطات الرقابية تسعى عن طريق أنظمة الرقابة الالكترونية إلى الإحاطة بجميع الاستراتيجيات المعروفة والمحتملة للتلاعب، وتعتمد في سبيل ذلك على التنبيهات Alerts التي تصدرها هذه الأنظمة، حيث تُبنى هذه التنبيهات حسب (Hernandez,2009) على واحد أو أكثر من الحالات التالية:

(1) تنبيهات التغير في السعر Price change alerts:

حيث يقارن برنامج الرقابة الالكتروني في كل لحظة بين وسطي الأسعار خلال جلسة التداول وبين سعر التنفيذ لآخر صفقة، وينطلق التنبيه في حال تجاوز الفرق بين السعيرين لحد معين مُسبق التحديد من قبل السلطات الرقابية.

(2) تنبيهات التقلبات في الأسعار Price volatility alerts:

حيث يحسب برنامج الرقابة الالكتروني الفرق بين أعلى سعر وأدنى سعر للورقة المالية خلال فترة محددة ويقوم بمقارنة هذا الفرق مع التغير الحاصل في المؤشر العام للأسعار خلال نفس الفترة.

(3) تنبيهات التغير في سعر الإغلاق Closing price alert:

تصمم هذه التنبيهات لتتطلق عندما يتجاوز سعر السهم نسبة مسبقة التعريف عن سعر الإغلاق للجلسة السابقة.

(4) تنبيهات الأطراف المشاركة في تغيير السعر Repetitive price changes due to same parties:

ينطلق هذا التنبيه فيما إذا كانت نفس شركة الوساطة أو نفس الوسيط قد ساهم ولأكثر من مرة في تغيير السعر بنفس الاتجاه عن طريق تنفيذ عدد معين من الصفقات.

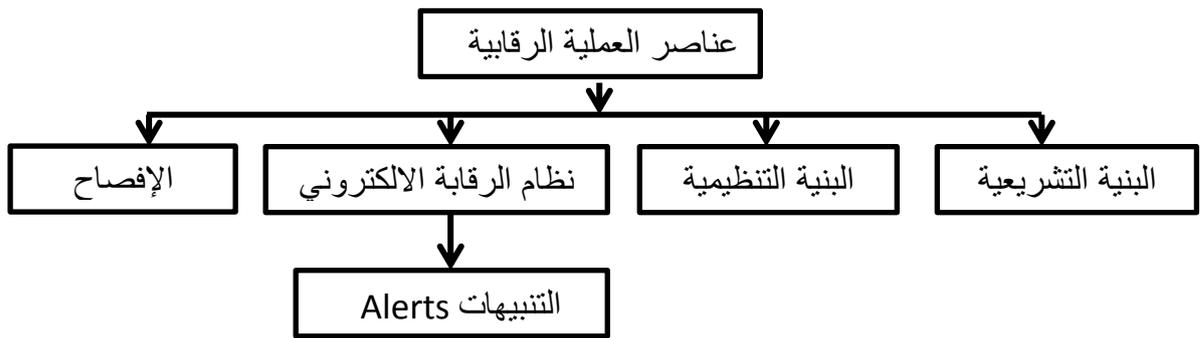
(5) تنبيهات زيادة حجم التداول Trade volume increase alert:

ينطلق هذا التنبيه في حال تجاوزت الكمية المتداولة من سهم معين حجماً مسبقاً التحديد من قبل السلطات الرقابية.

(6) تنبيهات نسبة التركيز على ورقة مالية معينة Trade volume concentration alert :
ينطلق هذا التنبيه في حال تجاوزت نسبة تداول شركة وساطة ما على ورقة مالية نسبةً مسبقاً التحديد، ويمكن أن ينطلق هذا التنبيه في حال تجاوزت نسبة مشاركة أعلى ثلاث شركات وساطة - على سبيل المثال - نسبة مسبقاً التحديد.

(7) تنبيهات الأوامر المفتوحة Open Order Ratio Alerts :
تنطلق هذه التنبيهات عندما تتجاوز نسبة الأوامر المفتوحة إلى مركز الوسيط net security position أو إلى حجم التداول traded volume، نسبة مسبقاً التحديد.

وتختلف التنبيهات والنسب المتعلقة بكل منها عبر الأسواق المالية حسب الجهة الرقابية والتشريع المطبق داخل السوق، ولا يمكن حصر هذه التنبيهات أو تثبيت القواعد التي تنطلق على أساسها، بل لابد من مراجعة هذه القواعد وتكييف التنبيهات وفقها بشكل مستمر. كما لا يمكن اعتبار جميع التنبيهات التي ترسلها أنظمة الرقابة الالكترونية بمثابة مخالفة أو حالة تلاعب، حيث أن النظام قد يرسل في الجلسة الواحدة العديد من التنبيهات بعضها ناتج عن استراتيجيات تداول ومضاربة مشروعة، وبعضها ناتج عن استراتيجيات يُشتبه في كونها استراتيجيات تلاعب، ويبقى الحكم على أهمية هذا التنبيه وفيما إذا كان يُشكل حالة تلاعب من مهام موظفي دوائر الرقابة في كل من الهيئة والسوق المالية.



الشكل رقم (6) عناصر العملية الرقابية لهيئة الأوراق المالية - نظام الرقابة الالكتروني

المصدر: من إعداد الباحث

2-1-1-4 الإفصاح:

يمكن اعتبار الإفصاح جزءاً من البنية التشريعية للعملية الرقابية التي تمارسها هيئة الأوراق المالية إذا ما نظرنا إلى الإفصاح على أنه نظام تشريعي صادر عن الهيئة، كما يمكن اعتباره جزءاً من البنية التنظيمية للعملية الرقابية إذا ما تم النظر إليه عن طريق أعمال المديرين والدوائر المسؤولة عن متابعة إفصاحات الجهات الخاضعة لإشراف الهيئة. إلا أن الإفصاح بوصفه عنصراً رئيسياً من عناصر العملية الرقابية التي تمارسها هيئة الأوراق المالية يعتبر أوسع من كونه نظاماً تشريعياً أو إجراءات إدارية وتنظيمية فحسب، حيث يمكن أن يشمل مفهوم الإفصاح ما يلي:

(1) إفصاح الشركات المساهمة:

تلتزم الشركات المساهمة بمتطلبات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية وفق تشريعات وأنظمة خاصة لتنظيم هذه العملية، حيث يُطلب من هذه الشركات الإفصاح عن المعلومات التالية:

1. المعلومات المتعلقة بسوق الإصدار: (زيدان، 1999)

وهي المعلومات التي توفرها نشرة الإصدار وإعلان الطرح كالمعلومات المتعلقة بعمل الشركة ومنتجاتها أو الخدمة التي تقدمها، والغرض من الطرح والنواحي التي ستستخدم فيها الأموال المتحصلة منه، بالإضافة إلى المخاطر المحتملة بالنسبة للمستثمرين، ووصف للأوراق المالية المصدر، وعرض لبعض البيانات المالية المختارة. كما تتضمن نشرة الإصدار معلومات عامة عن المؤسسين وشروط وإجراءات الاكتتاب وحقوق وواجبات المساهمين... إلخ، بالإضافة إلى أي معلومات أخرى يكون لها تأثير على الأوراق المالية محل نشرة الإصدار وترى هيئة الأوراق المالية ضرورة الإفصاح عنها.

2. المعلومات المتعلقة بسوق التداول: (نظام الإفصاح، 2006)

▪ المعلومات المرحلية (الدائمة):

وهي التقارير المالية وتقارير مفتش الحسابات وتقارير مجلس الإدارة، بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بخطة الشركة وما ينتظر تحقيقه مستقبلاً، والوضع التنافسي للشركة والمخاطر التي تواجهها، وسلسلة الأرباح والخسائر المحققة والموزعة، ووصف للشركات التابعة وطبيعة عملها ونتائج أعمالها... إلخ.

■ المعلومات الطارئة:

وهي المعلومات الجوهرية التي قد تؤثر في قرار الشخص لشراء ورقة مالية أو الاحتفاظ بها أو بيعها. حيث يجب على الشركة المساهمة عدم الإبطاء في الإفصاح عن مثل هذه المعلومات بأي وسيلة تحقق السرعة المطلوبة.

(2) إفصاح شركات الخدمات والوساطة المالية:

تلتزم شركات الخدمات والوساطة المالية التي تتخذ شكل شركة مساهمة، بالإفصاح وفق نظام الإفصاح الصادر عن هيئة الأوراق المالية (نظام الإفصاح، 2006). وفي حال كون الشركة غير مساهمة، فإن الشركة مطالبة بإعداد تقرير دوري وفق متطلبات صادرة عن الهيئة وخاصة بهذا النوع من الشركات (نظام الترخيص، 2006).

(3) إفصاح صناديق الاستثمار:

تلتزم صناديق الاستثمار بإحاطة الجمهور بحقيقة الصكوك (الوحدات) الصادرة عنها، وذلك دون إذاعة معلومات كاذبة تهدف إلى الإغلاء من شأن هذه الصناديق على خلاف الواقع، الأمر الذي من شأنه حماية جمهور المدخرين من الوقوع في الخديعة من جهة، وحماية استمرار واستقرار سوق الأوراق المالية بصورة متوازنة من جهة أخرى (فضلي، 2004).

ويشمل الإفصاح أي معلومات أو بيانات قد تؤثر تأثيراً جوهرياً في قيمة الوحدات الاستثمارية، والإجراءات المتخذة لمواجهة ذلك. ويتم الإفصاح في المواعيد وبالطريقة التي تحددها الأنظمة الخاصة بصناديق الاستثمار والصادرة عن هيئة الأوراق المالية (حلمي، 2006).

(4) إفصاح مفتشي الحسابات:

يلتزم مفتش الحسابات بمراجعة حسابات الشركة وتقديم تقرير عنها إلى الجمعية العامة للشركة، وبذلك فإن مفتش الحسابات يمثل بالتزامه هذا المساهمين الحاليين والمستقبليين. وقد أوجبت الأنظمة الخاصة بقطاع الأوراق المالية على جميع الشركات المساهمة وشركات الخدمات والوساطة المالية وصناديق الاستثمار أن يكون لها مفتش حسابات معتمد من قبل هيئة الأوراق المالية، ومنحت هذه الأنظمة مفتش الحسابات العديد من الصلاحيات لأداء عمله على الوجه الأكمل مقابل مسؤولياته عن صحة البيانات الواردة في تقريره بوصفه وكيلاً عن مجموع المساهمين (البربري، 2006).

(5) إفصاح المساهمين:

لا يقتصر الالتزام بتطبيق الإفصاح على الشركات فقط، بل يمتد ليشمل بعض المساهمين الذين تتجاوز نسب تملكهم في الشركات المساهمة نسباً محددة بموجب الأنظمة والقوانين الصادرة عن هيئة الأوراق المالية، حيث يلتزم الشخص الذي يمتلك أو يقع تحت تصرفه نسبة محددة للمرة الأولى من أي ورقة مالية إعلام الهيئة بذلك، بالإضافة إلى إعلام الهيئة عن أي تغيير يطرأ على هذه النسبة فيما بعد (نظام الإفصاح، 2006). كما يلتزم الشخص المطلع في الشركة المساهمة بإعلام الهيئة عن نسبة تملكه من أوراق مالية داخل شركته - بغض النظر عن حجم هذه النسبة - وأي تغيير يطرأ عليها.

(6) إفصاح سوق الأوراق المالية:

1. إفصاح إدارة السوق:

تلتزم سوق الأوراق المالية بوصفها إحدى أهم الجهات الخاضعة لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية بموافاة الهيئة بالبيانات المالية الخاصة بالسوق بشكل دوري، بالإضافة إلى تقرير مفتش الحسابات وتقرير مجلس الإدارة، وأي معلومات أو بيانات ترى الهيئة ضرورة الإفصاح عنها (نظام الإفصاح، 2006).

2. الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة:

يعتبر إفصاح سوق الأوراق المالية عن المعلومات المالية والاقتصادية - العامة منها والمرتبطة بالشركات المدرجة - من أهم واجبات السوق تجاه المستثمرين، حيث تنعكس أهمية هذه المعلومات في ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة سوق الأوراق المالية. وتحدد درجة هذه الثقة بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بتكلفة زهيدة ومنفعة كبيرة بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في الدولة (التميمي، سلام، 2004).

وتشير المعلومات والبيانات المرتبطة بسوق الأوراق المالية إلى هيكل متكامل أو نظام شامل للمعلومات يشمل التقارير الصحفية المتخصصة والإصدارات الخاصة بالصناعة والاقتصاد ككل وتنبؤات المحللين الماليين، بالإضافة إلى توفير المعلومات الخاصة بحركة المؤشر وسلسلة الأسعار التاريخية لأوراق المالية ومعلومات جلسات التداول، كما يشمل نظام المعلومات قواعد بيانات متكاملة تتضمن معلومات عن كل شركة من الشركات المدرجة وإفصاحاتها المالية

والطائرة بالإضافة إلى معلومات خاصة عن شركات الخدمات والوساطة المالية... إلخ (2005 Madhavan, Porter, Weaver).

ولا تكمن أهمية هذا النوع من الإفصاح في توفير البيانات والمعلومات والقوائم المالية فحسب، ولكن أيضاً في جودة ودقة هذه البيانات والمعلومات وشموليتها وتوقيت نشرها. لأن كفاءة الأسواق المالية تعتمد بشكل أساسي على حجم المعلومات ودقتها وعلى مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بهذه المعلومات (سفر، 2006).

يُعرّف (O'Hara, 2001) شفافية السوق بأنها قدرة المشاركين فيها على الوصول إلى جميع المعلومات عن عمليات التداول. وعند الحديث عن شفافية السوق فإن هذه الشفافية يمكن تقسيمها إلى شفافية ما قبل الصفقة Pre-Trading Transparency وشفافية ما بعد الصفقة Post-Trading Transparency، حيث تشير شفافية ما قبل الصفقة إلى توفر المعلومات حول الحدود السعرية وسجل الأوامر Order Book وعمق السوق وحجم الطلب والعرض المرتبط بالورقة المالية، بالإضافة إلى المعلومات عن المشاركين في السوق من شركات وساطة إلى شركات مدرجة إلى صناديق الاستثمار... إلخ. أما شفافية ما بعد الصفقة فهي تشير إلى توفر المعلومات حول تفاصيل الصفقة المنفذة كالحجم والسعر والوقت والأطراف المشاركة... إلخ (Asmar,Ahmad, 2011).

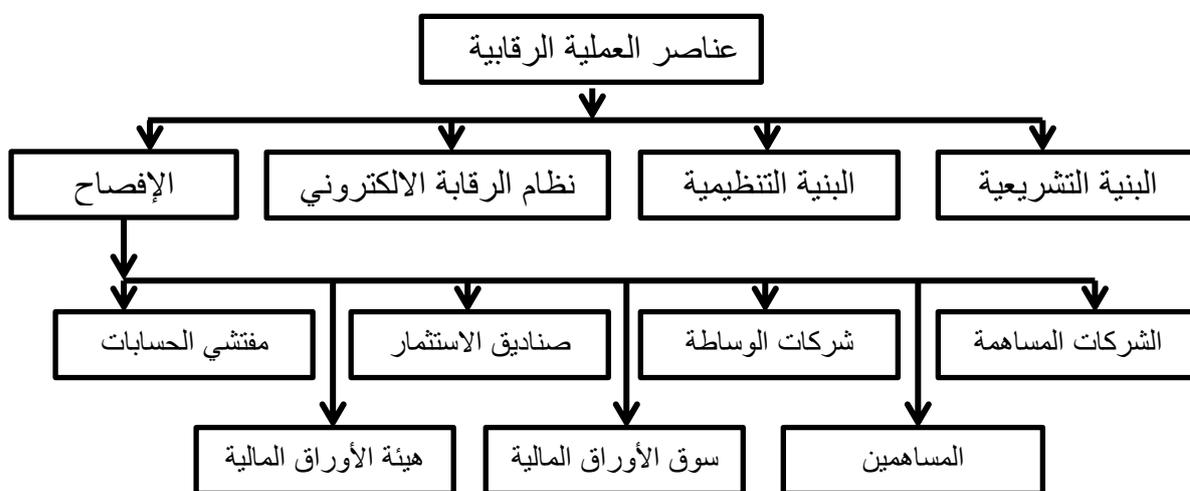
(7) إفصاح هيئة الأوراق المالية:

تُنظّم التشريعات والأنظمة الصادرة عن هيئة الأوراق المالية عمليات الإفصاح بالنسبة لجميع الجهات الخاضعة لإشرافها. أما فيما يتعلق بإفصاح هيئة الأوراق المالية ذاتها، فلا يوجد نظام أو تشريع خاص به، إلا أنه يمكن استنتاج ضرورة وأهمية هذا النوع من الإفصاحات من خلال أهداف الهيئة والمهام المنوطة بمجلس مفوضيها، بالإضافة إلى متابعة الجهات الإعلامية عموماً والاقتصادية منها على وجه الخصوص لأعمال ونشاطات الهيئة وأثر إعلان هذه الأعمال على مكونات القطاع المالي ككل.

حيث يعتبر هدف تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية بالنسبة لكافة مكونات قطاع الأوراق المالية من أهم أهداف الهيئة، بالإضافة إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن جميع المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية (القانون 22، 2005). ولا يمكن بأي حال من الأحوال الحديث عن شفافية قطاع الأوراق المالية دون تطبيق نفس المبدأ على قرارات الهيئة وأنشطتها تجاه باقي مكونات القطاع، كما

أن الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية لا بد وأن يشمل تلك المعلومات المتعلقة بقرارات الهيئة وإجراءاتها تجاه هذه الأوراق.

وفي ضوء أهداف الهيئة المتمثلة بالدرجة الأولى في حماية مصالح المستثمرين، فإن الهيئة تفصح عن القرارات التي تعتبرها ضرورية في إطار المصلحة العامة، كما يمكن لها إخفاء بعض القرارات وتطبيقها دون نشر وإعلان إن ارتأت ذلك (مثل قرار فرض غرامة بحق شركة خدمات ووساطة مالية لتجاوزها بعض الشروط الشكلية، الأمر الذي يستحق الغرامة ولا يستحق التشهير بحق الشركة). وهنا يأتي دور الصحافة والإعلام الاقتصادي ليبحث فيما إذا كانت الهيئة قد أخفت من المعلومات ما يؤدي إلى ضرر المستثمرين، أو أنها اتخذت من القرارات ما فيه تعسف في استخدام صلاحياتها.



