



الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المصارف والتأمين

دور الإفصاح في اتخاذ القرارات الاستثمارية في بورصات الأوراق المالية

«دراسة ميدانية في سوق دمشق للأوراق المالية»

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المصارف والتأمين

إعداد:

إبراهيم حاتم حلاق

المشرف المشارك:

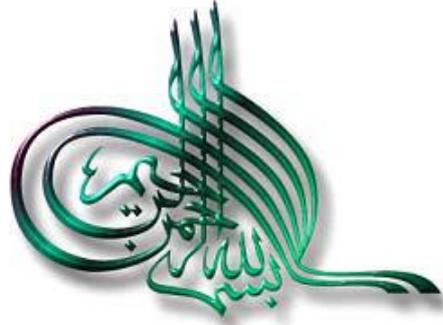
إشراف:

الأستاذ الدكتور: عصام العريبي

الدكتور: رغيد قصوة

الأستاذ في قسم المحاسبة
جامعة تشرين

المدرس في قسم المصارف والتأمين
جامعة دمشق



قال الله تعالى:

(سُبْحَانَ رَبِّكَ رَبِّ الْعَالَمِينَ) (الْعَالَمِينَ) (الْحَكِيمِ)

العظيم

سورة البقرة، الآية: 32

شكر وتقدير

بعد أن أحمد الله سبحانه وتعالى إذ هيا لي الأسباب لإنجاز هذا العمل، أتوجه بالشكر

الجزيل **للدكتور رغيد قصوة** لتفضله بالإشراف على هذه الرسالة.

والأستاذ الدكتور عصام العرييد لمشاركته بالإشراف على هذه الرسالة، ولما قدمه

لي من ملاحظات قيمة وتوجيهات ساهمت في إغناء هذه الرسالة.

كما أتقدم بالشكر الجزيل أيضاً إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة المحترمين،

الأستاذ الدكتور أكرم الحوراني، والأستاذ المساعد الدكتور علي يوسف،

لتفضلهم بقراءة هذه الرسالة والحكم عليها.

وأخيراً أتوجه بالشكر والامتنان الكبير إلى جامعتي جامعة دمشق، وإلى كل

من وقف إلى جانبي وساعدني في إنجاز هذا العمل المتواضع.

الإهداء

إلى من زرعت أوراقه وقلمه ونظارته حب العلم في قلبي ...
إلى القامة الشاحنة التي علمتني ألا أنخي إلا لربي ...
إلى من أفتخر باسمه ...

أبي الغالي

إلى من تحجل الكلمات أمامك من أين تبدأ حروفي ...
إلى من رآني قلبها قبل عينيها ...
إلى من جعل الله جناز الخلد تحت قدميها ...

أمي الحبيبة

إلى من تقاسمت معهم حلول الحياة ومرها ...
إلى من أرى في نجاحهم سر نجاحي ...

أخوتي الأعزاء

إلى الأوفياء الذين جمعني بهم دروب العلم والحياة ...

أصدقائي

إلى الحمى التي لا تضام ... إلى التراب الطاهر ...

وطني سورية

إلى كل الذين أخذوا بيدي وساعدوني في إنجاز هذه الرسالة ...

أهدي هذا الجهد المتواضع

فهرس المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
أ - د	فهرس المحتويات.
هـ - و	فهرس الجداول.
ز	فهرس الأشكال.
ح	فهرس الملاحق.
ط	ملخص البحث باللغة العربية.
15-1	الإطار العام للدراسة:
2	أولاً: المقدمة
2	ثانياً: مشكلة الدراسة.
3	ثالثاً: أهمية الدراسة.
3	رابعاً: أهداف الدراسة.
4-3	خامساً: فرضيات الدراسة.
4	سادساً: منهج الدراسة.
5	سابعاً: مجتمع وعينة الدراسة.
5	ثامناً: صعوبات الدراسة.
15-5	تاسعاً: الدراسات السابقة.
15	عاشراً: ما يميز هذه الدراسة.
59-16	الفصل الأول: الإفصاح ودوره في أسواق الأوراق المالية:
36-17	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للإفصاح:
18	أولاً: مقدمة.
20-18	ثانياً: مفهوم الإفصاح.
25-20	ثالثاً: أنواع الإفصاح.
27-26	رابعاً: العوامل التي تؤثر في الإفصاح.
30-27	خامساً: المقومات الأساسية للإفصاح.

رقم الصفحة	الموضوع
33-30	سادساً: الأطراف المهمة بالإفصاح.
36-33	سابعاً: الخصائص النوعية للمعلومات.
59-37	المبحث الثاني: الإفصاح في أسواق الأوراق المالية:
39-38	أولاً: مقدمة.
41-39	ثانياً: حدود الإفصاح في أسواق الأوراق المالية.
41	ثالثاً: أهمية الإفصاح في أسواق الأوراق المالية.
43-42	رابعاً: علاقة الإفصاح بكفاءة أسواق الأوراق المالية.
43	خامساً: أثر عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية.
47-43	سادساً: المعلومات اللازمة للمستثمرين في أسواق الأوراق المالية ومصادر الحصول عليها.
59-47	سابعاً: الإفصاح في سوق دمشق للأوراق المالية.
104-60	الفصل الثاني: الاستثمار في أسواق الأوراق المالية:
83-61	المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية:
62	أولاً: مقدمة.
66-62	ثانياً: أنواع الأسواق المالية.
67	ثالثاً: بورصات الأوراق المالية.
69-67	رابعاً: مفهوم بورصات الأوراق المالية.
70-69	خامساً: تطور أسواق الأوراق المالية.
71-70	سادساً: مستلزمات إنشاء سوق الأوراق المالية.
72-71	سابعاً: فوائد إنشاء أسواق الأوراق المالية.
74-72	ثامناً: كفاءة أسواق الأوراق المالية.
76-75	تاسعاً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.
83-76	عاشراً: أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
رقم الصفحة	الموضوع
104-84	المبحث الثاني: الاستثمار في أسواق الأوراق المالية:

رقم الصفحة	الموضوع
85	أولاً: مفهوم الاستثمار.
86-85	ثانياً: أهداف الاستثمار.
87-86	ثالثاً: أنواع الاستثمار.
87	رابعاً: الاستثمار في أسواق الأوراق المالية.
88-87	خامساً: أنواع القرارات الاستثمارية في أسواق الأوراق المالية.
91-88	سادساً: هيكل القرار الاستثماري في أسواق الأوراق المالية.
97-91	سابعاً: مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية.
98-97	ثامناً: عوائد الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
102-98	تاسعاً: الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.
104-102	عاشراً: دور الإفصاح في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
142-105	الفصل الثالث: الدراسة الميدانية:
123-106	المبحث الأول: إجراءات الدراسة:
108	أولاً: منهجية الدراسة.
109	ثانياً: مجتمع وعينة الدراسة.
118-110	ثالثاً: وصف عينة الدراسة.
119	رابعاً: أداة الدراسة.
123-120	خامساً: اختبار صدق أداة الدراسة وثباتها.
123	سادساً: الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات.
142-124	المبحث الثاني: اختبار فرضيات الدراسة:
125	أولاً: مقدمة.
137-125	ثانياً: اختبار الفرضية الأولى.
139-137	ثالثاً: اختبار الفرضية الثانية.
141-139	رابعاً: اختبار الفرضية الثالثة.
142-141	خامساً: اختبار الفرضية الرابعة.
146-143	النتائج والتوصيات:
144-143	أولاً: النتائج.

رقم الصفحة	الموضوع
146-145	ثانياً: التوصيات.
152-147	المراجع.
I – XXV	الملاحق
ملخص البحث باللغة الإنكليزية	

فهرس الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
100	الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ورأسمالها.	1
101	قيم وحجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2012).	2
101	عدد المساهمين في سوق دمشق خلال الفترة (2009-2013).	3
101	عدد حسابات المستثمرين في سوق دمشق خلال الفترة (2009-2013).	4
102	القيمة السوقية لسوق دمشق خلال الفترة (2009-2013).	5
110	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير المؤهل العلمي.	6
111	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير التخصص العلمي.	7
112	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير مجال العمل.	8
113	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير مدة الاستثمار.	9
114	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير حجم الاستثمار.	10
115	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري المؤهل العلمي ومجال العمل.	11
116	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري التخصص العلمي ومجال العمل.	12
117	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري مدة الاستثمار ومجال العمل.	13
118	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري حجم الاستثمار ومجال العمل.	14
121	معامل الارتباط بين درجة كل مفردة والدرجة الكلية للبعد التابعة له.	15
122	معامل الارتباط بين درجة كل بعد والدرجة الكلية.	16
123	معاملات الثبات بطريقة ألفا كرونباخ.	17
125	دلالات الأداة.	18
126	مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار.	19
127	الفروق بين متوسطات درجات أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير المؤهل العلمي.	20
127	اختبار ليفين للتجانس.	21
128	دلالة الفروق بين متوسطات درجات مجموعات متغير المؤهل العلمي في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار.	22
129	المتوسطات والانحراف المعياري لمتغير المؤهل العلمي.	23
131	الفروق بين متوسطات درجات أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير التخصص العلمي.	24

رقم الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
131	اختبار ليفين للتجانس.	25
132	دلالة الفروق بين متوسطات درجات مجموعات متغير التخصص العلمي في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار.	26
133	المتوسطات والانحراف المعياري لمتغير التخصص العلمي.	27
134	الفروق في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار تبعاً لمتغير مجال العمل.	28
136	الفروق بين متوسطات درجات أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير مدة الاستثمار.	29
137	الفروق بين متوسطات درجات أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير حجم الاستثمار.	30
138	متوسط الوعي بأهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار.	31
138	نتائج معامل الارتباط بيرسون بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري والوعي بأهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار	32
139	متوسط التزام الشركات المدرجة بنظام وتعليمات الإفصاح.	33
140	نتائج معامل الارتباط بيرسون بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين التزام الشركات بنظام وتعليمات الإفصاح	34
141	نتائج معامل الارتباط بيرسون بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين ملائمة المعلومات المفصح عنها لاتخاذ قرارات الاستثمار	35

فهرس الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
23	أنواع الإفصاح تبعاً للأهداف.	1
24	أنواع الإفصاح تبعاً لنوع البيانات.	2
24	أنواع الإفصاح من حيث توقيته.	3
25	أنواع الإفصاح من حيث التشريعات.	4
66	مكونات سوق المال.	5
97	مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية.	6
110	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير المؤهل العلمي.	7
111	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير التخصص العلمي.	8
112	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير مجال العمل.	9
113	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير مدة الاستثمار.	10
114	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير حجم الاستثمار.	11
115	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري المؤهل العلمي ومجال العمل.	12
116	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري التخصص العلمي ومجال العمل.	13
117	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري مدة الاستثمار ومجال العمل.	14
118	توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري حجم الاستثمار ومجال العمل.	15
129	فروق المتوسطات في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار تبعاً لمتغير المؤهل العلمي.	16
133	فروق المتوسطات في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار تبعاً لمتغير التخصص العلمي.	17
135	الفروق في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار تبعاً لمتغير مجال العمل.	18
136	الفروق بين متوسطات درجات أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير مدة الاستثمار.	19
138	الارتباط بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري والوعي بأهمية الإفصاح	20
140	الارتباط بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين التزام الشركات بنظام وتعليمات الإفصاح	21
141	الارتباط بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح لخدمة قرارات الاستثمار	22

فهرس الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملاحق	الرقم
I – VI	استبانة الدراسة.	1
IIIV – X	توزع أفراد العينة تبعاً لمتغيرات الدراسة.	2
IX - IVX	جداول الصدق للاستبيان.	3
IIIVX – XIX	جداول الثبات للاستبانة.	4
XX - XXV	جداول معالجة الفرضيات واختبار النتائج.	5

دور الإفصاح في اتخاذ القرارات الاستثمارية في بورصات الأوراق المالية

(دراسة ميدانية في سوق دمشق للأوراق المالية)

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على درجة الاعتماد على المعلومات المفصّح عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، وبيان مدى إدراك المستثمرين وشركات الوساطة المالية لأهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار، وإبراز درجة التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، ومدى ملائمة هذه التعليمات لحاجات اتخاذ القرارات الاستثمارية .

وفي سبيل تحقيق هذه الأهداف قام الباحث وبعد عرض الإطار النظري للدراسة، بإجراء دراسة ميدانية تضمنت توزيع استبانة على المستثمرين والعاملين في شركات الوساطة المالية في سوق دمشق للأوراق المالية .

وقد كانت أهم النتائج التي تم التوصل إليها ما يلي :

1- يعتمد المستثمرون وشركات الوساطة في سوق دمشق للأوراق المالية على المعلومات المفصّح عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار .

2- يدرك أفراد عينة الدراسة أهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار بدرجة كبيرة جداً .

3- تلتزم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بدرجة كبيرة، وتُعتبر هذه التعليمات ملائمة لخدمة قرارات الاستثمار .

وقد أوصى الباحث بعدد من التوصيات منها :

1- العمل على زيادة ثقة وقناعة المستثمرين في المعلومات التي يتم الإفصاح عنها وعقد الندوات والمؤتمرات والدورات التدريبية التي تساعد المستثمرين على الاستفادة من المعلومات التي يتم الإفصاح عنها .

2- توصيل المعلومات بصورة عادلة وفي الوقت المناسب بجميع المستخدمين لما لذلك من أثر إيجابي على استقرار سوق الأوراق المالية .

الإطار العام للدراسة:	
أولاً: المقدمة	
ثانياً: مشكلة الدراسة	
ثالثاً: أهمية الدراسة.	
رابعاً: أهداف الدراسة.	
خامساً: فرضيات الدراسة.	
سادساً: منهج الدراسة.	
سابعاً: مجتمع وعينة الدراسة.	
ثامناً: صعوبات الدراسة.	
تاسعاً: الدراسات السابقة.	
عاشراً: ما يميز هذه الدراسة.	

أولاً: المقدمة:

تعتبر الأسواق المالية من أهم مقومات النظام الاقتصادي العالمي الجديد الذي تبلور بعد الحرب العالمية الثانية، وقد اهتمت معظم الدول بإيجاد أسواق مالية نظراً لإيمانها بالدور الذي تلعبه هذه الأسواق في الاقتصاد الوطني، من خلال قدرتها على توفير التمويل اللازم لعملية التنمية الشاملة، وتشجيع الادخار وتوجيهه باتجاه خلق فرص استثمارية تساهم في عملية التنمية، وتمويل عمليات الخصخصة، كما أن حالة الأسواق المالية تتعكس وبشكل سريع على معظم مفاصل الاقتصاد الوطني، مما حدا بالحكومات إلى الاهتمام بتنظيم الأسواق المالية ومراقبتها، وذلك من خلال مجموعة من الإجراءات والقوانين التي استهدفت توفير المناخ الاستثماري الملائم لحماية المستثمرين ومساعدتهم في صنع قرار استثماري سليم يستند إلى أسس موضوعية ومعلومات دقيقة، والتي تسعى الجهات الرقابية إلى توفيرها لكافة الأطراف من خلال التركيز على سياسات الإفصاح ومراقبتها وضمان ملائمة المعلومات المفصح عنها لحاجات جميع المستخدمين، بحيث تحقق العدالة بين الأطراف المتعارضة في المصالح، والذي يؤدي إلى استقرار الأسواق المالية.

ثانياً: مشكلة الدراسة:

تسعى الجهات الرقابية على الأسواق المالية إلى تحقيق التوازن والاستقرار في هذه الأسواق، وحماية المستثمرين من الممارسات غير المشروعة، وخلق بيئة استثمارية ملائمة من خلال توفير المعلومات التي تحقق العدالة بين الأطراف المختلفة والمتعارضة في المصالح.

ويعتبر المستثمر شريكاً للجهات الرقابية في حماية نفسه، فهو المسؤول الأول والأخير عن قراره الاستثماري مادام هذا القرار قد تم اتخاذه في ظروف استثمارية ملائمة، وبالتالي فإن مشكلة الدراسة تتجلى في محاولة الإجابة على الأسئلة التالية:

إلى أي مدى يتم الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية؟

هل يدرك المستثمرون في سوق دمشق للأوراق المالية أهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار مما يؤثر إيجاباً على اعتمادهم على المعلومات المفصح عنها؟

هل تلتزم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية؟

هل تعتبر المعلومات التي يتم الإفصاح عنها وفق نظام وتعليمات الإفصاح ملائمة لخدمة قرار الاستثمار؟

ثالثاً: أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من الدور الذي تلعبه المعلومات في الأسواق المالية، إذ تعتبر المعلومات روح الأسواق المالية، فلكي يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار الاستثماري السليم المتعلق بشراء أو بيع ورقة مالية فلا بد أن تتوفر لديه المعلومات التي تتعلق بهذه الورقة، كما تستمد هذه الدراسة أهميتها من قلة الدراسات التي تهتم بموضوع الإفصاح بسوق دمشق للأوراق المالية، مما يعني وجود حاجة ملحة لإجراء العديد من الدراسات التي تتناول موضوع الإفصاح في سوق دمشق للأوراق المالية.

رابعاً: أهداف الدراسة:

- 1- تحديد درجة الاعتماد على المعلومات المفصحة عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.
- 2- بيان مدى إدراك المستثمرين لأهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار.
- 3- بيان درجة التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- 4- إبراز مدى ملائمة المعلومات التي يتم الإفصاح عنها بموجب نظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأوراق والأسواق المالية لخدمة قرارات الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.

خامساً: فرضيات الدراسة:

- 1- فرضية العدم: لا يتم الاعتماد على المعلومات المفصحة عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.
- الفرضية البديلة: يتم الاعتماد على المعلومات المفصحة عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.

2- فرضية العدم: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار والوعي بأهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار لدى أفراد عينة الدراسة.

الفرضية البديلة: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار والوعي بأهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار لدى أفراد عينة الدراسة.

3- فرضية العدم: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار وبين التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية.

الفرضية البديلة: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار وبين التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية.

4- فرضية العدم: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار وبين ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية لخدمة قرارات الاستثمار لدى أفراد عينة الدراسة.

الفرضية البديلة: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار وبين التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية.

سادساً: منهج الدراسة:

سيتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي لكونه المنهج الأكثر ملائمة للدراسات الوصفية وتتكون الدراسة من جانبين هما:

1- الجانب النظري:

وذلك بالاعتماد على المراجع المختلفة من كتب ودوريات ودراسات وقوانين وتعليمات متعلقة بالإفصاح وأهميته وأنواعه والعوامل التي تؤثر فيه والإفصاح في الأسواق المالية، واستعراض الجوانب النظرية المتعلقة بأسواق الأوراق المالية وأسس الاستثمار فيها.

2- الدراسة الميدانية:

اعتمد هذا البحث على استمارة استبيان تتضمن أسئلة عن درجة الاعتماد على المعلومات المفصّح عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار، ومدى إدراك المستثمرين لأهمية هذه المعلومات، ودرجة التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية، ومدى ملائمة هذه التعليمات لخدمة القرارات الاستثمارية.

وتم توزيع الاستبانة على المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية، والعاملين في شركات الوساطة التي تمارس نشاطها في سوق دمشق للأوراق المالية.

سابعاً: مجتمع وعينة الدراسة:

تم تحديد مجتمع الدراسة بالمستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية، والعاملين في شركات الوساطة المالية، و قد تم اختيار هذان القطاعان نظراً لاهتمامهما بموضوع الإفصاح عند اتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.

حيث تم سحب عينة عشوائية تمثل المجتمع الأصلي تتناسب مع المجموع الكلي لمجموع أفراد المجتمع الأصلي، حيث قام الباحث بتوزيع (140) استبانة، استرد منها (118)، وتم استبعاد (13) استبانة لعدم اكتمال الإجابات.

ثامناً: صعوبات الدراسة:

واجه الباحث خلال إعداد البحث بعض الصعوبات منها:

1- عانى الباحث من مشكلة توزيع الاستبيانات على أفراد العينة وذلك لانخفاض حجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية.

2- عدم استجابة بعض شركات الوساطة المالية لتوزيع الاستبيان على المستثمرين.

تاسعاً: الدراسات السابقة:

أ- باللغة العربية:

1-دراسة سوسق (2011) " أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في السوق المالي"1.

هدفت الدراسة إلى تحديد اتجاه المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية في اتخاذ قراراتهم، ومدى اعتمادهم على التحليل الفني.

وارتباطاً بمشكلة الدراسة اعتمد الباحث على استمارة استبيان تم توزيعها على المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية، والعاملين في شركات الوساطة المالية، والباحثين المهتمين بالتحليل الفني.

وقد خلصت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها عدم امتلاك المستثمرين الوعي الكافي والمعرفة الكافية بأدوات وأساليب التحليل الفني.

وفي ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة أوصى الباحث بضرورة إلزام الشركات بالإفصاح الكامل عن بياناتها المالية، وإعلام إدارة السوق بأي تعديلات جوهرية قد تؤثر على أسعار الأسهم، وإحكام الرقابة على تسرب المعلومات الداخلية عن أوضاع الشركات وتطبيق الجزاءات الصارمة على المتلاعبين بالمعلومات.

كما أوصت بضرورة توعية المستثمرين لأهمية المعلومات وحققهم بالحصول عليها، ومحاسبة الجهات ذات العلاقة عن أي تقصير في هذا المجال.

2- دراسة حمد (2011) "دور التقارير المالية المنشورة في تحسين قرارات الاستثمار في أسهم

الشركات- من وجهة نظر المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية"2.

هدفت الدراسة إلى التعرف على دور التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة في تحسين قرارات المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية وذلك من وجهة نظرهم، ولتحقيق الأهداف المطلوبة من الدراسة فقد قام الباحث بإعداد استمارة استبيان مكونة من (18) سؤال موجه للمستثمرين.

¹ سوسق، أيمن، أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في السوق المالي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سورية، 2011.
² حمد، مجيد، "دور التقارير المالية المنشورة في تحسين قرارات الاستثمار في أسهم الشركات- من وجهة نظر المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد (13)، العدد (1)، العراق، 2011.

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- هناك دور متوسط الأهمية للتقارير المالية التي تصدرها الشركات على قرارات المستثمرين.
 - هناك فهم كاف ومعرفة كافية من قبل المستثمرين للمعلومات التي تتضمنها التقارير المالية.
- 3-دراسة المرزوقي و السعد(2010) " دور المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على القرار المتداول في السوق المالية السعودية"¹.

هدفت الدراسة إلى التعرف على قرار المستثمر في السوق المالية السعودية، ولتحقيق هذا الهدف تم إجراء دراسة ميدانية على عينة عشوائية بسيطة من المتداولين والمحليلين الماليين، وقد خلصت الدراسة إلى نتيجة هي قلة اهتمام المضاربيين بالمعلومات المحاسبية مقارنة بالمستثمرين، حيث يرى أغلبهم انخفاض تأثير المعلومات المحاسبية على قرار تداولهم في السوق مقارنة بالمعلومات غير المحاسبية. ووفقاً لما انتهت إليه الدراسة من نتائج فقد أوصى الباحثان بالاهتمام برفع مستوى الوعي الاستثماري لدى المتداولين سواء عن طريق الندوات والمحاضرات أو عن طريق برامج التوعية، وإلزام الشركات المتداول أسهمها في السوق المالية السعودية بتفعيل مواقعها على الانترنت وتحديثها بشكل آني عند وجود أي معلومات عن الشركة سواء محاسبية أو غير محاسبية.

- 4-دراسة الزبيدي(2010) "أثر المعلومات المحاسبية في قرارات الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية " 2:

كان هدف الدراسة معرفة أثر المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية عند اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية.

ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة استخدم الباحث أسلوب الاستبانة في جمع البيانات، حيث تم توزيع 92 استمارة على فئة المستثمرين الأفراد.

وبينت نتائج الدراسة أن المستثمرين يدركون أهمية المعلومات المحاسبية في عملية اتخاذ القرار الاستثماري خاصة حسابات الدخل وقائمة المركز المالي، كما أنهم يستخدمون المعلومات المحاسبية بشكل كبير عند اتخاذ قراراتهم بشأن بيع وشراء الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية.

¹ المرزوقي، عبد الله، السعد، صالح، أثر المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على القرار المتداول في السوق المالية السعودية(دراسة ميدانية)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، مجلد 24، العدد الأول، السعودية، 2010.

² الزبيدي، فراس، أثر المعلومات المحاسبية في قرارات الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 12، العدد3، العراق، 2010.

5-دراسة زيود وآخرون (2007) "دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار"1.

هدفت الدراسة إلى التعرف على البيانات والمعلومات والمعايير المتوفرة في الأسواق المالية لخدمة المستثمرين الحاليين والمرتقبين عند اتخاذهم لقرار الاستثمار في الأوراق المالية.

كما هدفت إلى التعرف على مدى وعي المتعاملين في الأسواق المالية بأهمية البيانات والمعلومات المحاسبية.

أما عينة الدراسة فقد تركزت على سوق عمان المالي والشركات المدرجة أسماؤها في السوق حيث تمت الدراسة في فترة (2005-2006).

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة مايلي:

- كلما زاد الإفصاح في التقارير المالية زادت فعاليتها في ترشيد القرارات.
- كلما تعددت التقارير وقصرت دورتها خلال السنة المالية احتوت معلومات أكثر واقعية وبالتالي تصبح أكثر ملائمة لخدمة أهداف المستثمرين.

أما عن أهم توصيات الدراسة:

- ضرورة تشجيع قيام مؤسسات وبيوت خبرة متخصصة في مجال التحليل المالي وتقدير المخاطر، بهدف تقديم المشورة والرأي الفني للمساهمين دون مقابل على أن يتم تمويلها من خلال نسبة تستقطع سنوياً من أرباح الشركات التي تتداول أسهمها.
- ضرورة تشجيع الأبحاث والدراسات التي تهدف إلى نشر الوعي الاستثماري، وعقد الندوات المستمرة لمناقشة نتائج هذه الأبحاث، ودراسة المقترحات والتوصيات التي يعرضها الباحثون.
- حتى يكون لصغار المستثمرين دور فعال في الرقابة على أداء الشركات والالتزام بحضور الجمعيات العمومية فإنه يجب أن ينص القانون على ضرورة توزيع التقارير السنوية قبل انعقاد الجمعية العمومية بحوالي (15) يوماً على الأقل، وعدم تقييد حرية المساهمين في الإطلاع والاستفسار عن أي بيانات ومعلومات تحتويها هذه التقارير.