الشكل رقم (7) عناصر العملية الرقابية لهيئة الأوراق المالية - الإفصاح

المصدر: من إعداد الباحث

الخلاصة:

تمارس هيئة الأوراق المالية دورها الرقابي على جميع مكونات قطاع الأوراق المالية بشكل سابق وأني ولاحق. ويتداخل هذا الدور مع دورها الأساسي المتمثل في حماية جميع المتعاملين في قطاع الأوراق المالية ولا سيما صغار المستثمرين. فتعمل الهيئة من خلال التشريعات التي تصدرها، ومن خلال كادرها الوظيفي العامل والأنظمة الإلكترونية التي تسهل عمل هذا الكادر، ومن خلال نظام الإفصاح المتكامل الذي يشمل بالإضافة إلى الإفصاحات المطلوبة من باقي مكونات قطاع الأوراق المالية، الإفصاحات المطلوبة من الهيئة نفسها، تعمل الهيئة من خلال كل هذه العناصر على ترسيخ كفاءة سوق الأوراق المالية وحماية جميع المشاركين فيها.

المبحث الثاني

التلاعب في الأسواق المالية

مقدمة:

تتضافر عناصر العملية الرقابية لهيئة الأوراق المالية من أجل تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية بالنسبة لعمليات التداول التي تتم عن طريق سوق الأوراق المالية، والحد من مخاطر التعامل بأدوات هذه السوق، بالإضافة إلى حماية المستثمرين في هذه الأدوات من الممارسات غير العادلة التي تنطوي على غش أو خداع أو تضليل.

وتتعدد المخالفات المرتكبة ضمن قطاع الأوراق المالية عموماً وسوق التداول بشكل خاص، وتختلف هذه المخالفات في درجة أهميتها وتأثيرها على باقي مكونات قطاع الأوراق المالية. فقد تكون المخالفة عبارة عن تجاوز لأحد متطلبات التعيين المفروضة من الهيئة بالنسبة لموظفي شركات الخدمات والوساطة المالية، أو أن تكون المخالفة عبارة عن خطأ غير جوهري في الإفصاحات المقدمة من قبل الشركات المدرجة أو خطأ إداري في طريقة عمل سوق الأوراق المالية ،،،، إلخ، وجميع هذه المخالفات رغم أنها تعتبر تجاوزاً للأنظمة والتشريعات التي تحرص الهيئة على تطبيقها، إلا أن أثرها لا يتعدى الجهة التي ارتكبتها ولا يؤثر على باقي مكونات القطاع المالي بشكل كبير. لكن هناك أنواعاً أخرى من المخالفات لا يقتصر أثرها على الجهة التي ارتكبتها فحسب، بل يتعدى ذلك إلى باقي مكونات قطاع الأوراق المالية.

ومن أهم هذه المخالفات ما يُعرف بالتلاعب في الأسواق المالية Market Manipulation.

ولا يمكن تحقيق أهداف الهيئة من عدالة وشفافية وحماية لمصالح المستثمرين في الأوراق المالية ما لم يتم اكتشاف صور التلاعب ومخالفة مرتكبيها، الأمر الذي سيوفر الضمان للمستثمرين على أنهم على قدم المساواة جميعاً، وأن أموالهم المستثمرة في هذه السوق لن تكون عرضة لأي نوع من النقص الناتج عن حالات الغش والخداع. لذلك فإنه يتوجب على الهيئة وبشكل مستمر العمل على تطوير عناصر عمليتها الرقابية سواء على مستوى بنيتها التشريعية (فتعمل على إصدار تعديلات متوالية في الأنظمة والقرارات الصادرة عنها وفق متطلبات العمل ومتطلبات الممارسات الجديدة التي يُبدعها المتلاعبون في سوق الأوراق المالية)، أو على مستوى بنيتها التنظيمية (فقد تعمل على استحداث دوائر جديدة وتدريب الكادر الوظيفي لديها ليكون قادراً على مواكبة المهارة التي يعمل بها المتلاعبون)، أو على مستوى البرامج الالكترونية المستخدمة لمراقبة عمليات التداول (حيث أن التطورات التشريعية لا بد وأن يتم تكيفها فنياً وتطوير الأساليب والأدوات التي تمكّن المراقب من مواكبة الجديد من حالات التلاعب)، أو على مستوى الإفصاح والشفافية الذي يرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية ويمنع استغلال بعض المتعاملين لأي من المعلومات التي تساعدهم على تنفيذ استراتيجيات التلاعب الخاصة بهم.

1-2-2 مفهوم التلاعب في الأسواق المالية:

يشير مفهوم التلاعب في الأسواق المالية إجمالاً إلى التصرفات التي يقوم بها متداول أو مجموعة من المتداولين لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية وقيمتها بهدف الربح على حساب بقية المتداولين في السوق (السحبياني، 2008). كما تعرف هيئة الأوراق المالية الأمريكية (SEC) التلاعب على أنه سلوك متعمد يهدف لخداع المستثمرين من خلال التحكم أو التأثير في السوق على ورقة مالية (sec.gov, 2013)⁴. ويعرف الاتحاد الأوروبي ممثلاً بالبرلمان الأوروبي ومجلس الشيوخ في ورقته التوجيهية رقم EC/6/2003 بتاريخ 2003/01/28 حول تعاملات المطلعين والتلاعب في الأسواق المالية (سوء استغلال السوق) حيث عرف التلاعب بأنه:

(أ) تعاملات أو أوامر المتاجرة التي:

- تعطي، أو من المرجح أن تعطي إشارات كاذبة أو مضللة عن العرض والطلب، أو أسعار الأدوات المالية.

- تؤمن لشخص أو أشخاص يعملون بالتعاون بمستوى سعري غير طبيعي أو اصطناعي لأداة أو عدة أدوات مالية.

ويستثنى من ذلك أي شخص له أسباب مشروعة للقيام بهذه الصفقات أو إصدار أوامر المتاجرة، وأن هذه الصفقات أو أوامر المتاجرة تتفق مع ممارسات السوق المقبولة.

(ب) تعاملات أو أوامر المتاجرة التي تستخدم أدوات مشبوهة أو أي شكل من أشكال الخداع أو الحيل.

(ج) نشر معلومات عبر وسائل الإعلام بما في ذلك الإنترنت، أو بأي وسيلة أخرى تعطي أو يرجح أن تعطي إشارات كاذبة أو مضللة عن الأدوات المالية، بما في ذلك نشر الشائعات والأخبار الخاطئة أو المضللة التي يكون فيها الشخص الذي قام بنشرها على علم أو من المؤكد أن يكون على علم بأن المعلومات مزيفة أو مضللة (eur-lex.europa.eu, 2013)⁵.

ويمكن أن ينطوي التلاعب على عدد من التقنيات للتأثير على العرض أو الطلب على الأوراق المالية. وهو يشمل نشر معلومات كاذبة أو مضللة عن شركة مدرجة للتأثير بشكل غير صحيح على عدد الأسهم المتاحة للجمهور، أو تزوير العروض أو الأسعار أو المتاجرات لخلق صورة زائفة أو مضللة عن الطلب على ورقة مالية.

⁴ تم النظر إلى الموقع بتاريخ 2014/03/10.

⁵ تم النظر إلى الموقع بتاريخ 2014/03/10.

ولما كان من المسلم به أن الأداء الجيد للسوق المالية يركز على الالتقاء الحر بين العرض والطلب، إلى جانب المساواة في الحصول على المعلومة الصحيحة كماً وتوقيتاً. لذا فمن المنطقي تحريم كل الأساليب التي من شأنها تزييف الأداء الطبيعي لآليات السوق بواسطة أفعال تؤثر على تكوين الأسعار. إلا أن هناك بعض الإجراءات التي تقوم بها شركات الخدمات والوساطة المالية بهدف دعم الأسعار عن طريق إجراء صفقات كثيرة لمواجهة بعض الضغوط البيعية، كما يحدث في حالة الإعداد لعملية كبيرة وهامة (مثل بيع كمية كبيرة أو نسبة من حصة شركة أو عمليات الاندماج)، وهنا لابد من محاولة تثبيت السعر خلال الأيام أو الأسابيع السابقة على عملية البيع حتى يستطيع صغار المدخرين أن يستفيدوا بنفس المزايا التي يستفيد بها كبار المستثمرين أو المستثمرين الرئيسيين في الصفقة المزمع إنجازها. وبالتالي فإنه حتى لو تم الاتفاق على تعريف التلاعب، فإن تحديد الخط الفاصل بين الحالات التي يجب الحكم عليها على أنها تلاعب وتمييزها عن تلك التي لا يمكن اعتبارها كذلك يعتبر أمراً ضرورياً، لذلك فالتفريق يجب أن يتم بين التلاعب غير العادل من جهة، وإجراءات شركات الوساطة الهادفة إلى دعم الأسعار من جهة أخرى (Soderstrom, 2011).

2-2-2 التلاعب والمضاربة:

المضاربة في الاقتصاد هي عملية بيع أو شراء يقوم بها أشخاص خبراء بالسوق للارتفاع من فروق الأسعار. والمضاربة في الشرع هي عقد شركة في الربح بمال من رجل وعمل من آخر (المعجم الوجيز، 1992). والمضاربة في الأسواق المالية تعني عملية مالية أو تجارية بغرض الاستفادة من التذبذب الطبيعي للسوق بقصد تحقيق الربح.

والمضاربة Speculation تختلف عن المقامرة Gambling، فتحقيق الأرباح في المضاربة دائماً ما يكون نتيجة اتخاذ القرارات السليمة، والقرارات الخاطئة تعرض صاحبها للخسارة. أما المقامرة فهي تصرفات لأشخاص لا يكون لقراراتهم أي أثر على النتيجة، وذلك لفقدانهم القدرة على التأثير في تحقيق الربح أو الخسارة - كشراء ورقة يانصيب أو الرهان على حصان - أما أفعال المضارب فتؤثر مباشرة على نتيجة أعماله والقرار يظل دائماً بيده على عكس المقامر الذي تنازل عن القرار للغير (المهيلمى، 2005).

وتتفق المضاربة مع التلاعب في كونهما يقومان على المخاطرة برأس المال، وقد جرّمت جل قوانين هيئات الأوراق المالية العالمية فعل التلاعب من حيث المبدأ، واختلفت في الاتفاق على ما يُعدّ تلاعباً وما لا يُعدّ كذلك. بينما تضع جل قوانين هيئات الأوراق المالية المضاربة في دائرة الممارسات المشروعة

من حيث المبدأ، وأن الذي يخرجها عن دائرة الشرعية القانونية عوامل تطراً عليها. أي أنه يمكن تقسيم المضاربة في الأسواق المالية إلى مضاربة مشروعة ومضاربة غير مشروعة، أما التلاعب فلا يكون إلا عملاً غير مشروع. وعليه يمكن اعتبار المضاربة غير المشروعة مرادفاً للتلاعب (بوهراوة، 2010).

والتلاعب يقوم بصناعة المعلومات التي يستخدمها بناءً على استراتيجية تداوله، في حين أن المضارب يتداول بناءً على معلومات عامة أو خاصة استفادها وفي بعض الأحيان قام بصناعتها أيضاً. ويدخل تحت المضارب بناءً على ذلك، المضارب المطلع Informed الذي يتداول بناءً على ما لديه من معلومات عن قيمة الورقة المالية أو التغيير في قيمتها، والمضارب المتطفل Parasitic، ومنهم متوقع الأوامر Order Anticipator الذي يقلد استراتيجيات التداول التي ينفذها متداولون آخرون. كما يدخل تحت تصنيف المضارب المتطفل: المتلاعب Manipulator المغرّر لغيره من المتداولين بالقول أو الفعل من خلال نشر الإشاعات أو التصريح بمعلومات خاطئة، أو تنفيذ صفقات تولد أسعاراً أو كميات تفسد معلومات وتوقعات بقية المتداولين، ويتصرف بناءً عليها لمصلحته. فالمتلاعب باختصار يهدف إلى رسم صورة مختلفة للسوق، يأمل أن يخطئ المتداولون الآخرون في اعتبارها صورة حقيقة لما يجري في السوق.

وحسب هذا التصنيف يدخل المتلاعبون ضمن المضاربين، غير أن المضارب المغرّر يختلف عن غيره من المضاربين في أنه يصنع المعلومات التي يستخدمها في استراتيجية تداوله، في حين أن المضاربين الآخرين يتداولون بناءً على معلومات عامة أو خاصة استأثروا بها على غيرهم (السحبياني، 2008).

والمضاربة المعتمدة على الملاحظة المبنية على الدراسات والأبحاث وفق عملية متكاملة بغرض الاستفادة من التذبذب الطبيعي للسوق المالية بغرض تحقيق الربح هي المضاربة المشروعة، أما عندما يتدخل المضارب بأفعال من شأنها إحداث ارتفاع أو انخفاض مصطنع في الأسعار تصبح المضاربة غير مشروعة. إذ أنها اعتمدت على طرق احتيالية للتلاعب في الأسعار وإحداث تموجات شديدة في حدودها القصوى بطريقة مفتعلة بغرض الاستفادة من فروقات الأسعار.

والمضاربة العادية (المشروعة) المبنية على التوقع والدراسة ضرورية للأسواق المالية ويمكن للمضارب من خلالها أن يربح أو يخسر، حيث أنه لا يتدخل بفعله للتأثير على الأسعار صعوداً أو هبوطاً وهذا ما يفرق بين المضاربة المشروعة وغير المشروعة (التلاعب).

وتنشأ أهمية المضاربة المشروعة بالنسبة للأسواق المالية من دورها في التوفيق بين العرض والطلب، فعندما تنخفض الأسعار بشكل كبير نتيجة ارتفاع حجم المعروض من الأوراق المالية يتدخل المضاربون

الصعوديون بهدف الاستفادة من هذا الانخفاض في الأسعار مما يؤدي إلى ارتفاع حجم الطلب وكبح هذا الهبوط، وبالمقابل عندما ترتفع الأسعار بشكل غير مبرر ومستمر فإن المضاربين النزوليين يتدخلون لعرض ما لديهم من أوراق مالية مستفيدين من ارتفاع أسعارها مما يؤدي إلى ارتفاع حجم المعروض وكبح جماح الارتفاع في الأسعار. كما أن المضاربة المشروعة تعمل على تفعيل حركة السوق وتساهم في خلق السيولة الأمر الذي يؤدي إلى تحسين كفاءة السوق المالية (البربري، 2006).

2-2-3 أنواع التلاعب:

يُصنّف (Allen, Gale, 1992) التلاعب وفق ثلاثة أنواع:

1) التلاعب في القيمة:

يحدث عندما يقوم المتلاعب بتصرف يؤثر على قيمة السهم، وفي الغالب يكون هذا التلاعب من متخذي القرار في الشركة المساهمة. ومن حالات التلاعب التي تذكر عادة تحت هذا النوع التلاعب المرتبط بقرارات الاندماج والاستحواذ، مثل الإعلان عن تقديم عرض لشراء أو دمج أو الاستحواذ على شركة، بما يؤدي إلى رفع سعر سهم الشركة المستهدفة، فيقوم المعلن ببيع ما يملكه من أسهمها، ويعلن بعد ذلك أن المفاوضات تعثرت، وتم العدول عن العرض.

2) التلاعب في السعر عن طريق بث المعلومات:

يحدث عندما يقوم المتلاعب بنشر معلومات غير صحيحة، أو معلومات صحيحة ولكن معروضة بطريقة يمكن أن يفسرها بقية المتداولين بشكل خاطئ، بما يؤدي إلى التأثير على توقعاتهم حول القيمة. وبترافق ذلك مع عمليات بيع أو شراء موازية بهدف دفع الاتجاه بالطريق الذي يريده المتلاعب (البربري، 2006). ويدخل في ذلك نشر الشركة المساهمة معلومات مضللة حول وضعها المالي، وقيام بعض المحللين بالتوصية أو إعطاء معلومات إيجابية لأسهم يملكونها. ويلحظ أن تطور تقنيات المعلومات والاتصالات وخاصة الإنترنت والهاتف المحمول سهل من عملية نشر المعلومات المضللة حول قيم الأسهم سواء من خلال المنتديات، أو البريد الإلكتروني، أو رسائل الجوال.

3) التلاعب في السعر عن طريق التداولات الوهمية:

يحدث عندما يقوم المتداول بتنفيذ تداولات تحدث آثاراً مباشرة على الأسعار والكميات المتداولة في السوق، بما يؤدي إلى التأثير على توقعات بقية المتداولين في السوق حول قيمة الورقة المالية محل التداول، وهي أكثر أنواع التلاعب شيوعاً. وقد يكون التداول الذي يتم في هذه الوسيلة حقيقياً استناداً للقوة المالية للمتلاعب، أو صورياً من خلال التواطؤ مع مجموعة من المتداولين لإحداث نشاط مصطنع في السوق (السحبياني، 2008).

2-2-4 أساليب التلاعب:

تتعدد الأساليب التي يمكن عن طريقها تنفيذ استراتيجيات التلاعب داخل سوق الأوراق المالية، ولا يمكن حصر هذه الأساليب بحال من الاحوال، إذ أن المتلاعبين يقومون بشكل مستمر باتباع أساليب جديدة كلما قامت الجهات الرقابية باكتشاف أسلوب معين عن طريق المتابعة المستمرة للسوق. ومن هذه الأساليب حسب (بوهراوة، 2010):

1. فتح حسابات متعددة للتداول: حيث يلجأ المتلاعب وخصوصاً إذا كان ذا كفاءة مالية عالية إلى فتح حسابات متعددة بحيث يضيفي شرعية على عمليات التداول الكبيرة التي تتم بين حساباته المختلفة. هذا الأسلوب يمكن المتلاعب من التحكم في العرض والطلب على سهم منشأة ما، خصوصاً إذا كان رأس مالها قليلاً.
2. أسلوب الصدمات السعرية حيث يعمد عدد من المتلاعبين بعد الاتفاق فيما بينهم إلى المضاربة بشكل واسع على سهم ما، بحيث تتحطم نظرية العرض والطلب مما يدفع كثيراً من المتعاملين إلى البيع أو الشراء بكميات كبيرة. على سبيل المثال يقوم المتلاعبون بشراء أو بيع كميات كبيرة من سهم نشط بحيث يوحي ذلك التعامل بأنه عند شراء كميات كبيرة من ذلك السهم فإن سعره مرشح للصعود، أو أن بيع كميات كبيرة منه سيدفع سعره للهبوط. وبالتالي يحدث نوعاً من الصدمة السعرية حول السهم تدفع بقية المستثمرين لشراؤه أو بيعه بكميات هائلة.
3. السيطرة على سوق السهم من خلال شراء كمية كبيرة من الأسهم المتداولة، مما يجعل المتلاعب يتمتع بقوة احتكارية نسبية تجعل من السهل عليه التحكم بسعر السهم صعوداً أو هبوطاً حسب الهدف. ويقع هذا عادة في الشركات الصغيرة، التي يمكن بسهولة تجميع نسبة كبيرة من أسهمها.