¹ زيود، لطيف، قيطيم، حسان، مكية، نغم، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية-سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (29)، العدد (1)، سورية، 2007.

6- الحيزان، 2007، "أثر الإفصاح عن التنبؤات المالية على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة تطبيقية"¹.

هدفت الدراسة إلى التعرف على متغيرات الإفصاح عن التنبؤات المالية للشركات المساهمة السعودية، والتي تتضمن أثر نوعية وأسلوب ومستوى الإفصاح على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية. ولتحقيق هدف الدراسة واختبار فروضه تم إجراء دراسة تطبيقية على مرحلتين، أولهما تتمثل في تحليل للإفصاح الفعلي عن التنبؤات المالية للوحدات الاقتصادية المقيدة بسوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية، وثانيهما إجراء دراسة للتعرف على تأثير متغيرات الإفصاح عن التنبؤات المالية على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.

وقد أوضحت نتائج الدراسة بصفة عامة على أن الإفصاح عن التنبؤات المالية يعتبر ذو أهمية لمتخذي قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.

ومن أهم توصيات الدراسة:

ضرورة قيام الشركات المساهمة السعودية وخاصة تلك المدرجة في سوق الأوراق المالية بالإفصاح عن تنبؤاتها المالية، ويفضل أن تكون في شكل قوائم مستقبلية ويتم إعدادها دورياً، لكن إذا تعذر ذلك فإنه يجب على تلك الشركات الإفصاح عن بعض البنود العامة ذات التأثير على قرارات الاستثمار.

7- دراسة نجم (2006) "مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية"².

هدفت الدراسة للتعرف على مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية، وتحديد درجة استخدام المستثمرين للمعلومات المحاسبية عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

وفي ضوء هذه الأهداف تم تصميم استبانة للإجابة عن الأسئلة المطروحة في مشكلة الدراسة، وأهم النتائج التي توصل إليها الباحث مايلي:

¹ الحيزان، أسامة بن فهد، أثر الإفصاح عن التنبؤات المالية على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة تطبيقية، مجلة الإدارة العامة، العدد الثالث، المجلد 47، المملكة العربية السعودية، 2007.

² نجم، أنور، مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية- غزة، 2006.

- يستخدم المستثمرون المعلومات المحاسبية في ترشيد قرار الاستثمار بشكل كبير في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وفي ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة اقترح الباحث مجموعة من التوصيات وهي:

- تشجيع المستثمرين لزيادة معرفتهم بطبيعة المعلومات المحاسبية وأثرها على القرارات وكيفية استخدامها لهذه الغاية.

8- دراسة خليل، (2005) "دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية:دراسة تحليلية"¹.

هدفت الدراسة إلى تقييم أهمية المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية في ترشيد القرارات الاستثمارية في ضوء احتياجات المستثمر بسوق عمان المالي، كما هدفت إلى تحديد أهم العوامل المؤثرة في اتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في سوق عمان المالي.

ولتحقيق أهداف الدراسة قام الباحث باختبار العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية للشركات المدرجة في سوق عمان، وذلك من خلال نموذج يتضمن مجموعة من المتغيرات المستقلة لدراسة أثرها على قرارات المستثمرين والمتعاملين في السوق المالي. وقد خلص الباحث إلى عدة نتائج أهمها:

- تؤثر المعلومات المنشورة داخل التقارير المقدمة من الشركات المدرجة في سوق عمان بشكل واضح على قرارات المستثمرين بالسوق سواء كان ذلك بالإقبال على الاستثمار أو العدول عنه.

- إن المعلومات المالية والمحاسبية المنشورة لا تعتبر كافية بالنسبة للمستثمرين داخل السوق وبالتالي فإن قرارهم الاستثماري يخضع في بعض الأحيان إلى التوجه الشخصي وليس العقلاني.

وبناء على هذه النتائج أوصى الباحث بضرورة الاهتمام بنشر المعلومات المحاسبية وتوفيرها وإتاحتها للمستثمرين في سوق عمان المالي وذلك من خلال كل شركة في كل قطاع، كما أوصى بضرورة الاهتمام بنشر معلومات السوق والمعلومات ذات التأثير الجوهري في السعر السوقي للسهم في سوق عمان المالي.

¹ خليل، عطا الله، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية:دراسة تحليلية، جامعة فيلادلفيا، المؤتمر العلمي الرابع، الأردن، 2005.

9- دراسة القضاة، (2004) "دور الإفصاح المحاسبي في إظهار القيمة السوقية الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في بورصة عمان"¹.

هدفت الدراسة إلى بيان مدى اعتماد مستخدمي البيانات المالية وخصوصاً المستثمرين على الآليات المختلفة المتبعة في تقييم الأسهم في قراراتهم الاستثمارية.

كما هدفت إلى بيان مدى ملائمة وكفاية البيانات المالية المتوفرة للمستثمرين في دعم قراراتهم الاستثمارية.

كما هدفت أيضاً إلى بيان أثر الإفصاح المحاسبي في قرارات المستثمرين.

أما عن عينة الدراسة فهي تمثل قطاع الشركات المساهمة العامة، وقطاع معتمدي المهن المالية، وقطاع المستثمرين في بورصة عمان، وقد شملت العينة (35) شركة مساهمة عامة يتم تداول أسهمها في بورصة عمان، و(23) معتمداً مالياً مرخصاً، و(31) مستثمراً في بورصة عمان، وقد استخدم الباحث الاستبيان كأداة رئيسة للدراسة.

وكانت أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة مايلي:

- وجود فروق في أهمية البيانات المالية التي يجري الإفصاح عنها بين كل من قطاع الشركات وقطاع معتمدي المهن المالية وقطاع المستثمرين، وتميل الفروق لصالح معتمدي المهن المالية بمعنى أن أهمية البيانات المالية التي يجري الإفصاح عنها تزيد لديهم بشكل أكبر من القطاعين الآخرين يليهم في ذلك المستثمرون ثم الشركات المساهمة العامة.
- وجود تجانس بين فئات عينة الدراسة فيما يتعلق بأن قراراتهم الاستثمارية تعتمد إلى حد كبير على الآليات المختلفة والمتبعة في تقييم الأسهم.
- إن تحسين مستوى الإفصاح المحاسبي ذو أثر في إظهار القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم التي يجري تداول أسهمها في البورصة وبالتالي في قراراتهم الاستثمارية.

10- دراسة الهبيل (2003) "مدى ملائمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لقرارات المستثمر في الأردن"¹.

¹ القضاة، يحيى، دور الإفصاح المحاسبي في إظهار القيمة السوقية الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة عمان للدراسات العليا، الأردن، 2004.

الغاية من هذه الدراسة التعرف على مدى ملائمة وكفاية تعليمات الإفصاح رقم (1) لسنة 1998 الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأردنية لقرارات المستثمرين في بورصة عمان، وبيان مدى التزام الشركات المدرجة في بورصة عمان بهذه التعليمات .

وقد قام الباحث باستقصاء البيانات والمعلومات بناء على استبانة علمية محكمة وقد تشكل مجتمع الدراسة من شركات الخدمات المالية المرخصة لدى هيئة الأوراق المالية وعينة من المستثمرين المضاربين في بورصة عمان للأوراق المالية.

وأظهرت نتائج الدراسة ملائمة تعليمات الإفصاح بدرجة كبيرة لخدمة قرار الاستثمار في الأوراق المالية، لكنها أظهرت عدم كفاية هذه التعليمات لخدمة قرار الاستثمار في بورصة عمان.

وفي ضوء نتائج الدراسة أوصى الباحث بأن تسعى هيئة الأوراق المالية الأردنية جادة للبحث عن احتياجات المستثمرين من معلومات قد لا تكون متواجدة ضمن التعليمات وتفتقر بها التقارير المالية المقدمة من قبل الشركات المساهمة.

11- دراسة العريبيد(1996) "معايير الإفصاح المالي في القوائم المالية الخاصة بالبنوك دراسة مقارنة"2.

هدفت الدراسة إلى اقتراح نظام موحد للإفصاح في البنوك يخدم احتياجات السلطات النقدية ومستخدمي المعلومات من المودعين والمساهمين والمستثمرين.

ومن أجل معالجة مشكلة الدراسة قام الباحث بدراسة مقارنة للإفصاح المالي في القوائم المالية للبنوك في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية وجمهورية مصر العربية، بالإضافة إلى تقييم اتجاهات الإفصاح المالي في القوائم المالية للبنوك على المستوى الدولي والمستوى الوطني، وذلك في سبيل الوصول إلى اقتراح نظام موحد للإفصاح في القوائم المالية الخاصة بالبنوك.

وقد توصل الباحث إلى عدة نتائج أهمها:

- لقد تطور الإفصاح في البنوك مع تطور الأسواق المالية التي أخذت على عاتقها حماية المستثمرين، وقيام السلطات النقدية بإعطاء حرية أكبر لهذه الأسواق كي تنظم عملية الإفصاح عن المعلومات.

¹ الهليل، خالد، مدى ملائمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لقرارات المستثمر في الأردن، رسالة ماجستير، جامعة آل البيت، الأردن، 2003.

² العريبيد، عصام، معايير الإفصاح المالي في القوائم المالية الخاصة بالبنوك دراسة مقارنة، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، مصر، 1996.

- على الرغم من تعدد درجات الإفصاح إلا أن موضوع الإفصاح في البنوك يخضع لعدة اعتبارات تتعلق بطبيعة الظروف الاقتصادية السائدة في كل دولة ومدى إدراك المستثمرين للمعلومات التي يتم الإفصاح عنها.

أما أهم توصيات الدراسة :

- ضرورة مساهمة كل من مهنة المحاسبة والمراجعة والسلطات النقدية وهيئة بورصة الأوراق المالية في تحديد متطلبات الإفصاح في البنوك.

- إن تمكين مستخدمي البيانات من معرفة الوضع المالي الحقيقي للبنك يتطلب الإفصاح عن الإيضاحات المتممة للقوائم المالية والمؤشرات الاقتصادية التي تؤثر في عناصر هذه القوائم، دون الاختصار فقط على عناصر القوائم المالية التي تعطي نظرة ساكنة عن الوضع المالي للبنك.

الدراسات السابقة الأجنبية:

1- دراسة (Bushe&Nue_2000):¹

هدفت الدراسة للتعرف على أثر الإفصاح في الشركات على قرار المستثمر المؤسسي وعلى تقلبات عوائد الأسهم، وقد اشتملت عينة الدراسة على الشركات المساهمة والبالغ عددها (4314) شركة أمريكية مرتبة حسب أعلى درجات الإفصاح في تقرير شركة المستثمر وأبحاث الإدارة.

وانتهجت الدراسة كلاً من الأسلوب الاستقرائي والاستنباطي وتحليل القوائم المالية المنشورة للشركات المساهمة محل عينة الدراسة.

أما أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن لدرجة الإفصاح وتفاصيلها أثراً على جذب انتباه المستثمر المؤسسي ولكن لا يوجد تأثير لدرجة الإفصاح على تقلبات عوائد الأسهم.

2- دراسة (Gray&Kenth_1999):²

¹ Bushee, Brain J, Noe, Christopher, Corporate Disclosure Practice, Institutional Investors and stock Return Volatility, Journal of Accounting Research, vol.38, USA, 2000.

² Gray, Sidney J, Kenth, Skogsvik, "The valuation Relevance of voluntary disclosures", Stockholm school of Economics, Stockholm, 1999.

هدفت الدراسة إلى إجراء مقارنة للإفصاح الاختياري في كل من السويد والمملكة المتحدة، وذلك لمعرفة أهمية الإفصاح بالنسبة لمختلف الأطراف، وفي سبيل معالجة مشكلة الدراسة تم تحليل القوائم المالية لشركات الأدوية في كل من السويد والمملكة المتحدة لمدة 15 سنة من عام 1984 إلى عام 1998.

ومن أهم نتائج الدراسة:

- وجود تشابه في الإفصاح بين البلدين إلى حد ما على الرغم من وجود بعض الاختلافات تعود إلى اختلاف متطلبات الجهات الرقابية الحكومية وأسواق المال.
 - اختلاف الاهتمام بالإفصاح الاختياري بين الشركات.
 - وكانت من أهم توصيات الدراسة :
 - ضرورة تركيز الشركات على الإفصاح الاختياري نظراً لأهميته لكافة الأطراف.
- 3-دراسة (Bouchet 1998) :1**

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر المعلومات المحاسبية على القرارات الإدارية في شركات الصناعات الدوائية في المملكة المتحدة، وقد توصلت الدراسة إلى أن المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية لها أثر هام في اتخاذ القرارات الإدارية وأن هذه المعلومات قد ساعدت المديرين في اتخاذ العديد من القرارات وأزلت الغموض وعدم الفهم.

4 -دراسة (Wright.Ken_1996) : 2

تناولت هذه الدراسة دور وأهمية المعلومات المحاسبية عند اتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، وقد تم تطبيق هذه الدراسة على أسواق رأس المال في المملكة المتحدة وتوصلت هذه الدراسة إلى أهمية المعلومات المحاسبية التالية (القيمة الدفترية للسهم والتدفقات النقدية المستقبلية وتوزيعات الأرباح والعائد على الاستثمار) عند التقييم والمفاضلة بين بدائل الاستثمار، وذلك لمساعدة المستثمر على اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

¹ Bouchetm, Hopkins Fetal, The impact of information use on decision making in the Pharmactial industry, library management, vol.19, no.3, MCB, University press,UK,1998.

²Wright, Mike, Ken, Robbie, Venture Capitalists Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information, Accounting& Business Research, 1996.

5- دراسة (Opong 1988):1

هدفت الدراسة إلى التحقق فيما إذا كان نشر التقارير المالية في المملكة المتحدة ينقل المعلومات التي تؤثر على قرارات المستثمرين وبالتالي على أسعار الأسهم. وقد أجريت الدراسة في إطار فرضية كفاءة السوق شبه القوي. وأهم ما توصلت إليه الدراسة هو أن التقارير المالية تؤثر على أسعار الأسهم في المملكة المتحدة في نفس اليوم الذي يتم نشرها.

عاشراً: ما يميز هذه الدراسة:

- 1- أهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة أنها تناولت موضوع الإفصاح ودوره في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية، كما سنتسلط الضوء على مدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية وتوضيح مدى ملائمة هذه التعليمات لحاجات المستثمرين.
- 2- معظم الدراسات السابقة تناولت موضوع الإفصاح المحاسبي، فيما سيشمل موضوع دراستنا الإفصاح بكافة أنواعه والذي يتضمن الكشف عن كافة المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية التي تساعد المستخدمين في دعم قراراتهم المختلفة.

¹ Opong, Kwaku K, The information content of interim financial reports: UK evidence, Journal of Business & Accounting, UK, 1988.

الفصل الأول: الإفصاح ودوره في أسواق الأوراق المالية:**المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للإفصاح:**

أولاً: مقدمة.

ثانياً: مفهوم الإفصاح.

ثالثاً: أنواع الإفصاح.

رابعاً: العوامل التي تؤثر في الإفصاح.

خامساً: المقومات الأساسية للإفصاح.

سادساً: الأطراف المهتمة بالإفصاح.

سابعاً: الخصائص النوعية للمعلومات.

المبحث الثاني: الإفصاح في أسواق الأوراق المالية:

أولاً: مقدمة.

ثانياً: حدود الإفصاح في أسواق الأوراق المالية.

ثالثاً: أهمية الإفصاح في أسواق الأوراق المالية.

رابعاً: علاقة الإفصاح بكفاءة أسواق الأوراق المالية.

خامساً: أثر عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية.

سادساً: المعلومات اللازمة للمستثمرين في أسواق الأوراق المالية ومصادر الحصول عليها.

سابعاً: الإفصاح في سوق دمشق للأوراق المالية.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للإفصاح:

أولاً: مقدمة.

ثانياً: مفهوم الإفصاح.

ثالثاً: أنواع الإفصاح.

رابعاً: العوامل التي تؤثر في الإفصاح.

خامساً: المقومات الأساسية للإفصاح.

سادساً: الأطراف المهتمة بالإفصاح.

سابعاً: الخصائص النوعية للمعلومات.

أولاً - مقدمة:

مع تزايد نمو اقتصاد السوق العالمي والتنافس بين مصالح الأطراف المختلفة، تزايدت درجة أهمية التدقيق في أداء الشركات ويظل أمر الشفافية المتحققة من خلال الإفصاح بحاجة إلى إيجاد توازن بين المستوى المقبول لدى الشركات وبين المستوى الذي ترغب فيه الأطراف المتعددة الأخرى، وهناك إلحاح على الشركات في كل من الأسواق النامية والمتقدمة كي تكون أكثر إفصاحاً ليس فقط في تقاريرها المالية ولكن أيضاً حول أدائها في القضايا الرئيسية الاجتماعية والأخلاقية والبيئية، و بالتالي على الشركات الاستجابة لمصالح الأطراف المختلفة أو إيجاد التوازن بين مصالح تلك الأطراف التي تشمل الإدارة ومجلس الإدارة والمساهمين والمستثمرين المحتملين والشركاء التجاريين والعملاء وجهات الائتمان والحكومة¹.

وقد كشفت الأزمات المالية والانحرافات في الشركات الكبرى، إلى الحاجة الماسة إلى تدعيم مفهوم الإفصاح وترسيخ تطبيقه حتى تحول دون تكرار مثل هذه الأزمات.

ويوجد اختلاف في وجهات نظر الباحثين والمهنيين حول نطاق مشكلة الإفصاح، فمنهم من لا يحصر نطاق الإفصاح في مجرد درجة تفصيل القوائم المالية المنشورة أو في أساليب تبويب وعرض المعلومات في هذه القوائم، وإنما تعدى هذا ليعتبر عنصر دقة ومصداقية الأرقام المعروضة في هذه القوائم هو أساس مشكلة الإفصاح، في حين يرى آخرون أن مشكلة الإفصاح تنحصر في نطاق عرض المعلومات في القوائم المالية المنشورة ومجرد كمية هذه المعلومات المعروضة فيها ومن ثم الشكل الذي يتم فيه عرض هذه المعلومات، أما مسألة صحة ومصداقية الأرقام المعروضة في تلك القوائم فهي مسألة أخرى تتعدى من وجهة نظرهم حدود مشكلة الإفصاح لتدخل في نطاق مشكلة القياس المحاسبي².

ثانياً - مفهوم الإفصاح:

تختلف وجهات النظر حول مفهوم وحدود الإفصاح عن المعلومات الواجب توفرها في البيانات المنشورة، وينبع هذا الاختلاف أساساً من اختلاف مصالح الأطراف ذات العلاقة بالمنشأة، فنظرة الطرف

1 القضاء، يحيى، دور الإفصاح في إظهار القيمة السوقية الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، 2004، ص2.

2 الخطيب، خالد، الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية للشركات المساهمة العامة الأردنية في ظل معيار المحاسبة الدولي رقم (1)، مجلة جامعة دمشق، المجلد الثامن عشر، العدد الثاني، سورية، 2002، ص152.

المسؤول عن إعداد البيانات المالية المنشورة حيال مشكلة الإفصاح قد لا تلتقي بالضرورة مع نظرة من يدقق هذه البيانات ولا مع نظرة من يستخدمها من المستثمرين، ومن هنا يصبح من الصعب توفير مفهوم عام وموحد للإفصاح يضمن توفير مستوى الإفصاح الذي يحقق لكل طرف من هذه الأطراف رغباته الكاملة في هذا المجال.

ونعرض فيما يأتي عدداً من التعاريف في محاولة للإحاطة بمفهوم الإفصاح:

فقد عرف خشارمة الإفصاح بأنه "تلك المعلومات التي تنشرها الإدارة للجهات الخارجية من مستخدمي القوائم المالية، بهدف مقابلة احتياجاتها المختلفة من المعلومات المتعلقة بأعمال المنشأة، ويشمل الإفصاح أية معلومات إيضاحية محاسبية أو غير محاسبية تاريخية أو مستقبلية تصرّح عنها الإدارة وتضمّنها التقارير المحاسبية"¹.

ويرى الخطيب أن الإفصاح يعني "الكشف عن جميع الأحداث المالية والتقارير عن أي تغيير يحدث في السياسات المحاسبية، مثل سياسة تقييم المخزون وسياسة الإهلاك وطرق تكوين الاحتياطيات و المخصصات"².

ومن وجهة نظر طه فإن الإفصاح يعني "أن توضح وتكشف القوائم المالية جميع المعلومات الأساسية التي تهم الفئات الخارجية عن المشروع، لكي تتمكن من اتخاذ القرارات المناسبة"³.

وقد عرفه جليلاتي بأنه: "الكشف عن المعلومات التي تهّم المستثمرين، وتتضمنها البيانات المالية، والتي تؤثر في سعر الورقة المالية، ويجب أن يكون الكشف عاماً وللجمهور وليس فقط لحملة الأوراق المالية والمستثمرين، وذلك من خلال الصحف اليومية وبصورة دورية مرتبطة بالسنة المالية للجهة ذات العلاقة وبصورة فورية عند الحاجة أو عند حدوث معلومة جديدة"⁴.

1 خشارمة، حسين، مستوى الإفصاح في البيانات المالية للبنوك والشركات المالية المشابهة المندمجة في الأردن، مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية)، المجلد 17 (1)، الأردن، 2003، ص96.

2 الخطيب، خالد، مرجع سبق ذكره، ص154.

3 طه، عبد الجابر، الإفصاح المحاسبي ودوره في تنشيط أسواق المال العربية، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، العدد التاسع، مصر، 1999، ص268.

4 جليلاتي، محمد، دور الإفصاح في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية، ورقة مقدمة ضمن الفعاليات العلمية لجمعية المحاسبين القانونيين السوريين، دمشق، 2009، ص2.

ثالثاً - أنواع الإفصاح:

يظهر تطور الفكر المحاسبي اتجاهاً متزايداً نحو التوسع في الإفصاح والتعدد في مجالاته، إلى درجة أن المحاسبين أخذوا يطمحون إلى تسجيل أحداث غير مالية لا يمكن التعبير عنها بأرقام في سجلاتهم ويحاولون باستمرار تذليل العقبات التي تحول دون هذا الهدف، ولكن هناك من يرى أنه من الصعب وضع مفهوم موحد للإفصاح المحاسبي يرضي جميع المستخدمين، بل ومن المستحيل أن يتفق المحاسبون على إطار محدد للإفصاح، لذلك لا بد من الأخذ بعين الاعتبار الهدف من إعداد البيانات المحاسبية والفئة المستفيدة منها¹، ومهما تعددت أنواع أو تقسيمات الإفصاح فإن هدفه يبقى واحداً وهو تقديم معلومات مفيدة للمستخدم، أما الاختلاف بالمسميات فهي ناتجة عن الأبعاد أو الزوايا التي يتم النظر لموضوع الإفصاح من خلالها.

ويمكن تقسيم الإفصاح تبعاً للأهداف إلى ما يلي:

1- الإفصاح المناسب أو الملائم:

هو الحد الأدنى من الإفصاح الواجب توافره في القوائم المالية لمساعدة المستخدمين عند اتخاذ القرارات الاقتصادية الرشيدة المختلفة².

وقد أشارت لجنة إجراءات التدقيق المنبثقة عن المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA) إلى ضرورة الإفصاح بطريقة تجعل للقوائم المالية قيمة إعلامية من وجهة نظر مستخدميه هذه القوائم³.

2- الإفصاح العادل:

يهتم الإفصاح العادل بالرعاية المتوازنة لاحتياجات جميع الأطراف المالية، إذ يتوجب إخراج القوائم المالية والتقارير بالشكل الذي يضمن عدم ترجيح مصلحة فئة معينة على مصلحة الفئات الأخرى، من خلال مراعاة مصالح جميع هذه الفئات بشكل متوازن¹.

1 زيود، لطيف وآخرون، دور الإفصاح في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (29)، سورية، 2007، ص180.

2 عبيد، فداء، الإفصاح في القوائم المالية للمصارف دراسة مقارنة للتطبيقات المعمول بها في العراق مع المعيار الدولي رقم 30، رسالة ماجستير، جامعة بغداد، العراق، 2005، ص23.

3 الحسين، بسام، قدرة الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية على زيادة حجم أعمال البنوك الخاصة في سورية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سورية، 2010، ص26.

3- الإفصاح الكامل (الشامل):

وهو تزويد الفئات المختلفة بالمعلومات التي تعتبر مفيدة لاتخاذ القرارات الرشيدة، حيث أن المعلومات الكثيرة التي ليس لها معنى ودلالة تؤدي إلى ضياع المعلومات المهمة والمفيدة مما يضل مستخدمي البيانات المالية عند اتخاذ القرارات، وإن هذا المفهوم لا يتحقق إلا بتوفر الشروط الأساسية التالية².

- أن تكون القوائم المالية المنشورة على درجة عالية من التفصيل.
- أن تكون أرقام هذه القوائم على درجة عالية من الدقة والمصادقية.
- أن يتم عرضها بالصورة وفي الوقت الذي يتناسب مع احتياجات ورغبات كل طرف من الأطراف ذات المصلحة على حدا.

ولكي يكون الإفصاح ذا تأثير هام وفعال في عملية اتخاذ القرار، يجب أن تقوم المنشأة بنشر معلومات يتوافر فيها المفاهيم الثلاثة وهي الإفصاح المناسب والعادل والكامل وأكثر المصطلحات استعمالاً بشكل عام هو الإفصاح المناسب³.

كما يجب أن تتوافر الصفات النوعية للمحاسبة المالية في المعلومات المعروضة والتي سنتناولها بمزيد من التفصيل في الفقرات التالية.

4- الإفصاح الوقائي:

يقوم هذا النوع من الإفصاح عن التقارير المالية بحيث تكون غير مضللة لأصحاب الشأن، والهدف الأساسي لذلك هو حماية المستثمر العادي ذوي القدرة المحدودة على استخدام المعلومات، لهذا يجب أن تكون المعلومات على درجة عالية من الموضوعية، فالإفصاح الوقائي يتفق مع الإفصاح الكامل لأنهما يفصحان عن المعلومات المطلوبة لجعلها غير مضللة للمستثمرين الخارجيين⁴.

1 زيود، لطيف، قيطيم، حسان، مكية، نغم، مرجع سبق ذكره، ص180.

2 الحسين، بسام، مرجع سبق ذكره، ص27.

3 عبيد، فداء، الإفصاح في القوائم المالية للمصارف، مرجع سبق ذكره، ص23.

4 زيود، لطيف، قيطيم، حسان، مكية، نغم، مرجع سبق ذكره، ص181.

5- الإفصاح التثقيفي (الإعلامي):

ظهر هذا الاتجاه نتيجة ازدياد أهمية الملائمة باعتبارها أحد الخصائص الرئيسية للمعلومات، ونتيجة لهذه الخاصية كان التحول نحو المطالبة بالإفصاح عن المعلومات الملائمة لأغراض اتخاذ القرارات، ومن أمثلة ذلك المعلومات الخاصة بأثر تغيرات مستويات الأسعار وإعداد التقارير المرحلية، ولا شك أن التوسع في نطاق الإفصاح على هذا النحو من شأنه الحد من أهمية اللجوء إلى المصادر الداخلية للحصول على معلومات إضافية بالطرق الغير الرسمية، وطبقاً لهذا المفهوم الجديد للإفصاح لم يعد التركيز على المعلومات التي تتمتع بدرجة عالية من الموضوعية والتي تتناسب مع المستثمر العادي وإنما يتسع نطاق الإفصاح ليشمل أيضاً أي معلومات ملائمة والتي قد تتصف بدرجة كبيرة نسبياً من التقدير والاجتهاد الشخصي¹.

ويمكن تقسيم الإفصاح من حيث نوع البيانات إلى نوعين².

- 1- إفصاح مالي: حيث يتم نشر المعلومات المبينة للمركز المالي للشركة في وقت معين.
- 2- إفصاح غير مالي: حيث يتم نشر المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة وحجم إنتاجها وموقفها بالنسبة للقطاع الإنتاجي الذي تنتمي إليه وخطتها التسويقية ونوع المنتج وما إلى من البيانات، كما تشمل البيانات المتعلقة بالمديرين وأعضاء مجلس الإدارة.

ويمكن تقسيم الإفصاح من حيث توقيته إلى:

- 1- إفصاح دوري: يتم خلال فترات محددة مرتبطة بالسنة المالية للجهة ذات العلاقة.
- 2- إفصاح فوري: ويتم عند حدوث المعلومة وبأسرع وقت ممكن.

ويتأثر أسلوب الإفصاح عن المعلومات بالتشريعات واللوائح المنظمة المعمول بها وعلى ذلك يمكن تقسيم الإفصاح إلى:

1 الهليل، خالد، مدى ملائمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لقرارات المستثمر في الأردن، رسالة ماجستير، جامعة آل البيت، الأردن، 2003، ص27.

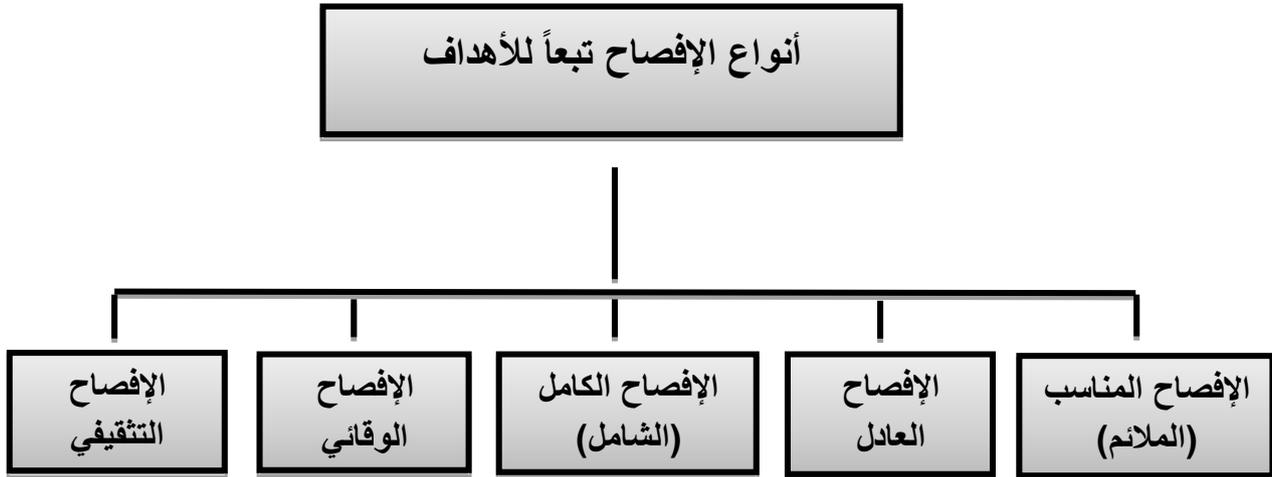
2 شمس الدين، أشرف، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، منشورات هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص26.

1- الإفصاح الاختياري:

وهو الإفصاح الذي يتم وفقاً لرغبة الإدارة، فمن المعلوم أن الإدارة تتوفر لديها كافة المعلومات المالية وغير المالية فقد ترى حجب بعض المعلومات عن نشاط الشركة، بما يكفل حماية الشركة في المستقبل وخوفاً من تسرب بعض المعلومات أو انتشارها للشركات المنافسة، غير أن هذا التصرف يشوبه الكثير من الشكوك حول رغبة المديرين بحفظ هذه المعلومات لتحقيق مصالح ذاتية أو أنه يمثل قصر نظر بشأن المعلومات بأسهم الشركة في البورصة، لأن الإفصاح عن المعلومات الخاصة كالموازنات التخطيطية والتسويقية والتدفقات النقدية المتوقعة من شأنه التأثير على أسعار أسهم الشركة، إذ أن الإفصاح عن الأنباء الجيدة في التقارير المالية من شأنه زرع الطمأنينة في نفوس المستثمرين تجاه معاملاتهم في أسهم الشركة¹.

2- الإفصاح الإجمالي:

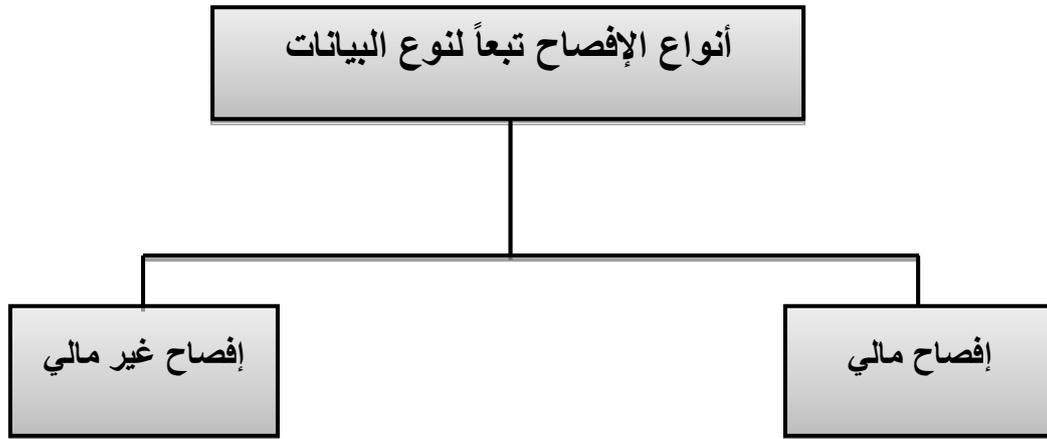
وهو الحد الأدنى من الإفصاح الذي حددته القوانين الصادرة من الجهات ذات العلاقة، وهو قائم على تشريعات وتعليمات تجبر الشركات على الإفصاح عن المعلومات التي تحاول الإدارة حجبها. والشكل التالي يوضح أنواع الإفصاح:



الشكل رقم (1) أنواع الإفصاح تبعاً للأهداف

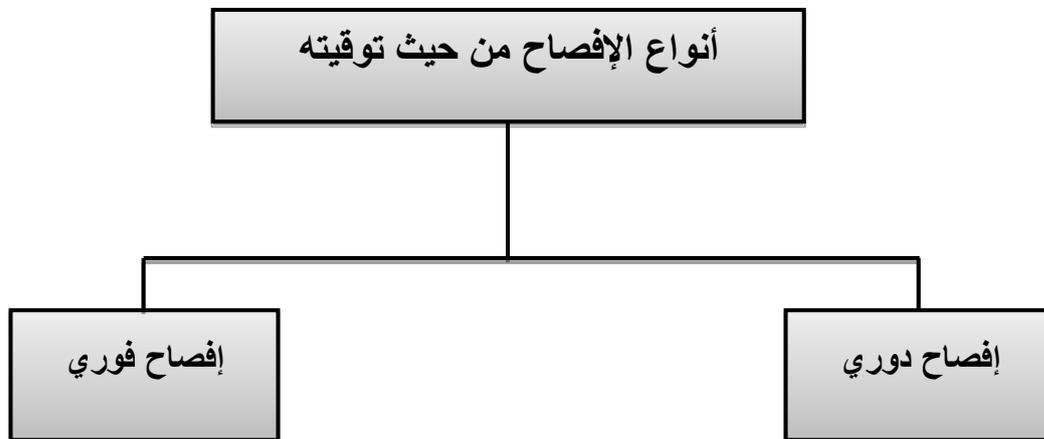
المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى المراجع المختلفة.

¹العنزي، نايف، الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني دراسة مقارنة، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن 2012، ص56.



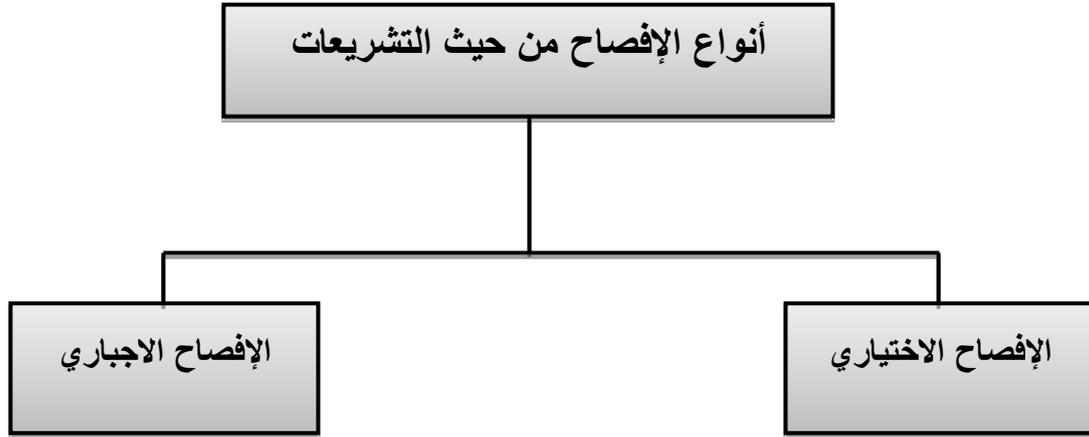
الشكل رقم (2) أنواع الإفصاح تبعاً لنوع البيانات

المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى المراجع المختلفة.



الشكل رقم (3) أنواع الإفصاح من حيث توقيته

المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى المراجع المختلفة.



الشكل رقم (4) أنواع الإفصاح من حيث التشريعات

المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى المراجع المختلفة.

ويرى الباحث أن التمييز بين الأنواع السابقة للإفصاح واضح ومفيد من الناحية النظرية، ولكن ليس من السهولة وضع إطار محدد لأنواع الإفصاح من الناحية العملية، نظراً للتداخل الكبير بينها واختلاف وجهات النظر حولها.

ويأخذ الإفصاح عدة أشكال أقواها إدراج المعلومة في القوائم المالية، كما يعد التبويب داخل القوائم المالية أحد الأشكال المهمة للإفصاح، ويتم تقديم كم كبير من المعلومات مرتبطة بالقوائم المالية ولكنها خارج القائمة وتصنف هذه المعلومات كملاحظات للقوائم المالية، وتشمل معلومات رقمية ونصوص تمد مستخدمي القوائم المالية بالأمور التي ظهرت ملخصة في القوائم المالية أو التي استُبعدت منها كلياً، والهدف من البيانات المالية هو توفير معلومات عن الوضع المالي للشركة ونتيجة أعمالها والتغيرات في حقوق المساهمين وتدفقاتها النقدية والتي يستفيد منها قطاع عريض من مستخدميها في اتخاذ القرارات الاستثمارية¹.

¹ الغنزي، نايف، الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني دراسة مقارنة، مرجع سبق ذكره ، ص58.

رابعاً - العوامل التي تؤثر في الإفصاح:

يوجد العديد من العوامل التي تؤثر في درجة الإفصاح ويمكن تقسيمها إلى ثلاثة عوامل رئيسية

هي:

1- عوامل بيئية:

تتعلق هذه العوامل بتعلق بالمجتمع الذي تعد فيه التقارير المالية، إذ تختلف التقارير المالية المعدة للمستخدمين من دولة إلى أخرى وذلك لأسباب اقتصادية واجتماعية وسياسية وعوامل ناتجة من حاجة المستفيدين إلى المزيد من المعلومات الإضافية عن التغيرات البيئية وأثرها في المنشأة، وذلك بغرض المقارنة بين المنشآت مع بعضها البعض وتحديد المسؤولية الاجتماعية لكل منها، فبينما توجد دول قامت بتحديد التقارير التي يجب إعدادها وطرق عرض المعلومات المالية الواردة فيها وتوقيت نشرها من خلال القوانين مثل إنجلترا، فإن هنالك دول أخرى لا يوجد فيها قوانين لإلزام الشركات بذلك مثل الولايات المتحدة، والتي تعد هذه التقارير في ضوء المبادئ المحاسبية¹.

2- عوامل تتعلق بالمعلومات:

تتأثر درجة الإفصاح بالمعلومات التي يتم الإفصاح عنها ومدى توافر عدد من الصفات للحكم على كفاءتها، وأهمها أن تكون المعلومات ملائمة للقرارات التي سيقوم باتخاذها أغلب المستفيدين منها، وأن تكون هناك ثقة في هذه المعلومات عند الاستفادة منها، بالإضافة إلى قابليتها للتحقق والمقارنة، وفي هذا الصدد أشارت لجنة معايير المحاسبة المالية (FASB) إلى أن المعلومات الواردة بالتقارير المالية ليست إلا أداة مثل أية أداة تتوقف منفعتها على مدى الاستفادة منها.

وتتأثر درجة الإفصاح أيضاً بالمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية، والذي يعني قيمة ما تحويه هذه التقارير أو القوائم من معلومات اقتصادية من وجهة نظر مستخدميها في اتخاذ قرارات اقتصادية ذات علاقة بالمنشأة².

3- عوامل تتعلق بالمنشأة:

وهذه المجموعة من العوامل ترتبط بالوحدة الاقتصادية مثل:

1 القضاة، يحيى، مرجع سبق ذكره، ص40.

2 القضاة، يحيى، رسالة ماجستير، مرجع سبق ذكره، ص41.

أ- حجم المنشأة:

حيث أنّ إعداد المعلومات المحاسبية واستخدامها بشكل دقيق وبتوقيت مناسب وملائم للمستفيدين منها يحتاج إلى تكاليف مباشرة ناتجة عن إعداد التقارير المالية وتكاليف غير مباشرة ناتجة عن كشف جميع المعلومات عن المنشأة¹.

ب- عدد المساهمين:

إن زيادة عدد المساهمين يؤدي إلى المزيد من المعلومات التي يتعين الإفصاح عنها من جانب الشركات، حيث بينت بعض الدراسات وجود علاقة طردية بين عدد المساهمين ودرجة الإفصاح في التقارير المالية.

ج- الهيئات الرقابية على أعمال الشركات:

يؤثر تدقيق المدقق الخارجي لحسابات الشركة على درجة الإفصاح من خلال ما يلتزم به من مبادئ ومفاهيم محاسبية مقبولة أو قواعد مهنية، يفرضها قانون المهنة التي ينتمي إليها، وكذلك فإن القوانين التي تضعها الدول وخاصة قوانين الشركات والتعليمات التي تصفها هيئات الأوراق المالية لتحكم بها تصرفات الشركات المساهمة، لها الأثر المباشر في زيادة درجة الإفصاح⁽²⁾.

خامساً- المقومات الأساسية للإفصاح عن المعلومات:

يرتكز الإفصاح عن المعلومات على عدة مقومات هي كالتالي:

1- تحديد المستخدم المستهدف للمعلومات:

لا يمكن للبيانات المالية أن تلبى كافة احتياجات المستخدمين من المعلومات، فهناك احتياجات مشتركة لهم جميعاً وحيث أن توفير بيانات مالية تفي بحاجة المستثمرين مقدمي رأس المال للمنشأة فإنها سوف تفي كذلك بأغلب حاجات المستخدمين الآخرين³.

1 اليافعي، إبراهيم، بعض ملامح القياس والإفصاح المحاسبي وإعداد التقارير المالية للشركات المساهمة، رسالة ماجستير، جامعة العلوم والتكنولوجيا، اليمن، 2009، ص22.

2 القضاة، يحيى، رسالة ماجستير، مرجع سبق ذكره، ص42.

3 المعايير المحاسبية الدولية لإعداد التقارير المالية، الصادرة عن مجلس المعايير المحاسبية الدولية، ترجمة مجموعة طلال أبو غزالة، عمان، 2008، ص75.

حيث سيستخدم هذه المعلومات عدة أطراف تشمل الملاك والمقرضين والموردين والمستثمرين المحتملين والدائنين والموظفين الزبائن واتحادات (نقابات) العمال والدوائر والسلطات الحكومية بالإضافة إلى المحللين الماليين والمخططين الاقتصاديين وستتناول بالتفصيل احتياجات كل من هذه الفئات في فقرة لاحقة.

كما ينبغي إعداد المعلومات في ظل فرضية وجود مستويات مختلفة من الكفاءة والمهارة والخبرة في قراءة وتفسير المعلومات لدى مستخدميها، مما قد يضع معدي التقارير والمعلومات أمام خيارين رئيسيين¹.

أ- إعداد المعلومات والتقارير وفق نماذج متعددة حسب تعدد احتياجات الفئات التي سوف تستخدمها، وذلك يصعب تطبيقه بالإضافة إلى أنه مكلف جداً، ويتعارض مع الجدوى الاقتصادية للتقارير والمعلومات.

ب- استقر الرأي النهائي في عالم مهنة المحاسبة وفقاً لهيئة معايير المحاسبة المالية (FASB) والمعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين، على أن المستخدم المستهدف للمعلومات المحاسبية يتمثل في مجموعة الفئات التي يحتمل استخدامها للتقارير المالية، مع التركيز على فئات المستثمرين الحاليين والمحتملين والدائنين.

2- تحديد الأغراض التي ستستخدم فيها المعلومات:

يتحدد الغرض الذي سوف تستخدم فيه المعلومات تبعاً للجهة المستفيدة بشكل رئيسي، حيث يعتبر تحديد الأغراض من الجهة المعدة للمعلومات التي سيتم الإفصاح عنها أمراً هاماً، حيث تعتبر بعض تلك المعلومات ملائمة لجهة مستفيدة وغير ملائمة لجهة أخرى².

لذلك لا بد أن يكون هناك ربط بين الغرض الذي تستخدم فيه المعلومات والخاصية الأساسية من خصائص المعلومات وهي الملائمة، حيث تعد خاصية الملائمة من أهم الخصائص التي تحكم كمية ونوعية المعلومات التي تظهر بالقوائم المالية لذلك يجب أن تكون المعلومات ملائمة للغرض الذي تستخدم من أجله³.

1 غزوي، حسين، حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية، رسالة ماجستير، الأكاديمية العربية في الدنمارك، 2010، ص51.

2 غزوي، حسين، حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية، مرجع سبق ذكره، 2010، ص51.

3 الخطيب، خالد، مرجع سبق ذكره، ص158.

3- تحديد طبيعة ونوع المعلومات التي يجب الإفصاح عنها:

بعد تحديد المستخدم المستهدف للمعلومات المحاسبية وكذلك الغرض الذي ستستخدم فيه، يتمثل الركن التالي في تحديد طبيعة ونوع المعلومات التي يجب الإفصاح عنها، وتتمثل المعلومات التي يتم الإفصاح عنها حالياً في البيانات المالية المحتواة في القوائم المالية التقليدية وهي: قائمة المركز المالي، وقائمة الدخل، وقائمة الأرباح المحتجزة، ثم قائمة التغيرات في المركز المالي، هذا إضافة إلى معلومات أساسية تعتبر ضرورية لكن نظراً لتعذر الإفصاح عنها في صلب القوائم المالية لذلك عرضت في الملاحظات المرفقة بالقوائم المالية والتي تعد جزءاً لا يتجزأ من تلك القوائم¹.

4- تحديد أساليب وأدوات الإفصاح عن المعلومات المحاسبية:

جرى العرف على أن يتم الإفصاح عن المعلومات ذات الآثار المهمة على قرارات مستخدميها في صلب القوائم المالية، في حين يتم الإفصاح عن المعلومات الأخرى خصوصاً التفاصيل، إما في الملاحظات أو الإيضاحات المرفقة بتلك القوائم أو في جداول أخرى مكملتها تلحق بها كما يتطلب الأمر في بعض الأحيان الإفصاح عن المعلومة الواحدة نفسها إذا كانت مهمة في أماكن متعددة في البيانات المالية، ولذلك يتطلب الإفصاح المناسب أن يتم عرض المعلومات فيها بطرق يسهل فهمها، كما يتطلب أيضاً ترتيب وتنظيم المعلومات بصورة منطقية تركز على الأمور الجوهرية، بحيث يمكن للمستخدم المستهدف قراءتها بيسر وسهولة، وباختصار فإن القوائم المالية الأساسية المتمثلة في الميزانية العمومية وقائمة الدخل وقائمة التغيرات في حقوق الملكية وقائمة التدفقات النقدية التي تقوم بإعدادها إدارة المنشأة، هي الأدوات الأهم للإفصاح عن المعلومات المحاسبية، ويمكن الاستعانة بقوائم إضافية ملحقاً بالقوائم المالية الأساسية كتلك التي توضح تنبؤات وخطط الإدارة أو زيادة الإفصاح على أساس التغير في مستويات الأسعار كوسائل أخرى للإفصاح².

5- تحديد توقيت الإفصاح عن المعلومات:

حتى يكون الإفصاح مفيداً فإنه بالإضافة إلى اشتراط أن تكون هذه المعلومات كافية وموثوقة وقابلة للمقارنة والفهم، يجب أن يتوفر التوقيت الملائم في إعدادها وعرضها وتقديمها لمستخدمي تلك المعلومات،

1 الخطيب، خالد، مرجع سبق ذكره، ص158.

2 مطر، محمد، السويطي، موسى، التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص236.

وتتناقص منفعة المعلومة ثم تزول إذا لم تأت في الوقت المناسب، بمعنى أن المنفعة التي يحققها متخذ القرار ترتبط بمدى حصوله على المعلومات المناسبة في الوقت المناسب.

ولذلك حرصت قوانين الشركات في مختلف الدول وتعليمات هيئات أسواق المال العالمية أن تلزم الشركات المدرجة في تلك الأسواق بأن تقوم بإعداد وعرض هذه المعلومات خلال فترة زمنية معقولة من تاريخ انتهاء السنة المالية أو الفترة المرحلية، وتزويد هيئة الأوراق المالية بنسخ من قوائمها المالية المرحلية الربعية أو نصف سنوية، بهدف توفير المعلومات الحديثة والمستمرة على فترات متقاربة للمتعاملين في الأسواق المالية¹.

سادساً - الأطراف المهتمة بالإفصاح:

يهدف الإفصاح إلى توصيل المعلومات إلى أطراف متعددة تستخدم تلك المعلومات لاتخاذ قرارات اقتصادية.

إن تحديد المستخدم المستهدف للمعلومات المفصح عنها هو الخطوة الأساسية والأولى التي يجب مراعاتها عند إنتاج المعلومات، لتحديد الخطوات التالية والتي تناولناها بالشرح سابقاً. بالتالي يجب الإفصاح عن المعلومات في ظل فرضية أساسية، وهي وجود مستويات متعددة من مستخدمي هذه المعلومات ولكل منها احتياجاته وإمكانياته.

لذلك فإن اختلاف أنواع قرارات المستخدمين أدى إلى تقسيم المستخدمين إلى مجموعتين.

1- المستخدمون الداخليون:

تتضمن هذه المجموعة كافة الأطراف التي يتصل عملها بإدارة أنشطة المنشأة، فالمديرون يحتاجون المعلومات للتخطيط والتنظيم وإدارة المنشأة وتقييم أداء المسؤولين، وينطبق ذلك على فئة المديرين بكافة مستوياتهم: المدير العام، أعضاء مجلس الإدارة، مدير التسويق، مشرفي الإنتاج، المدير المالي، موظفي المنشأة².

1 غزوي، حسين، حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية، مرجع سبق ذكره، ص53.
2 حنان، رضوان وآخرون، أسس المحاسبة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2004، ص26.

2- المستخدمين الخارجيون:

يوجد عدة أنواع من المستخدمين الخارجيين للمعلومات ويمكن تقسيمهم إلى نوعين:

أ - فئات لها مصالح مالية مباشرة في المنشأة.

ب - فئات لها مصالح مالية غير مباشرة.

وسنستعرض بمزيد من التفصيل كلاً من هذين النوعين.

أ - فئات لها مصالح مالية مباشرة:

1- المستخدمون الحاليون:

الذين يقدمون رأس المال وهم يهتمون بالدرجة الأولى بالمخاطرة الملازمة لاستثماراتهم والعائد المتحقق منها، حيث يحتاجون إلى المعلومات التي تعينهم على اتخاذ قرار الشراء أو الاحتفاظ بالاستثمار أو البيع، كما يهتم المساهمون بالمعلومات التي تعينهم على تقييم قدرة المشروع على توزيع الأرباح.

2- المقرضون:

وتشمل هذه الفئة الدائنون التجاريون (الموردون) والذين قاموا بتوريد البضائع للمنشأة بالأجل، وكذلك المقرضون للمال سواء كانوا أفراداً أم مؤسسات، وتهتم هذه الفئة بالتقارير والمعلومات التي توضح سيولة المنشأة وربحها، والتي يمكن التعرف عليها من خلال قوائم المركز المالي والتدفقات النقدية وقوائم الدخل¹.