- ومن الأساليب حسب (السحبياني، 2008).
4. تواطؤ الوسطاء على التحكم بالعروض والطلبات ومن ثم الأسعار عند مستويات لا تعكس قوى العرض والطلب الفعلية في السوق.
 5. التوصيات من خلال مواقع الإنترنت ورسائل الجوال تحت مسميات مختلفة مثل: سهم الشهر، أو الأسبوع، أو اليوم. وقد يصاحب هذه الصورة تعاملات مصطنعة ترفع من السعر وتجذب آخرين للشراء.
 6. استخدام الطلبات والعروض مصحوب ببعض الصفقات لإيهام الآخرين بارتفاع أو انخفاض السعر. وهذه الصورة لا تعتمد على الأوامر السوقية، بل الأوامر محددة السعر. ولهذا تختلط بالتداول المشروع الذي يهدف إلى توفير العروض والطلبات الحقيقية.
 7. قيام المستشار المالي ببث معلومات غير صحيحة، أو التضخيم من أثر معلومات صحيحة أو إصدار توصيات لعدد هائل من المستثمرين لرفع السعر ثم البيع أو تخفيض السعر ثم الشراء.
 8. صفقات شراء متتابعة بكميات صغيرة ترفع السعر، يعقبها بيع كمية كبيرة، أو العكس، صفقات بيع متتابعة بكميات صغيرة تخفض السعر، يعقبها شراء كمية كبيرة.
 9. قيام مصدر السهم، أو مستشاره الاستثماري بنشر تقارير متحيزة أو معلومات مضللة عن حقيقة أداء الشركة ومستقبلها، بهدف الترويج للإصدارات التي يقومون بتسويقها على جمهور المستثمرين.
 10. التحكم بسعر الإغلاق، من خلال إرسال أوامر سوقية بكميات كبيرة تؤدي إلى زيادة كبيرة في السعر قبيل الإغلاق، لإعطاء انطباع خاطئ بأن هناك اهتماماً بهذا السهم، أو لتحقيق استراتيجية التلاعب بوقت أقصر، أو لأغراض خاصة بتسجيل قيمة الشركة في التقارير المالية للشركة نفسها، أو قيمة الصناديق الاستثمارية التي تملك نسبة كبيرة منها أو قيم المحافظ الممولة بالهامش لمنع قيام الممول بتسييلها. وقد يكون هدف التلاعب مجرد تثبيت سعر السهم في مدى محدد للغرض نفسه.
 11. التواطؤ لزيادة حجم الكميات المتداولة الوهمية بين عدد من المتداولين، لاستدراج متداولين آخرين.

12. شراء كميات كبيرة من الأسهم لإجبار الذين لديهم بيوع مسبقة (Short Sell) على
الشراء لتغطية مراكزهم المالية عند أسعار مرتفعة. أو العكس بيع كميات كبيرة من الأسهم لإجبار
الذين لديهم تسهيلات بالهامش (Margin) على البيع لتغطية مراكزهم المالية عند أسعار متدنية.
13. تعاون المتلاعب مع بعض الإعلاميين والمحللين الماليين لكتابة أخبار جيدة عن السهم
على أن يكون له جزء من الربح.

2-2-5 أشهر صور التلاعب:

يكثر التلاعب في المجالات الاقتصادية عموماً وفي أسواق الأوراق المالية بشكل خاص، سواء
على مستوى السوق الأولية (سوق الاكتتاب) أو على مستوى التعامل بأسهم الشركات فيما بعد السوق
الأولية (السوق الثانوية)، لاسيما في الأسواق التي يُسمح فيها بتداول الأسهم عن طريق الانترنت دون
ضرورة المرور عبر وسطاء. وبالرغم من أن هذه المساحة من المرونة في التداول من شأنها أن تعزز
من كفاءة أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تتيح أيضاً فرصة للاستغلال غير المشروع بتحريف القيمة
الحقيقية لورقة مالية من خلال نشر معلومات كاذبة، أو بتدبير نمط مخادع للمعاملات يجذب اهتمام
مستثمرين غافلين، أو استغلال الانترنت والشبكة العالمية لنشر معلومات كاذبة أو شائعات عن شركة
بعينها وأسهمها.... إلخ (أبو الوفا، 2006).

ولكنه وتتنوع صور التلاعب وأساليب تطبيقها فقد ارتأت معظم التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية
عدم ذكر صور بعينها، كي لا يكون تحديد هذه الصور ذريعة لارتكاب غيرها مما لم ينص عليه التشريع.
لذلك فقد اكتفت السلطات التشريعية بذكر الشروط التي تجعل من العملية - في حال توفرها - نوعاً من
أنواع التلاعب.

إلا أن أدبيات الأسواق المالية والأبحاث المتعلقة بأساليب وطرق التلاعب حددت بعض صور التلاعب
ومنها:

1) البيع الصوري Wash Sale:

يقصد به خلق تعامل نشط - ظاهرياً - على سهم ما، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي
على ذلك السهم. كأن يمتلك شخص ما عدداً معيناً من الأسهم فيبيعها بيعاً صورياً لأحد أقاربه أو
أصدقائه، ثم يعاود شراءها في مدة زمنية قصيرة قد تكون في نفس اليوم، وذلك لإيهام المتعاملين بأن
تغيرات سعرية حدثت لسعر تلك الورقة المالية وأن تعاملًا نشطاً يجري عليها (هندي، 1993).

إن وقوف نفس الشخص (المتلاعب) بائعاً وشارياً لنفس السهم وعلى نفس السعر بمساعدة آخرين، سيؤدي إلى أن السوق سيتأثر بهذه الصفقات على أنها معلومة من معلومات السوق الطبيعية، فتتغير توجهات المتعاملين والأسعار بناءً على هذه المعلومة (Rebecca, 2011).

يتم البيع الصوري عن طريق تقنيات تُسمى Circular Trading أو Prearranged Trading.

(2) توافق الطلبات Improper matched orders:

تتم هذه الصورة عبر إدخال أوامر بيع وشراء متطابقة في نفس الوقت على ورقة مالية معينة. ولإنجاح هذه الخطة يتم إعطاء أوامر البيع والشراء إلى العديد من الوسطاء بحيث لا يعرف أحدهم الآخر، وهذا بغية خلق انطباع بأن هناك اهتماماً كبيراً ومتجدداً على تلك الورقة. وتتفق فكرة هذه الصورة من التلاعب مع فكرة البيع الصوري من حيث هدف الإيحاء بوجود نشاط على ورقة مالية معينة، إلا أن المتلاعب هنا يعمل بشكل جاد على أن يظهر التوافق بين الأوامر على أنه تطابق عفوي (Rebecca, 2011).

وقد تكون المسألة اتفاقية بين مجموعة من المتعاملين - تكون في الغالب مكتوبة - على إعطاء سلطة لمدير يتولى المتاجرة في سهم معين خلال مدة معينة على أن يتم توزيع الأرباح الناتجة من ذلك فيما بينهم أو يتم اقتسام الخسائر إذا حدثت وهي تسمى اتفاقيات التلاعب (Pools) (بوهراوة، 2010).

(3) الشراء بغرض الاحتكار Corner:

هو أن يقوم المتلاعب بشراء كمية هائلة من ورقة مالية معينة بغرض الاحتكار مما يمكنه فيما بعد من السيطرة على سعرها ثم بيعها في السوق بالسعر الذي يراه مناسباً. وكما يحدث الاحتكار في السوق المالية فإنه يحدث أيضاً في سوق السلع بنفس الأسلوب حيث يقوم المتلاعب بشراء كميات كبيرة من سلعة ما وتخزينها على أمل أن يتمكن من التحكم في سعرها في السوق، ثم بيعها بالسعر الذي يناسبه. ويمكن تسمية هذه الصورة من صور التلاعب بالاستحواد الذي يهدف أولاً إلى تحطيم المنافسة أو الحد منها عن طريق الشراء المكثف ثم الهدف النهائي وهو الوصول إلى سعر احتكاري (البربري، 2006).

(4) استغلال نوايا العملاء Front Running:

تتم هذه الصورة من صور التلاعب عن طريق شركات الوساطة المالية، حيث يقوم الوسيط - سواء بعلم شركته أو دون علمها - باستباق أمر مُعطى من أحد العملاء لصالح الوسيط نفسه أو أحد أقاربه أو

أحد عملائه الخاصين، فيقوم بالشراء قبل وضع أمر شراء كبير قد يؤدي إلى رفع الأسعار، أو البيع قبل أمر بيع كبير قد يؤدي إلى خفض الأسعار (لائحة المخالفات، 2013).

(5) استغلال ثقة العملاء Churning

عندما تقوم شركات الوساطة بالبيع والشراء لأسهم العملاء دون علمهم ودون موافقتهم بغرض تحقيق مكاسب للشركة. ذلك لأن آلية عمل الأسواق المالية تتطلب من المستثمرين فتح حسابات لدى شركات الوساطة وذلك لأنه لا يمكن للمستثمرين التعامل مع السوق مباشرة. وعليه فإن شركة الوساطة تحصل على عمولة السمسرة من صفقات البيع والشراء التي تبرمها لعملائها بغض النظر عن ربح أو خسارة تلك الصفقات. ولذلك فإن شركة الوساطة تسعى لزيادة أرباحها بزيادة عدد صفقات عملائها الذين ربما ليسوا على علم بتلك الصفقات. ويحدث مثل هذا النوع من التلاعب من قبل شركات الوساطة إذا كان العميل قد صرح للشركة بالتداول نيابة عنه فتستغل الشركة مثل هذه الثقة لتحقيق مكاسب ذاتية (بوهراوة، 2010).

(6) النفخ والإغراق Pump and Dump

حيث يقوم المتلاعب الذي يملك كمية هائلة من أسهم شركة ما - غالباً ما تكون ذات رأس مال صغير - بجذب انتباه المستثمرين إلى السهم، وذلك بترويج إشاعات ونشر بيانات كاذبة ومضللة عن المنشأة وأنها في طريقها على سبيل المثال للتوسع وتحقيق مزيد من الأرباح. وعندما يبدأ السوق بالتفاعل مع تلك البيانات والأخبار يبدأ المستثمرون بالتهافت على شراء ذلك السهم مما يؤدي إلى تضخيم سعر السهم وارتفاعه إلى مستويات عالية. وهنا يأتي دور المتلاعب حيث يبدأ ببيع الأسهم التي سبق أن اشتراها بسعر أقل، ليحقق أرباحاً كبيرة. وما إن يتبين كذب تلك البيانات والإشاعات حتى ينفجر ذلك الانتفاخ ليهبط سعر السهم إلى مستويات متدنية. وبذلك يكون المتلاعب قد حقق أرباحاً كبيرة من الانتفاخ الكاذب لسعر السهم. وعادة ما يلجأ المتلاعبون إلى حيل وطرق لنشر إشاعاتهم عن طريق الانترنت وغرف الدردشة مدعين أقوالهم بأنهم على اطلاع من داخل الشركة بما يدور فيها، وقد يكون ناشر الإشاعة أحد مديري أو موظفي تلك الشركة (هندي، 1993).

وتأتي الصورة المعاكسة لهذا النوع من التلاعب في الأسواق التي يُسمح فيها لعمليات البيع على المكشوف Short Selling، حيث يكون المتلاعب قد اقترض أسهماً وقام ببيعها مسبقاً وهو بحاجة لينخفض سعرها في السوق المالية بغرض إعادة شرائها وردها لمقرضها، فيعمد على إشاعة معلومات مضللة سيئة عن السهم الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض سعره، فيقوم المتلاعب بشراء السهم لإغلاق

مركزه محققاً ربحه عن طريق الفرق بين سعر السهم الذي كان قد باعه بسعر مرتفع وسعره الذي اشتراه به بعد الانخفاض المفعل في سعره فيما يُعرف بصورة الـ Trash & Cash من صور التلاعب (Rebecca, 2011).

(7) تراكم الأوامر Layering:

يقوم المتلاعب في حالة الرغبة برفع سعر الورقة المالية الهدف بإدخال أوامر شراء على أسعار مرتفعة، ومن ثم يقوم بإزالة هذه الأوامر والانتقال إلى الجانب الآخر من التداول أي إدخال أوامر بيع، أما في حالة الرغبة بتخفيض سعر الورقة المالية الهدف فإن المتلاعب يقوم بإدخال أوامر بيع على أسعار منخفضة، ومن ثم إزالتها والانتقال إلى الجانب الآخر من الأوامر أي إدخال أوامر شراء (لائحة المخالفات، 2013).

تعتمد هذه الصورة من صور التلاعب على الأوامر من دون الصفقات، وهي بالتالي تختلف في الإيحاء عن مخالفة البيع الصوري wash Sale التي تعتمد على صفقات فعلية منفذة.

(8) التداول بناءً على معلومة داخلية Insider Trading:

لا يعتبر الحصول على معلومة عن شركة ما في حد ذاته أمراً محرماً، ولكن من المؤكد أن الحصول على معلومات سرية متميزة قبل وصولها إلى باقي المتعاملين قد يقود حائزها إلى استخدامها في سوق الأوراق المالية لتحقيق أرباح مادية (البريري، 2006). وتحدث هذه الصورة من صور التلاعب عندما يستغل أحد العارفين ببواطن الأمور داخل الشركة المدرجة المعلومات المتوفرة لديه قبل عرضها على المشاركين في السوق، فيقوم بالبيع بالشكل الذي يجنبه أي انخفاض في قيمة الورقة المالية في حال تم عرض المعلومة على بقية المشاركين في السوق، أو أن يقوم بالشراء لعلمه أن سعر الورقة المالية سيرتفع بعد عرض المعلومة.

(9) تثبيت الأسعار price Positioning:

هي الصفقات أو الأوامر التي تضمن عن طريق المتلاعب أو عن طريق تعاون مجموعة من المتلاعبين تثبيت سعر ورقة مالية عند مستوى معين بهدف استغلال هذه الأسعار عند تقييم محفظة الأوراق المالية أو قبل عرض القوائم المالية فيما يسمى Window Dressing أو Painting the Tape (Rebecca, 2011).

ولا يمكن - كما ذكرنا - حصر صور التلاعب خاصة وأن بعض صور التلاعب يمكن أن ترتبط بالطبيعة القانونية والتنظيمية لسوق الأوراق المالية، بمعنى أن صورة التلاعب التي يمكن تطبيقها في سوق ما لا يمكن تطبيقها في سوق أخرى لاختلاف الطبيعة التنظيمية لعملية التداول بين السوقين، فمثلاً بالنسبة لحالة التلاعب التي تستهدف رفع سعر الورقة المالية أو خفضها بتنفيذ عمليات مكثفة قبيل إغلاق جلسة التداول وذلك للتأثير على سعر الإغلاق فيما يسمى بـ Making the Close أو End of the day trading، هذه الحالة يمكن تطبيقها في الأسواق التي تعتمد وسطي أسعار فترة معينة لتحديد سعر الإغلاق (آخر نصف ساعة أو ربع ساعة أو خمس دقائق ... إلخ حسب السوق)، بينما لا يمكن تطبيقها في الأسواق التي تعتمد سعر الإغلاق كسعر وسطي لكافة الصفقات المنفذة خلال جلسة التداول، لأن المتلاعب هنا في حال أراد التأثير على سعر الإغلاق فإنه سيضطر إلى التخلي عن كمية كبيرة من الأسهم في حالة البيع أو التخلي عن كمية كبيرة من النقد في حالة الشراء ليتمكن من التأثير على السعر الذي تحدده كامل أسعار الجلسة.

وقد أحصى (Aggarwal, Wv, 2006) 142 صورة تلاعب داخل الأسواق المالية الأمريكية بين عامي 1990 و 2001، معظم هذه الصور تظهر في أسواق الأوراق المالية غير الكفوءة وذات السيولة الضعيفة، حيث تكون متطلبات الإفصاح والإدراج فيها أقل من الأسواق ذات التنظيم العالي والسيولة المرتفعة.

6-2-2 مشكلة النظر إلى التلاعب:

تعتبر الأسواق المالية اليوم أسواقاً شديدة التنظيم، لكن وفي نفس الوقت هناك اتجاه واضح نحو تحرير الأسواق المالية وذلك انطلاقاً من فكرة أوسع تتعلق بالتقليل من التدخل الحكومي المباشر في الاقتصاد، وهذا ما يخلق نوعاً من النقاش بين الاتجاهين، كما ويخلق طلباً أكبر على دراسة نوعية الأنظمة الصادرة عن السلطات التشريعية الخاصة بالأسواق المالية (Rebecca, 2011). فإذا ما كانت الأنظمة الصادرة عن تلك السلطات أنظمة شديدة الدقة والتحديد فإن ذلك سيؤدي إلى التضيق على المشاركين في السوق المالية والتقليل من حريتهم، وهذا ما يتنافى مع مبادئ حرية السوق التي تقوم عليها الأنظمة الاقتصادية الحديثة، كما لا يمكن للسلطات الرقابية أن تصدر أنظمتها بشكل عام وواسع يمكن تجاوزه والالتفاف عليه.

ففي مجال التلاعب فإن الأنظمة الصادرة عن السلطات الرقابية لا يمكن لها أن تحدد صوراً بعينها للتلاعب، لأن المشاركين في السوق المالية يمكن لهم تجاوز هذه الصور بسهولة، كما أن الأمر يزداد

تعقيداً عندما تتدخل شركات الوساطة المالية بهدف دعم الأسعار عن طريق إجراء صفقات كثيرة لمواجهة ضغوط بيعية ضخمة، هذه الصفقات التي يمكن أن تتخذ نفس المسار الذي تتخذه صفقات المتلاعبين إلا أنها تعتبر مشروعة ضمن معظم الأنظمة والتشريعات وتأخذ اسم التثبيت أو الـ Stabilisation وتُعرّف على أنها الصفقات التي تتم لمقابلة الأخطاء Errors. وعلى الرغم من أن هذا النوع من الصفقات يتم في ظل القانون إلا أنه يتم بهدف التأثير على سعر السهم بشكل لا يعرض الطلب والعرض الحقيقي، لذلك فمن الصعب وضع اليد على الخط الفاصل بين الصفقات الهادفة إلى التلاعب بصورة العرض والطلب بهدف التلاعب بحد ذاته أو التلاعب بصورة العرض والطلب بهدف دعم الأسعار ومنعها من الانهيار (Rebecca, 2011).

وهنا تظهر مشكلة النظر إلى التلاعب، واختلاف وجهات النظر بين الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية، فما قد تعتبره السلطات الرقابية صورة من صور التلاعب يمكن لشركة الوساطة أن تعتبره دعماً للأسعار أو أن تعتبره أداءً متميزاً لصالح عملائها، وكذلك بالنسبة للحالات التي يعتبرها بعض المتداولين نوعاً من المضاربة المشروعة، فتكون من وجهة نظر الجهات الرقابية صورة من صور التلاعب.