3- الموظفون:

يهتم الموظفون بالمعلومات المتعلقة باستقرار وربحية رب العمل، كما أنهم يهتمون بالمعلومات التي تمكنهم من تقييم قدرة المنشأة على دفع مكافآتهم وتعويضاتهم ومنافع التقاعد وتوفير فرص العمل.

1 نجم، أنور، مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية- غزة، 2006، ص38.

4- الزبائن (العملاء):

هم الأفراد والشركات الذين يقومون بشراء خدمات أو منتجات الشركة أو كليهما، وهؤلاء الزبائن قد يكونون زبائن دائمين وقد لا يكونون كذلك، ويعد الزبائن الدائمون ذوي أهمية للشركة وتأثير على حياتها، وغالباً ما يرتبطون مع الشركة بعقود طويلة الأجل نسبياً بقصد شراء خدماتها أو منتجاتها، وهم لا يقومون بتوقيع العقود إلا بعد دراسة الوضع المالي للشركة وهذه الدراسة تعتمد على المعلومات المحاسبية، وكلما زادت أهمية الزبون كان بإمكانه أن يطلب المعلومات التي يراها ضرورية وكافية لاتخاذ قرار التعامل مع الشركة أو عدمه، والتأكد من أن مموليها سيوفون بتعهداتهم من حيث الكمية أو النوعية أو موعد التسليم¹.

5- اتحادات (نقابات) العمال:

تدخل اتحادات العمال في مناقشات تتعلق بمستوى الأجور وزيادتها وغلاء المعيشة وتحسين ظروف العمل والعمال، وتستخدم اتحادات العمال المعلومات في هذا المجال وهي تحتاج إلى معلومات عن الوضع المالي ومستويات الأرباح المحققة في المنشأة للدفاع عن حقوق العمال².

ب - فئات لها مصالح مالية غير مباشرة:

تتمثل الفئات ذات المصالح المالية غير المباشرة بالأطراف التالية³:

1- الدوائر والسلطات الحكومية ذات العلاقة مثل:

(أ) دائرة ضريبة الدخل: التي تهتم بالقوائم المالية الصادرة عن المنشأة (قائمة المركز المالي أو الميزانية وقائمة الدخل أو الأرباح والخسائر) لاستخدامها لأغراض تحديد الضريبة المستحقة على المنشأة.

(ب) دوائر الإحصائيات العامة: فهي تهتم بالقوائم المالية الصادرة عن الشركات المساهمة لمراعاتها في حسابات الدخل القومي في مختلف القطاعات الاقتصادية (إعداد الحسابات القومية).

(ج) السلطات القضائية: فهي تحتاج إلى القوائم المالية والمعلومات المحاسبية للفصل في أمور الإفلاس والمنازعات القضائية.

1 زيد، عمر، المحاسبة المالية في المجتمع الإسلامي، دار اليازوري، الطبعة الأولى، عمان، 1995، ص52.

2 نجم، أنور، مرجع سبق ذكره، ص40.

3 حنان، رضوان، تطور الفكر المحاسبي- مدخل نظرية المحاسبة، الطبعة الأولى، دار العلم والثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص29.

- (د) المحللون الماليون والوسطاء الماليون: فهم يحتاجون إلى البيانات والقوائم بغرض إجراء التحليلات المالية وتقديم الاستشارات لاتخاذ قرارات استثمارية.
- (هـ) المخططون الاقتصاديون: يحتاجون إلى المعلومات لتحليل النشاط الاقتصادي والتنبؤ بتطوره واتجاهاته.

سابعاً- الخصائص النوعية للمعلومات:

لكي تكون المعلومات المفصح عنها ذات فائدة لتلبية حاجات المستخدمين فلا بد من توفر بعض المواصفات النوعية في هذه المعلومات لكي تساعد المستخدمين في اتخاذ القرارات المناسبة ونعرض فيما يلي أهم هذه الخصائص:

1- الملائمة:

تعتبر الملائمة من أهم الخصائص التي يجب أن تتوفر في المعلومات التي يمكن تقديمها لمتخذي القرارات الاستثمارية والإدارية على المستوى الداخلي والخارجي، وقد عرفت لجنة المعايير المحاسبية بأنها هي المعلومات التي يجب أن تكون ملائمة لحاجات صنع القرارات، وتمتلك المعلومات خاصية الملائمة عندما تؤثر على القرارات الاقتصادية للمستخدمين بمساعدتهم في تقييم الأحداث الماضية والحاضرة والمستقبلية، أو عندما تؤكد أو تصحح تقييماتهم الماضية.

ولكي تكون المعلومات ملائمة فإنها يجب أن تكون متاحة لمتخذي القرار قبل أن تفقد قدرتها على التأثير في قراراتهم، ويجب أن تكون لها قيمة تنبؤية وقيمة استرجاعية، وأن يتم تقديمها في الوقت المناسب¹.

2- أمانة المعلومات وإمكان الثقة بها:

يجب أن تكون المعلومات على درجة عالية من الأمانة ومنتسم المعلومات بالأمانة إذا توفرت فيها الخاصيتين التاليتين²:

¹ العلول، عبد المنعم، مرجع سبق ذكره، ص37.

² شبير، أحمد، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الإدارية "دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة في فلسطين"، رسالة ماجستير: الجامعة الإسلامية غزة، 2006، ص46.

- 1- تصوير المضمون الذي تهدف إلى تقديمه تصويراً دقيقاً.
- 2- قابلية المعلومات للمراجعة والتحقق.

ولكي تكون المعلومات تمتلك خاصية الموثوقية يجب توافر العناصر التالية في المعلومات¹:

أ- الصدق في تمثيل الظواهر:

وهي أن تعبر المعلومات عما تهدف التعبير عنه أي قدرة المعلومات على تمثيل الظواهر بأمانة وصدق والتعبير عن الجوهر والمضمون بشكل صحيح، فإذا تحقق ذلك ازدادت إمكانية الاعتماد على هذه المعلومات في اتخاذ القرارات.

ب- قابلية التحقق:

يقصد بها وجود إجماع بين المحاسبين الذين يستخدمون نفس طرق القياس بأنهم يتوصلون إلى نفس النتائج دون خطأ أو تحيز، بمعنى التوصل إلى نفس النتائج التي تم التوصل إليها من قبل طرف آخر وفي نفس الظروف.

ت- الحياد:

يعني أن يتم عرض المعلومات بصورة تخدم جميع المستخدمين لهذه المعلومات، دون تحيز لفئة معينة من المستخدمين من ذوي المصالح على حساب فئة مستخدمة أخرى.

3- القابلية للمقارنة:

تعني القابلية للمقارنة أن يكون بالإمكان مقارنة المعلومات لذات المنشأة وربما لعنصر أو أكثر من عناصر القوائم المالية عبر عدد من الفترات، وكذلك إمكانية مقارنة هذه المعلومات مع منشأة مماثلة في نفس الصناعة من جهة أخرى، ويعتمد مستخدمو المعلومات هذه المقارنة للحكم على المركز المالي للمنشأة وهيكل تمويلها، ومن ثم يمكن اتخاذ قرارات هامة مثل قرارات تقييم البدائل الاستثمارية المتاحة والممكنة وتحديد اتجاهات مؤشرات الأداء مثل الربحية².

¹ William. Jan, Stanga. Keith, William. Holder, Intermediate Accounting, Harcourt B, New York, 1984. P38.

² نجم، أنور، مرجع سبق ذكره، 2006، ص33.

4- قابلية المعلومات للفهم والاستيعاب:

لا يمكن الاستفادة من المعلومات إذا كانت غير مفهومة لمن يستخدمها، وتتوقف إمكانية فهم المعلومات على طبيعة البيانات التي تحتويها القوائم المالية وكيفية عرضها من ناحية، كما تتوقف على قدرات من يستخدمها وثقافتهم من ناحية أخرى¹.

5- الأهمية النسبية والإفصاح العام الأمثل:

يرتبط هذان المفهومان ببعضهما البعض كما أنهما يرتبطان معاً بمفهوم الملائمة وأمانة المعلومات، ويرجع السبب في ارتباط الأهمية النسبية بالإفصاح الأمثل إلى أن المعلومات الهامة يتعين الإفصاح عنها، كما أن المعلومات التي لا يتم الإفصاح عنها يفترض مسبقاً أنها غير هامة².

6- الثبات:

ويعني إتباع نفس الطرق والأساليب في عمليات القياس والإفصاح، وهي خاصية مفيدة من أجل إجراء المقارنات وتسهيلها، ومع ذلك فليس معنى الثبات عدم تغيير الطرق المحاسبية إذا كان هناك ضرورة، ولكن يمكن تغييرها مع ضرورة الإفصاح والإشارة إلى هذا التغيير وأثره على القوائم المالية³.

7- التوقيت الملائم:

يقصد به توفير المعلومات في حينها قبل أن تفقد هذه المعلومات قدرتها على التأثير في عملية اتخاذ القرار⁴.

¹ شبير، أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 47.

² العلول، عبد المنعم، مرجع سبق ذكره، ص 39.

³ عاشور، عثمان، مدى التزام الشركات الصناعية المساهمة الفلسطينية بمتطلبات الإفصاح المحاسبي في قوائمها المالية للمعيار المحاسبي الدولي رقم (1)، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2008، ص 58.

⁴ الهبيل، جمال، مرجع سبق ذكره، 2003، ص 64.

8- الجوهر فوق الشكل:

لكي تمثل المعلومات العمليات المالية والأحداث الأخرى تمثيلاً صادقاً، فمن الضروري أن تكون قد تمت معالجتها طبقاً لجوهرها وحقيقتها الاقتصادية وليس لمجرد شكلها القانوني¹.

¹ عاشور، عثمان، مرجع سبق ذكره، ص59.

المبحث الثاني: الإفصاح في أسواق الأوراق المالية:

أولاً: مقدمة.

ثانياً: حدود الإفصاح في أسواق الأوراق المالية.

ثالثاً: أهمية الإفصاح في أسواق الأوراق المالية.

رابعاً: علاقة الإفصاح بكفاءة أسواق الأوراق المالية.

خامساً: أثر عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية.

سادساً: المعلومات اللازمة للمستثمرين في أسواق الأوراق المالية ومصادر الحصول عليها.

سابعاً: الإفصاح في سوق دمشق للأوراق المالية.

أولاً - مقدمة:

حظي موضوع الإفصاح باهتمام كبير من قبل الجمعيات المهنية للمحاسبة وأسواق المال العالمية والدولية التي تهتم بشكل خاص بموضوع الشفافية، لذلك أخذ الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية موقعه في المجموعة الاستشارية للجنة معايير المحاسبة الدولية، لحرصه الشديد على أن تتوفر في معايير المحاسبة الدولية متطلبات الإفصاح اللازمة للأسواق المالية، وكذلك للباحثين والمهتمين بالإضافة إلى ذوي المصلحة الأولى وهم مستخدمو القوائم المالية¹.

ويلعب الإفصاح دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية، من حيث تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية، وتحقيق التوازن بين درجة المخاطر لها والعائد الذي تحققه هذه الأوراق، فالإفصاح يؤدي إلى تخفيض عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، وإقبال المدخرين على تقديم أموالهم للمستثمرين، بالتالي كبر حجم سوق الأوراق المالية متمثلاً في زيادة عدد الأوراق المالية المعروضة للشراء والبيع وكذلك في زيادة حجم التعامل لهذه الأوراق المالية، حيث يؤدي كبر حجم سوق الأوراق المالية إلى توزيع المخاطر بطريقة مثالية بين المشاركين في سوق رأس الأوراق المالية، كما يؤدي إلى إمكانية استخدام الوسائل التكنولوجية الحديثة في توصيل المعلومات (مثل تنبؤات المحللين الماليين، تنبؤات إدارة المشروعات عن الأرباح المستقبلية)².

ويشكل الإفصاح في الأسواق المالية الضمانة الأساسية لضبط السلوك ومنع انحرافه، ويساعد في تقييم الإجراءات والنتائج بموضوعية وواقعية، والذي من خلاله يمكن السيطرة على العوامل السلبية أو العوامل غير المرغوبة.

ففي المجال الاقتصادي فإن المعلومات المالية تلعب دوراً بارزاً، وذلك لأن هذا النشاط يعتمد على الكثير من المتغيرات التي لا يمكن السيطرة عليها، مما يدعو المشتغلين بهذا النشاط إلى استخدام الاحتمالات والتوقعات المستقبلية وإجراء التقييمات ووضع الخطط مستنديين إلى هذه التوقعات، والتي تحقق النجاح كلما كانت دقيقة وقريبة من النتائج الفعلية.

1 الشلتوني، فايز، مدى دلالة القوائم المالية كأداة للإفصاح عن المعلومات الضرورية اللازمة لمستخدمي القوائم المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، 2005، ص77.

2 الدهراوي، كمال، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص20.

هذا وقد تزايد الاهتمام بالإفصاح في أسواق الأوراق المالية مع ظهور نظريات الاستثمار الحديثة، مثل نظرية السوق الكفاء، ونظرية محفظة الأوراق المالية، ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ونموذج السوق، وهذا ما أدى إلى دراسة العلاقة بين مستوى الإفصاح وبين أسعار الأوراق المالية، ودور الإفصاح في مساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

والجدير بالذكر أن مفهوم الإفصاح في أسواق المالية قد تطور بشكل ملحوظ ونتيجة لتجارب عديدة مرت بها الأسواق المالية المختلفة، فمنذ أزمة الكساد الكبير في عام 1929، وأزمة سوق المناخ في الكويت عام 1982، وأزمة الاثنين الأسود في الولايات المتحدة عام 1987، والأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في العقد الماضي، وكذلك ما شهده الاقتصاد الأمريكي مؤخراً من الانهيارات المالية والمحاسبية لعدد من أقطاب الشركات الأمريكية العالمية خلال عام 2002، الأزمة المالية العالمية 2008، فقد كانت الدراسات المعمقة لأسباب هذه الأزمات ودوافعها تخرج بنتيجة مفادها أن السبب الرئيسي لها هو غياب الإفصاح والشفافية في هذه الأسواق وتكون التوصيات بضرورة زيادة مستوى الإفصاح¹.

ثانياً - حدود الإفصاح في أسواق الأوراق المالية:

مع تزايد نمو اقتصاد السوق العالمي والتنافس بين مصالح الأطراف المختلفة تتزايد درجة التدقيق في نشاط وأداء الشركات، ويظل أمر الإفصاح أمراً خلاقياً يحتاج إلى إيجاد توازن بين المستوى المقبول لدى الشركات وبين المستوى الذي ترغب فيه الأطراف المتعددة الأخرى، وقد عبّر الكثير من المحللين عن رأيهم من أن افتقاد الشفافية والمساءلة قد ساهم بشكل كبير في الضعف المالي على مستوى الشركات وعلى المستوى الوطني في كثير من الأزمات المالية الإقليمية التي حدثت في الآونة الأخيرة².

ونشير هنا إلى أن الشركات تسعى إلى الحصول على مزيد من رؤوس الأموال وتحقيق قدر أكبر من السيولة، ولذلك تتطلع إلى اجتذاب مستثمرين في أغلب الأحيان لا يعلمون عن عملياتها اليومية شيئاً، ومن هنا يترتب على الشركات المسجلة في أسواق الأوراق المالية الكشف عن حساباتها وأنشطتها من أجل اجتذاب استثمارات كافية لتمويل التوسع في أنشطتها المتنوعة، واكتساب ثقة المستثمرين وهذا لا يتم

1 القضاة، يحيى، مرجع سبق ذكره، ص48.

2 Gregory, Gehlmann A., The Limits of Corporate Disclosure, Translated from Center for International Private Enterprise, 2002, p.1.

إلا بالشفافية والإفصاح، ورغم الإجماع على ضرورة الإفصاح باعتباره مطلباً حيوياً إلا أن هذا الأمر يصطدم بمشاكل في الواقع العملي وهي¹:

أ - التكلفة الإضافية لإصدار المعلومات:

إن هناك تكاليف كبيرة تترتب على توفير معلومات دقيقة قد تنوء عن تحملها هذه الشركات، كما أن مزيد من الإفصاح مع عدم وجود حدود أو سقف له سوف يؤدي إلى نزيف للأموال والتكاليف قد تكون فوق طاقة هذه الشركات، ومن ثم يجب التوفيق بين التكلفة المرتفعة لتجميع وإنتاج المعلومات وتحليلها وبين الحاجة للإفصاح عن المعلومات لخدمة مصالح الأطراف المختلفة وخدمة المصلحة العامة.

ب - إن المزيد من الإفصاح يعني وضع عمليات وأنشطة المشروع أمام العامة وكل الأطراف، ومن ضمن هذه الأطراف المنافسين الذي سوف يعتمدون الاستفادة منها للإضرار بالمشروع أو التأثير على مركزه التنافسي، كما قد تمسّ وتخلّ بالملكية الفكرية أو أسرار المنشأة، التي يؤدي الإعلان عنها إلى إفساد الخطط المستقبلية وإفادة المنافسين على حساب مستقبل الشركة أو مصالحها.

ج - إن الإفصاح عن البيانات ذات التأثيرات الاجتماعية أو الاقتصادية أو البيئية قد يؤدي إلى نتائج وخيمة واضطرابات قد لا تتحملها الشركة أو الدولة، كما أن إعلانها في أوقات غير مناسبة أو توقيت غير ملائم قد يؤدي إلى انهيار الشركة.

ومما سبق نلاحظ أن الإفصاح ليس هدفاً بحد ذاته فهناك تكلفة تترتب على توفير المعلومات الدقيقة، وستسعى الأسواق إلى التوفيق بين التكلفة المرتفعة لجمع المعلومات وتحليلها واستخدامها وبين الحاجة للإفصاح عن المعلومات لخدمة مصالح مختلف الأطراف ذات المصلحة وخدمة المصلحة العامة².

وبالتالي يرى الباحث ضرورة أن تقوم الجهات المشرفة على عمل أسواق الأوراق المالية بالعمل على مراعاة التوازن بين مصالح الأطراف المختلفة عند سن تشريعات وتعليمات الإفصاح، بحيث لا يؤدي التوسع في متطلبات الإفصاح إلى الإضرار بمصالح الشركات، وبالمقابل لا يتم تخفيض مستوى متطلبات الإفصاح إلى الحد الذي يحجب معلومات هامة قد تؤثر على أسعار الورقة المالية.

1 السعدني، مصطفى، مدى ارتباط الشفافية والإفصاح بالتقارير المالية وحوكمة الشركات، بحث مقدم للمؤتمر الدولي لمهنة المحاسبة والمراجعة والتحديات المعاصرة، الإمارات العربية المتحدة، 4-5 ديسمبر 2007، ص5.

2 Gregory, Gehlmann A, the limits of Corporate Disclosure, Op. Cit, p.2

ثالثاً - أهمية الإفصاح في أسواق الأوراق المالية:

يمكن تلخيص دور الإفصاح في سوق الأوراق المالية كالتالي¹:

1- على مستوى المستثمر:

- الحصول على معلومات لتقييم أداء الإدارة وإخلاء مسؤولياتها.
- الحصول على معلومات للتنبؤ بدرجات الربحية والمخاطرة المتعلقة بالاستثمار.
- الحصول على معلومات تفيد في ترتيب وتغيير مكونات محفظة الاستثمارات.

2- على مستوى السوق:

- إشاعة الثقة والاستقرار في التعامل بين المستثمرين.
- توفير أساس لتبادل حقوق الملكية بين المتعاملين على أساس سليم.
- خلق مجالات لأدوات الاستثمار المبتكرة القادرة على جذب مدخرات المستثمرين.

3- على مستوى المجتمع:

- ترشيد القرارات الاقتصادية وحسن توزيعها بين قرارات الاستثمار.
- تحقيق الأهداف الاقتصادية للمجتمع بشكل عام.

1 نجم، أنور، مرجع سبق ذكره، ص52.

رابعاً - علاقة الإفصاح بكفاءة سوق الأوراق المالية:

أصبح الإفصاح في هذه الأيام عصب الأسواق المالية ذات الكفاءة، فالسوق الذي يقيس مجموعة المعلومات المؤثرة على التدفقات النقدية المستقبلية لسعر الورقة المالية بسرعة ودقة يعتبر سوقاً كفواً، والذي يعرف بأنه السوق الذي تعكس فيه أسعار الورقة المالية كافة المعلومات المتاحة التي تتعلق بالأحداث الماضية والجارية بشكل كامل¹.

والعلاقة بين الكفاءة ومدى توفر المعلومات هي علاقة عضوية وطردية، بمعنى أن المعلومات من حيث توافرها ومستوى جودتها أساس لكفاءة الأسواق المالية، فالمستثمرين الذين يتوفر لهم ذات القدر من المعلومات يمكنهم تحقيق عوائد تتناسب وعائد السوق، في حين أن المستثمرين الذين يحصلون على معلومات داخلية (وهي العدو الأول للاستثمار السليم) لا تتوفر لغيرهم والتي تمكنهم من تحقيق عوائد تفوق عوائد السوق لتمتعهم بوضع احتكاري لما يحصلون عليه من معلومات غير متاحة للسوق بأكمله، واستئثار بعض المستثمرين بالمعلومات دون باقي المستثمرين بالسوق واستغلالها لمصلحتهم الذاتية على حساب الآخرين يسمى بسوء استخدام المعلومات الداخلية، وهو عمل تجرّمه كافة التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية، ولعل الآثار المباشرة لاستئثار البعض بمعلومات غير معلنة أو غير مفصح عنها هو الارتفاع المصطنع وغير المبرر لأسعار الأوراق المالية، ومن ثم تسود السوق حالة من الارتباك والفوضى قد تؤدي في النهاية إلى انهيار السوق بالكامل².

والمنافسة تكون شديدة بين المستثمرين في ظل السوق الكفاء، فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق، فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر، مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة، ومن ثم يترتب عن تجميع وتحليل تلك المعلومات الاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة³.

1 القضاة، يحيى، مرجع سبق ذكره، ص42.

2 شمس الدين، أشرف، مرجع سبق ذكره، 2005، ص25.

3 صالح، مفتاح، معارفي، فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث- عدد (7)، 2010، الجزائر، ص183.

خامساً - أثر عدم تماثل المعلومات على سوق الأوراق المالية:

يحدث عدم التماثل في المعلومات في سوق الأوراق المالية عندما تعتمد إدارة الشركات حجب معلومات معينة عن المستثمرين لاستخدامها في تحقيق عائد غير عادي من الأسهم التي يملكونها، وبطبيعة الحال فإن الأطراف الداخلية لديها من الخبرة في مجال عملهم ما يجعلهم يستطيعون اكتساب ميزة معلوماتية نسبية عن الأطراف الخارجية، وحتى مع التسليم بأن هذه المعلومات سوف يتم الإفصاح عنها في التقارير المالية فإن الأطراف الداخلية يمكنهم استغلال معرفتهم بهذه المعلومات قبل الإفصاح عنها ونشرها في القوائم والتقارير المالية، ونظراً لأن كافة الأطراف تتصف بالرشد الاقتصادي فإن الأطراف الخارجية (المستثمرين) سوف تلجأ إلى أساليب دفاعية لحماية نفسها ضد مخاطر عدم تماثل المعلومات، وهذه الأساليب الدفاعية تؤدي إلى الإضرار بسوق الأوراق المالية، مثل انخفاض حجم العمليات وعدد الأسهم المتداولة وزيادة تكلفة العمليات بالإضافة لانخفاض درجة السيولة للأسهم، وللقضاء على هذه الظاهرة فإن الجهات المهنية المحاسبية يجب أن يكون لها دور هام في إلزام الشركات بالإفصاح عن المعلومات المحاسبية على فترات دورية حتى لا تُستغل من قبل الأطراف الداخلية لتحقيق مكاسب غير عادية¹.

سادساً - المعلومات اللازمة للمستثمرين في أسواق الأوراق المالية ومصادر الحصول عليها:

لكي يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم المتعلق بشراء أو بيع ورقة مالية ما، ينبغي أن يتوافر لديه المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لها، وهو ما يتطلب بدوره الوقوف على العوامل المحددة لتلك القيمة، فمعرفة تلك العوامل من شأنها أن تكشف عن المصدر الملائم للحصول عليها².

ويحتاج المستثمرين إلى المعلومات المحاسبية والمالية التي تمكنهم من تحقيق الآتي³.

1- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والمتمثلة في التوزيعات التي يستلمها المستثمر، وكذلك الأرباح الرأسمالية الناتجة من الارتفاع في قيمة الأسهم.

1 الدهراوي، كمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص21.
2 هندي، منير، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 1997، ص213.
3 الدهراوي، كمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص21.

- 2- تقدير درجة المخاطرة الخاصة بالأسهم، وتتمثل في درجة التباين لعائد السهم، التي قد تنتج من متغيرات تتعلق بالسوق، وهي ما تسمى بدرجة المخاطرة المنتظمة، وكذلك درجة المخاطرة الناتجة من متغيرات راجعة للشركة نفسها، والتي تسمى بدرجة المخاطرة غير المنتظمة.
- 3- مساعدة المستثمرين على تكوين محفظة مناسبة للأوراق المالية، ويهدف المستثمر من تكوين المحفظة إلى تجنب المخاطر غير المنتظمة عن طريق تنويع الاستثمارات.
- ويمكن تفصيل المعلومات المتنوعة اللازمة لاتخاذ القرار الاستثماري كما يلي:

1. معلومات عن البيئة الخارجية للشركة:

وتتضمن تلك المعلومات معلومات اقتصادية عن الوضع الحالي والمتوقع للاقتصاد القومي، ومعدلات الناتج القومي، والاستهلاك، وأسعار الفائدة في البنوك، ومعدلات التضخم، ومعدلات الضرائب، بالإضافة إلى معلومات اجتماعية عن عادات وتقاليد المجتمع، ومستوى المعيشة، وأنماط الاستهلاك فيه، ومعلومات توضح درجة الاستقرار السياسي عامة، واستقرار سياسات الاستثمار خاصة، وأخيراً معلومات عن سوق رأس المال، ودرجة نموها، وحجم التعامل فيها، والخطر المنتظم للسوق وأسعار الأوراق المالية¹.