وبالتالي فإن التلاعب إما أن يكون بعلم شركة الوساطة أو علم المتلاعب (المتداول) فيكون تلاعباً متعمداً هدفه التضليل والربح غير المشروع، أو أن يكون تلاعباً من وجهة نظر الجهات الرقابية ومضارباً أو دعماً للأسعار من وجهة نظر المتداولين وشركات الخدمات والوساطة المالية.

2-2-7 دور هيئة الأوراق المالية في حماية المستثمرين:

تكمن مشكلة أسواق الأوراق المالية في أن السواد الأعظم من المتداولين يميلون إلى الشراء كلما ارتفعت الأسعار رغبة في الاستفادة من استمرار الصعود، ويميلون إلى البيع كلما هبطت الأسعار خوفاً من استمرار هبوطها، والراجح أن الذين يغتنمون فرصة البيع بالأسعار العالية والشراء عند هبوط السعر هم المضاربون الحقيقيون منهم والمتلاعبون.

وتظهر بعض الممارسات التي يمكن أن تجري تحت سقف القانون إلا أنها لا تخرج عن إطار المضاربة المشروعة منها وغير المشروعة. وقد لوحظ ذلك بوضوح في سوق الأوراق المالية المصرية، حيث تكالب بعض رجال الأعمال على السوق المالية للتركيز على شراء وبيع نوع واحد أو نوعين من الأسهم، حتى غدت سوق الأوراق المالية المصرية تسمى ببورصة السهم الواحد. وقد أدى ذلك إلى رفع الأسعار بدون مبرر، وصلت إلى سبعة أضعاف القيمة الاسمية في أحد الأسهم، ووصلت إلى ثمانية عشر ضعفاً في

سهم آخر في غضون أقل من عام واحد. واستمر التلاعب بالأسعار على هذا النحو صعوداً وهبوطاً دون حسيب أو رقيب. ثم بدأت الكرة من جديد وبدأت الأسعار دورة الهبوط غير المبرر مثل دورة الصعود السابقة. وتوالى الهبوط يومياً حتى فقدت أغلب الأسهم 70% من قيمتها. وبهذا ابتعدت سوق الأوراق المالية المصرية كثيراً عن القول السائد بأن البورصة مرآة الاقتصاد، وفقد صغار المستثمرين الجانب الأكبر من رؤوس أموالهم التي استولى عليها المتلاعبون بالأسعار. وقد عرفت بورصات كثيرة مثل هذه الحالات من التلاعب، فمنذ أكثر من نصف قرن أطلق جان بانفيل على البورصة في فرنسا أنها " بيت مشبوه يدار تحت حماية القانون "، كذلك الأمر بالنسبة للهجوم المنظم الذي حدث ضد احتياطي البنوك المركزية في دول جنوب وشرق آسيا، وكذلك النموذج المكسيكي المتمثل في انهيار بورصات " سان باولو " و " بيونس ايريس " (البريري، 2006).

ولا يمكن لهيئات الأوراق المالية أن تضع نفسها موقف المتفرج في حماية صغار المستثمرين بحجة أن دورها يتمثل بمداهم بالمعلومات الصادقة التي تساعد على الاستثمار وفهم ما يجري في السوق فحسب، ذلك أن معظم صغار المستثمرين مازالوا يحاولون - دون جدوى - قراءة وفهم المؤشرات ليحددوا آلية عمل السوق المتضاربة، حيث تختلف المعلومات الموجودة على الشاشة عما يحدث فعلياً على أرض الواقع، فالشركات الخاسرة فعلياً يمكن أن ترتفع أسعارها على الشاشة والعكس صحيح حيث نجد الشركات الربحية فعلياً يمكن أن تنخفض أسعارها على الشاشة، وهذا ما يسمى بالعشوائية والتضليل في المعلومات مما يضلل صغار المستثمرين الذين ليس لديهم الدراية والعلم، بل إنه حتى الدراسة والخبرة لا تشفعان لصغار المستثمرين بسبب وقوعهم بين مطرقة وسندان عشوائية المعلومات وتضليلها (أبو طعيمة، 2008).

ولا تعفي صعوبة الاهداء إلى تشريع حكيم - يصون سوق الأوراق المالية من غير أن يشلها - هيئات الأوراق المالية والقائمين على الرقابة من واجب اتخاذ التدابير اللازمة والحازمة عند اقتضاء الأمر، وفرض القيود الشديدة على بعض المعاملات وملاحقة المتلاعبين. ويجب أن تحظى حماية المستثمر الصغير بأولوية مطلقة سواء من الجهات الرقابية أو من الشركات نفسها، ذلك أن المستثمرين الصغار هم في الغالب العماد الرئيسي للشركات وهم مصدر قوتها وليس المستثمرون الكبار كما يتبادر إلى الذهن.

الخلاصة:

يقصد بالتلاعب، قيام متداول أو تواطؤ مجموعة من المتداولين بعلم شركات الخدمات والوساطة المالية أو دون علمها بالتدخل في قوى العرض والطلب في سوق الأوراق المالية لتحقيق مصلحة خاصة، الأمر الذي يؤثر على كفاءة هذه السوق، لأنه يقوم على استدراج بقية المتداولين لتوفير السيولة، وتنفيذ الصفقات عند أسعار تبعد بدرجة أو بأخرى عن قيم الأوراق المالية. وفي الأجل الطويل، يؤدي استئراء التلاعب في السوق إلى انخفاض ثقة المتداولين فيها، وانصرافهم عنها، ما يتسبب في إضعاف سيولتها مرة أخرى على المدى الطويل.

إلا أن الاتفاق على خطوط واضحة تفصل الحالات التي تندرج تحت صفة التلاعب وتفرقها عن تلك التي لا تنطبق عليها هذه الصفة، مازال مجالاً للبحث ولتأويلات الجهات المختلفة المشاركة في سوق الأوراق المالية، فما يراه بعض المشاركين تدخلاً لدعم الأسعار أو مضاربةً مشروعة يمكن أن يراه آخرون تلاعباً غير قانوني يستحق العقوبة.

الفصل الثالث

الدراسة الميدانية

المبحث الأول

المنهجية والمعالجة الإحصائية وعرض نتائج الاستبيان وتحليلها

3-1-1 تطوير الاستبانة ودليل المقابلة:

اعتمد الباحث على أداتين لتجميع البيانات الأولية وهما:

- الاستبانة.
- المقابلات.

وقد تمت عملية تطوير الاستبانة ودليل المقابلة على مرحلتين حتى وصلنا إلى شكلهما النهائي المعتمد والمستخدم لتحقيق أهداف البحث:

المرحلة الأولى: تم الاطلاع على الدراسات ذات العلاقة بموضوع البحث لتطوير محاور كل من الاستبانة ودليل المقابلة.

المرحلة الثانية: تم عرض الاستبانة والدليل على عدد من الأساتذة المتخصصين في جامعة دمشق كما في الجدول التالي:

الاختصاص	أسماء الأساتذة
محاسبة	الأستاذ الدكتور عبد الرزاق قاسم
محاسبة	الأستاذ الدكتور مأمون حمدان
إحصاء	الأستاذ الدكتور قاسم النعيمي
إدارة أعمال	الدكتور أيمن ديوب
إدارة أعمال	الدكتور غذوان علي

الجدول رقم (5) أسماء السادة المحكمين لأدوات الدراسة

وذلك للتأكد من دقة ووضوح فقرات كل من الاستبانة ودليل المقابلة، وفي ضوء آراء السادة الأساتذة قام الباحث بحذف وتعديل بعض العبارات وإعادة صياغة بعضها الآخر لتصبح أكثر فهماً وتماشياً مع أهداف البحث، وبذلك احتوت الاستبانة بشكلها النهائي على قسمين وفق التالي:

(1) القسم الأول: يهدف إلى التعرف على الخصائص الشخصية العامة لأفراد العينة (الجنس، العمر، المؤهل العلمي، الوضع الوظيفي).

(2) القسم الثاني: يهدف إلى التعرف على العناصر المدروسة للدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية، ويتكون من اثنتين وثلاثين فقرة (البنية التشريعية /10/، البنية التنظيمية /7/، نظام الرقابة الالكتروني /6/، الإفصاح /9/).

وقد تم اعتماد مقياس " ليكرت " الخماسي لقياس آراء أفراد العينة حول فقرات الاستبانة كما يلي:

- غير موافق بشدة: تعطى درجة واحدة.
- غير موافق: تعطى درجتان.
- محايد: تعطى ثلاث درجات.
- موافق: تعطى أربع درجات.
- موافق بشدة: تعطى خمس درجات.

وبعد حساب المدى لمقياس ليكرت الخماسي ($4=1-5$) ومن ثم تقسيمه على عدد خلايا المقياس وهو (5) حصلنا على طول الخلية وهو ($0.80=5/4$) وبإضافة طول الخلية إلى بداية المقياس وهو الواحد الصحيح تم تحديد الحد الأعلى للخلية الأولى، وبإضافة طول الخلية إلى الخلايا اللاحقة حصلنا على أطوال الخلايا وفق التقسيم التالي:

الوسط الحسابي (1 - 1.80) عدم موافقة تامة،

الوسط الحسابي (1.81 - 2.60) عدم موافقة،

الوسط الحسابي (2.61 - 3.40) درجة محايدة،

الوسط الحسابي (3.41 - 4.20) درجة موافقة،

الوسط الحسابي (4.21 - 5) درجة موافقة تامة (قنديلجي، 2008).

وعليه فإن الوسط الحسابي (1 - 2.60) يعبر عن عدم الموافقة، والوسط الحسابي (2.61 - 3.40)

يعبر عن الرأي المحايد، والوسط الحسابي (3.41 - 5) يعبر عن الموافقة.

أما دليل المقابلة فقد راعى فيه الباحث الاعتبارات التالية:

1. تم الحصول على موافقة الجهات محل البحث قبل الشروع في المقابلة.

2. قام الباحث بتقديم نفسه أولاً وشرح أهداف البحث.

3. تمت المقابلة بصورة فردية بين الباحث وصاحب الوظيفة.

4. تم توضيح بعض المفاهيم المتعلقة بالبحث.

5. تمت عملية تسجيل الإجابات فوراً أثناء المقابلة.

وقد قُسمت فقرات الدليل إلى /24/ سؤال موزعين على أربع فقرات وفق العناصر المدروسة للدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية (البنية التشريعية /7/ أسئلة، البنية التنظيمية /7/ أسئلة، نظام الرقابة الإلكتروني /5/ أسئلة، الإفصاح /5/ أسئلة).

3-1-1-1 الاختبارات الخاصة بالاستبانة ودليل المقابلة:

1. صدق الأداة: (قنديلجي، 2008)

أ. الصدق الظاهري: وهو عملية التأكد من أن فقرات كل من الاستبانة والدليل تؤدي إلى جمع البيانات بدقة، ولتحقيق ذلك تم عرض الأداتين على مجموعة من الأساتذة كما ذكرنا سابقاً، إضافة إلى عرضهما على مجموعة من المهتمين والعاملين في قطاع الأوراق المالية وذلك للتأكد من مدى فهم العبارات والكلمات المستخدمة ودرجة وضوحها وسهولتها لعينة البحث.

ب. صدق المحتوى: ويقصد به مدى تعبير فقرات الاستبانة وأسئلة المقابلة عن أبعاد البحث، وأن كل بعد ممثل بشكل دقيق بمجموعة من الفقرات والأسئلة التي تعكسه فعلياً، وقد تم التأكد من ذلك من خلال مراحل تطور الأداتين.

2. ثبات الأداة:

تم اختبار الثبات على عينة البحث باستخدام معامل Chronbach's Alpha بالنسبة للاستبيان، وعن طريق إعادة المقابلة لأكثر من مرة بالنسبة لبعض الأشخاص محل المقابلة. ويقصد بثبات الأداة " الاتساق الداخلي بين عباراتها " ولهذا الثبات جانبان:

استقرار المقياس كأن يتم الحصول على نفس النتائج إذا قيست الفقرة مرات متتالية. والجانب الآخر للثبات هو الموضوعية أي أن يتم الحصول على ذات الدرجة بصرف النظر عن الشخص الذي يطبق الاختبار أو الذي صممه، وحتى يتمتع المقياس بالثبات فإن الحد الأدنى لقيمة معامل الارتباط Chronbach's Alpha يجب ألا تقل عن (0.70).

ويوضح الجدول التالي نتائج التحليل لمعامل Chronbach's Alpha لفقرات كل محور من محاور الاستبيان، بالإضافة إلى المعامل الكلي للاستبيان.

الترتيب	قيمة معامل ألفا كرونباخ	تسلسل الفقرات	المحور
2	0.79	من 1 إلى 10	البنية التشريعية
3	0.75	من 11 إلى 17	البنية التنظيمية

الترتيب	قيمة معامل ألفا كرونباخ	تسلسل الفقرات	المحور
4	0.71	من 18 إلى 23	نظام الرقابة الالكتروني
1	0.87	من 24 إلى 32	الإفصاح
--	0.81	من 1 إلى 32	الاستبيان

الجدول رقم (6) نتائج اختبار Chronbach's Alpha لفقرات الاستبيان

وبعد التأكد من صدق وثبات أداتي البحث تم توزيع الاستبانة من قبل الباحث على عينة البحث، وبلغ عدد الاستبانات الموزعة /100/ استبانة تم إيصالها من قبل الباحث إلى الأشخاص الذين لهم صلة مباشرة بموضوع البحث، وقد أوضح الباحث أهمية البحث وشرح فقرات الاستبانة وأجاب عن جميع الاستفسارات المتعلقة بها. وقد تم استرجاع /89/ استبانة أي بنسبة استجابة بلغت (89%) ووجد الباحث ضرورة استبعاد (5) استبانات لعدم اكتمال إجاباتها أو لوضع إجابة المحايد لكل الفقرات، وبذلك أصبح إجمالي الاستبانات المقبولة للتحليل /84/ استبانة أي مانسبته (84%)، منها /43/ استبانة تعود للجهات الحكومية و /41/ استبانة للجهات الخاصة لقطاع الأوراق المالية السوري.

كما أجرى الباحث /25/ مقابلة مع مديري مديريات ورؤساء دوائر في كل من الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية السوري، كما قام بإجراء /10/ مقابلات مع مستثمرين في قطاع الأوراق المالية السوري، وذلك من نفس أفراد العينة المدروسة للمساعدة في فهم النتائج التي سيتوصل إليها الباحث بعد تفرغ الاستبانات واستخلاص النتائج.

3-1-2 الأساليب الإحصائية المستخدمة:

تم الاعتماد على الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS في تحليل البيانات التي تم جمعها، كما تم استخدام عدد من المقاييس الإحصائية الوصفية والاختبارات التي تخدم أهداف البحث، وأهم هذه المقاييس والاختبارات:

1. اختبار Chronbach's Alpha: لقياس درجة الاتساق الداخلي لأسئلة الاستبيان، حيث تم احتساب المعامل لكل عنصر من عناصر العملية الرقابية على حدى ولجميع هذه العناصر مجتمعة (جميع أسئلة الاستبيان) كما هو موضح سابقاً.

2. مقاييس النزعة المركزية: حيث تم اختبار أشهر مقاييس النزعة المركزية وهو الوسط الحسابي.
 3. مقاييس التشتت: كما تم استخدام مقياس الانحراف المعياري بصفته أكثر مقاييس التشتت استخداماً.

4. اختبارات (Independent Sample T-test): لاختبار فرضية البحث. وذلك بهدف التعرف عما إذا كانت هناك فروق معنوية ذات دلالة إحصائية بين وجهتي نظر الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية، حول تقييم الدور الرقابي للهيئة.

3-1-3 عرض نتائج الاستبيان وتحليلها:

❖ تحليل خصائص عينة البحث:

التوزيع حسب جهة قطاع الأوراق المالية:

توزعت عينة البحث على كل من الجهات الحكومية والخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية وفق النسب التالية:

الجهة	العدد	النسبة المئوية
حكومية	43	51%
خاصة	41	49%
المجموع	84	100%

الجدول رقم (7) نسبة الجهات المدروسة في العينة

التوزيع حسب الجنس:

بلغت نسبة الذكور في العينة المدروسة (43%) بواقع 36/ مفردة من أصل 84/ مقابل (57%) للإناث بواقع 48/.

الجنس	العدد	النسبة المئوية
ذكر	36	43%
أنثى	48	57%
المجموع	84	100%

الجدول رقم (8) نسبة الجنسين في العينة

وكان توزيع الذكور والإناث وفق جهة قطاع الأوراق المالية على الشكل التالي:

النسبة المئوية	العدد	الجنس	الجهة
37%	16	ذكر	حكومية
63%	27	أنثى	
100%	43	المجموع	
49%	20	ذكر	خاصة
51%	21	أنثى	
100%	41	المجموع	

الجدول رقم (9) نسبة الجنسين في العينة موزعين حسب الجهة

التوزيع حسب العمر:

جاءت غالبية عينة البحث في الشريحة العمرية من 25 إلى 35 سنة بنسبة (65%) وحلت بعدها الشريحة العمرية الأقل من 25 سنة بنسبة (23%)، وتساوت الشريحتين الأكبر بنسبة (6%) لكل منهما. وهذا ما يعكس صغر متوسط أعمار العاملين والمهتمين في قطاع الأوراق المالية السوري.

النسبة المئوية	العدد	العمر
23%	19	أقل من 25 سنة
65%	55	25-35 سنة
6%	5	36-44 سنة
6%	5	45 سنة فأكثر
100%	84	المجموع

الجدول رقم (10) مستويات أعمار العينة

وكان توزيع الفئات العمرية وفق جهة قطاع الأوراق المالية على الشكل التالي:

النسبة المئوية	العدد	العمر	الجهة
19%	8	أقل من 25 سنة	حكومية
77%	33	25-35 سنة	
4%	2	36-44 سنة	

النسبة المئوية	العدد	العمر	الجهة
0%	0	45 سنة فأكثر	
100%	43	المجموع	
27%	11	أقل من 25 سنة	خاصة
54%	22	25-35 سنة	
7%	3	36-44 سنة	
12%	5	45 سنة فأكثر	
100%	41	المجموع	

الجدول رقم (11) مستويات أعمار العينة موزعين حسب الجهة

يلاحظ أن الشريحة العمرية الأكبر (45 سنة فأكثر) اقتصر على الجهات الخاصة لقطاع الأوراق المالية السوري، وبشكل عام فقد كانت متوسطات الأعمار الأكبر في الجهات الخاصة أعلى منها في الجهات الحكومية، ويعود ذلك إلى كون الجهات الخاصة تشمل المستثمرين في قطاع الأوراق المالية وهم عادة ما يكونون من أصحاب الشرائح العمرية المرتفعة.