2. معلومات عن القطاع الذي تنتمي إليه الشركة:

ويقصد بها البيانات والمعلومات ذات العلاقة بأداء القطاع الاقتصادي، مثل قطاع الزراعة والبتترول والسياحة والفنادق وكذلك القطاعات الفرعية داخل كل قطاع، مثل قطاع الصناعات الغذائية والهندسية والدوائية.

ويهتم المستثمرون بالحصول على المعلومات عن الشركات الرائدة في كل قطاع، وما يطرأ على كل شركة من تغيرات اقتصادية وتغيرات في مراكزها المالية².

كما يهتم المستثمرون بالمعلومات المتعلقة بمعدلات الأرباح وعوائد الأسهم في القطاع ودرجة المخاطرة المرتبطة به ودرجة المنافسة الموجودة.

1 نجم، أنور، مرجع سبق ذكره، ص44.

2 عبد العزيز، أمين، الأسواق المالية، دار قباء، مصر، 2007، ص157.

3- معلومات عن الشركة المصدرة للأوراق المالية:

تتباين المنشآت فيما بينها حتى لو كانت تنتمي لنفس الصناعة، ومن بين مجالات التباين المستوى التكنولوجي للمعلومات، والتنظيم، والمركز التنافسي، وهيكل التمويل، وما شابه ذلك، وعادة ما تتفوق المنشأة في مجال أو مجالات معينة دون غيرها، إذ من الصعب وجود منشأة تتفوق على غيرها من المنشآت في كافة المجالات¹.

4- إضافة إلى ما سبق يهتم المستخدمون الخارجيون (وأهمهم فئة المستثمرون ثم المقرضين) بالمعلومات المتعلقة بالنقاط الثلاث التالية:

- أ - **التدفقات النقدية:** التي يتوقعون الحصول عليها مستقبلاً في شكل توزيعات أرباح نقدية وهي تمثل استرداداً لأموال المستثمرين في المنشأة.
- ب - **معرفة القدرة الكسبية للمنشأة:** أي مقدرة المنشأة على تحقيق الأرباح في الفترات السابقة وفي الفترة الحالية والتنبؤ للفترة التالية، ويتم التعرف على القدرة الكسبية في شكل توزيع أرباح المساهمين وسداد الفوائد المستحقة للمقرضين عن قروضهم.
- ج - **تقييم الوضع المالي للمنشأة** بثلاثة اعتبارات رئيسية مرتبطة وهي:
- **السيولة** ويقصد بها قدرة المنشأة على مواجهة وسداد التزاماتها في الأجل القصير.
 - **اليسر المالي:** وهو قدرة المنشأة على إنتاج تدفقات نقدية مستقبلية لمواجهة التزاماتها وديونها والقروض الطويلة الأجل.
 - **الربحية:** وهي قدرة المنشأة على توليد موارد اقتصادية مضافة وتتمثل الربحية في إنتاج سلع وخدمات ثم بيعها بسعر يزيد عن تكلفة الموارد المستنفذة في تلك الأنشطة.

1 هندي، منير، مرجع سبق ذكره، ص217.

مصادر المعلومات المختلفة للمستثمر:

يتسع مصطلح مصادر المعلومات ليعني جميع الوسائل أو القنوات التي يمكن عن طريقها نقل المعلومات إلى المستفيدين منها، وإذا كانت تلك المعلومات ذات قيمة وأهمية للمستثمرين فإنها عادة ما تكون متاحة بالمجان أو بتكاليف زهيدة¹.

ويمكن تقسيم مصادر الحصول على المعلومات إلى نوعين هما:

1- مصادر داخلية من المنشأة:

وتشمل المصادر الداخلية للمعلومات ما يلي²:

أ . القوائم المالية الأساسية: وتشمل أربع قوائم أساسية هي قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التغيرات في حقوق الملكية، قائمة التدفقات النقدية.

ب - المذكرات والملاحظات المرفقة بالقوائم المالية: وتعد تلك الملاحظات جزءاً ضرورياً من مصادر المعلومات المفيدة وتوفر معلومات إضافية غير موجودة في القوائم المالية.

ج - التقارير المؤقتة: والتي تقدم على مدار السنة (نصف سنوية أو ربع سنوية).

د - تقارير مجلس الإدارة: والتي تحتوي على معلومات مفيدة تتناول بيانات مالية وإحصائية وبعض الخطط المستقبلية.

هـ - تقرير مفتش الحسابات: وما قد يحويه من ملاحظات أو تحفظات خاصة بالقوائم المالية التي تم مراجعتها.

و - قوائم تنبؤات الإدارة.

1 الهبيل، جمال، مرجع سبق ذكره، ص43.
2 حماد، طارق، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص60.

2- مصادر خارجية:

وتشمل المصادر الخارجية ما يلي:

- أ- الصحف المحلية والمجلات المتخصصة بالشأن الاقتصادي.
- ب- النشرات التي تصدرها بورصة الأوراق المالية.
- ت- البيانات التي تصدرها صناديق الاستثمار.
- ث- المنشورات التي يصدرها البنك المركزي والجهات الحكومية الأخرى¹.
- ج- مطبوعات بيوت السمسة.
- ح- بنوك المعلومات التي توفر للمستثمرين بيانات تفصيلية عن الأوراق المالية المتداولة وعن المنشآت التي أصدرتها².

سابعاً- الإفصاح في سوق دمشق للأوراق المالية:

تعتبر هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية هي الجهة المسؤولة عن تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، بحسب ما نصت به الفقرة (ب) من المادة الثالثة من القانون رقم (22) لعام 2005.

وفي هذا الإطار فقد صدر نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، والذي أكد في مادته الثانية على اعتماد معايير المحاسبة الدولية الصادرة عن مجلس المعايير المحاسبية الدولية (IASB)، وألزم جميع الجهات الخاضعة لإشراف ومراقبة الهيئة إعداد بياناتها وقوائمها المالية وفقاً لهذه المعايير، كما أكد في مادته الثالثة على اعتماد معايير التدقيق الدولية الصادرة عن الاتحاد الدولي للمحاسبين (IFAC) لغايات تدقيق حسابات وبيانات الجهات الخاضعة لإشراف ورقابة الهيئة، ويتعين على مفتشي الحسابات الالتزام بهذه المعايير عند قيامهم بتدقيق حسابات وبيانات الجهات المذكورة.

واعتبر النظام أن المسؤولية القانونية عن ضمان الالتزام بهذا النظام تقع على عاتق جميع أعضاء مجلس إدارة الشركة المصدرة للأوراق المالية.

1 عبد العزيز، أمين، مرجع سبق ذكره، ص156.

2 هندي، منير، مرجع سبق ذكره، ص237.

ونص النظام على أنه يتعين على كل شركة مصدرة للأوراق المالية أن تضع وتلتزم بسياسة مكتوبة للإفصاح، تشمل على اعتماد إجراءات وتعليمات وآليات مناسبة للالتزام مع جميع متطلبات الإفصاح وفقاً لهذا النظام.

الإفصاح عن نتائج الأعمال الأولية للشركات المصدرة للأوراق المالية:

أعطى النظام مهلة خمسة وأربعين يوماً من انتهاء سنتها المالية كحد أقصى للشركات المصدرة للأوراق المالية، وذلك لنشر نتائج أعمالها الأولية بعد قيام مفتش حساباتها بإجراء عملية المراجعة الأولية لها، و يجب أن تتضمن النتائج الأولية المشار إليها من هذه المادة ما يلي¹:

- صافي الإيرادات.
- صافي الربح المتوقع.
- مخصص ضريبة الدخل على الأرباح المتوقعة.
- حقوق الأقلية في الأرباح.
- صافي الربح العائد لمساهمي الشركة بعد اقتطاع مخصص الضريبة وحقوق الأقلية.
- أرقام مقارنة للبنود الواردة أعلاه مع السنة المالية السابقة.
- خلاصة عن أعمال الشركة خلال السنة المالية المنتهية.

الإفصاح عن النتائج النهائية للسنة المالية:

نصت المادة السابعة من النظام على أنه يجب على مجلس إدارة الشركة المصدرة إعداد وتزويد الهيئة بالتقرير السنوي للشركة خلال مدة لا تزيد على ثلاثة أشهر من انتهاء سنتها المالية، والذي يجب أن يتضمن ما يلي²:

- أ- كلمة رئيس مجلس الإدارة.
- ب- تقرير مجلس الإدارة والذي يجب أن يتضمن ما يلي:
- وصف لأنشطة الشركة الرئيسية وأماكنها الجغرافية، وحجم الاستثمار الرأسمالي وعدد الموظفين في كل منها.
- وصف للشركات التابعة وطبيعة عملها ومجالات نشاطها ونتائج أعمالها.

¹ نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، سورية، 2006، المادة 6.

² نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، مرجع سبق ذكره، المادة 7.

- بيان بأسماء أعضاء مجلس الإدارة وأسماء ورتب أشخاص الإدارة العليا ذوي السلطة التنفيذية ونبذة تعريفية عن كل منهم.
- بيان بأسماء كبار مالكي الأسهم المصدرة من قبل الشركة وعدد الأسهم المملوكة لكل منهم، إذا كانت هذه الملكية تشكّل ما نسبته 5 في المائة فأكثر مقارنة مع السنة السابقة.
- الوضع التنافسي للشركة ضمن قطاع نشاطها وأسواقها الرئيسية وحصتها من السوق المحلي، وكذلك حصتها من الأسواق الخارجية إن أمكن.
- درجة الاعتماد على موردين محددين و/أو عملاء رئيسيين (محلياً وخارجياً) في حال كون ذلك يشكّل 10 % فأكثر من إجمالي المشتريات و/أو المبيعات أو الإيرادات على التوالي.
- وصف لأي حماية حكومية أو امتيازات تتمتع بها الشركة أو أي من منتجاتها بموجب القوانين والأنظمة أو غيرها مع الإشارة إلى الفترة التي يسري عليها ذلك، ووصف لأي براءات اختراع أو حقوق امتياز تمّ الحصول عليها من قبل الشركة.
- ملخص لأي قرار صادر عن الحكومة أو المنظمات الدولية أو غيرها، له أثر مادي على عمل الشركة أو منتجاتها أو قدرتها التنافسية.
- الإفصاح عن تطبيق الشركة لمعايير الجودة الدولية.
- الهيكل التنظيمي للشركة المصدرة وعدد موظفيها وفئاتهم ومؤهلاتهم وبرامج تأهيلهم وتدريبهم.
- وصف للمخاطر التي تواجهها الشركة.
- الإنجازات التي حققتها الشركة مدعمة بالأرقام، ووصف للأحداث الهامة التي مرت على الشركة خلال السنة المالية.
- الأثر المالي لعمليات ذات طبيعة غير متكررة حدثت خلال السنة المالية ولا تدخل ضمن النشاط الرئيسي للشركة.
- السلسلة الزمنية للأرباح والخسائر المحققة والأرباح الموزعة وصافي حقوق المساهمين وأسعار الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة، وذلك لمدة لا تقل عن خمس سنوات أو منذ تأسيس الشركة أيهما أقل وتمثيلها بيانياً ما أمكن ذلك.
- تحليل المركز المالي للشركة ونتائج أعمالها خلال السنة المالية.
- التطورات المستقبلية العامة بما في ذلك أي توسعات أو مشروعات جديدة، والخطة المستقبلية للشركة لسنة قادمة على الأقل وتوقعات مجلس الإدارة لنتائج أعمال الشركة.

- مقدار أتعاب التدقيق للشركة والشركات التابعة، ومقدار أي أتعاب عن خدمات أخرى تلقاها المفتش و/أو مستحقة له.
- بيان بعدد الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة والمملوكة من قبل أي من الأطراف ذوي العلاقة، كل ذلك مقارنة مع السنة السابقة.
- المزايا والمكافآت التي يتمتع بها كل من رئيس وأعضاء مجلس الإدارة وأشخاص الإدارة العليا ذوي السلطة التنفيذية خلال السنة المالية، بما في ذلك جميع المبالغ التي حصل عليها كل منهم كأجور وأتعاب ورواتب ومكافآت وغيرها، والمبالغ التي دفعت لكل منهم كنفقات سفر وانتقال داخل سورية وخارجها.
- بيان بالتبرعات والمنح التي دفعتها الشركة خلال السنة المالية.
- بيان بالعقود والمشاريع والارتباطات التي عقدتها الشركة المصدرة مع الشركات التابعة أو الشقيقة أو الحليفة أو رئيس مجلس الإدارة أو أعضاء المجلس أو المدير العام أو أي موظف في الشركة أو أقاربهم.

ج- البيانات المالية السنوية للشركة مدققة من مفتشي حساباتها مقارنة مع السنة السابقة والتي تشمل ما يلي:

- الميزانية العامة.
 - حساب الأرباح والخسائر (قائمة الدخل).
 - قائمة التدفق النقدي.
 - بيان التغيرات في حقوق المساهمين.
 - الإيضاحات حول البيانات المالية.
- د- تقرير مفتشي حسابات الشركة حول البيانات المالية السنوية للشركة والمتضمن بأن إجراءات التدقيق قد تمت وفقاً لمعايير التدقيق المعتمدة بموجب هذا النظام، كما يتعين أن يتضمن تقرير مفتشي حسابات الشركة المصدرة، بالإضافة للرأي في مراجعة البيانات والمعلومات الواردة في القوائم المالية وتقرير مجلس الإدارة، التأكيدات التالية:

- تأكيد مسؤولية مجلس إدارة الشركة المصدرة عن إعداد البيانات المالية.
- تأكيد التزام الشركة المصدرة بإعداد القوائم المالية طبقاً لمعايير المحاسبة الدولية.

- تأكيد التزام الشركة بمتطلبات وأحكام هذا النظام وكافة التعليمات والقرارات والتعديلات المرتبطة به الصادرة عن الهيئة، وكذلك تأكيد التزام الشركة بالأحكام والمتطلبات الواردة في قانون الشركات.
- ذكر أية تحفظات على الحسابات مع توضيح أثر هذه التحفظات على الأرقام الواردة بالقوائم المالية للشركة.

كما يجب أن يتضمن تقرير مفتشي الحسابات كجزء من إجراءات المراجعة، الإشارة إلى أية أمور ذات أهمية مثل:

- مدى ملائمة وفاعلية أنظمة الرقابة الداخلية المعمول بها بالشركة.
- مدى مقدرة الشركة على الاستمرار في مزاوله أعمالها، ويتم ذلك بشكل مستقل عما أبداه مجلس الإدارة.
- مدى التزام الشركة بوضع الأنظمة الداخلية بجميع أنواعها ومدى ملاءمتها لوضع الشركة ومدى الالتزام بتطبيقها.

هـ- الإقرارات التالية من مجلس إدارة الشركة المصدرة:

- إقرار بعدم وجود أي أمور جوهرية قد تؤثر على استمرارية الشركة خلال السنة المالية التالية.
- إقرار بمسؤوليته عن إعداد البيانات المالية وتوفير نظام رقابة فعال في الشركة.
- إقرار بصحة ودقة واكتمال المعلومات والبيانات الواردة في التقرير موقع من رئيس مجلس الإدارة والمدير العام والمدير المالي للشركة

ويجب أن ترفق النتائج النهائية للسنة المالية بإيضاحات مستقلة للإفصاح عن تنظيم وإدارة الشركة، بما في ذلك بيان مدى الالتزام بالأحكام المتعلقة بممارسات الإدارة السليمة للشركات. ويتعين أن تتضمن النتائج النهائية للسنة المالية، إيضاحاً مستقلاً للإفصاح عن التعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة بغض النظر عن وجود أو عدم وجود أرصدة لهذه العمليات في نهاية السنة المالية، ويجب أن يفصح تحت هذا الإيضاح جميع المعلومات الآتية:

- التعريف بالطرف ذي العلاقة وطبيعة العلاقة معه.
- نوع التعاملات التي تمت بين الشركة المصدرة وذوي العلاقة خلال الفترة المالية.

- قيمة التعاملات التي تمت بين الشركة المصدرة وذوي العلاقة خلال الفترة المالية.
- أرصدة ذوي العلاقة في نهاية الفترة المالية.

ويجب أن تتضمن النتائج النهائية للسنة المالية، إيضاحاً مستقلاً للإفصاح حول حجم الأموال المستحقة للمساهمين، ويتم نشر البيانات السنوية في صحيفتين يوميتين على الأقل، كما يتعين على الشركة المصدرة وضع تقريرها السنوي والحسابات والقوائم المالية والمعلومات التوضيحية والتحليلات المرتبطة بها على موقع الشركة في شبكة الإنترنت إن وجد.

وقد ألزم النظام الشركة المصدرة التي تقوم بتغيير سنتها المالية، إعداد البيانات المالية المبينة أدناه والتي تغطي الفترة الانتقالية التي تمتد من نهاية السنة المالية السابقة وبداية السنة المالية الجديدة، ونشرها وتزويد الهيئة بها من خلال فترة لا تتجاوز (45) يوماً من نهاية الفترة الانتقالية، على أن تكون هذه البيانات المالية مدققة من مفتشي حسابات الشركة:

- الميزانية العامة.
- حساب الأرباح والخسائر (قائمة الدخل) خلال الفترة الانتقالية.
- قائمة التدفق النقدي.
- بيان التغيرات في حقوق المساهمين.
- الإيضاحات حول البيانات المالية.
- تقرير مفتشي الحسابات للفترة الانتقالية.

الإفصاح عن النتائج نصف السنوية وربيع السنوية:

ألزم النظام مجلس إدارة الشركة المصدرة إعداد وتزويد الهيئة بتقرير نصف سنوي مقارن، ونشر هذا التقرير خلال فترة لا تتجاوز شهراً من تاريخ انتهاء تلك الفترة، ويجب أن يتضمن هذا التقرير المشار إليه ما يلي¹:

- الميزانية العامة.
- حساب الأرباح والخسائر (قائمة الدخل).

¹ نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، مرجع سبق ذكره، المادة 12.

- قائمة التدفق النقدي.
- الإيضاحات الضرورية.
- تقرير مفتش حسابات الشركة والذي يتضمن أنه قام بإجراء مراجعة للقيود والبيانات المالية وفقاً لمعايير التدقيق المعتمدة.
- ملخص موجز عن نتائج أعمال الشركة خلال الفترة مقارنة مع الخطة المستقبلية التي سبق وضعها.

ويجوز للهيئة أن تطلب من أي شركة مصدرة تزويدها بتقرير ربع سنوي مقارن لنتائج أعمالها، ونشر هذا التقرير خلال فترة لا تتجاوز شهراً من تاريخ تلك الفترة، مشيرةً في طلبها إلى ماهية البيانات والمعلومات التي يجب أن يتضمنها هذا التقرير.

الإفصاح الطارئ:

نص نظام الإفصاح على ضرورة إعلام الهيئة دون إبطاء وبأي وسيلة تحقق السرعة المطلوبة، وإصدار بيان علني فوراً، عند توفر أي معلومة جوهرية وخاصة ما يلي¹:

أ- التغييرات الهامة التي تطرأ على أي مما يلي:

- موجودات الشركة
- الالتزامات المترتبة على الشركة سواء كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل وأي حجوزات على موجوداتها.
- هيكل رأس المال.
- التقييم الائتماني للشركة إن وجد، وأي تغيير يطرأ عليه.
- التغييرات في ملكية أسهم الشركة التي تحدث تأثيراً في السيطرة عليها.
- منتجات الشركة.

ب- الصفقات الكبيرة التي تعقدتها الشركة أو إلغاء مثل هذه الصفقات، وتقييم مجلس الإدارة للأثر المتوقع عنها على ربحية الشركة ومركزها المالي.

¹ نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، مرجع سبق ذكره، المادة 13.

ج- العمليات ذات الطبيعة غير المتكررة والتي قد يكون لها أثر مادي على أرباح الشركة ومركزها المالي.

د- الكوارث والحرائق والحوادث وأثرها المتوقع على المركز المالي للشركة.

هـ- أي خسائر مادية مفاجئة أثرت على المركز المالي للشركة مع بيان الأسباب.

و- قرارات مجلس الإدارة الهامة التي قد تؤثر على أسعار الأوراق المالية المصدرة من قبلها بما في ذلك القرارات المتعلقة بما يلي:

- إصدار أوراق مالية جديدة، أو إطفاء أي أوراق مالية قائمة.
- التغييرات في الاستثمارات الرأسمالية أو في غايات الشركة وأسواقها.
- الشروع في الاندماج.
- توزيع الأرباح.
- شراء الشركة المصدرة لأسهمها وأي تصرف بها.
- التصفية الاختيارية.

ز- قرارات الهيئة العامة للشركة.

ح- الدعوة لاجتماع هيئة عامة غير عادي.

ط- تشكيل مجلس إدارة جديد للشركة أو استقالة أي عضو من أعضاء مجلس الإدارة أو مديرها العام وشغور مركز أي منهم وأسباب ذلك فور حدوثه، وقرارات مجلس الإدارة بتعيين أعضاء جدد في المجلس وتعيين مدير عام جديد للشركة ومؤهلاته.

ي- توقف الشركة أو أحد فروعها أو مصانعها أو الشركات التابعة لها عن العمل وأسباب ذلك.

ك- الدعاوي التي أقامتها أو أقيمت عليها بشأن نزاعات قضائية أو عمالية قد يكون لها أثر مادي على المركز المالي للشركة مع تزويد الهيئة بتقرير وافٍ عن تلك الدعاوي أو النزاعات، وأثرها المتوقع على ربحية الشركة ومركزها المالي.

الممارسات السليمة للإفصاح:

ألزم النظام مجلس إدارة الشركة المصدرة بممارسات سليمة للإفصاح بوجه عام، وتحديداً ما يتعلق بالمعلومات الجوهرية، ومن أهم هذه الممارسات ما يلي¹:

- تعيين متحدث أو أكثر للشركة، يكون مسؤولاً عن إعطاء المعلومات والبيانات ومراقبة المعلومات العامة المتعلقة بالشركة، على أن يكون هذا المتحدث على دراية وإطلاع تام بتطورات الشركة.
- اتباع سياسة ثابتة ومنطقية في الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنتائج التشغيل.
- الإفصاح عن الأنباء السيئة بنزاهة وصدق وبالسرية التي يتم فيها الإفصاح عن الأنباء الجيدة.
- عدم المبالغة في إعطاء صورة تفاؤلية عن الأخبار الجيدة.
- اتباع المعاملة العادلة في توفير المعلومات والبيانات المفصّل عنها لطالبيها دون تمييز بينهم.
- اتباع سياسة الباب المفتوح مع المحللين الماليين والمتخصصين والمساهمين، وذلك في تقييم وتحليل الأوضاع المالية للشركة.
- اتباع إجراءات وممارسات صارمة، لمنع استغلال معلومات غير مفصّل عنها أو التعاملات من الباطن، من قبل الأشخاص المطلعين.
- مراقبة التعاملات على الأوراق المالية للشركة وبشكل خاص التعاملات غير العادية أو التغييرات الجذرية في أسعار هذه الأوراق، والتي تتم قبل الإعلان عن أي تطورات هامة في الشركة، حيث يفترض إصدار بيان علني وصريح وواضح في هذا الشأن.
- عند اطلاع أعضاء مجلس إدارة الشركة أو مديريها على تقديرات مسبقة أو متوقعة حول النتائج المدققة أو غير المدققة أو على أحداث جوهرية هامة لها تأثير ملحوظ على هذه النتائج، فإنه يتعين الإفصاح عن هذه التقديرات أو المعلومات بطريقة عادلة وفي الوقت المحدد.
- المحافظة على سرية المعلومات في حالة وجود نقاشات أو دراسات جارية سيتم اتخاذ قرارات نهائية بشأنها لاحقاً.

وبالتالي فإن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية تعمل على تعزيز مبدأ حوكمة الشركات من خلال سن تشريعات الإفصاح وذلك للمحافظة على استقرار السوق وتوفير مناخ استثماري ملائم.

¹ نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، مرجع سبق ذكره، المادة 14.

بالإضافة إلى ما سبق فقد تضمن نظام الإفصاح متطلبات أخرى للإفصاح وهي¹:

- على الشركة المصدرة إعلام الهيئة خطياً بأسماء ومراكز ومؤهلات أشخاص الإدارة العليا ذوي السلطة التنفيذية عند تعيينهم أو تركهم العمل لأي سبب من الأسباب، وذلك خلال سبعة أيام من تاريخ حدوث ذلك.
- على الشخص المطلع في الشركة المصدرة إعلام الهيئة خطياً عما يملكه هو وأقربائه من أوراق مالية صادرة من قبل تلك الشركة أو من الشركات التابعة أو الحليفة أو الشقيقة أو الشركة الأم وذلك خلال أسبوع من تاريخ انتخابه أو تعيينه حسب واقع الحال، وكذلك إعلام الهيئة خطياً عن أي تغيير يطرأ على هذه البيانات وذلك خلال أسبوع من تاريخ حدوث التغيير.
- يلتزم كل شخص يملك أو يقع تحت تصرفه (5%) أو أكثر للمرة الأولى من أي أوراق مالية لشركة مصدرة إعلام الهيئة خطياً خلال أسبوع من تاريخ حدوث ذلك، وعليه أن يقوم بإعلام الهيئة خطياً عند تملكه لأي نسبة إضافية خلال أسبوع من تاريخ ذلك.

ولضمان إيجاد بيئة ملائمة للالتزام بهذا النظام فقد تطرق النظام إلى موضوعين هما:

- لجنة التدقيق
- تعيين مفتشي حسابات

أ- لجنة التدقيق:

يتعين على مجلس إدارة الشركة المصدرة وفقاً لنظام الإفصاح تشكيل لجنة للتدقيق من ثلاثة من بين أعضائه وتسمية أحدهم رئيساً للجنة، وإعلام الهيئة بذلك وبأي تغييرات تحصل عليها وأسباب ذلك، وتتولى لجنة التدقيق القيام بالمهام التالية²:

- مناقشة الأمور المتعلقة بترشيح مفتش الحسابات والتأكد من استيفائه لشروط الهيئة وعدم وجود ما يؤثر على استقلاليته، ومدى تأثير أي أعمال أخرى يقوم بها لحساب الشركة على هذه الاستقلالية.

¹ نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، مرجع سبق ذكره، المادة 15.

² نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، مرجع سبق ذكره، المادة 16.

- بحث كل ما يتعلق بعمل مفتش الحسابات، بما في ذلك ملاحظاته ومقترحاته وتحفظاته ومتابعة مدى استجابة إدارة الشركة لها وتقديم التوصيات بشأنها إلى مجلس الإدارة.
- مراجعة مراسلات الشركة مع مفتشي الحسابات وتقييم ما يرد فيها وإبداء الملاحظات والتوصيات بشأنها.
- متابعة مدى تقييد الشركة بأنظمة وتعليمات الهيئة وبقانون سوق الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بموجبه.
- دراسة التقارير الدورية قبل عرضها على مجلس الإدارة وتقديم التوصيات بشأنها مع التركيز على ما يلي:

- أي تغيير في السياسات المحاسبية المتبعة.
- أي تغيير يطرأ على حسابات الشركة جراء عمليات التدقيق أو نتيجة لمقترحات مفتش الحسابات.
- دراسة خطة عمل مفتش الحسابات والتأكد من أن الشركة توفر له جميع التسهيلات الضرورية للقيام بعمله.
- دراسة وتقييم إجراءات الرقابة الداخلية والاطلاع على تقييم مفتش الحسابات لهذه الإجراءات والاطلاع على تقارير الرقابة الداخلية ولاسيما تلك المتعلقة بأي مخالفات تظهر نتيجة لعمل المدقق الداخلي.
- التوصية لمجلس الإدارة فيما يتعلق بالأمر المرتبطة بإجراءات التدقيق الداخلي وعمل المدقق الداخلي.
- التأكد من عدم وجود أي تضارب في المصالح قد ينتج عن قيام الشركة بعقد الصفقات أو إبرام العقود أو الدخول في المشروعات مع الأطراف ذوي العلاقة.
- أي أمور أخرى يقررها مجلس الإدارة.

ولجنة التدقيق الصلاحيات التالية:

- طلب أي معلومات من موظفي الشركة، وعلى هؤلاء التعاون على توفير هذه المعلومات بشكل كامل ودقيق.
- طلب المشورة القانونية أو المالية أو الإدارية أو الفنية من أي مستشار خارجي.

- طلب حضور أي موظف في الشركة إذا أرادت اللجنة الحصول على المزيد من الإيضاحات.
- طلب حضور مفتش الحسابات إذا رأت اللجنة ضرورة مناقشته بأي أمور تتعلق بعمله في الشركة، ولها أن تستوضح منه أو تطلب رأيه عن ذلك خطياً.
- التوصية لمجلس الإدارة بترشيح مفتش الحسابات ليتم انتخابه من قبل الهيئة العامة للمساهمين.
- ترشيح تعيين المدقق الداخلي للشركة.

ب- تعيين مفتشي حسابات:

يتعين على الهيئة العامة العادية السنوية للشركة المصدرة وفقاً لنظام الإفصاح تعيين مفتشي حسابات الشركة بناءً على اقتراح مجلس الإدارة، على أن تراعى في ذلك النواحي التالية¹:

- أن يتم، بناءً على توصية من لجنة التدقيق، اقتراح أحد مكاتب التفتيش من الجدول المعتمد من قبل الهيئة.
- يعين مفتش الحسابات لسنة مالية واحدة ولا يتم تعيين ذات المفتش لأكثر من أربع سنوات مالية متتالية، ولا يجوز إعادة تعيينه بعد ذلك إلا بعد مضي سنتين ماليتين.
- لا يحق لمفتش الحسابات الذي تعينه الهيئة العامة لتدقيق حسابات الشركة، القيام بأعمال إضافية لا تدخل ضمن أعمال التدقيق والتي قد تؤثر على حياده أو استقلاله.

إذا تمّ تعيين مفتش حسابات جديد للشركة، أو تمّ تغييره خلال السنة، أو شغل مكانه لأي سبب، فعلى الشركة وخلال أسبوعين من تاريخ حدوث ذلك إعلام هيئة الأوراق والأسواق المالية بكتاب خطي متضمناً ما يلي:

- بيان فيما إذا اعتذر المفتش عن القيام بمهمته وسبب ذلك.
- بيان فيما إذا كان هناك خلاف بين المفتش ومجلس إدارة الشركة.
- بيان فيما إذا تضمن تقرير المفتش تحفظاً على البيانات المالية للشركة خلال السنتين الماليتين السابقتين.

¹ نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، مرجع سبق ذكره، المادة 17.

يرى الباحث أن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية قد استندت في إعداد أنظمتها وتعليماتها على أحدث ما توصلت إليه الدول في مجال الإفصاح في أسواق الأوراق المالية وذلك للقيام بدورها في حماية المستثمرين ومنع الغش والتلاعب والمحافظة على استقرار السوق.

الفصل الثاني: الاستثمار في أسواق الأوراق المالية:

المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية:

أولاً: مقدمة.

ثانياً: أنواع الأسواق المالية.

ثالثاً: بورصات الأوراق المالية.

رابعاً: مفهوم بورصات الأوراق المالية.

خامساً: تطور أسواق الأوراق المالية.

سادساً: مستلزمات إنشاء سوق الأوراق المالية.

سابعاً: فوائد إنشاء أسواق الأوراق المالية.

ثامناً: كفاءة أسواق الأوراق المالية.

تاسعاً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

عاشراً: أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: الاستثمار في أسواق الأوراق المالية:

أولاً: مفهوم الاستثمار .

ثانياً: أهداف الاستثمار .

ثالثاً: أنواع الاستثمار .

رابعاً: الاستثمار في أسواق الأوراق المالية.

خامساً: أنواع القرارات الاستثمارية في أسواق الأوراق المالية.

سادساً: هيكل القرار الاستثماري في أسواق الأوراق المالية.

سابعاً: مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية.

ثامناً: عوائد الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

تاسعاً: الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.

عاشراً: دور الإفصاح في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية:

أولاً: مقدمة.

ثانياً: أنواع الأسواق المالية.

ثالثاً: بورصات الأوراق المالية.

رابعاً: مفهوم بورصات الأوراق المالية.

خامساً: تطور أسواق الأوراق المالية.

سادساً: مستلزمات إنشاء سوق الأوراق المالية.

سابعاً: فوائد إنشاء أسواق الأوراق المالية.

ثامناً: كفاءة أسواق الأوراق المالية.

تاسعاً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

عاشراً: أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

أولاً - مقدمة:

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة خاصة التي تقوم على أساس التعامل الحر، حيث يتم من خلالها تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار الذي يؤدي إلى زيادة السلع والخدمات، وكذلك الأنظمة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال من أجل التنمية الاقتصادية، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظراً لما تطلع به من وظائف وما تزاوله من نشاط، فهي تمثل حلقة من حلقات تطور النظام المصرفي في أي دولة، وانعكاساً لنظمه الاقتصادية والمالية، فالسوق المالي هو بمثابة وسيط بين الأفراد والبنوك والمؤسسات الادخارية المختلفة التي يتجمع لديها المدخرات، وبين المشروعات والاستثمارات المختلفة التي تحتاج إلى رؤوس الأموال لتمويل أنشطتها¹.

كما أصبحت هذه الأسواق هي الأداة الرئيسية التي تستخدمها الدول في سعيها الدائب للاستفادة من الفرص الاقتصادية المتاحة في ظل المنافسة الدولية التي بلغت أشدها في الأعوام الأخيرة، وإن اتخاذ أسواق المال هذه الصفة الجوهرية في التعاملات الاقتصادية الدولية جعلها تحتل مكان الصدارة على سلم الأولويات الاقتصادية، وبالتالي أصبحت مطلباً أساسياً من متطلبات التنمية الاقتصادية لكل الدول وأصبحت درجة نضوج الأسواق المالية مؤشراً على مستوى التطور الاقتصادي في هذه البلدان².

ثانياً - أنواع الأسواق المالية:

يوجد عدة تصنيفات للأسواق المالية تختلف باختلاف تفضيلات الأطراف المختلفة فعلى سبيل المثال فإن بعض الأطراف تفضل الاستثمار طويل الأجل، بينما أطراف أخرى تفضل الاستثمار قصير الأجل، وبعض الأطراف تكون مستعدة لتحمل مستويات مرتفعة من مخاطر الاستثمار، بينما تسعى أطراف أخرى لتجنب المخاطر، وبعضهم يفضل الاقتراض عند الحاجة للتمويل، بينما جهات أخرى تفضل إصدار الأسهم³.

وبشكل عام يمكن تقسيم أسواق المال إلى أسواق رأس المال وأسواق النقد.

1 العريبي، عصام، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، سورية، 2008، ص7.

2 الشعار، نضال، سوق الأوراق المالية وأدواتها (البورصة)، الجندي للطباعة والنشر، سورية، 2006، ص13.

3 Madura, Jeff, Financial Institutions and Market , Thomson, Florida. USA, 2008, p.4

1- أسواق النقد:

تمثل أسواق النقد مجال تداول الأصول قصيرة الأجل، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لهذه الأسواق في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت، والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل.

وقد جرى العرف على اعتبار الأجل قصيراً إذا لم يتجاوز السنة ومن أهم مؤسسات هذه الأسواق البنك المركزي والبنوك التجارية¹.

2- سوق رأس المال:

تتمثل في المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأوراق المالية طويلة الأجل، أي اقتراض الأموال واستثمارها لفترة تتجاوز السنة، وذلك من أجل تحقيق عائد منها وبعبارة أخرى يمكن القول بأن سوق رأس المال تمثل نقطة الالتقاء بين الاستثمار طويل الأجل مع التمويل طويل الأجل.

ويمكن تقسيم أسواق رأس المال إلى:

أ - أسواق حاضرة أو فورية.

ب - أسواق العقود المستقبلية.

أ - الأسواق الحاضرة أو الفورية:

هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين².

وتقسم هذه الأسواق إلى نوعين:

1 العريبي، عصام، مرجع سبق ذكره، ص10.
2 حسين، عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص20.

1- الأسواق الأولية:

وهي التي يتم التعامل فيها على الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة وطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية، كما تسمى هذه الأسواق بأسواق الإصدار¹.

2- الأسواق الثانوية (أسواق التداول):

هي الأسواق التي يتم فيها التداول (بيعاً وشراءً) على الأوراق المالية التي سبق وأن تم إصدارها في السوق الأولية، بفارق أن الحصيلة النقدية لا تذهب هنا للشركة المصدرة للأوراق المالية، وإنما تتحرك باستمرار بين مستثمر مالي وآخر، ودون أن تتأثر الشركة المصدرة للأوراق المالية الأمر الذي يضمن توفير عنصر السيولة بشكل دائم بالنسبة للمستثمرين².

ويمكن أن نميز بين نوعين من أسواق التداول:

1- السوق المنظمة:

ويطلق عليها بورصة الأوراق المالية، وهي تتمثل في الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل في الأوراق المالية ويكون لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق، وتضع الدولة قواعد وشروط معينة يجب على أي شركة أو مؤسسة استيفاؤها حتى يتم قيد أوراقها المالية في هذه السوق³ وسنتناول بمزيد من الشرح هذا النوع من الأسواق والذي هو محور دراستنا.

2- السوق غير المنظمة:

وتتعامل بالأوراق المالية خارج السوق النظامية (البورصات)، بإشراف بيوتات السمسرة ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات اليومية، بل يتم التداول من خلال شبكات الإنترنت المنتشرة أو شبكات الاتصالات المختلفة⁴.

1 عبد العزيز، أمين، مرجع سبق ذكره، ص20.

2 كافي، مصطفى، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر، سوريا، 2009، ص73.

3 عبد العزيز، أمين، مرجع سبق ذكره، ص25.

4 زيود، لطيف، قيطيم، حسان، مكبة، نغم، مرجع سبق ذكره، ص175.

وقد زاد انتشار هذه الأسواق في الوقت الحاضر بشكل كبير، بناء على ما وفرته شبكات الاتصال الحديثة من إمكانيات كبيرة، ومن أبرز أسواق الأوراق المالية غير المنظمة سوق (ناسداك) في الولايات المتحدة الأمريكية¹.

ويمكن أن نميز بين نوعين رئيسيين لهذه الأسواق:

1- السوق الثالثة.

2- السوق الرابعة.

1- السوق الثالثة:

هي قطاع من السوق غير المنظمة يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية مهما صغرت أو كبرت، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات².

2- السوق الرابعة:

وهي تشبه السوق الثالثة في أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة، غير أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد الأغنياء دون حاجة لأعضاء بيوت السمسرة³.

ب- أسواق العقود المستقبلية:

هي أسواق تتعامل مع الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق⁴.

ويلاحظ مما سبق أن الفصل التام بين الأنواع السابقة من أسواق المال ليس قاطعاً، ولا توجد خطوط واضحة للفصل بينها في الحياة العملية، حيث نجد أن هناك من المؤسسات المالية ما يندرج نشاطها تحت أكثر من نوع من هذه الأسواق⁵.

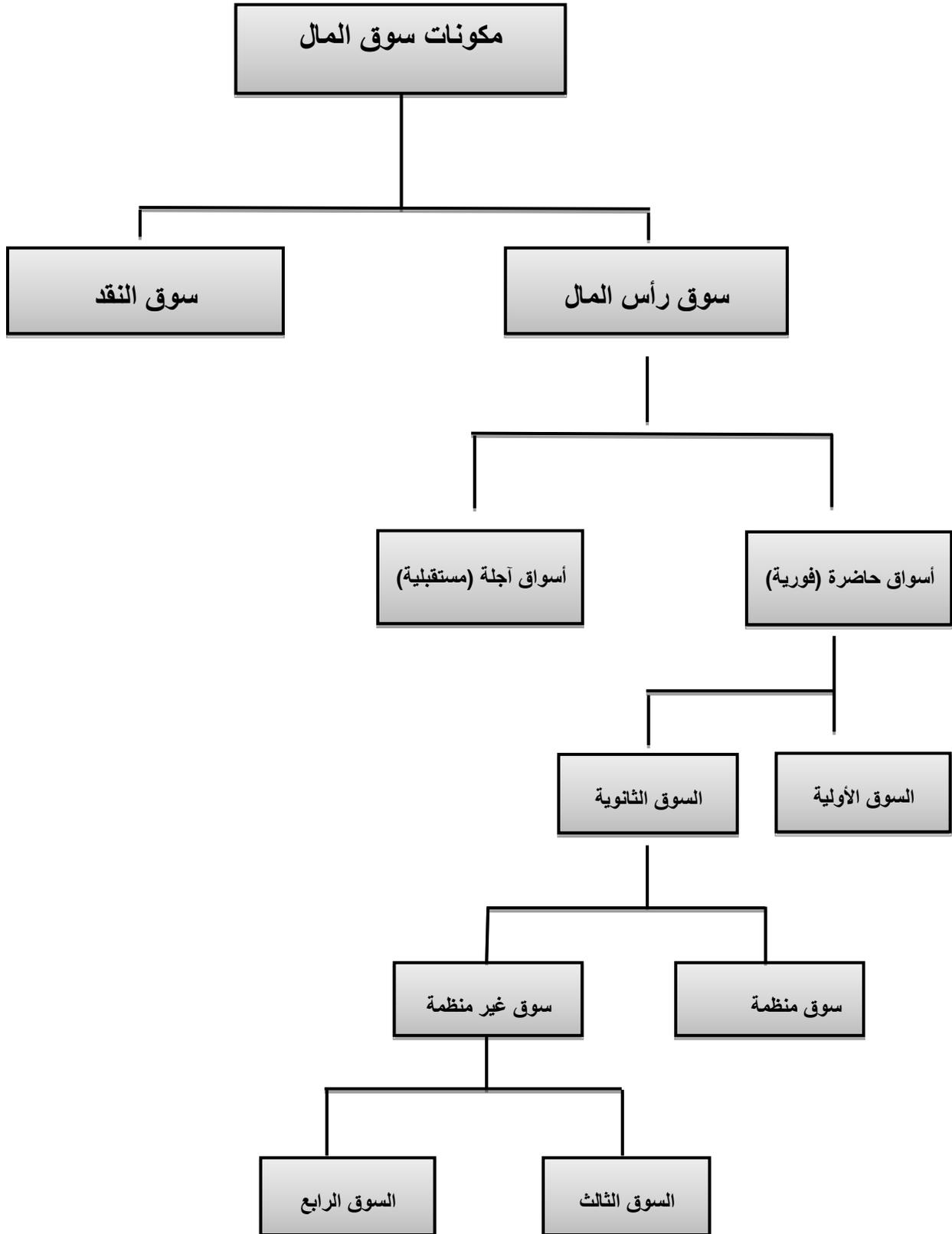
1 كافي، مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 78.

2 حسين، عصام، مرجع سبق ذكره، ص 21.

3 كافي، مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 82.

4 عبد العزيز، أمين، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 20.

5 العربي، عصام، مرجع سبق ذكره، ص 21.



الشكل رقم (5) مكونات سوق المال

المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى المراجع المختلفة.

ثالثاً - بورصات الأوراق المالية:

مقدمة:

وجود أسواق الأوراق المالية في أي بلد، يعتبر المرآة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها¹.

وقد أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده².

وقد بات من غير الممكن التفكير بموضوع التنمية الاقتصادية دون وجود شركات مساهمة ونظام خاص بأسواق الأوراق المالية، إذ أن المرور عن طريق هذه الأسواق أصبح أمراً ضرورياً لا يمكن تقاويه للعديد من المنشآت والشركات لجمع رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار المطلوب أو لتوسيع عملية استثمارية قائمة أصلاً.

إلا أنه من وجهة أخرى، تتضمن العمليات والصفقات المعقودة في البورصة هامشاً من المخاطرة لا يستهان به، حيث من الممكن أن تحقق عملية شراء الأوراق المالية من قبل المستثمر أرباحاً جيدة، كما يمكن أن تحقق خسارة كبيرة إذ أن البورصة تتأثر بالأحوال والأوضاع الاقتصادية وكذلك بالآثار المترتبة عن عمليات المضاربة وبالأحداث السياسية إضافة للعوامل النفسية المرتبطة بحالة المستثمر ذاته³.

رابعاً - مفهوم بورصات الأوراق المالية:

نعرض فيما يلي عدداً من التعاريف التي تناولت مفهوم بورصة الأوراق المالية:

فقد عرفها حسين بأنه عبارة عن "السوق الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد، والمؤسسات والقطاعات المختلفة

¹ حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص249.
² خضر، حسان، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد السابع والعشرون، الكويت، 2004، ص3.
³ حسين، عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، مرجع سبق ذكره، ص6.

في المجتمع، مما يساعد في تعبئة المدخرات وتميئتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي"¹.

وعرف حنفي بورصة الأوراق المالية بأنها عبارة عن "نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق، أو لأصل مالي معين"².

ويرى كافي بأن بورصة الأوراق المالية هي "مكان معلوم ومحدد مسبقاً، يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادل بيعاً وشراءً للأوراق المالية، ويتوافر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية بحيث تعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم، فتحدد بناءً عليها الأسعار سواء صعوداً أو هبوطاً أو ثباتاً"³.

وعرف (زيود وآخرون) بورصة الأوراق المالية بأنها "مكان محدد تجتمع فيه رغبة المستثمرين في الحصول على الأموال لتمويل مشاريعهم، مع رغبة المدخرين في توظيف أموالهم، مما يحقق السهولة في انتقال الأموال بين المدخرين والمستثمرين عن طريق عمليات بيع وشراء الأوراق المالية"⁴.

وعرف كل من (Frederic and stnley)

بأنه "سوق محددة يتم فيه انتقال الأموال من الأفراد أو المؤسسات التي تمتلك فائضاً مالياً، إلى الأفراد أو المؤسسات التي لديها عجز مالي"⁵.

وعرف (Andrew) سوق الأوراق المالية بأنه "مكان محدد لالتقاء الأطراف التي هي بحاجة إلى تمويل، مع الأطراف التي تبحث عن استثمار أموالها الفائضة، وهو المكان الذي يتم فيه تقاسم وتوزيع المخاطر بين الأطراف المختلفة"⁶.

وحيث أن بورصات الأوراق المالية والتي تمثل محور دراستنا تعد نوعاً من أسواق المال نجد أنها تتميز عن باقي الأسواق بثلاث ميزات أساسية وهي⁷:

¹ حسين، عصام، مرجع سبق ذكره، ص18.

² حنفي، عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص39.

³ كافي، مصطفى، بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص13.

⁴ زيود، لطيف، قيطيم، حسان، مكبة، نغم، مرجع سبق ذكره، ص175.

⁵ Mishkin, Fredric S, Eakins, Stanley C., Financial Markets and Institutions, Pearson Addison Wesley, New York, 2006,p3.

⁶ Chisholm, Andrew M., An Introduction to capital Markets, John Wiley Sons, LTD, 2002, London, UK, p1.

⁷ كافي، مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص17.

- 1- تجري العمليات في البورصة دون استخدام الأسناد بصورة فعلية، وإنما يتم التعامل بها كما لو أنها من الأشياء المثلية.
- 2- لا يتصل البائعون والمشترون ببعضهم البعض بصورة مباشرة، وإنما يتم ذلك عن طريق وسطاء مختصين.
- 3- إن المتعاملين في البورصة هم في الأغلب من المضاربين، الذين يبيعون ويشتررون للمضاربة على ارتفاع الأسعار وهبوطها.

خامساً- تطور أسواق الأوراق المالية:

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، ولاسيما في الدول الرأسمالية¹.

ويعتبر المؤرخون عام 1339 بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة، نسبة إلى اسم عائلة شخص يدعى (فاندربورز) من مدينة (بروج) البلجيكية، التي كانت تعتبر المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية، فلقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الست الأكبر في مجال (الصرافة) في منزل (فاندربورز) من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع، ومن ثم كتابة بوالص التأمين إضافة إلى كل ما يمت لعمليات بيع وشراء النقود بصلة².

ويعتبر انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض والتي أدت إلى خلق حركة قوية للتعامل بالأدوات المالية، من أهم العوامل التي ساعدت على تطور أسواق الأوراق المالية حيث كان التعامل بهذه الأدوات يتم في بادئ الأمر في الأماكن العامة في الدول الكبرى كفرنسا وبريطانيا وأمريكا.

ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي تسمى الآن بورصات الأوراق المالية، ففي فرنسا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام (1724) بموجب أمر ملكي، وفي إنجلترا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه (Royal

1 خضر، حسان، مرجع سبق ذكره، ص3.

2 حسين، عصام، مرجع سبق ذكره، ص9.

(Exchange) وتم إنشاء أول بورصة في أمريكا عام 1821، في نفس الشارع الذي كانت تتم فيه هذه المعاملات وهو وول ستريت¹.

وخلال فترة الكساد الكبير في أواخر العشرينيات ومع انهيار عدد كبير من المؤسسات المالية والمصرفية في أوروبا وأمريكا، كان لا بد من ظهور قوانين تنظم عمل سوق المال في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك تجنباً لانهيارات اقتصادية عنيفة، كذلك التي حصلت أثناء فترة الكساد وفعلاً صدرت عدة قوانين في عام 1933 و1934 منها قانون الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بهدف تنظيم عملية الاستثمار وحماية المستثمر².

وقد ساهم تطور وسائل الاتصال في زيادة انتشار أسواق الأوراق المالية وارتباطها ببعضها، وبدأت معظم الدول العربية بتأسيس أسواق منظمة لتداول الأوراق المالية ضمن خططها لزيادة الانفتاح الاقتصادي. وقد تم افتتاح سوق دمشق للأوراق المالية في عام 2009 وذلك بعد إصدار مجموعة من التشريعات اللازمة لتأسيسه.

سادساً - مستلزمات إنشاء أسواق الأوراق المالية:

يتوقف نجاح أداء سوق الأوراق المالية في اقتصاد ما على درجة النضوج الاقتصادي الذي يتمتع به هذا الاقتصاد، ولكي تقوم سوق الأوراق المالية فلا بد من توافر مجموعة من الشروط أهمها:

- 1- التعددية المصرفية: ويقصد بها تنوع اختصاصات المصارف وتنوع أعمالها ومهامها، فوجود جهاز مصرفي فعال يساهم في عملية تحويل الأموال ويوفر السيولة اللازمة للعمليات الاستثمارية، إضافة إلى الدور الهام الذي يلعبه في السوق الأولية من حيث تعهد إصدار واكتتاب الأسهم والسندات.
- 2- وجود هيئة مركزية للرقابة على العمليات المالية: تتولى هذه الهيئة الرقابة على الأسواق المالية وتنظيمها.
- 3- وضع أسس وشروط المشاركة في السوق كإعداد البيانات المالية والإفصاح.
- 4- إنشاء هيئات المقاصة: والتي تقوم بتصفية وإنهاء التعاملات المالية، وتضمن في الوقت نفسه عملية تسليم واستلام الأوراق المالية المتداولة.

1 حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية، مرجع سبق ذكره، ص266.

2 الشعار، نضال، مرجع سبق ذكره، ص16.

- 5- بناء مؤشرات رقمية للسوق: حيث يعتبر المؤشر من الأمور المعلوماتية الهامة الواجب توافرها وذلك بسبب أهميتها في الدلالة على وضع السوق وقوته، ومن خلالها يمكن بناء توقعات رقمية مستقبلية عن حالة السوق.
- 6- تأهيل وتدريب الكوادر العاملة في مجالات الاستثمار¹.
- 7- وجود عدد مناسب من الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية.
- 8- نشر الوعي الادخاري والاستثماري لدى المستثمرين.
- 9- توفير نظام فعال للاتصالات: والذي يعمل على إيصال آخر المستجدات والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية².

سابعاً- فوائد إنشاء سوق للأوراق المالية:

يمكن تلخيص فوائد إنشاء سوق للأوراق المالية في العناصر التالية:

- 1- زيادة معدل نمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني: حيث تعمل سوق الأوراق المالية على تنمية الادخار، عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية.
- 2- تقوم سوق الأوراق المالية بنقل الموارد المالية من الفئات التي لديها فائض (المدخرين أو المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز أو التي تحتاج هذه الأموال (المستثمرين أو المقرضين)، لإقامة مشاريعها الاستثمارية.
- 3- المساهمة في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلد، حيث أن سوق الأوراق المالية تقوم بتوفير الأموال التي تحتاجها الحكومة لإقامة مشاريعها الاستثمارية، وبالأخص مشاريع البنية التحتية.
- 4- تمثل سوق الأوراق المالية سلطة رقابية بصورة غير مباشرة على كفاءة الشركات والمشروعات التي يجري تداول أوراقها المالية في السوق.
- 5- الحد من معدلات نمو التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني، حيث يساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية وتوجيه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلاً من الاستهلاك.