التوزع حسب المؤهل العلمي:

كانت غالبية عينة البحث من حملة شهادة الإجازة، حيث استحوذت هذه الشريحة العلمية على (54%)، تليها شريحة حملة الماجستير بنسبة (36%)، ومن ثم الدكتوراه بنسبة (7%)، ثم الشهادات الأدنى بنسبة (3%) فقط.

أي أن النسبة الأكبر من العينة المدروسة كانت من أصحاب الشهادات العليا وهذا ما يعكس ارتفاع مستوى التأهيل العلمي للعاملين والمهتمين في قطاع الأوراق المالية السوري.

النسبة المئوية	العدد	المؤهل العلمي
7%	6	دكتوراه
35%	29	ماجستير
52%	44	إجازة
6%	5	غير ذلك
100%	84	المجموع

الجدول رقم (12) توزع العينة حسب المؤهل العلمي

وكان توزيع الفئات العلمية وفق جهة قطاع الأوراق المالية على الشكل التالي:

النسبة المئوية	العدد	المؤهل العلمي	الجهة
7%	3	دكتوراه	حكومية
47%	20	ماجستير	
39%	17	إجازة	
7%	3	غير ذلك	
100%	43	المجموع	
7%	3	دكتوراه	خاصة
22%	9	ماجستير	
66%	27	إجازة	
5%	2	غير ذلك	
100%	41	المجموع	

الجدول رقم (13) العينة حسب المؤهل العلمي والجهة

❖ التحليل الوصفي لعناصر البحث (عناصر الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية):

تبين الجداول التالية التحليل الوصفي لكل فقرة من فقرات الاستبانة على حدى ولكل عنصر من عناصر البحث. وتشمل هذه الجداول المتوسطات الحسابية لإجابات المبحوثين والانحرافات المعيارية ودرجة الموافقة حسب جهتي قطاع الأوراق المالية الحكومية والخاصة.

أولاً: البنية التشريعية:

الرقم	محتوى الفقرة	الجهات الحكومية			الجهات الخاصة		
		المتوسط	درجة الموافقة	الانحراف المعياري	المتوسط	درجة الموافقة	الانحراف المعياري
1	يساهم قانون الشركات في تحديد أسس ضبط ورقابة قطاع الأوراق المالية.	3.90	موافق	0.68	3.87	موافق	0.74
2	تلعب القوانين الخاصة بنوع النشاط الذي تمارسه الشركة (قانون المصارف، قانون التأمين، ..) دوراً هاماً في تنظيم قطاع الأوراق المالية.	4.00	موافق	0.30	3.87	موافق	0.71

الرقم	محتوى الفقرة	الجهات الحكومية			الجهات الخاصة		
		المتوسط	درجة الموافقة	الانحراف المعياري	المتوسط	درجة الموافقة	الانحراف المعياري
3	يعتبر القانون الخاص بإحداث هيئة الأوراق المالية وتنظيم عملها، مصدر الثقة بقطاع الأوراق المالية.	3.86	موافق	0.55	3.87	موافق	0.64
4	تساهم الأنظمة والقرارات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية في رفع مستوى الوعي لدى جمهور المتعاملين بالأوراق المالية.	3.90	موافق	0.60	3.68	موافق	0.72
5	تتكامل الأنظمة الصادرة عن سوق الأوراق المالية مع تلك الصادرة عن هيئة الأوراق المالية.	4.27	موافق	0.70	3.82	موافق	0.80
6	تساهم أحكام وشروط الإدراج والعضوية في سوق الأوراق المالية في رفع كفاءة الشركات المدرجة.	4.20	موافق	0.74	3.87	موافق	0.71
7	تؤدي الأنظمة والقرارات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية إلى عرض الحقائق حول نتائج أعمال الجهات الخاضعة لرقابتها.	4.04	موافق	0.65	2.82	محايد	0.91
8	تؤدي الأنظمة والقرارات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية إلى معاملة جميع المستثمرين في الأوراق المالية بشكل عادل ومتساوٍ.	4.06	موافق	0.63	3.75	موافق	0.79
9	تساهم الأنظمة والقرارات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية في رفع كفاءة مهنة مفتشي الحسابات.	4.06	موافق	0.59	3.56	موافق	0.77
10	تتضارب الأنظمة والقرارات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية مع تلك الصادرة عن الجهات الرقابية الأخرى المشرفة على القطاع المالي.	2.93	محايد	0.79	2.70	محايد	0.74

الرقم	محتوى الفقرة	الجهات الحكومية			الجهات الخاصة		
		المتوسط	درجة الموافقة	الانحراف المعياري	المتوسط	درجة الموافقة	الانحراف المعياري
	الدرجة الكلية	3.92	موافق	0.27	3.58	موافق	0.35

الجدول رقم (14) التحليل الوصفي لعنصر البنية التشريعية

نلاحظ من الجدول السابق مايلي:

1. تتفق الجهات الحكومية والخاصة على أهمية تسع فقرات من أصل عشر من الفقرات الخاصة بالبنية التشريعية لقطاع الأوراق المالية السوري.
2. تختلف وجهة نظر الجهات الحكومية مع وجهة نظر الجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية السوري حول أهمية الفقرة السابعة من فقرات الاستبانة، وهي الفقرة الخاصة بدور الأنظمة والقرارات الصادرة عن الهيئة في عرض الحقائق حول نتائج أعمال الجهات الخاضعة لرقابتها. أي أن الجهات الخاصة كانت أقل ثقة تجاه الدور الذي تلعبه هذه الأنظمة والقرارات في عرض النتائج الحقيقية للشركات والجهات التي تقع تحت إشراف الهيئة.
3. ترتفع درجة الثقة لدى كل من الجهات الحكومية والخاصة بالنسبة للفقرة الأولى من الاستبانة والتي تنص على (يساهم قانون الشركات في تحديد أسس ضبط ورقابة قطاع الأوراق المالية) الأمر الذي يدل على ثقة جميع المشاركين في قطاع الأوراق المالية السوري سواء من الجهات الحكومية أو من القطاع الخاص بأهمية الدور الذي يلعبه قانون الشركات في ضبط ورقابة القطاع. وهذا ما يتوافق مع النتائج /6/ ، 10/ من دراسة (أبو الوفا، 2006) التي أكدت على أهمية مساهمة قانون الشركات التجارية وقانون العقوبات المقارن في الحد من حالات التلاعب والغش داخل الأسواق المالية.
4. انفقت الجهات الحكومية مع الخاصة بشكل إيجابي حول مساهمة الأنظمة والقرارات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية في رفع كفاءة مهنة مفتشي الحسابات /الفقرة 9/. وهذا ما يختلف مع ما جاء به (أونور، 2011) من عدم وجود تشريعات في بعض الدول العربية بخصوص الشروط الواجب توافرها في مدققي الحسابات، وعدم توفر الحماية اللازمة لهم لإبداء آرائهم عن أوضاع الشركات بكل حيادية واستقلالية، وبالتالي عدم المساهمة تشريعياً في رفع كفاءة مهنة مفتشي الحسابات.

5. ترتفع درجة الثقة لدى كل من الجهات الحكومية والخاصة بالنسبة لجميع فترات البنية التشريعية ماعدا الفقرة العاشرة التي تنص على (تتضارب الأنظمة والقرارات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية مع تلك الصادرة عن الجهات الرقابية الأخرى المشرفة على القطاع المالي)، ويُعد الانخفاض في حجم الموافقة بالنسبة لهذه الفقرة بالذات مؤشراً إيجابياً تجاه دور الهيئة التشريعي، حيث أن دلالة الانخفاض هنا تعني ثقة أكبر في عدم التضارب بين أنظمة وقرارات الهيئة وأنظمة وقرارات الجهات الرقابية الأخرى. وهذا يدل على أن الجهات الحكومية راضية إلى حد ما عن درجة التنسيق فيما بينها.

6. جاءت الفقرة الخامسة التي تتحدث عن (تكامل الأنظمة الصادرة عن إدارة السوق مع تلك الصادرة عن هيئة الأوراق المالية) بالمرتبة الأولى من حيث الأهمية بالنسبة للجهات الحكومية بمتوسط بلغ 4.27 وانحراف معياري 0.70، الأمر الذي يشير مرةً أخرى إلى ثقة الجهات الحكومية بتكامل أنظمتها فيما بينها.

وعلى الرغم من ارتفاع ثقة الجهات الخاصة بهذه الفقرة أيضاً، إلا أن متوسط الإجابات بالنسبة لهذه الجهات كان أقل من الحكومية حيث بلغ 3.82 بانحراف معياري أكبر 0.80.

7. جاءت الفقرة الثالثة التي تتحدث عن أن (قانون إحداث الهيئة وتنظيم عملها يعتبر مصدر الثقة بقطاع الأوراق المالية) في المرتبة الأولى بالنسبة للجهات الخاصة بمتوسط بلغ 3.78 وانحراف معياري 0.64 بفارق ضئيل جداً عن متوسط إجابات الجهات الحكومية التي ارتفعت درجة موافقتها على هذه الفقرة أيضاً.

الأمر الذي يدل على أن لقانون إحداث الهيئة أثراً جيداً في رفع الثقة تجاه قطاع الأوراق المالية السوري. وهذا ما يتوافق مع ما توصل إليه (الحميدة، 2006) من أن التشريع الموحد القاضي بإحداث هيئة سوق المال والذي يحدد اختصاصاتها، سيضمن تناسق الأحكام المنظمة للسوق وسيحول دون تشتت قواعدها، الأمر الذي سيؤدي لرفع الثقة لدى المتعاملين في السوق.

8. اتفقت الجهات الحكومية مع الجهات الخاصة بدرجة ثقة مرتفعة حول أهمية الدور التشريعي لهيئة الأوراق المالية السورية، حيث جاءت نتيجة الموافقة الكلية لهذا المحور مرتفعة لدى كل من الجهتين. إلا أنها كانت لدى الجهات الحكومية أعلى منها لدى الجهات الخاصة. وهذا يعود إلى أن الجانب التشريعي يعتبر من صلب عمل الجهات الحكومية من حيث وضع التشريعات وتطويرها والإشراف على تنفيذها.

ثانياً: البنية التنظيمية:

الرقم	محتوى الفقرة	الجهات الحكومية			الجهات الخاصة		
		المتوسط	درجة الموافقة	الانحراف المعياري	المتوسط	درجة الموافقة	الانحراف المعياري
11	يمارس مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية دوره في تطوير قطاع الأوراق المالية.	3.83	موافق	0.57	3.09	محايد	1.11
12	يمارس مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية دوره في إعداد التشريعات والأنظمة المتعلقة بقطاع الأوراق المالية.	4.23	موافق	0.42	3.68	موافق	0.64
13	يمارس مجلس إدارة سوق الأوراق المالية دوره في حماية مصالح المستثمرين والمتعاملين في الأوراق المالية.	4.04	موافق	0.65	2.78	محايد	0.41
14	يتكامل عمل مجلس إدارة سوق الأوراق المالية مع عمل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.	3.97	موافق	0.59	3.97	موافق	0.61
15	تتعاون المديرية والدوائر المختصة في كل من الهيئة والسوق فيما بينها أثناء ممارسة العمل.	3.53	موافق	0.95	3.29	محايد	0.67
16	يؤدي وجود دوائر متشابهة من حيث الوظيفة في كل من الهيئة والسوق إلى ازدواجية في العمل.	3.16	محايد	0.94	3.92	موافق	0.78
17	يعتبر التعامل مع سوق الأوراق المالية أكثر مرونة من التعامل مع هيئة الأوراق المالية.	3.32	محايد	1.06	3.12	محايد	0.97
	الدرجة الكلية	3.73	موافق	0.34	3.41	محايد	0.34

الجدول رقم (15) التحليل الوصفي لعنصر البنية التنظيمية

نلاحظ من الجدول السابق مايلي:

1. تتفق الجهات الحكومية والخاصة على أهمية ثلاث فقرات فقط من أصل سبع من الفقرات الخاصة بالبنية التنظيمية لقطاع الأوراق المالية السوري.
2. تختلف وجهة نظر الجهات الحكومية مع وجهة نظر الجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية السوري حول أهمية الفقرات (11،13،15،16) من فقرات الاستبانة. حيث كانت ثقة الجهات الخاصة أضعف تجاه الدور الذي يلعبه مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية في تطوير قطاع الأوراق المالية /الفقرة 11/ بينما ارتفعت هذه الثقة لدى الجهات الحكومية. كما انخفضت ثقة الجهات الخاصة بشكل أكبر بالنسبة لتقييم دور مجلس إدارة سوق الأوراق المالية في حماية مصالح المستثمرين في الأوراق المالية /الفقرة 13/، مقارنة مع ارتفاع الثقة لدى الجهات الحكومية بدور هذا المجلس. واختلفت الآراء أيضاً بالنسبة للتعاون بين مديريات ودوائر الهيئة والسوق /الفقرة 15/، حيث ارتفعت درجة الثقة لدى الجهات الحكومية وانخفضت لدى الجهات الخاصة. أما بالنسبة للحكم على ازدواجية العمل لدى كل من الهيئة وسوق الأوراق المالية نتيجة وجود دوائر متشابهة من حيث الوظيفة في كل منهما /الفقرة 16/، فقد وافقت الجهات الخاصة على وجود مثل هذه الازدواجية، بينما انخفضت درجة الموافقة لدى الجهات الحكومية. ويعد الاختلاف بالنسبة للفقرات الأربع المذكورة مؤشراً على ارتفاع ثقة الجهات الحكومية بالهيكل التنظيمية لكل من الهيئة والسوق، مقابل انخفاض هذه الثقة لدى الجهات الخاصة. وبذلك تتفق وجهة نظر القطاع الخاص مع ما توصل إليه (أونور، 2009) في دراسته لخصائص أسواق الأسهم العربية من ضعف الإطار التنظيمي لبعض الأسواق العربية، وما يتبع ذلك من توفر الفرص أمام المتعاملين في أسواق الأوراق المالية لدفع الأسعار وفق مواقعهم من السوق (Short or Long Positions) لتحقيق أرباح في كلا الحالتين والتسبب في عدم استقرار السوق المالية.
3. انخفضت درجة الثقة لدى كل من الجهات الحكومية والخاصة إلى المستوى المتوسط بالنسبة للمرونة المتوقعة لدى التعامل مع سوق الأوراق المالية أكثر من التعامل مع إدارة الهيئة /الفقرة 17/، وهذا يشير إلى أن الجهات الخاصة والحكومية على حد سواء ترى في التعامل مع إدارتي كل من الهيئة والسوق نفس المزايا ونفس العيوب.

4. ارتفعت درجة الثقة لدى كل من الجهات الحكومية والخاصة في تقييم دور مجلس مفوضي الهيئة في إعداد الأنظمة الخاصة بقطاع الأوراق المالية /الفقرة 12/، الأمر الذي يدل على ارتفاع الثقة لدى جميع مكونات قطاع الأوراق المالية السوري بدور المجلس التشريعي. بينما لاحظنا انخفاض الثقة لدى الجهات الخاصة بدور المجلس التخطيطي والاستراتيجي المتعلق بتطوير قطاع الأوراق المالية /الفقرة 11/.

5. ومن حيث ترتيب الأهمية، فقد جاءت الفقرة /12/ التي تتحدث عن (دور مجلس مفوضي الهيئة في إعداد التشريعات والأنظمة المتعلقة بقطاع الأوراق المالية) بالمرتبة الأولى بالنسبة للجهات الحكومية بمتوسط بلغ 4.23 وانحراف معياري 0.42، وهذا يتفق مع النتيجة النهائية للمحور السابق / البنية التشريعية / حيث لاحظنا ارتفاع درجة ثقة الجهات الحكومية بدور الهيئة التشريعي بالمجمل. وقد ارتفعت درجة الثقة أيضاً لدى الجهات الخاصة بدور مجلس المفوضين التشريعي ولكن بمتوسط إجابات أقل بلغ 3.68 وانحراف معياري أكبر بلغ 0.64.

6. جاءت الفقرة /14/ التي تتحدث عن (تكامل عمل مجلس إدارة سوق الأوراق المالية مع عمل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية) في المرتبة الأولى بالنسبة للجهات الخاصة بمتوسط بلغ 3.97 وانحراف معياري 0.61 بالتوافق مع متوسط إجابات الجهات الحكومية التي جاء متوسطها 3.97 أيضاً ولكن بانحراف معياري قدره 0.59. الأمر الذي يدل على ارتفاع الثقة لدى الجهات الحكومية والخاصة بالتعاون القائم بين مجلس مفوضي الهيئة ومجلس إدارة السوق، وبالتالي نجاح كل من المجلسين في إعطاء هذه الصورة عن التعاون القائم بينهما. وهذا ما يختلف مع ما توصل إليه (أونور، 2011) من أنّ تداخل الأدوار بين العمل التشريعي لهيئة سوق المال المعيّنة من قبل الحكومة، وبين العمل التنفيذي الذي تقوم به إدارة سوق المال (البورصة)، يُعتبر من أهم المعوقات التي تواجه أسواق الأسهم العربية وتُقلل من شفافيتها.

7. لم تتفق الجهات الحكومية مع الخاصة حول أهمية الدور التنظيمي لهيئة الأوراق المالية السورية، حيث جاءت نتيجة الموافقة الكلية لهذا المحور مرتفعة لدى الجهات الحكومية ومتوسطة لدى الجهات الخاصة. وهذا يعود لاختلاف الهياكل التنظيمية وطرق العمل المتبعة في كل من الجهتين، وبالتالي اختلاف حكم كل منهما على درجة نجاح البنية التنظيمية للهيئة.

ثالثاً: نظام الرقابة الالكتروني / الرقابة على عمليات التداول:

الرقم	محتوى الفقرة	الجهات الحكومية			الجهات الخاصة		
		المتوسط	درجة الموافقة	الانحراف المعياري	المتوسط	درجة الموافقة	الانحراف المعياري
18	يمكن الوثوق بالسجلات الالكترونية لمركز المقاصة والحفظ المركزي.	4.30	موافق	0.63	2.78	محايد	0.93
19	تحد أنظمة التداول الالكترونية من ظهور أخطاء أثناء عملية نقل ملكية الأسهم.	4.20	موافق	0.74	2.95	محايد	0.92
20	تفتح أنظمة التداول الالكترونية المجال أمام المزيد من التلاعب.	2.23	غير موافق	0.92	4.21	موافق	0.79
21	يمكن الوثوق بأنظمة الرقابة الالكترونية في ضبط عمليات التلاعب.	4.32	موافق	0.47	3.41	محايد	1.00
22	تستطيع أنظمة الرقابة الالكترونية الإحاطة بجميع الاستراتيجيات المعروفة للتلاعب.	4.44	موافق	0.50	2.04	غير موافق	0.44
23	تلعب أنظمة الرقابة الالكترونية دوراً هاماً في رفع درجة كفاءة سوق الأوراق المالية.	4.13	موافق	0.46	2.07	غير موافق	0.78
	الدرجة الكلية	3.94	موافق	0.30	2.91	محايد	0.38

الجدول رقم (16) التحليل الوصفي لعنصر نظام الرقابة الالكتروني

نلاحظ من الجدول السابق مايلي:

1. لا تتفق الجهات الحكومية مع الخاصة بالنسبة لأهمية جميع الفقرات الخاصة بنظام الرقابة الالكتروني.
2. ارتفعت درجة الثقة لدى الجهات الحكومية بالنسبة للفقرات (18،19،21،22،23) من فقرات الاستبانة، ما يدل على ثقة هذه الجهات بالبنية الالكترونية الخاصة بعمليات التداول والتقاص والتسوية والرقابة الالكترونية على التداول. وحتى بالنسبة لفقرة (20) من الاستبانة التي انخفضت

بها ثقة الجهات الحكومية، فإن هذا الانخفاض يعني أن هذه الجهات لا ترى في البنية الالكترونية الناضجة لعمليات التداول سبباً للمزيد من حالات التلاعب.