1 الشعار، نضال، مرجع سبق ذكره، ص24.
2كافي، مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص23.

- 6- الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي، عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية العالمية، وجذب الاستثمارات الأجنبية، وتوطيد التكنولوجيا.
- 7- توفر سوق الأوراق المالية مؤشراً يومياً عن ظروف الاستثمار واتجاهاته، وهو مؤشر يعكس قوة الاقتصاد الوطني أو ضعفه، كما أنه يعكس مستوى الأداء للقطاعات الاقتصادية، وكذلك الأداء المالي للشركات الاستثمارية¹.
- 8- يوفر السوق السيولة للمستثمرين المالكين للأوراق المالية، حيث يمكنهم من استبدال أو التخلص من استثماراتهم في أي وقت يشاؤون.
- 9- يساهم سوق الأوراق المالية في تخفيض التكاليف المتعلقة بجمع المدخرات اللازمة للاستثمار، من خلال تجميع كل الطلبات الاستثمارية في سوق واحد من الناحية الجغرافية والمعلوماتية.
- 10- يساعد وجود أسواق منظمة على الحد أو التخفيف من حدة التلاعب والغش والتدليس.
- 11- يتيح السوق فرصة لتنويع الاستثمار، وبالتالي تخفيف وتوزيع المخاطر وحماية المستثمر².

ثامناً - كفاءة سوق الأوراق المالية:

لقد أثار موضوع كفاءة السوق اهتمام الكثير من المهتمين في مجال الاستثمار على المستوى النظري، وظهرت بسبب ذلك الكثير من الدراسات التي تحدد الشروط الواجب توافرها في السوق لكي تتسم بنوع من الكفاءة.

1- مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية:

تعددت التعريفات الخاصة بكفاءة سوق الأوراق المالية وإن كان معظمها قد انصب على أهميتها بالنسبة للمجتمع ككل، و للمستثمر كفرد، وبالنسبة للسوق نفسه، وسنستعرض عدداً من التعاريف كمايلي:

فيقصد بكفاءة السوق بحسب الشعار: أن سوق الأوراق المالية تتميز بالقدرة على استيعاب المعلومات المالية المتاحة من المصادر المختلفة، والاستفادة من هذه المعلومات في تحديد أسعار الأسهم والسندات المتداولة³.

1 حسين، عصام، مرجع سبق ذكره، ص80.

2 الشعار، نضال، مرجع سبق ذكره، ص22.

3 الشعار، نضال، مرجع سبق ذكره، ص133.

وبحسب عبد العزيز فإن السوق الكفاء هو السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره شركة ما، لكافة المعلومات المتاحة عنها¹.

ويرى (Francis) أن السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يحقق تخصيصاً للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية².

2- سمات السوق المالي الكفاء:

يتسم السوق المالي الكفاء بمجموعة من الخصائص منها.

- 1- كافة المعلومات الضرورية متاحة لجميع المستثمرين بتكلفة زهيدة أو بدون تكلفة على الإطلاق.
- 2- أن تكون هذه المعلومات منتشرة بحيث لا يمكن لشخص واحد أو مجموعة من الأشخاص أن يعرف بها قبل الآخرين.
- 3- وجود عدد كاف من المستثمرين الذين يقومون بتحليل المعلومات، بحيث ينعكس ذلك على أسعار الأوراق المالية.
- 4- توافر عدد كبير من البائعين والمشتريين وألا تكون هناك قيود على دخول السوق والخروج منه³.
- 5- في ضوء كفاءة السوق لا يكون من السهل تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات المتاحة في السوق، لأن هذه المعلومات تكون قد انعكست فعلاً في السعر.
- 6- في ضوء كفاءة السوق يكون السعر الحالي للورقة المالية هو أفضل قيمة لها في فترة معينة⁴.

3- مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية:

من دراسة تطبيقية نشرها (fama) عام 1965 حيث حدد خلالها ثلاث مستويات لكفاءة بورصة الأوراق المالية، تتدرج في الواقع العلمي وفقاً لتدرج مستويات المعلومات الواردة لسوق الأوراق المالية⁵، وهي كما يلي:

1- فرض الصيغة الضعيفة: weak hypothesis

¹ عبد العزيز، أمين، مرجع سبق ذكره، ص239.

² Francis, Jack, Investment Analysis and Management, (4 thd) N.yMcgraw-Hill, 1986, p 82.

³ عبد العزيز، أمين، مرجع سبق ذكره، ص239.

⁴ العريبي، عصام، مرجع سبق ذكره، ص47.

⁵ كافي، مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص50.

يعني فرض الصيغة الضعيفة أن سعر التداول للأوراق المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط، وهذا يرتبط بقواعد التحليل الفني كوسيلة للحكم على تطور السوق وبالتالي يصبح تحليل المعلومات المتاحة عديم الجدوى للمستثمر¹.

لذا فالسبيل الوحيد هنا لتحقيق المستثمر أرباحاً غير عادية هو حصوله قبل غيره على معلومات من المنشأة المعنية².

2- فرض الصيغة متوسطة القوة: Medium strength hypothesis

يفترض فرض الصيغة متوسطة القوة أن سعر الأوراق المالية يعكس تماماً جميع المعلومات العامة بالإضافة إلى المعلومات التاريخية، وذلك مثل معلومات عن العائد، أو التوزيعات أو تطور الإنتاج أو دخول إنتاج جديد والتعديلات السعرية³.

ولا يستطيع أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب الآخرين⁴.

3- فرض الصيغة القوية strong hypothesis

تعكس صيغة الفرض القوي للكفاءة جميع المعلومات العامة المتاحة للجميع، وكذلك المعلومات الخاصة التي تتوافر لمجموعات معينة مثل كبار العاملين بالمنشأة المصدرة للأوراق المالية⁵.

وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق، وحتى لو أنه نفسه رئيس مجلس إدارة المنشأة المصدرة للسهم⁶.

¹Houthakker, HendrikS.,Williamson, peter G., the Economics of Financial markets, oxford University press, oxford, 1996,p.132

²الشعار،نضال، مرجع سبق ذكره،ص134.

³Jones,Charles P., Investment Analysis and Management, john Wiley sons inc, new York, 1996, p469.

⁴كافي، مصطفى، مرجع سابق ذكره، ص51.

⁵Houthakker,HendrikS.,Williamson, peter G., the Economics of Financial Markets, Op. Cit, 1996. P.143.

⁶ الشعار، نضال، مرجع سبق ذكره، ص135

تاسعاً - مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، بالاستناد إلى عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كليهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يقيس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه¹.

يوجد نوعين من المؤشرات: مؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر (دوجونز) لمتوسط الصناعة (DJIA)، ومؤشر 500 (ستاندراند بور Index) (S & p.500) ومؤشرات تقيس حالة السوق بالنسبة لصناعة معينة، ومن أمثلتها مؤشر (دو جونز) لصناعة النقل، ومؤشر (ستاندراند بور) لصناعة الخدمات العامة التي تنتج خدمة الكهرباء والهاتف وما شابه ذلك².

1- استخدامات المؤشر:

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، وفي طليعة تلك الاستخدامات:

1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:

حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغيير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغيير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حده، وإذا كانت استثماراته في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر³.

2- الحكم على أداء المديرين:

وفقاً لفكرة التنوع الساذج يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً، يعادل تقريباً معدل عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المالية المتداولة بالسوق) الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليباً متقدمة في التنوع والتي منها تنوع ماركوتز، يكون لزاماً عليه أن يحقق عائداً

1 خضر، حسان، مرجع سبق ذكره، ص4.

2 هندي، منير، مرجع سبق ذكره، ص241.

3 حسين، عصام، مرجع سبق ذكره، ص39.

أعلى من متوسط عائد السوق، وللتحقق من ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة المؤسسة المعنية، وبالطبع ينبغي أن لا تتركز المقارنة على العائد إذ ينبغي أن يؤخذ في الحسبان أيضاً التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق¹.

3- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق:

إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي)، فإنه قد يمكنه التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

4- تقدير مخاطر المحفظة:

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة².

عاشراً - أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية:

يمكن التمييز بين نوعين من أدوات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية:

أ - الأدوات المالية محل التعامل في سوق رأس المال وتشمل:

1 - الأسهم العادية:

السهم العادي هو ورقة مالية تمثل حق ملكية في شركة ما ويتم إثبات ملكية الأسهم عن طريق إصدار شهادات قابلة للتداول، ولا يوجد أجل استحقاق محدد للاستثمار في الأسهم العادية، ويتولد العائد على الأسهم العادية من التوزيعات وارتفاع القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية.

أما أهم خصائص الأسهم العادية فهي¹:

1 هندي، منير، مرجع سبق ذكره، ص247.
2 حسين، عصام، مرجع سبق ذكره، ص39-40.

- 1- تمثل الأسهم العادية حق ملكية، بينما الأوراق المالية الأخرى ذات العائد الثابت كالسندات لا تمثل حق ملكية.
 - 2- تحقق الأسهم العادية دخلاً جاريًا نتيجة التوزيعات، ودخلاً مستقبلياً يتولد من ارتفاع القيمة السوقية.
 - 3- يشارك حملة الأسهم العادية في أرباح الشركة.
 - 4- تعتبر الأسهم العادية أداة استثمارية هامة للتحوط من آثار التضخم، وذلك عندما يزيد العائد المتمثل بالتوزيعات وارتفاع الأسعار عن معدل التضخم.
 - 5- يسمح تنوع الأسهم المتوفرة للمستثمر الاختيار بين طيف واسع من توليفات العائد والمخاطرة.
- وقد نص قانون الشركات في سوريا الصادر بالمرسوم التشريعي رقم 29 لعام 2011 على أنه يتمتع حملة الأسهم العادية بصورة خاصة بالحقوق التالية²:

- 1- قبض الأرباح والفوائد التي يتقرر توزيعها على المساهمين.
- 2- استيفاء حصة من كامل موجودات الشركة بما فيها رأس المال عند تصفية الشركة.
- 3- الاشتراك والمساهمة في أعمال الهيئات العامة.
- 4- الحصول على شهادة بالأسهم التي يملكها بسبب قانوني.
- 5- بيع أسهمه وهبتها ورهنها مع مراعاة الأحكام الخاصة بذلك المذكورة في نظام الشركة الأساسي.
- 6- حق إقامة الدعوى ببطلان كل قرار متخذ من الهيئة العامة أو مجلس الإدارة مخالفاً لأحكام هذا المرسوم التشريعي أو نظام الشركة الأساسي وفقاً للشروط المذكورة في هذا المرسوم التشريعي.
- 7- حق الاطلاع على دفاتر الشركة.
- 8- حق الحصول على كراس مطبوع يحوي:
 - أ- ميزانية الدورة الحسابية المنقضية.
 - ب- حساب الأرباح والخسائر.
 - ت- تقرير مجلس الإدارة.
 - ث- تقرير مدققي الحسابات.
- 9- حق طلب دعوة الهيئات العامة للاجتماع وفقاً للشروط المذكورة في المرسوم التشريعي.

¹Constas,Michael, Shim, Jae k ., Investment Source Book, Olenlake publishing company , ltd Chicago, USA, 2001, P145.

² قانون الشركات السوري رقم (29) لعام 2011، المادة 120 .

10- حق طلب إضافة أبحاث غير مذكورة في جدول الأعمال المقرر من قبل مجلس الإدارة وفقاً للشروط المذكورة في هذا المرسوم التشريعي.

- أنواع الأسهم العادية:

تنقسم الأسهم العادية إلى عدة أنواع:

(أ) من حيث الشكل¹:

1- أسهم اسمية: وتصدر باسم صاحب السهم العادي، وبالتالي فإن نقل ملكيتها يحتاج إلى العودة للشركة المصدرة أو سوق الأوراق المالية.

2- أسهم لأمر: حيث يكون المساهم غير معروف للشركة وتنقل ملكيتها بطريقة التظهير.

3- أسهم لحاملها: حيث لا تكون باسم شخص معين وتنقل الملكية من يد إلى أخرى ومالكها هو الشخص الذي يحوز عليها.

(ب) من حيث الحصة المدفوعة:

1. أسهم عينية: وهي تمثل حصة عينية من رأس المال على شكل عقار أو آلات أو معدات.

2. أسهم نقدية: وهي التي يتوجب دفع مساهمة نقدية مقابل الحصول عليها.

وقد ظهرت في الآونة الأخيرة أنواع مستحدثة أخرى من الأسهم العادية.

- مفاهيم القيم:

للسهم العادي ثلاث قيم، قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية.

1- القيمة الاسمية:

تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس الشركة².

1 كافي، مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص154.

2 حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية، مرجع سبق ذكره، ص252.

2- القيمة الدفترية:

القيمة الدفترية للسهم العادي تساوي قيمة حقوق الملكية (رأس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة) مقسوماً على عدد الأسهم العادية.

3- القيمة السوقية:

هي السعر الذي يمكن أن يباع به السهم في السوق، وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل أو مساوية للقيمة الدفترية للسهم وذلك في ضوء ظروف سوق الأوراق المالية وحركة العرض والطلب.

ويهتم المستثمرون بالدرجة الأولى بموضوع القيمة العادلة والتي تمثل ما يجب أن يكون عليه قيمة السهم في ضوء معطيات موضوعية، مثل قاعدة موجودات الشركة والأرباح الموزعة على المساهمين وآفاق النمو المستقبلية وكفاءة إدارة الشركة.

ويقوم المستثمر عادة بإجراء مقارنة بين القيمة العادلة المحسوبة وسعر السهم في السوق، ويتخذ قرار الاستثمار وفقاً لهذه المعطيات فإذا كانت القيمة السوقية أعلى من القيمة العادلة فإن ذلك يعني أن السهم مقيم أكثر مما يجب ولا يصلح للاستثمار، أما إذا كانت القيمة السوقية أقل من القيمة العادلة فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأقل مما يجب وبالتالي يصلح للاستثمار، وعندما يكون سعر السوق مساوياً للقيمة العادلة فإن السهم يكون مقيماً كما يجب¹.

2- الأسهم الممتازة: تمثل الأسهم الممتازة حق ملكية مثل الأسهم العادية، لكن وكما يظهر اسمها فإنها تخضع لمعاملة خاصة سواء في حالة التوزيعات أو الإفلاس أو التصفية حيث يحصل أصحاب الأسهم الممتازة على قيمة الأسهم بعد سداد الديون وقبل أصحاب الأسهم العادية².

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

1 الكراسنة، إبراهيم، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، منشورات صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010، ص6.

2 Kidwell, David S., Peterson, Richard L., Blackwell, David W., Whidbee, David A., Financial Institutions, Markets, And Money, John Wiley & sons, Inc, 2003, USA, P259.

للشركة مثل فوائد السندات كما تختلف الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية في أن أصحابها ليس لهم حق التصويت مثل أصحاب الأسهم العادية¹.

- أنواع الأسهم الممتازة:

تتمثل أهم أنواع الأسهم الممتازة فيما يلي²:

- مجمعة للأرباح: وتضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد حققت فيها أرباح لكن لم يعلن عن توزيعها، وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية.
- مشاركة في الأرباح: وتوفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح تتمثل بإعطاء الحق أيضاً في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم.
- القابلة للتحويل: تعطي حاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية.
- القابلة للاستدعاء: تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها أي إمكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها وخصوصاً عند ارتفاع أسعارها السوقية.

3- السندات:

السندات هي أوراق مالية طويلة الأجل قابلة للتداول تصدر من قبل الحكومات أو المؤسسات المالية أو الشركات وتعتبر كديون³.

ولهذه السندات خصائص يمكن إجمالها بالتالي⁴:

- تعد أداة دين للمشتري على البائع أو المصدر للورقة المالية.
- لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة.
- يكون من حق حاملها الحصول على فوائد ثابتة.
- تنتهي علاقة الحامل بالمقترض حال تسديد قيمتها.
- تحقق للمقترض ميزة ضريبية وذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي.

1 عبد العزيز، أمين، مرجع سبق ذكره، ص42.

2 كافي، مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص157.

3Chisholm,Andrew, An Introduction to Capital Markets, John Wiley Sons, LTD, 2002, P53.

4 كافي، مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص148.

- أنواع السندات:

يوجد عدة أنواع من السندات أهمها:

1- تقسيم السندات وفقاً للجهة المصدرة:

أ- سندات الخزينة: وهي السندات التي تصدرها الحكومة.

ب- السندات التي تصدرها مؤسسات الأعمال.

2- تقسيم السندات من وجهة نظر المستثمر:

أ- السند لحامله: ويعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل.

ب- السند المسجل باسم المستثمر: ويتم دفع الفوائد بشيكات للشخص المسجل باسمه السند، ويحقق هذا

النوع من السندات الحماية لصاحبها من السرقة والتلف.

3- تقسيم السندات من حيث درجة الضمان:

أ- سندات مضمونة: وهي التي يقرر لحامل السند حق أو امتياز محدد مثل رهن بعض الأصول

الثابتة.

ب- السندات غير المضمونة: وهي السندات غير المضمونة بأصل أو جهة.

ب- الأوراق المالية محل التداول في سوق النقد وتشمل:

1- الأوراق التجارية:

وهي عبارة عن كمبيالات تتراوح فترة استحقاقها ما بين (5) و(270) يوماً، تصدر عن الشركات

الكبيرة ذات السمعة الطيبة التي تكون بحاجة إلى اقتراض بعض الأموال دون اللجوء المباشر إلى

المصارف، وتكون هذه الأوراق في الغالب مدعومة (مضمونة) بما يعرف بخط الائتمان الذي تفتحه

الشركة المصدرة لهذه الكمبيالات لدى بعض المصارف التجارية، والذي يضمن للمقرضين استرداد أموالهم

في الموعد المحدد².

1 عبد العزيز، أمين، مرجع سبق ذكره، ص53.

2 الشعار، نضال، مرجع سبق ذكره، ص58.

2- أذون الخزانة:

وهي صكوك تصدرها الحكومة يحصل مالكيها على عائد في تاريخ محدد وتصدر هذه الأذون بتاريخ استحقاق مختلفة، وتعتبر هذه الأذون استثماراً ممتازاً ومؤقتاً للأموال المراد الاحتفاظ بها لمواجهة احتياجات السيولة في المستقبل القريب وذلك للأسباب التالية¹:

أ- تعتبر استثمارات خالية من المخاطر (مضمونة الريح).

ب- لها سوق مستمر فالمتعاملون فيها على استعداد دائم لشرائها.

ت- لا توجد مخاطر لانخفاض قيمتها.

ولا يحصل حاملو هذه الأذون على فائدة دورية ولكن تباع هذه الأذون بخضم من قيمتها الاسمية.

3- شهادات الإيداع القابلة للتداول:

يقصد بشهادات الإيداع القابلة للتداول تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها المصارف التجارية، والتي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع والتنازل، كما يمكن الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدونة على الشهادة، وعادة ما تكون القيمة الاسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من مثيلهما بالنسبة للشهادات الشخصية غير القابلة للتداول في السوق، وملاحظة أن معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طردياً مع تاريخ الاستحقاق².

4- القبولات المصرفية:

وهي أمر بالدفع يتضمن قيام البنك بالدفع لحاملها أو لشخص ثان معين بتاريخ محدد ويمكن بيع هذا القبول في سوق النقد أو الاحتفاظ به حتى تاريخ استحقاقه الذي يتراوح عادةً بين (30) إلى (170) يوماً وإن كانت فترة (90) يوماً الفترة الشائعة³.

1 زيود، لطيف، قيطيم، حسان، مكية، نغم، مرجع سبق ذكره، ص176.

2 عبد العزيز، أمين، مرجع سبق ذكره، ص60.

3 زيود، لطيف، قيطيم، حسان، مكية، نغم، مرجع سبق ذكره، ص176.

وقد حدد المرسوم التشريعي (55) لعام 2006 الخاص بإحداث سوق دمشق للأوراق المالية، الأوراق المالية التي يمكن تداولها في سوق دمشق للأوراق المالية بالتالي:

- 1- أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول.
- 2- أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات المساهمة السورية.
- 3- أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.
- 4- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.
- 5- أي أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم اعتمادها من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

البحث الثاني: الاستثمار في أسواق الأوراق المالية:

أولاً: مفهوم الاستثمار.

ثانياً: أهداف الاستثمار.

ثالثاً: أنواع الاستثمار.

رابعاً: الاستثمار في أسواق الأوراق المالية.

خامساً: أنواع القرارات الاستثمارية في أسواق الأوراق المالية.

سادساً: هيكل القرار الاستثماري في أسواق الأوراق المالية.

سابعاً: مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية.

ثامناً: عوائد الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

تاسعاً: الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.

عاشراً: دور الإفصاح في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

أولاً- مفهوم الاستثمار:

الاستثمار في معناه العام هو التضحية بمنفعة حالية نظير الحصول على منفعة أكبر في المستقبل، أو هو تأجيل استهلاك حالي للاستمتاع باستهلاك أكبر في المستقبل¹.

ويتضمن مفهوم الاستثمار أربع مقومات أساسية²:

- **الموارد المتاحة:** متمثلة في الأموال التي يمكن توفيرها من مصادر مختلفة، كمدخرات المستثمر أو ما يمكن اقتراضه.
- **المستثمر:** هو الشخص الطبيعي أو الاعتباري الذي يقبل قدرًا من المخاطر لتوظيف موارده الخاصة، وذلك من أجل تحقيق أغراضه التي تكون في العادة الحصول على أكبر قدر ممكن من الأرباح.
- **الأصول:** هي تلك الاستثمارات التي يوظف فيها المستثمر أمواله، متمثلة في ستي الأصول كالعقارات والمشروعات الاستثمارية.
- **غرض المستثمر:** هو النتائج التي يتوقعها المستثمر من استثماراته، والتي تحمل قدرًا من المخاطرة.

ثانياً- أهداف الاستثمار:

تتباين أهداف الاستثمار حسب الإمكانيات المالية المتاحة للمستثمر، ومستوى طموحاته الاقتصادية، وما يتوفر لديه من معلومات بشأن مصادر فرص الاستثمار المختلفة، وما يسود من مناخ استثماري، وأخيراً ما يتميز به شخصياً أو مايعتمد عليه من قدرات إدارية، ومع ذلك يمكن التركيز بشكل عام على الأهداف الآتية³:

1- الحصول على أموال لتمويل الإنفاق.

2- الادخار لاستخدام تلك الأموال عند الحاجة.

1 شمس الدين، أشرف، مرجع سبق ذكره، ص19.

2 سوسق، أيمن، أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في السوق المالي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2007، ص107.

3 نجم، أنور، مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشد قراراتهم الاستثمارية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية- غزة، 2006، ص43.

- 3- الحفاظ على الأصول المادية التي يمتلكها المستثمر أو يحق له الصرف منها، وذلك بعد دراسة المخاطر المتوقعة وبما يجنب هذه الأصول التأثيرات السلبية لهذه المخاطر.
- 4- استمرار السيولة النقدية، لأنها تعتبر ضرورية كجزء من الموارد المتاحة.
- 5- استمرار الدخل وزيادته ويمثل هذا الهدف من أهم طموحات المستثمر لرفع مستويات معيشته ومن ثم قدراته الإنتاجية، ويمكن من خلال ذلك تعزيز المحفظة الاستثمارية بمزيد من النشاطات الجديدة.

ثالثاً- أنواع الاستثمار:

بشكل عام نستطيع التمييز بين نوعين رئيسيين للاستثمار هما:

1- الاستثمارات العينية المباشرة.

2- الاستثمارات في أسواق المال.

وسنتناول كلا النوعين بمزيد من التفصيل:

1- الاستثمار العيني المباشر:

ويُقصد به القيام بالإنفاق على شراء أو تكوين الأصول الإنتاجية المستخدمة في العمليات الإنتاجية، مثل إقامة المصانع والعدد والآلات، مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي والتوظيف وينقسم الاستثمار المباشر إلى ثلاثة أنواع هي¹:

أ- الاستثمار الثابت:

يشير الاستثمار الثابت إلى التجهيزات الثابتة اللازمة للعملية الإنتاجية، مثل الآلات والمعدات والإنشاءات في المستقبل.

ب- الاستثمار في المخزون:

يتكون من الإضافات إلى المواد الخام والمنتجات النهائية التي لم تسوق بعد، وكذلك تحتفظ المنشأة بمخزون من المواد الخام والسلع تامة الصنع لمواجهة التغيرات في المستقبل.

¹ الدسوقي، إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص67.

ت- الاستثمار السكني:

بدأت الأدبيات الاقتصادية إلى الاهتمام بالاستثمار السكني كعنصر أساسي في العقارات باعتبارها أصلاً طويل الأجل، ويتأثر الاستثمار السكني بعدة عوامل منها العائد على الاستثمارات الأخرى والثروة.

2- الاستثمار في الأوراق المالية:

والذي سنتناوله بالتفصيل بالفقرات التالية.

رابعاً- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية:

الاستثمار في الأوراق المالية ما هو إلا تخصيص جزء من الأموال لتوظيفها في أصول مالية لفترة من الزمن للحصول على تدفقات نقدية مستقبلاً، أي أن المستثمر يخصص جزءاً من المال يتاجر به على أمل الحصول على عائد في المستقبل، وهذا الاستثمار إما أن يكون استثماراً فردياً، أي شراء ورقة أصل مالي واحد فقط، أو استثماراً متعدداً ويطلق عليه المحفظة الاستثمارية، وتعني أن يقوم المستثمر بتكوين مجموعة من الأصول المالية وتحقيق التوظيف الأمثل لما يمتلكه هذه الأصول من أموال¹، وهذا وسنتناول بمزيد من التفصيل موضوع الاستثمار في أسواق الأوراق المالية.

خامساً- أنواع القرارات الاستثمارية في أسواق الأوراق المالية:

إن قرارات الاستثمار هي القرارات الخاصة باختيار الأوراق المالية المختلفة، وكمية الأموال المستثمرة في كل منها، وتوقيت الاستثمار، وتتضمن عملية الاستثمار تحليلاً لطبيعة قرارات الاستثمار وتنظيماً للأنشطة الضرورية لاتخاذ القرارات، ويعتمد قرار الاستثمار من حيث شكله وهدفه وتوقيته على البيانات والمعلومات الضرورية لاتخاذ الأشكال الثلاثة لقرار الاستثمار (الشراء، البيع، عدم التداول).