وهذا ما يختلف تماماً مع النتيجة التي توصل إليها (أبو الوفاء، 2006) عندما تناول في دراسته جريمة الغش في تداول الأسهم واستنتج أن ظاهرة الغش والخداع في التعامل، قد ساعد على انتشارها التقدم الواسع في التكنولوجيا الحديثة، مما أمدّ مرتكبي الغش بإمكانيات واسعة لارتكاب العديد من الجرائم.

3. أما بالنسبة للجهات الخاصة فإن درجة الثقة لديها سجلت مستوىً متوسطاً بالنسبة للفقرات (18،19،21)، الأمر الذي يدل على عدم ثقة إلى حد ما بالنسبة لدقة البيانات والسجلات الالكترونية الخاصة بعمليات التداول والمعمول بها في سوق الأوراق المالية السورية.

كما أن درجة الثقة لدى هذه الجهات انخفضت بشكل أكبر بالنسبة للفقرات الخاصة بأنظمة الرقابة على عمليات التداول. وما أكد على هذا الانخفاض هو ارتفاع درجة الثقة بالنسبة للفقرة رقم (20) الأمر الذي يعكس تخوف الجهات الخاصة من أن أنظمة التداول الالكترونية تفتح الباب أمام المزيد من حالات التلاعب. وهذا ما يتفق مع النتيجة التي توصل إليها (أبو الوفاء، 2006) والمذكورة أعلاه.

4. جاءت الفقرة رقم /22/ التي تتحدث عن (قدرة أنظمة الرقابة الالكترونية على الإحاطة بجميع الاستراتيجيات المعروفة للتلاعب) في المرتبة الأولى من حيث الأهمية بالنسبة للجهات الحكومية بمتوسط 4.44 وانحراف معياري 0.50، الأمر الذي يشير إلى ثقة هذه الجهات في القدرة الفنية لهذه الأنظمة.

إلا أن هذه الفقرة نفسها قد جاءت بالمرتبة الأخيرة من حيث الأهمية بالنسبة للجهات الخاصة، وهذا ما يعكس شدة الاختلاف بين الجهتين بالنسبة لمحور الرقابة الالكترونية تحديداً.

5. لم تتفق الجهات الحكومية مع الجهات الخاصة حول أهمية نظام الرقابة الالكتروني المعمول به لدى هيئة الأوراق المالية السورية، حيث جاءت نتيجة الموافقة الكلية لهذا المحور مرتفعة لدى الجهات الحكومية ومتوسطة لدى الجهات الخاصة. وهذا يشير بوضوح إلى اهتزاز ثقة الجهات الخاصة بالبنية الالكترونية المرتبطة بعمليات التداول.

رابعاً: الإفصاح:

الرقم	محتوى الفقرة	الجهات الحكومية			الجهات الخاصة		
		المتوسط	درجة الموافقة	الانحراف المعياري	المتوسط	درجة الموافقة	الانحراف المعياري
24	تلعب هيئة الأوراق المالية دوراً هاماً في طرح وترويج مفهوم الإفصاح.	4.25	موافق	0.53	4.09	موافق	0.70
25	يعتبر التوسع في الإفصاح مؤشراً على نجاح الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية.	4.30	موافق	0.46	4.07	موافق	0.60
26	تلتزم الجهات الخاضعة لإشراف الهيئة بمتطلبات الإفصاح المطلوبة منها.	3.30	محايد	0.80	3.73	موافق	0.67
27	يتم الإفصاح ضمن المهل القانونية المطلوبة.	2.79	محايد	0.67	3.31	محايد	0.84
28	تفصح سوق الأوراق المالية عن كافة معلومات التداول الضرورية.	4.13	موافق	0.67	3.21	محايد	0.57
29	تفصح سوق الأوراق المالية عن البيانات المالية الخاصة بها ضمن المهل القانونية.	3.76	موافق	0.81	3.97	موافق	0.72
30	تساهم الإفصاحات المنشورة على موقعي الهيئة والسوق الالكترونيين في تكوين القرار الاستثماري للمتعاملين في سوق الأوراق المالية.	4.00	موافق	0.69	3.26	محايد	0.74
31	يؤدي نشر الإفصاحات المالية والطائرة على موقعي الهيئة والسوق الالكترونيين إلى توزيع عادل للمعلومات بين جميع المتعاملين في السوق.	4.25	موافق	0.62	3.39	محايد	0.92
32	يتمتع قطاع الأوراق المالية السوري بالشفافية.	3.40	محايد	0.66	2.95	محايد	0.70
	الدرجة الكلية	3.80	موافق	0.38	3.60	موافق	0.29

نلاحظ من الجدول السابق مايلي:

1. لا تتفق الجهات الحكومية مع الخاصة بالنسبة لأهمية أربع فقرات من الفقرات الخاصة بمحور الإفصاح.
2. ارتفعت درجة الثقة لدى الجهات الحكومية بالنسبة للفقرات (24،25،28،29،30،31) من فقرات الاستبانة، وهي الفقرات الخاصة بالدور الذي ساهم فيه وجود هيئة الأوراق المالية السورية في تأسيس وترويج مفهوم الإفصاح من جهة، كما تعكس هذه الفقرات من جهة أخرى أهمية المعلومات التي تقوم إدارة السوق بالإفصاح عنها تحت إشراف هيئة الأوراق المالية. وقد توصل إلى نتيجة مشابهة (عوض الله، 2006) عندما أكد على ضرورة إنشاء هيئة سوق المال (داخل الكويت) لتتولى مسؤوليات واختصاصات العمل الرقابي والإشرافي ولا سيما تطوير عمليات الإفصاح الملزمة عن المعلومات الأساسية على ضوء المعايير الدولية.
3. انخفضت درجة الثقة إلى المستوى المتوسط لدى الجهات الحكومية بالنسبة للفقرات (26،27،32) من فقرات الاستبانة، وهي الفقرات التي تقيس رأي هذه الجهات بالالتزامات القانونية والزمنية الخاصة بإفصاحات الجهات الخاضعة لإشراف الهيئة، وهذا ما يعكس رأي الجهات الحكومية في أن هذه الالتزامات غير معمول بها سواء من حيث المتطلبات أو من حيث المهل القانونية، وهذا ما أكدته درجة الثقة المتوسطة في الفقرة /32/ التي تقيس وجهة نظر الجهات المدروسة تجاه شفافية قطاع الأوراق المالية السوري عموماً. الأمر الذي يعود لحدائثة التجربة السورية تجاه العمل بمفهوم الإفصاح ومتطلباته ضمن قطاع الأعمال عموماً وقطاع الأوراق المالية بشكل خاص.
4. أما بالنسبة للجهات الخاصة فقد ارتفعت درجة الثقة لديها بالنسبة للفقرات (24،25،26،29) أي أنها لم تختلف عن رأي الجهات الحكومية إلا بالنسبة للفقرة /26/ حيث رأت الجهات الخاصة أنها كجهات خاضعة لإشراف هيئة الأوراق المالية تلتزم بمتطلبات الإفصاح المطلوبة منها، بينما لم تتفق الجهات الحكومية بهذا الالتزام. وهذا يدل على وجود ثغرة بين الجهتين حول مفهوم الالتزام بمتطلبات الإفصاح وكيف يمكن الحكم على جهة ما بأنها ملتزمة أو غير ملتزمة.
5. جاءت الفقرة رقم /25/ التي تتحدث عن (أن التوسع الحاصل في عملية الإفصاح ضمن قطاع الأوراق المالية السوري هو دليل على نجاح الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية) في المرتبة الأولى من حيث الأهمية بالنسبة للجهات الحكومية بمتوسط 4.30 وانحراف معياري 0.46، الأمر الذي

يشير إلى ثقة هذه الجهات في أن عملية الإفصاح تسير قدماً نحو التوسع والانتشار ضمن قطاع الأوراق المالية السوري وأن هذا التوسع يعود للدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية السورية.

هذا ما يختلف مع النتائج التي توصل إليها (عوض الله، 2006) التي تحدثت عن ضعف الجوانب الإدارية والمؤسسية في السوق المالي الكويتي، وضعف أنظمة الرقابة على الشفافية والإفصاح في السوق، وضعف وقصور إجراءات حماية صغار المستثمرين من التلاعب في التداول.

6. جاءت الفقرة رقم /24/ التي تتحدث عن (دور الهيئة في طرح وترويج مفهوم الإفصاح ضمن قطاع الأوراق المالية السوري) في المرتبة الأولى من حيث الأهمية بالنسبة للجهات الخاصة بمتوسط 4.09 وانحراف معياري 0.70، الأمر الذي يدل على اتفاق الجهات الخاصة على أهمية دور الهيئة في طرح وترويج مفهوم الإفصاح الذي لم يكن معروفاً أو معمولاً به قبل وجود هذه الهيئة.

7. اتفقت الجهات الحكومية والخاصة بدرجة ثقة متوسطة حول شفافية قطاع الأوراق المالية السوري، وكانت درجة الثقة أقل لدى الجهات الخاصة.

وبذلك فإن رأي كل من الجهات الحكومية والخاصة حول شفافية قطاع الأوراق المالية السوري يتفق مع ما جاء به (الحو، 2006) حول انعدام الحيادية والشفافية داخل قطاع الأوراق المالية المصري خاصة فيما يتصل بسندات الدولة والتعظيم الإعلامي بالنسبة لحقيقة الوضع المالي للدولة ومقدار ما عليها من ديون داخلية وخارجية، هذه المعلومات التي تمثل أهمية خاصة بالنسبة للمتعاملين مع الأوراق المالية، الذين يجب أن يتعاملوا معها وهم على بينة من أمرهم وبارادة مبرأة من العيوب.

8. اتفقت الجهات الحكومية مع الجهات الخاصة حول أهمية عملية الإفصاح التي تشرف عليها هيئة الأوراق المالية السورية، حيث جاءت نتيجة الموافقة الكلية لهذا المحور مرتفعة لدى الجهتين، وهذا يعود إلى إدراك كل من الجهتين لأهمية الإفصاح كعمود فقري للعمل داخل قطاع الأوراق المالية السوري.

المبحث الثاني

اختبار الفرضية وإجراء المقابلات وعرض النتائج والتوصيات

3-2-1 اختبار فرضية البحث:

يقوم البحث على اختبار الفرضية الرئيسية التالية:

هناك اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجهتي نظر الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية، حول تقييم الدور الرقابي لهيئة الأوراق والأسواق المالية.

تم تقسيم هذه الفرضية إلى أربع فرضيات فرعية حسب عناصر الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية، هي:

1. هناك اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجهتي نظر الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية، حول تقييم البنية التشريعية لقطاع الأوراق المالية.
2. هناك اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجهتي نظر الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية، حول تقييم البنية التنظيمية لقطاع الأوراق المالية.
3. هناك اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجهتي نظر الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية، حول تقييم الرقابة على عمليات التداول.
4. هناك اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجهتي نظر الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية، حول تقييم نظام الإفصاح.

وقد قام الباحث باستخدام اختبار (Independent Sample T – test) وذلك للتعرف فيما كانت هناك فروق معنوية ذات دلالة إحصائية بين وجهتي نظر كل من الجهات الحكومية والخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية السوري. حيث يتم رفض الفرضية الصفرية (واقبول الفرضية البديلة) إذا كانت قيمة الدلالة الإحصائية للاختبار sig أصغر من 0.05.

1) الفرضية الفرعية الأولى:

يُظهر الجدول التالي نتائج اختبار (Independent Sample T – test) لتقييم البنية التشريعية لقطاع الأوراق المالية السوري حسب اختلاف الجهات الحكومية والخاصة.

الدلالة الإحصائية	قيمة T المحسوبة	درجات الحرية	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	
0.000	4.89	82	0.27	3.92	الجهات الحكومية
			0.35	3.58	الجهات الخاصة

الجدول رقم (18) نتائج اختبار (Independent Sample T – test) لتقييم البنية التشريعية

يشير الجدول السابق إلى أن قيمة الدلالة الإحصائية للاختبار المذكور بلغت (0.000) وهي أقل من (0.05)، الأمر الذي يؤدي إلى قبول الفرضية البديلة وإثبات وجود الاختلاف بين وجهتي النظر المدروستين. وبالتالي التأكيد من وجود اختلاف ذو دلالة إحصائية بين الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية السوري حول تقييم البنية التشريعية لهذا القطاع.

(2) الفرضية الفرعية الثانية:

يُظهر الجدول التالي نتائج اختبار (Independent Sample T – test) لتقييم البنية التنظيمية لقطاع الأوراق المالية السوري حسب اختلاف الجهات الحكومية والخاصة.

الدلالة الإحصائية	قيمة T المحسوبة	درجات الحرية	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	
0.000	4.20	82	0.34	3.73	الجهات الحكومية
			0.34	3.41	الجهات الخاصة

الجدول رقم (19) نتائج اختبار (Independent Sample T – test) لتقييم البنية التنظيمية

يشير الجدول السابق إلى أن قيمة الدلالة الإحصائية للاختبار المذكور بلغت (0.000) وهي أقل من (0.05)، الأمر الذي يؤدي إلى قبول الفرضية البديلة وإثبات وجود الاختلاف بين وجهتي النظر المدروستين. أي وجود اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية السوري حول تقييم البنية التنظيمية لهذا القطاع.

(3) الفرضية الفرعية الثالثة:

يُظهر الجدول التالي نتائج اختبار (Independent Sample T – test) لتقييم الرقابة الالكترونية على عمليات التداول في سوق الأوراق المالية السوري حسب اختلاف الجهات الحكومية والخاصة.

الدلالة الإحصائية	قيمة T المحسوبة	درجات الحرية	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	
0.000	13.53	82	0.30	3.94	الجهات الحكومية
			0.38	2.91	الجهات الخاصة

الجدول رقم (20) نتائج اختبار (Independent Sample T – test) لتقييم نظام الرقابة الالكتروني

يشير الجدول السابق إلى وجود اختلاف ذو دلالة إحصائية بين الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية السوري حول تقييم الرقابة على عمليات التداول. وذلك لأن قيمة الدلالة الإحصائية للاختبار المذكور بلغت (0.000) وهي أقل من (0.05)، الأمر الذي يؤدي إلى قبول الفرضية البديلة وإثبات وجود الاختلاف بين وجهتي النظر المدروستين.

4) الفرضية الفرعية الرابعة:

يُظهر الجدول التالي نتائج اختبار (Independent Sample T – test) لتقييم نظام الإفصاح لقطاع الأوراق المالية السوري حسب اختلاف الجهات الحكومية والخاصة.

الدلالة الإحصائية	قيمة T المحسوبة	درجات الحرية	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	
0.009	2.69	82	0.38	3.80	الجهات الحكومية
			0.29	3.60	الجهات الخاصة

الجدول رقم (21) نتائج اختبار (Independent Sample T – test) لتقييم نظام الإفصاح

يشير الجدول السابق إلى وجود اختلاف ذو دلالة إحصائية بين الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية السوري حول تقييم نظام الإفصاح لقطاع الأوراق المالية السوري. وذلك لأن قيمة الدلالة الإحصائية للاختبار المذكور بلغت (0.009) وهي أقل من (0.05)، الأمر الذي يؤدي إلى قبول الفرضية البديلة وإثبات وجود الاختلاف بين وجهتي النظر المدروستين.

إن اختلاف وجهتي النظر الحكومية والخاصة حول تقييم عناصر الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية والمتمثلة في (البنية التشريعية، البنية التنظيمية، نظام الرقابة الالكتروني على عمليات التداول، الإفصاح) كما أظهره اختبار فرضيات البحث الفرعية، يؤدي بالباحث إلى قبول فرضية البحث الرئيسية التي تقول بأن هناك اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجهتي نظر الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية، حول تقييم الدور الرقابي لهيئة الأوراق والأسواق المالية.

3-2-2 إجراء المقابلات:

بين التحليل الوصفي لعناصر الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية وجود اتفاق بين وجهتي النظر الحكومية والخاصة بالنسبة لعنصري البنية التشريعية والإفصاح، ووجود اختلاف في وجهتي النظر بالنسبة لنظام الرقابة الإلكتروني والبنية التنظيمية.

إلا أن النتائج الإحصائية المستمدة من التحليل الإحصائي باستخدام الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS، أظهرت وجود اختلاف بين وجهتي النظر المدروستين بالنسبة لجميع عناصر الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية. وعلى هذا الأساس فقد تبين للباحث أن الاتفاق الظاهر في التحليل الوصفي ماهو إلا اتفاق ظاهري نفته الدراسة الإحصائية التي أثبتت أيضاً أن الاختلافات المدروسة هي اختلافات معنوية وذات دلالة إحصائية.

وفي سبيل التعمق أكثر في نتائج البحث، فقد قام الباحث بإجراء /25/ مقابلة مع مديري المديريات ورؤساء الدوائر أو الأقسام في كل من الجهات الحكومية والجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية السوري بالإضافة إلى /10/ مقابلات مع مستثمرين في قطاع الأوراق المالية السوري، وذلك من نفس أفراد العينة المدروسة للمساعدة في فهم النتائج التي أظهرتها الدراسة الإحصائية.

5) نتائج المقابلات:

❖ المقابلات مع الجهات الحكومية:

قام الباحث بإجراء /15/ مقابلة مع مسؤولي الإدارات في كل من الجهات الحكومية التالية:

- هيئة الأوراق المالية السورية.
- سوق دمشق للأوراق المالية.
- مركز المقاصة والحفظ المركزي.
- البنك المركزي (بنك التسوية).

وقد قام الباحث بعرض أهداف البحث وتوضيح بعض المفاهيم المتعلقة به، وكانت المقابلات فردية ومباشرة بين الباحث وصاحب الوظيفة، وتم خلالها تسجيل الإجابات فوراً أثناء المقابلة. وتوصل الباحث إلى النتائج التالية فيما يخص الجهات الحكومية:

6) تميل هذه الجهات إلى عدم اعتبار هيئة الأوراق المالية السورية هي الجهة المشرعة الوحيدة لقطاع الأوراق المالية السوري، وإنما يمكن اعتبارها جزءاً من بنية تشريعية أكبر على مستوى القطاع ككل، حيث اتفقت معظم هذه الجهات على كون قانون الشركات والقوانين الخاصة بنوع

النشاط (مصارف، تأمين، ...) من أهم عناصر البنية التشريعية لقطاع الأوراق المالية السوري رغم أنها لم تصدر عن هيئة الأوراق المالية.

وقد جاءت إجابات السؤال الرابع من أسئلة المقابلة لتأكيد هذا التوجّه (ما هي أهم خمسة تشريعات معمول بها لضبط قطاع الأوراق المالية السوري؟).

حيث أجاب أحد أعضاء مجلس مفوضي الهيئة عن هذا السؤال بالترتيب التالي:

1) قانون الشركات.

2) القانون /22/ (قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية).

3) القانون /55/ (قانون إنشاء سوق دمشق للأوراق المالية).

4) قوانين المصارف والتأمين.

5) نظام الإفصاح الصادر عن هيئة الأوراق المالية السورية.

وقد تطابقت هذه الإجابة مع إجابة أحد رؤساء دوائر الهيئة، ومع إجابة مسؤولين اثنين في إدارة السوق، ومسؤول في إدارة مركز المقاصة والحفظ المركزي.

7) ارتفعت ثقة الجهات الحكومية في الدور الذي يمارسه مجلس مفوضي الهيئة في تطوير قطاع الأوراق المالية السوري.

وقد جاءت إجابات السؤال التاسع من أسئلة المقابلة لتأكيد هذه الثقة (هل ترى في القرارات المتخذة من قبل مجلس مفوضي الهيئة حماية لصغار المستثمرين؟ وكيف؟).

حيث أجاب أحد رؤساء الدوائر في سوق الأوراق المالية بنعم مضيفاً أن هذا الدور يظهر بشكل واضح عندما يقوم مجلس المفوضين بتعديل بعض مشاريع الأنظمة المرفوعة إليه من قبل مجلس إدارة السوق بالشكل الذي يتوافق مع مصلحة صغار المستثمرين.

وقد توافقت هذه الإجابة مع إجابات جميع المبحوثين في هيئة الأوراق المالية، وفي مركز المقاصة والحفظ المركزي، وفي بنك التسوية.

8) تتفق الجهات الحكومية بقدرة برامج الرقابة الالكترونية على ضبط عمليات التلاعب، ففي الإجابة

عن السؤال رقم /17/ (هل يمكن برأيك ضبط حالات التلاعب في سوق الأوراق المالية؟) أجاب مسؤولو الرقابة على عمليات التداول في كل من الهيئة والسوق بـ " نعم " على هذا السؤال.

ولكن إجابة نفس المسؤولين عن السؤال رقم /18/ (هل تم الكشف فيما سبق عن حالات للتلاعب في سوق دمشق للأوراق المالية ؟ كم عددها ؟) أظهرت ارتباكاً في الإجابة، حيث تمت الإجابة بـ " نعم " لكن لم يكن هناك قدرة على تحديد هذه الحالات، وقد برر المسؤولون ذلك بسرية هذه المعلومات.

ويرى الباحث أن نشر هذه المخالفات في حال اكتشافها له دور كبير في تعزيز الثقة بهيئة الأوراق المالية وقدرتها على ضبط حالات التلاعب، وذلك أسوةً بما هو معمول به في هيئات أوراق مالية أخرى.

9) ترى الجهات الحكومية أن الجهات الخاصة الملزمة بتقديم إفصاحاتها لهيئة الأوراق المالية غالباً ما تتأخر في تقديم تلك الإفصاحات.

وظهر ذلك بشكل واضح في إجابات المسؤولين عن الإفصاح ضمن هيئة الأوراق المالية، وفي إجابات المسؤولين عن نشر البيانات ضمن سوق دمشق للأوراق المالية. وبشكل أكثر تحديداً فقد أكد المسؤولون عن متابعة الإفصاحات ضمن الهيئة على أن تأخر الجهات الخاصة يكون في الإفصاحات الطارئة، أكثر منه في الإفصاحات المالية.

10) لا ترى الجهات الحكومية أثراً واضحاً للإفصاحات والمعلومات المنشورة على موقعي

الهيئة والسوق الإلكترونيين في تكوين القرار الاستثماري لدى جمهور المتعاملين في السوق. وقد جاءت إجابات السؤال /21/ من أسئلة المقابلة لتأكيد هذه النقطة (هل ترى أن الإفصاحات المالية للشركات المساهمة تؤثر على قرارات المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية ؟). حيث أجاب جميع موظفي الهيئة والسوق والمركز وبنك التسوية بـ " لا " على هذا السؤال.

❖ المقابلات مع الجهات الخاصة:

قام الباحث بإجراء /10/ مقابلات مع موظفي الجهات الخاصة التالية:

- بعض شركات خدمات ووساطة مالية.
- بعض الشركات المساهمة العامة.
- بالإضافة إلى /10/ مقابلات مع مستثمرين في الأوراق المالية السورية.

وقد قام الباحث بعرض أهداف البحث وتوضيح بعض المفاهيم المتعلقة به، وكانت المقابلات فردية ومباشرة بين الباحث وصاحب الوظيفة أو المستثمر، وتم خلالها تسجيل الإجابات فوراً أثناء المقابلة.

وتوصل الباحث إلى النتائج التالية فيما يخص الجهات الخاصة:

11) اعتبرت هذه الجهات أن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية هي الجهة الوحيدة المسؤولة عن هذا القطاع، مفترضين قدرتها على تغيير أي من القوانين والأنظمة - بما فيها قانون الشركات - بالشكل الذي يسهل العمل داخل هذا القطاع. وهذا الرأي يختلف مع رأي الجهات الحكومية حول موقع الهيئة التشريعي ضمن قطاع الأوراق المالية. حيث كانت معظم إجابات المبحوثين من موظفي شركات الخدمات والوساطة المالية أو الشركات المساهمة العامة عبارة عن مطالبات موجهة إلى الهيئة للعمل على تعديل التشريعات وفق احتياجاتهم الخاصة، وإن كانت معظم هذه المطالبات لا تدخل ضمن اختصاص الهيئة التشريعي.

وقد بدى ذلك جلياً عند الإجابة عن السؤال السابع من المقابلة (هل ترى أن هناك نقصاً في التشريع الخاص بتنظيم أي من جوانب قطاع الأوراق المالية السوري؟ حدد ذلك؟). حيث طلب موظفو الشركات المساهمة العامة من الهيئة تعديل العديد من مواد القانون المنظمة لاجتماعات الهيئات العامة ولقواعد نشر البيانات، وهي المواد التي ينظمها أساساً قانون الشركات. ولا يمكن للهيئة في مثل هذه الحالات سوى رفع توصية بتعديل هذه المواد إذا رأت وجهةً في ذلك - حسب ما أجاب أحد مسؤولي الدائرة القانونية في الهيئة-.

12) لم تفرّق معظم الجهات الخاصة بين الأنظمة الصادرة عن هيئة الأوراق المالية وتلك الصادرة عن سوق الأوراق المالية. حيث أظهرت إجابات المبحوثين من الشركات المساهمة العامة ومن المستثمرين في الأوراق المالية عدم قدرة على التمييز بين النظام الصادر عن السوق والنظام الصادر عن الهيئة. ففي الإجابة عن السؤال الثاني من المقابلة (هل ترى أن هناك تضارباً في الأنظمة الصادرة عن مختلف الجهات الحكومية المشاركة في الإشراف على قطاع الأوراق المالية السورية؟) أجاب أحد المدراء الماليين في الشركات المساهمة العامة بأن الجهة الوحيدة المخولة لإصدار مثل هذه الأنظمة هي هيئة الأوراق المالية، وعند سؤال الباحث عن أنظمة التداول والإدراج كانت الإجابة بأنها صادرة عن الهيئة (بينما هي صادرة عن السوق). وقد تكررت مثل هذه الإجابات بالنسبة لمعظم المبحوثين من الشركات المساهمة العامة ومن المستثمرين.

13) دلت المقابلات التي أجراها الباحث، أن النسبة الأكبر من الجهات الخاصة (عدا شركات الخدمات والوساطة المالية) لا تفرّق بين نظام التداول الإلكتروني من جهة، ونظام الرقابة على عمليات التداول من جهة أخرى.

ففي الإجابة عن السؤال رقم /16/ (كيف تقوم الهيئة بمراقبة عمليات التداول الإلكتروني ؟) كانت جميع الإجابات تشترك في نقطتين:

الأولى: أنه لا يتم الكشف عن حالات التلاعب (أي عدم ثقة المبحوثين بقيام الهيئة بمثل هذا الإجراء).

الثانية: أنه وفي حال تم الكشف عن أي تلاعب فإن الموظف المسؤول عن نظام التداول الإلكتروني هو الذي يقوم بمثل هذا الكشف.

14) لا تتق الجهات الخاصة بالأنظمة الإلكترونية وقدرتها على الحد من حالات التلاعب.

ففي الإجابة عن السؤال رقم /17/ (هل يمكن برأيك ضبط حالات التلاعب في سوق الأوراق المالية ؟) اتفقت الجهات الخاصة على الإجابة بـ " لا " أو " ليس كثيراً " وذلك بالنسبة لجميع المبحوثين من داخل الشركات المساهمة العامة ومن المستثمرين في الأوراق المالية وحتى من شركات الوساطة.

ويرى الباحث أن الإجابة بـ " لا " من قبل شركات الخدمات والوساطة المالية يعتبر بادرة خطيرة جداً، لأن هذه الشركات تعتبر محور عمليات التلاعب في الأسواق المالية وبالتالي فإن ثقتها بعدم قدرة الهيئة على ضبط عمليات التلاعب تعني قدرتها بشكل أو بآخر على القيام بمثل هذه التلاعبات دون أن تقوم أي جهة بمحاسبتها.

وفي الإجابة عن السؤال /18/ (هل تم الكشف فيما سبق عن حالات للتلاعب في سوق دمشق للأوراق المالية ؟ كم عددها ؟). لم يستطع أي من المبحوثين في القطاع الخاص الإجابة على هذا السؤال.

15) لا تُعتبر البيانات الخاصة بالتداول والتي تفصح عنها إدارة سوق الأوراق المالية كافية

من وجهة نظر الجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية السوري.

ففي الإجابة عن السؤالين رقم /22/ (هل ترى أن المعلومات المنشورة على الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية السورية كافية ؟ لماذا ؟) و /23/ (هل ترى أن المعلومات المنشورة على

الموقع الالكتروني لسوق دمشق للأوراق المالية كافية ؟ لماذا ؟) اتفقت جميع الإجابات على عدم كفاية هذه المعلومات بالنسبة للموقعين الالكترونيين لكل من الهيئة والسوق. حيث أجب ضباط الامتثال في شركات الخدمات والوساطة المالية أن المعلومات المنشورة على كلا الموقعين تفتقر للتحليلات الفنية المرافقة عادة لمعلومات التداول في أي سوق مالي. كما اشتكى جميع الوسطاء من تأخر نشر الإفصاحات الطارئة، وأكدوا أنهم يعلمون عن الإفصاح الطارئ من المتعاملين في السوق قبل أن يتم نشره على الموقع الالكتروني لأي من الهيئة أو السوق.

3-2-3 النتائج والتوصيات:

(1) النتائج:

1. وجود اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجهتي النظر الحكومية والخاصة داخل قطاع الأوراق المالية السوري، حول تقييم الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية السورية.
2. لم تفرّق معظم الجهات الخاصة بين الأنظمة الصادرة عن هيئة الأوراق المالية وتلك الصادرة عن سوق الأوراق المالية.
3. اتفقت كل من الجهات الحكومية والخاصة على كون الأنظمة والقوانين هي مصدر الثقة الرئيس في قطاع الأوراق المالية السوري.
4. ارتفعت ثقة الجهات الحكومية في الدور الذي يمارسه مجلس مفوضي الهيئة في تطوير قطاع الأوراق المالية السوري، بينما انخفضت هذه الثقة لدى الجهات الخاصة وعلى رأسهم المستثمرون. وكذلك الأمر بالنسبة لدور مجلس إدارة سوق الأوراق المالية في حماية مصالح المستثمرين.
5. اعتبرت الجهات الحكومية أن التعاون بين المديرية والدوائر داخل كل من هيئة الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية هو أمر مؤكد. بينما لم ترّ الجهات الخاصة أن هذا التعاون قائم.
6. كما أن الحدود الفاصلة بين عمل دوائر الهيئة ودوائر السوق غير واضحة لدى معظم المبحوثين.
6. نجح مجلس مفوضي الهيئة ومجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية في تكوين صورة ذهنية إيجابية لدى جميع مكونات قطاع الأوراق المالية السوري حول حجم التعاون والتنسيق فيما بينهما.
7. دلّت الإجابات الخاصة بمحور (نظام الرقابة الالكتروني) بالإضافة إلى المقابلات التي أجراها الباحث، أن النسبة الأكبر من الجهات الخاصة (عدا شركات الخدمات والوساطة المالية) لا تفرّق بين نظام التداول الالكتروني من جهة، ونظام الرقابة على عمليات التداول من جهة أخرى.

8. لا تثق الجهات الخاصة بالأنظمة الالكترونية وقدرتها على الحد من حالات التلاعب.
9. أظهرت المقابلات وجود فجوة كبيرة واختلاف بين كل من الجهات الحكومية والجهات الخاصة تجاه مفهوم الإفصاح، فبينما ترى الجهات الحكومية أن الإفصاح أمر واجب التطبيق على جميع الجهات الخاضعة لإشراف الهيئة، فإن هذه الجهات نفسها - أي الخاضعة لإشراف الهيئة - تُطالب الهيئة نفسها والسوق بالمزيد من الإفصاح والشفافية.
10. إن البيانات التي تفصح عنها إدارة سوق الأوراق المالية عن عمليات التداول، غير كافية من وجهة نظر الجهات الخاصة المكونة لقطاع الأوراق المالية السوري.

(2) التوصيات:

يمكن تقسيم التوصيات حسب الجهة التي يمكن أن تستفيد من البحث وفق التالي:

(1) على مستوى قطاع الأوراق المالية السوري:

1. وضع جميع الجهات الحكومية المشاركة في تنظيم القطاع المالي السوري في صورة عمل بعضها البعض. وذلك ممكن عن طريق إقامة دورات تدريبية متبادلة ولقاءات خاصة هدفها شرح اسلوب وطريقة عمل كل جهة من هذه الجهات، خاصة كون الجهات الخاصة التي تخضع لرقابتها هي جهات مشتركة.
2. ضرورة إيجاد آلية تشاركية بين الجهات الحكومية المذكورة عند قيام أي منها بإصدار أي قرار أو تعميم أو نظام، بالشكل الذي يمنع أي تضارب بين هذه الأنظمة. وذلك ممكن عن طريق ما توفره وسائل الاتصال الحديثة من قدرة على التواصل وتبادل المعلومات (كأن يتم إنشاء موقع الكتروني مشترك يُسهل عمليات البحث في الأنظمة والقوانين الصادرة ويوضح الهدف من كل منها وطريقة تطبيقه).

(2) على مستوى هيئة الأوراق المالية السورية:

1. مشاركة الجهات الخاصة الخاضعة لإشراف الهيئة (مثل الشركات المساهمة العامة وشركات الخدمات والوساطة المالية...) في رسم السياسات العامة لهذه الهيئة. وذلك ممكن عن طريق إشراك ممثلين عن هذه الجهات في وضع الأنظمة والقرارات المنوي اتخاذها، الأمر الذي يؤدي إلى التأكد من فهم هذه الجهات لمحتوى القرار من جهة، وضمان عدم الاعتراض عليه من جهة أخرى.

2. قيام كل من الهيئة والسوق عن طريق المحاضرات التعريفية والمؤتمرات المالية بتوضيح الفرق بين الهيئة بوصفها الجهة المشرفة على كامل قطاع الأوراق المالية السوري، وبين سوق دمشق للأوراق المالية بوصفها إحدى مكونات هذا القطاع. نظراً لما لمسّه الباحث من عدم وضوح للحدود الفاصلة بين عمل المؤسستين واختلاطهما في أذهان معظم المبحوثين.

3. التأكد من عدم تكرار أو تضارب العمل بين الدوائر ذات الاختصاص المتشابه في كل من الهيئة والسوق. ويمكن التأكد من ذلك عن طريق التغذية الراجعة من الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة.

4. دعم دور مجلس مفوضي الهيئة الخاص بتطوير قطاع الأوراق المالية السوري والنظرة الاستراتيجية لهذا القطاع، وعدم اقتصار دور هذا المجلس على إعداد التشريعات وإصدار القرارات.

5. نشر العقوبات والإجراءات المتخذة بحق المخالفين على موقع الهيئة الإلكتروني، وذلك لرفع الثقة بدور هذه الهيئة تجاه ضبط وتنظيم قطاع الأوراق المالية السوري.

6. بالإضافة إلى متابعتها لالتزام الجهات الخاصة الخاضعة لإشرافها بنظام وتعليمات الإفصاح، فإن على الهيئة إظهار التزامها هي نفسها بمبدأ الإفصاح والشفافية، بالإضافة إلى متابعة التزام سوق الأوراق المالية بهذا المبدأ أيضاً.

7. القيام بدراسات خاصة بهدف وضع الهيئة في ضوء أثر الإفصاحات المالية والطارئة على حجم واتجاه التداول في سوق دمشق للأوراق المالية. وذلك للوقوف على نتائج عملية الإفصاح والتأكد من مدى تأثيرها على كفاءة السوق المالية السورية.

3) على مستوى سوق دمشق للأوراق المالية:

1. يتم التنسيق بين هيئة الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية عن طريق مندوب للهيئة ضمن مجلس إدارة السوق، وجرت العادة أن يكون هذا المندوب أحد أعضاء مجلس مفوضي الهيئة. وبهدف رفع كفاءة هذا التنسيق يوصي الباحث بأن يكون المندوب من المستوى التنفيذي ضمن الهيئة وليس من مستوى مجلس المفوضين، كونه على اتصال مباشر ومعرفة أكبر بأهم المعوقات والمشاكل التي تواجه التنسيق بين مديريات ودوائر كل من الهيئة والسوق.

2. ضرورة استخدام نظام إلكتروني متطور خاص بنشر الإفصاحات التي تقوم بها الشركات المدرجة في السوق، بحيث يتم إيقاف التداول مباشرة عند نشر أي إفصاح حتى يتسنى لجمهور

المتعاملين في السوق المالية اتخاذ قرارهم الاستثماري متأثراً بهذا الإفصاح، وألا يقتصر النشر على الموقع الإلكتروني للسوق.

4) على مستوى المستثمرين في سوق الأوراق المالية:

1. ضرورة متابعة الإفصاحات المالية والطارئة المنشورة على موقعي الهيئة والسوق الإلكترونيين والاستفادة منها عند اتخاذ القرار الاستثماري.

2. ضرورة الإطلاع على الأنظمة والقوانين الخاصة بتنظيم قطاع الأوراق المالية، حتى يتمكن المستثمر من معرفة حقوقه وواجباته تجاه كل من الهيئة والسوق وشركات الخدمات والوساطة المالية.

3. دراسة الخيارات الاستثمارية بشكل علمي عن طريق شركات الاستشارات المتخصصة المرخص لها من قبل هيئة الأوراق المالية، وعدم الانجرار خلف سياسة القطيع عند اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية.

المراجع العربية:

1. الكتب:

- التميمي، ارشد فؤاد و سلام، اسامة عزمي (2004)، الاستثمار في الأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمّان.
- الداغر، محمود محمد (2005)، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمّان.
- السيسي، صلاح الدين حسن (1998)، دراسات نظرية وتطبيقية (قضايا اقتصادية معاصرة)، مكتبة دار الآداب، الإمارات العربية المتحدة.
- الشواورة، فيصل محمود (2008)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، دار وائل، عمّان.
- العبيدي، عباس (1998)، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، دار الثقافة للنشر، عمان.
- الفاعوري، رفعت (2004)، تجارب عربية في الخصخصة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة.
- المهيلمي، عبد المجيد (2005)، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة.
- بلبع، أحمد (2000)، تاريخ الفكر الاقتصادي (الماضي صورة الحاضر) "جون كينيث كالبرث"، عالم المعرفة، الكويت.
- حداد، إلياس (2006)، القانون التجاري ط15، منشورات جامعة دمشق.
- حداد، إلياس (2009)، القانون التجاري (الأسناد التجارية)، منشورات جامعة دمشق، مركز التعليم المفتوح.
- حسين، عصام (2008)، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، عمان.

- حنفي، عبد الغفار (2000)، أسواق المال، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية.
- حنفي، عبد الغفار (2004)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية.
- حنفي، عبد الغفار (2007)، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية.
- حنفي، عبد الغفار (2005)، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية.
- خربوش، حسين علي (2003)، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمّان.
- زيدان، ليلي (1999)، الاكتتاب، الدار الدولية للنشر والتوزيع، القاهرة.
- سفر، أحمد (2006)، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، طرابلس.
- عبد الغفار، محمد (1997)، مشكلة الادخار في مصر، مكتبة زهراء الشرق، القاهرة.
- عبد الخالق، أحمد (2002)، النقود والبنوك والاقتصاد" توماس ماير، جيمس س. دوسينبري، روبرت ز.الير"، دار المريخ للنشر، الرياض.
- عطوي، فوزي (2005)، الشركات التجارية في القوانين الوضعية والشريعة الإسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت.
- فرحات، جمعة السعيد (2000)، الأداء المالي لمنظمات الأعمال (التحديات الراهنة)، دار المريخ للنشر، الرياض.
- فضلي، هشام (2004)، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية.

- قنديلجي، عامر (2008)، البحث العلمي واستخدام مصادر المعلومات التقليدية والالكترونية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان.
- محمود، أشرف (2006)، الموجز في النظرية الاقتصادية "جيمس بلاكورد"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان.
- معروف، هوشيار (2003)، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
- هندي، منير و قرياقص، رسمية (2000)، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر المحدودة، الاسكندرية.
- هندي، منير ابراهيم (1994)، الأسواق الحاضرة والمستقبلية (أسواق الأوراق المالية وأسواق الاستثمار وأسواق العقود المستقبلية)، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان.
- هندي، منير ابراهيم (1999)، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الاسكندرية.
- هندي، منير ابراهيم (1999)، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، دار المعارف، الاسكندرية.
- هندي، منير ابراهيم (1993)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية.
- ياسين، محمد يوسف (2004)، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت.

2. اطروحات الدكتوراه:

- بوكساني، رشيد (2006)، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.
- عبده، علي عبد الله (2006)، إدارة صناديق الاستثمار في الأوراق المالية من الوجهة القانونية، اطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة.

3. الرسائل:

- الأسرج، حسين (2002)، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، فرع نهبها.
- الرجاء، منصور ناصر (2008)، أثر نظام المعلومات المالي ودوره في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.
- أبو طعيمة، حسام (2008)، دور شفافية المعلومات تجاه إعادة الثقة لصغار المستثمرين في سوق الأوراق المالية السعودية (بالتطبيق على منطقة عسير)، جامعة بني سويف.
- حسن زبدة، خالد (2009)، سوق فلسطين للأوراق المالية في ظل الانتفاضة المباركة، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين.
- زرقه، دارين (2012)، دور هيئة الأوراق والأسواق المالية في الرقابة على شركات الوساطة المالية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.
- مصبيح، أحمد (2002)، الاستثمار المالي مع دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر.
- موسى، مصعب (2011)، نموذج مقترح لتسويق الإصدارات الأولية " دراسة تطبيقية على القطاع المالي في سورية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.
- يوسف، وائل (2013)، صناديق الاستثمار، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة دمشق.

4. أوراق العمل:

- الأمانة العامة لإتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، دراسة واقع قطاع الأوراق المالية العربي، أبو ظبي، تشرين الثاني، 2008.
- البربري، صالح أحمد (2006)، المضاربة والتلاعب في الأسعار في سوق الأوراق المالية، ورقة عمل، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6 آذار 2006.

- البربري، صالح أحمد (2006)، قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية، ورقة عمل، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 8 آذار 2006.
- الحلو، ماجد راغب (2006)، الرقابة الإدارية على أسواق الأوراق المالية، ورقة عمل، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 8 آذار 2006.
- الحميدة، خليفه ثامر (2006)، وسائل الإدارة في الرقابة على سوق الأوراق المالية، ورقة عمل، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 8 آذار 2006.
- السحبياني، محمد (2008)، التلاعب في الأسواق المالية - البعد الاقتصادي، ورقة عمل، ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، 5 آذار 2008.
- السحبياني، محمد و العمراني، عبد الله (2006)، قواعد التداول الالكترونية في الأسواق المالية، ورقة عمل، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6 آذار 2006.
- الشريدة، توجان (2007)، الجوانب القانونية والتشريعية لقطاع الأوراق المالية، ندوة اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، دمشق، 28 تشرين الأول 2007.
- الهدواج، أحمد (2007)، دور البورصة في الاقتصاد، ورقة عمل، ليبيا، نيسان 2007.
- أبو الوفا، محمد أبو الوفا (2006)، جريمة الغش في تداول الأسهم في القانون المقارن والفقہ الإسلامي، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6 آذار 2006.
- بتشر، كيم إريك (2011)، تحقيق أكبر فائدة من الحوار بين القطاعين العام والخاص، مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، غرفة التجارة الأمريكية.

- بهزاد، فوزي (2007)، الوظائف الاقتصادية لقطاع الأوراق المالية وعناصره، ندوة اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، دمشق، 28 تشرين الأول 2007.
- بوهراوة، سعيد (2010)، التلاعب في الأسواق المالية - عرض تحليلي نقدي-، ورقة بحثية، المجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، 29 كانون الأول 2010.
- حلمي، خالد سعد زغلول (2006)، النظام القانوني للرقابة على المحافظ وصناديق الاستثمار، ورقة عمل، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 8 آذار 2006.
- حمدان، مأمون (2009)، مزايا تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة، ورقة عمل، مؤتمر الشركات العائلية، دمشق، 15 تشرين الثاني 2009.
- ذكري، نجلاء (2003)، ندوة حول تطوير سوق المال، مجلة الأهرام، العدد (42579).
- رابعة، عبد الرؤوف (2007)، المحافظ الاستثمارية، ورقة عمل، ندوة بعنوان نظرة شاملة لقطاع الأوراق المالية ومكوناته التنظيمية، دمشق، 29 تشرين الأول 2007.
- رزاق، وشاح (2010)، الأزمة المالية الحالية، ورقة عمل، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
- سوليفان، جون و روجرز، جين و شكولنكوف، ألكسندر (2004)، الاستثمار الأجنبي المباشر، مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، غرفة التجارة الأمريكية.
- عبد الإله ناصر، مثنى (2005)، كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات، ورقة عمل، ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية (تجارب ورؤى مستقبلية)، طرابلس، 11 كانون الأول 2005.
- علاونة، عاطف (2008)، الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، ورقة عمل، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والاستثمارية، دمشق، 18 تشرين الثاني 2008.

- عوض الله، صفوت عبد السلام (2006)، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6 آذار 2006.
- غزي، الأخضر (2008)، فعالية الحكم الراشد (الحوكمة) في تفعيل خصوصية الشركات، ورقة عمل، المؤتمر العلمي الأول حول حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، دمشق، 16 تشرين الأول 2008.
- مجلس الغرف التجارية الصناعية السعودية، الشركات العائلية السعودية في عصر العولمة "التحديات وسبل التهيؤ"، الرياض، 2008.
- محمد علي، أحمد شعبان (2009)، الارتباط بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، المؤتمر العلمي العاشر، بيروت، 20 كانون الأول 2009.
- معهد الكويت للدراسات القضائية والقانونية، التحقيق والتصرف في جرائم أسواق المال، دورة تخصصية للسادة أعضاء السلطة القضائية، 2010.

5. الدوريات:

- ابراهيم، هشام (2010)، مقدمة عن سوق الأوراق المالية، نشرة توعية، الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، تموز، 2010.
- الجمل، جمال جويدان (2002)، الأسواق المالية والنقدية، مجلة المصرفي، بنك السودان، العدد 26، كانون الثاني 2002.
- السيوفي، قحطان (2008)، أسواق الأوراق المالية ودورها في عملية التنمية الاقتصادية، مجلة الاقتصادية، دمشق، العدد 341.
- العمادي، محمد (2010)، خصائص سوق الأوراق المالية وأثرها في نمو الاستثمارات، نشرة توعية، هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، دمشق.

- الكراسنة، ابراهيم (2010)، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي.
- أونور، ابراهيم (2011)، الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد (100)، شباط، 2011.
- أونور، ابراهيم (2010)، تذبذب أسواق الأوراق المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد (94)، حزيران، 2010.
- أونور، ابراهيم (2010)، فعالية أسواق الأسهم العربية، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد (89)، كانون الثاني، 2010.
- أونور، ابراهيم (2009)، تطور أسواق المال والتنمية، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد (86)، تشرين الأول، 2009.
- أونور، ابراهيم (2009)، خصائص أسواق الأسهم العربية، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد (80)، شباط، 2009.
- بوحسون، ياسر و زهرة، شادي (2005)، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني "سورية، دراسة تحليلية استشرافية"، مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (27)، العدد (1) 2005.
- خطاب، سامي و رابعة، عبد الرؤوف (2006)، التحليل المالي وتقييم الأسهم، نشرة توعية، هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية، أبو ظبي، شباط، 2006.
- عبد مولا، وليد (2010)، البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية العربية، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد (91)، آذار، 2010.
- مركز إيداع الأوراق المالية (2005)، التقرير السنوي.
- مفتاح، صالح و معارفي، فريدة (2010)، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، عدد (7/2009-2010).

6. القوانين والأنظمة والتعليمات:

- التعليمات التنفيذية للقانون رقم /22/ للعام 2005 الصادرة بالقرار رقم /3946/، هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- القانون رقم /22/، 2005، هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- القانون رقم /55/، 2006، سوق دمشق للأوراق المالية.
- النظام الداخلي لمركز المقاصة والحفظ المركزي، 2008، سوق دمشق للأوراق المالية.
- دليل تعليمات التقاص والتسوية، 2009، سوق دمشق للأوراق المالية.
- لائحة المخالفات، 2013، هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- نظام تسجيل وإيداع الأوراق المالية، 2008، سوق دمشق للأوراق المالية.
- نظام التقاص وتسوية أثمان الأوراق المالية في مركز المقاصة والحفظ المركزي، 2009، سوق دمشق للأوراق المالية.
- نظام الترخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية الصادر بالقرار رقم /3942/، 2006، هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لرقابة الهيئة الصادر بالقرار رقم /3943/، 2006، هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- نظام الإصدار الصادر بالقرار رقم /3945/، 2006، هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

7. التقارير:

- التقرير السنوي، 2005، مركز إيداع الأوراق المالية، عمّان.

8. المعاجم:

- المعجم الوجيز، 1992، مجمع اللغة العربية.

References:

Books:

- Brigham, Eugene and Ehrhardt, Michael (2005), Financial Management, Thomson South Western, New York
- Cechetti, Stephen (2008), Money Banking & Financial Markets, McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Gitman, Lawrence and Joehnk, Michael (2008), Fundamentals of Investing, 10th edition, Pearson Education, Boston.
- Grinblatt, Mark and Timan, Sheridan (2002), Financial Markets & Corporate Strategy, 2th edition, McGraw-Hill, International edition.
- Harris, L. (2003), Trading & Exchange: Market Microstructure for Practitioners, Oxford University Press, New York.
- J. Feibel, Bruce (2003), Investment Performance Measurement, John Wiley & Sons, Inc.
- Rose, Peter and Marquis, Milton (2008), money and Capital Markets, Mc-Graw-Hill, New York.
- Sawnders and Cornett (1993), Financial Markets and Institute, McGraw-Hill/ International edition, New York.

Papers:

- Hernandez, Ralph (2009), BROKERAGE & SECURITIES OPERATIONS, Union of Arab Securities Authorities, Damascus, December the 20th, 2009.
- O'Hara, M (2001), Overview: Market Structure Issues in Market Liquidity, paper presented at the BSI workshop.
- Soderstorm, Rebecca (2011), Regulating Market Manipulation: An approach to designing regulatory principles, Working Paper 2011:1.

- Tuttle, Laura (2007), Can Electronic Markets Be Too Transparent, Securities Markets & Bourses Prospects & Challenges, March the 8th, 2007.

Journals:

- Aggarwal, Rajesh And Wu, Guojun (2006), Stock Market Manipulations, Journal of business, Vol.79, No.4, University of Chicago.
- Allen, F. And Gale, D. (1992). Stock Price Manipulation, The Review of Financial Studies 5.
- Asmar, Muath And Ahmad, Zamri (2011), Market Microstructure: The component of Black-Box, International Journal of Economics and Finance, Vol.3, No.1, February 2011.
- Eugene F. Fama (1970), Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work, Journal of Finance, Vol 25, May 1970.
- Madhavan, Ananth And Porter, D And Weaver, D (2005), Should Securities Markets be Transparent, Journal of Financial Markets, Vol 8, August 2005.
- Michael,P.Coyne and Janice,M.Trafllet (2007), ethical issues related to mass marketing of securities, journal of business ethics, volume 78, No 1, March 2007.
- Myers, S and Majluf, N.S (1984), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do not have", Journal of Financial Economics.
- Tharawat (2011), Family Business IPO, Tharawat Magazine 31 Mar 2011.
- Walid Abdmoula (2009), Testing the Evolving Efficiency of 11 Arab Stock Markets, Economist at The Arab Planning Institute, Kuwait, April, 2009.

Websites:

- [http://www.sec.gov/about/Creation of the SEC.](http://www.sec.gov/about/Creation%20of%20the%20SEC)
- [http://www.investorwords.com/3450/open_outcry.html#ixzz2Wu9Zuo8d.](http://www.investorwords.com/3450/open_outcry.html#ixzz2Wu9Zuo8d)
- [http://www.sec.gov/answers/tmanipul.htm.](http://www.sec.gov/answers/tmanipul.htm)
- [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=C ELEX:32003L0124:EN:NOT.](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=C ELEX:32003L0124:EN:NOT)
- <http://www.scfms.sy>
- <http://www.dse.sy>

ABSTRACT

Evaluation of the Role of the Syrian Commission on Financial Markets and Securities as a Regulator A Study to Compare between Governmental and Private Entities in the Syrian Securities Industry

This study tries to evaluate the role of the Syrian commission on financial markets and securities "SCFMS" as one of the main regulators of the financial sector in Syria.

The researcher chooses to compare between two points of view (the governmental and the private) about the role of the SCFMS, the main regulator of the Syrian securities industry. Knowing that these two entities unite together to constitute the securities industry in any economy, and each one has its point of view about the regulators.

The researcher asked about four elements, Laws & regulations, the organization chart, the surveillance system, and the disclosure rules, which all mixed to make the regulator role of the SCFMS.

The researcher used a deductive approach, and a quantitative and qualitative method, depending on two types of data: secondary data through reviewing and briefing on studies and references in libraries, and primary data through developing a questionnaire which had been refined and was verified of its credibility, in addition to some interviews made by the researcher.

The questionnaire was distributed on sample which consists of workers of authorities (governmental entities) and financial establishments (private entities), in addition to investors in Damascus securities exchange.

Descriptive statistical measures were used to describe the characteristics of the elements used in the study. A statistical package for social sciences (spss)

was used to analyze the study's questions and verify its hypothesis through a collection of appropriate statistical methods for data analysis as percentages, means, standard deviation, in addition to the Independent sample T test, and Cronbach's alpha.

The findings show that:

- There is a difference between the two points of view studied, about how each entity evaluate the regulator role of the Syrian commission on financial markets & securities.
- The governmental entities consider that the SCFMS is just one of the many regulators of the financial sector which should cooperate, while the private entities look at the SCFMS as the only one regulator of the financial sector.
- The governmental entities evaluate the role of the board of Commissioners as a successful role, whereas the private entities show unsatisfied attitude.
- Most private entities in the study sample don't know the difference between the trading systems and the surveillance systems
- The investors in Damascus securities exchange, don't depend on the published disclosures when they decide what to invest and when to invest.

The researcher suggested some recommendations as following:

- All government regulators should recognize the specific role of each other.

That is possible when they hold mutual courses and regular meetings.

- Private entities in the securities industry should be involved when the regulator (SCFMS) issue new laws and regulations.
- The difference between the main two governmental entities (SCFMS & DSE) in the Syrian financial sector should be clearer, by more efforts on the awareness field.
- Damascus securities exchange should be considered as a governmental entity not a private one.

Syrian Arab Republic
University of Damascus
Faculty of Economy
Department of Business administration



**Role Evaluation of the Syrian Commission on Financial Markets and
Securities as a Regulator**
**A Comparative Study on Governmental and Private Entities in the
Syrian Securities Industry**

Submitted by

Ahmad Tayseer Al-Qassar

Supervised by

Prf. Ghazwan Ali

2014