حيث يتم اتخاذ القرارات الاستثمارية على أساس القاعدة التي تقارن القيمة السوقية مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة للأوراق المالية².

¹ حسين، عصام، مرجع سبق ذكره، ص197.
² سوسق، أيمن، مرجع سبق ذكره، ص109.

وتقسم القرارات الاستثمارية إلى الأنواع التالية¹:

- 1- قرار الشراء: يتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها تزيد عن سعرها السوقي، مما يولد حافزاً لشراء تلك الأداة سعياً وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه المستثمر في سعرها السوقي مستقبلاً.
- 2- قرار البيع: عندما يرتفع السعر السوقي عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة للأداة المالية يتولد لدى المستثمر الحافز للبيع خوفاً من مخاطر انخفاض السعر مستقبلاً.
- 3- قرار عدم التداول: عندما يكون السوق في حالة توازن حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة للأداة المالية، يفقد المستثمر أي حافز للبيع حيث تنتفي لديه المخاطر من انخفاض السعر في المستقبل كما يفقد الحافز للبيع حيث يفقد الأمل من تحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية.

سادساً - هيكل القرار الاستثماري في أسواق الأوراق المالية:

يهدف الأفراد من الاستثمار إلى تعظيم الرفاهية الاقتصادية وتكون هذه الرفاهية في صورة نقود أو أصول عينية، ويتضمن اتخاذ القرار الاستثماري خطوات عديدة كما أنه يتأثر بالبيئة المحيطة.

ويتعلق القرار الاستثماري في الأصول المالية بما يلي²:

1- استراتيجية الاستثمار واختيار الأوراق المالية.

2- تخصيص الأصول.

1. استراتيجية الاستثمار:

الاستراتيجية الاستثمارية هي الخطط التي ينفذها المستثمر لتحقيق غاياته الاستثمارية، وتتصف استراتيجيات الاستثمار بالتنوع والتباين وإمكانية الإضافة والتغيير لتكوين محفظة آمنة تحتوي على أوراق مالية يكون بينها نوع من التنوع والتعدد، وللتوقيت أهمية خاصة في استراتيجية الاستثمار، لأن التوقيت المناسب يجنب المستثمر جزءاً من المخاطر باختيار الأسهم الآمنة والمناسبة التي تحقق عوائد مجزية⁽³⁾.

1 سوسق، أيمن، مرجع سبق ذكره، ص109.

2 الدسوقي، إيهاب، مرجع سبق ذكره، ص74.

3 حسين، عصام، مرجع سبق ذكره، ص198.

وتتأثر استراتيجية الاستثمار بعدد من العوامل يمكن إيجازها بما يلي¹:

- **متطلبات السيولة:** حيث تختلف هذه المتطلبات من مستثمر لآخر، ومع ذلك يجب على كل مستثمر أن يضمن توفر قدر من الأموال الجاهزة لمواجهة الأعباء المتوقعة.
- **المدى الزمني للاستثمار:** هناك علاقة وثيقة بين المدى الزمني للاستثمار وتفضيلات السيولة والقدرة على تحمل المخاطر، فالمستثمر الذي يتبع منهج الاستثمار طويل الأجل لا يسعى وراء السيولة العالية ويميل إلى تحمل مخاطر مرتفعة في أصول المحفظة، في حين يميل المستثمر الذي يفضل الاستثمار قصير الأجل إلى أصول عالية السيولة ذات المخاطر المتدنية، لأن التخلص من أثر الخسائر في حال تحققها يكون أصعب في الأجل القصير.
- **الاعتبارات الضريبية:** تتأثر استراتيجية الاستثمار بالنظام الضريبي في بلد المستثمر أو البلد الذي يتداول فيه الأصل الداخل في تكوين المحفظة الاستثمارية.
- **القيود الرقابية والإشرافية:**

تشكل الضوابط الرقابية والقانونية والإشرافية التي تفرضها الحكومات قيوداً على الاستراتيجيات الاستثمارية للمستثمرين، فهذه الضوابط قد تضطر المستثمرين إلى الابتعاد عن التعامل في الأدوات الاستثمارية التي تقف عائناً في طريق تلبية متطلبات السيولة في محافظهم الاستثمارية، كما قد تحد الضوابط الحكومية من الخيارات المتاحة للقيمين على إدارة المحافظ الاستثمارية.

ويمكن تقسيم استراتيجيات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية بشكل عام إلى استراتيجيتين رئيسيتين هما²:

1. **استراتيجية حذرة:** تهدف إلى تحقيق ربح ببطء من الاستثمار منخفض المخاطر.
2. **استراتيجية نشطة:** تهدف إلى تحقيق ربح سريع من خلال المضاربة في الأوراق المالية.

ويوجد تباين بين الاستراتيجيتين السابقتين وفقاً لما يلي:

أ - **التكلفة:** حيث تتحمل الاستراتيجية النشطة تكلفة أكبر من الاستراتيجية الحذرة.

1 سوسق، أيمن، مرجع سبق ذكره، ص126.
2 الدسوقي، إيهاب، مرجع سبق ذكره، ص75.

ب - التنوع: استراتيجية المحفظة النشطة تكون عادة أقل تنوعاً من المحفظة الحذرة كما يتأثر الاختيار بين الاستراتيجيتين بنوعية الاستثمار.

وتعتمد الاستراتيجية على الثقافة الاستثمارية للمستثمر ومدى قدرته على قراءة التحليلات المالية للشركات المساهمة التي يرغب الاستثمار فيها، وكذلك متابعته الاقتصادية وإمكانية ربط الأحداث والمتغيرات الاقتصادية العالمية مع الأوضاع الداخلية لتقليل المخاطر المحتملة من الأحداث الخارجية، ومن المهم معرفة المخاطر الاستثمارية قبل الاستثمار لا بعد الخسارة¹.

ويمكن تقسيم المستثمرين إلى ثلاثة أنماط²:

1- المستثمر المتحفظ:

وهو ذلك المستثمر الذي يعطي عنصر الأمان الأولوية على ما عداه، وبالتالي ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الاستثمارية فيكون حساساً جداً تجاه عنصر المخاطرة.

2- المستثمر المضارب:

وهذا النمط على عكس سابقه يعطي الأولوية لعنصر الربحية على ما عداه، لذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطر متدنية.

3- المستثمر المتوازن:

وهو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتماماته لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن. إن تطبيق المستثمر لاستراتيجية استثمارية ضروري لمعرفة حسن أداء محفظته الاستثمارية، وطريقة لاتخاذ القرارات الصائبة والتي تساهم في تقليل المخاطر، ويقع بعض المستثمرين في الخطىء باعتمادهم على تكوين محفظتهم بدون استشارة فنية من المتخصصين أو من البنك المتعامل معه³.

1 حسين، عصام، مرجع سبق ذكره، ص199.

2 قاسم، عبد الرزاق، العلي، أحمد، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، 2010، ص25.

3 حسين، عصام، مرجع سبق ذكره، ص199.

2. تخصيص الأصول:

يشير تخصيص الأصول إلى أنواع الأصول التي تتضمنها المحفظة ونسبة الأوراق لكل نوع، ويتحدد تخصيص الأصول وفقاً للمخاطر والعائد المستقبلي لتوزيع الأصول في المحفظة، والسعي إلى تقليل المخاطر يقتضي معرفة المبادئ الأساسية لمخاطر الاستثمار وهي¹:

- 1- تعرف مخاطر الاستثمار بأنها عدم التأكد من قيمة المحفظة عند اللجوء إلى السيولة.
- 2- اتساع عدم التأكد حول قيمة المحفظة في المستقبل مع زيادة آفاق الاستثمار.
- 3- تنوع أنواع الأصول في المحفظة يعني تبايناً في حجم الاستثمارات.
- 4- تخفيض مخاطر الاستثمار يكون من خلال تنويع الأوراق في المحفظة، وكذلك من خلال تنويع أنواع الاستثمارات.
- 5- إدارة مخاطر الاستثمار تكون بتغيير تخصيص الأصول في المحفظة.

سابعاً- مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية:

يحتوي الاستثمار في أسواق الأوراق المالية كغيره من أنواع الاستثمار مجموعة من المخاطر التي قد تحول دون حصول المستثمر على العائد المطلوب.

ويتعلق مفهوم المخاطر في أسواق الأوراق المالية بعدم تأكد المستثمر من الحصول على العائد الذي يتوقعه، ومن ثم فالعائد هنا متوقع قد يتحقق أو لا يتحقق، وفي هذه الحالة نستطيع الاستفادة من نظرية الاحتمالات التي تمكننا من حساب احتمالات تحقيق هذا العائد، وعلى الرغم من التقدم العلمي الذي مكن المحللين الماليين من التقدير الدقيق للعائد المحتمل، إلا أن هذا العائد مازال غير مؤكد، ويتوقف على كثير من العوامل التي ترجع إلى الظروف الاقتصادية ذات الصلة بهذا الاستثمار، ولا يعتمد المستثمر في قراره الاستثماري على طرق حساب العائد المتوقع فقط، وإنما يحتاج إلى الاستعانة بطرق أخرى لحساب درجة التأكد واليقين من هذا التوقع، حيث يستخدم مقياس إحصائي هو الانحراف المعياري كمقياس كمي لدرجة الخطر المصاحب للاستثمار².

1 الدسوقي، إيهاب، مرجع سبق ذكره، ص77.

2 شمس الدين، أشرف، مرجع سبق ذكره، 2005، ص20.

ويمكن تعريف مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية بأنها اختلاف العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة من الاستثمار.

ومن هذا المنطلق نجد نموذجين من المستثمرين:

المستثمر الذي يسعى لتحمل المخاطرة والمستثمر الذي يسعى لتجنب المخاطرة، فالأول مستعد للقبول بمستويات عالية من المخاطرة في سبيل الحصول على عوائد مرتفعة فيما يقبل الثاني بمعدلات منخفضة من العوائد حرصاً على تجنب مواجهة أي درجة من درجات المخاطرة مهما تكن⁽¹⁾.

ويمكن تقسيم مخاطر الاستثمار إلى نوعين أساسيين:

- المخاطر المنتظمة

- المخاطر غير المنتظمة

أ- المخاطر المنتظمة:

وهي المخاطر التي تصيب أسعار كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن المنشأة المصدرة لتلك الأوراق، لذا يطلق عليها تجاوزاً مخاطر السوق (Market risk)، وطالما أن لتلك المخاطر صفة العموم أي تصيب كافة الأوراق المالية نظراً لأن مصدرها ظروف اقتصادية أو سياسية، فإنه يصعب على المستثمر التخلص منها أو تخفيضها بتنوع مكونات المحفظة، أي بتوزيع مخصصات المحفظة على أوراق مالية تصدرها عدة منشآت، وذلك بدلاً من تركيزها في الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها منشأة واحدة، ولا يتوقع بالطبع أن يكون لتلك المخاطر تأثير متساو على أسعار كافة الأوراق المالية في سوق رأس المال.

تتسم المنشآت التي تنتج سلعاً أساسية بارتفاع المخاطر المنتظمة لعائد أسهمها مثل شركات إنتاج المعدات وشركات المقاولات، والمنشآت التي يتميز هيكلها المالي بارتفاع نسبة الاقتراض في الوقت الذي تتسم فيه مبيعاتها بالموسمية مثل شركات الطيران، إضافة إلى المنشآت الصغيرة نسبياً التي تنتج سلعاً يحتمل أن تتعرض بسرعة للتقادم مثل شركات إنتاج الحاسوب، ففي هذه المنشآت تكون المبيعات والأرباح

¹ الشعار، نضال، مرجع سابق ص120.

وأسعار الأسهم مسايرة للمستوى العام للنشاط الاقتصادي، ومن ثم ترتفع نسبة المخاطر التي يصعب التخلص منها بالتنوع¹.

وتشمل المخاطر المنتظمة المكونات التالية:

1- مخاطر سعر الفائدة:

وهو عبارة عن التقلب الذي يحدثه تغير أسعار الفائدة في عوائد الورقة المالية، حيث تتغير هذه العوائد عكساً مع التغير في سعر الفائدة مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة².

فمن المعروف أن قيمة السندات تتغير وفقاً لتغير في أسعار الفائدة في السوق وبصورة عكسية، أي عندما ترتفع أسعار الفائدة تنخفض أسعار السندات والعكس صحيح، وسبب ذلك يعود إلى أن القيمة الحالية للسند هي القيمة الحالية المتوقعة للعائد الذي يحققه هذا السند خلال مدة الاستثمار، ويعود السبب في ذلك إلى أن أسعار الفائدة السوقية ما هي إلا معدلات الخصم (Discount rate) والتي ستخصم بها قيمة الفوائد المتحققة للسند، فارتفاعها يعني انخفاض القيمة الحالية في حال خصمها بمعدل الخصم المرتفع، الأمر الذي يؤدي قطعاً إلى انخفاض القيمة الحالية للسند في سوق الأوراق المالية ويحدث العكس تماماً عندما تنخفض أسعار الفائدة السوقية³.

2- مخاطر أسعار الصرف:

وهي المخاطر الناجمة عن حالة عدم تأكد المستثمر حول تغيرات أسعار صرف العملات الأجنبية التي يمتلكها، وتزداد مخاطر أسعار الصرف عند قيام المستثمر بالاستثمار في دول متعددة في حين تنخفض في حال اقتصر استثماراته في بلده⁴.

3- مخاطر التضخم (انخفاض القوة الشرائية):

تتمثل مخاطر التضخم بالمخاطر الناشئة عن انخفاض القوة الشرائية لقيمة الاستثمار أو العائد الذي يتوقع منه نتيجة لوجود حالة التضخم في الاقتصاد، فالأموال التي توجه إلى الاستثمار في أصول

¹ هندي، منير، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، مصر، 1996، ص249.

² الشعار، نضال، مرجع سبق ذكره، ص127.

³ كافي، مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص227.

⁴ Frank, Reilly K., Keith, Brown C., Investment Analysis and Portfolio Management, South Western, TENTH EDITION, USA, 2012, P18.

مالية اليوم تملك قوة شرائية أعلى من قيمة تلك الأموال حينما تسترد بعد فترة من الزمن، وفقاً لما يعرف بالقيمة الزمنية للنقود، وبالتالي أصبح المستثمرون عموماً وبسبب شيوع حالة التضخم في كل اقتصادات العالم رغم تباينها بمستوى معدل التضخم يبحثون عن الاستثمارات التي يمكن أن تحميهم أو تجنبهم الآثار السلبية للتضخم.

ومن الأمور الهامة في اقتصادات الاستثمار أن الأوراق المالية ذات العائد الثابت (مثل السندات بسبب حصولها على الفائدة الثابتة) أكثر عرضة لمخاطر التضخم من الاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المتغير وفقاً لقوة الاستثمار مثل (الأسهم التي يحصل حاملها على الأرباح الصافية في حالة تحقيق الربح)، ولهذا فإن الاستثمار في الأسهم العادية يحافظ بقدر كبير على القوة الشرائية من الانخفاض بسبب حالة التضخم¹.

4- مخاطر السوق:

يقصد بمخاطر السوق، المخاطر التي تنتج عن التقلب الذي تشهده حركة السوق الكلية والذي ينعكس على عوائد الاستثمار².

وتظهر المخاطر السوقية في أخطر صورها عند الانهيار العظيم الذي حدث في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية بتاريخ 19 تشرين الأول 1987 وهو ما عرف في التاريخ بيوم الاثنين الأسود، حيث انهارت أسعار الأسهم وبقية الأوراق المالية وحدثت خسائر كبيرة للمستثمرين قدرت بحوالي 3000 مليار دولار³، وأخيراً بالأزمة المالية العالمية التي حدثت عام 2008 وأدت إلى إفلاس الكثير من المؤسسات المالية وانخفاض أسعار الأسهم بشكل كبير في الأسواق المالية.

ب- المخاطر غير المنتظمة:

هي ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يعزى لظروف المنشأة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة.

¹ كافي، مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص226

² الشعار، نضال، مرجع سبق ذكره، ص127.

³ كافي، مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص224.

ولذلك يمكن للمستثمر تخفيض تلك المخاطر بتوزيع مكونات محفظة أوراقه المالية، أي عدم تركيزها في أوراق مالية تصدرها منشأة معينة، لذا فإن اصطلاح المخاطر غير المنتظمة يعد مرادفاً لاصطلاح المخاطر التي يمكن التخلص منها أو تخفيضها بالتنوع¹.

ويرجع سبب هذه المخاطر إلى جملة عوامل خاصة، مثل حدوث إضراب عمالي في منشآت أو قطاع معين والأخطار الإدارية وظهور اختراعات جديدة، كما تنشأ أيضاً بفعل مصدرين أساسيين سببهما التغير في طبيعة أو مكونات أصول المنشأة أو بسبب التغير في صياغة هيكل التمويل².

ويمكن تقسيم المخاطر غير المنتظمة إلى ما يلي:

1- مخاطر الصناعة:

تتعلق بصناعة معينة والناجمة عن ظروف خاصة بهذه الصناعة، مثل عدم توفر المواد الخام، أو تغير أذواق المستهلكين، أو التوقف عن استخدام منتجات صناعية معينة نتيجة ظهور اختراعات جديدة³.

2- مخاطر الأعمال:

تنتج عن حالة عدم التأكد بالنسبة لعوائد العمليات التشغيلية الناتجة عن طبيعة نشاط الشركة، وكلما زادت حالة عدم التأكد بالنسبة للعوائد التي يمكن أن تحققها الشركة كلما زادت التقلبات في العوائد التي يمكن أن يحققها المستثمر⁴.

تنشأ مخاطر الأعمال بسبب طبيعة الأداء التشغيلي ومتغيرات هذا الأداء وبيئة التشغيل، والتي هي انعكاس لمجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية، والظروف الاقتصادية، وتغيرات طلب المستهلكين، والتغير في ظروف المنافسة، والتي تسهم جميعها في تذبذب عائد العمليات التشغيلية والذي ينعكس على العائد الذي ينتظره المستثمر في الأسهم العادية⁵.

¹ هندي، منير، مرجع سبق ذكره، ص250.

² كافي، مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص217،

³ قاسم، عبد الرزاق، العلي، أحمد، مرجع سبق ذكره، ص60.

⁴ Frank, Reilly K., Keith, Brown C. Investment Analysis and Portfolio Management ,Op. Cit, p18.

⁵ كافي، مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص218.

3- مخاطر السيولة

وهي مخاطر مرتبطة بالسوق الثانوي الذي يتم فيه تداول الورقة المالية المعتمدة، وذلك لأنها تعبر عن احتمال انخفاض القدرة التسويقية للورقة المالية وصعوبة تحويلها إلى نقد جاهزة في الوقت المطلوب¹.

فعندما يتخذ المستثمر قرار الاستثمار في الأوراق المالية فإنه يهتم بموضوع إمكانية بيع هذه الأوراق بالسرعة المناسبة وذلك لتلبية احتياجاته المالية أو لغرض الاستثمار في مجالات أخرى، وتتعلق مخاطر السيولة بالإجابة عن سؤالين هاميين:

- ما هو الوقت اللازم لتحويل الأوراق المالية إلى أموال؟
- ما هي درجة التأكد بالنسبة لأسعار بيع الأوراق المالية؟².

4- المخاطر المالية:

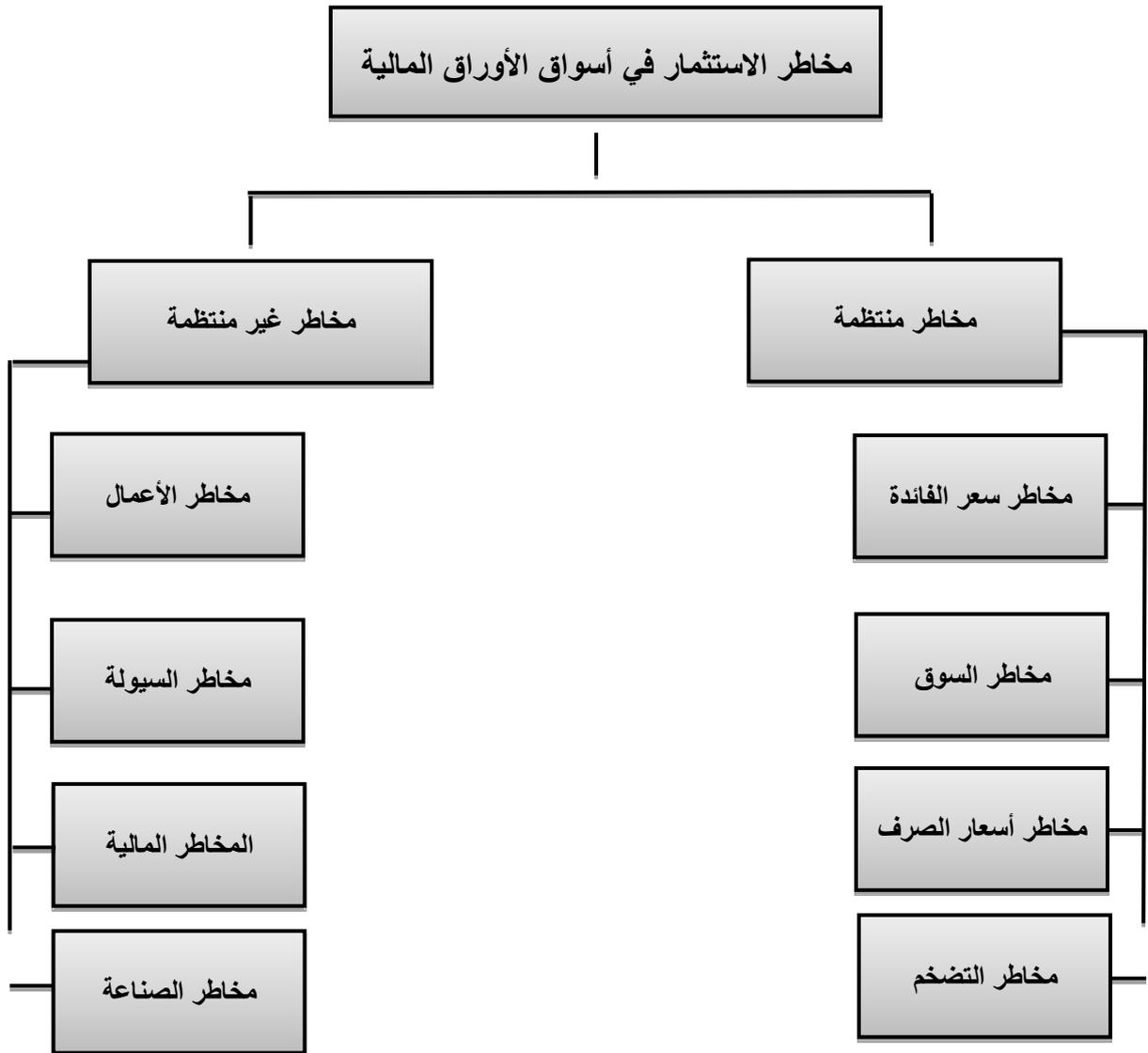
وهي تنشأ بسبب اعتماد إدارة المنشأة على مصادر التمويل المقترحة في هيكل تمويل المنشأة، فكلما زاد اعتماد الإدارة على القروض كلما تعرضت الإدارة إلى مخاطر إضافية متمثلة باحتمال عدم القدرة على تسديد فائدة القرض أو أصل القرض أو الاثنين معاً، والأصل في هذه المخاطر ليس الاقتراض بحد ذاته وإنما انخفاض مستويات التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة التي تمثل كلفة ثابتة، ووفق هذا التحديد فإن المنطق يشير إلى أن اعتماد إدارة المنشأة على التمويل الممتلك فقط سوف يجنب إدارتها تحمل المخاطر المالية لتظل المنشأة عرضة لمخاطر الأعمال فقط³.

والشكل رقم (6) يوضح أنواع مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية:

¹ الشعار، نضال، مرجع سبق ذكره، ص127.

² Frank, Reilly K., Keith, Brown C., Investment Analysis and Portfolio Management, Op. Cit,p18.

³ كافي، مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص222.



الشكل رقم (6) مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على الكتب والمراجع المختلفة.

ثامناً - العائد على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية:

كما ذكرنا فالاستثمار في معناه العام هو التضحية بمنفعة حالية نظير الحصول على منفعة أكبر في المستقبل، أو هو تأجيل استهلاك حالي للاستمتاع باستهلاك أكبر في المستقبل، والحصول على تلك المنفعة الأكبر أو الاستهلاك الأكبر في المستقبل هو مقدار الإضافة أو الزيادة الممكنة في المبلغ المستثمر أو في الثروة المستثمرة، فالعائد هو مقدار الفرق بين الثروة في بداية المدة وبين الثروة في

نهايتها، ويتميز الاستثمار في الأوراق المالية بتحقيق نوعين من العوائد الأول هو التدفقات النقدية التي يدرها هذا الاستثمار كل فترة زمنية (وهو ما يسمى بالتوزيعات النقدية أو العينية في حالة الأسهم)، والثاني هو العائد المتمثل في الزيادة التي تطرأ على قيمة المبلغ المستثمر في نهاية المدة (أي عند بيع الورقة المالية) وتسمى بالأرباح الرأسمالية، وقد تكون هذه الزيادة سالبة أي تحقق خسائر رأسمالية¹.

1- العائد المتوقع من الاستثمار والعائد المطلوب:

يعمل متخذو القرارات الاستثمارية في أسواق الأوراق المالية في ظل حالة عدم التأكد، ولو تحقق لهم حالة التأكد التام لكان اتخاذ القرار الاستثماري سهل ويسير، ولكن في ظل حالة عدم التأكد يصعب بل يستحيل على المستثمر أن يحدد بدقة حجم العائد الذي يتوقع تحقيقه، غير أنه يستطيع أن يضع إطاراً للتوزيع الاحتمالي لهذا العائد، أي يستطيع تقدير الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال، وقيمة العائد المتوقع في ظلها².

هذا ويتوقف القرار الاستثماري على مدى قبول المستثمر للعائد المتوقع بالمقارنة مع العائد المطلوب، فكل مستثمر عائد مطلوب طبقاً لتقديراته ورغباته ومدى فهمه لطبيعة الاستثمار وطبيعة الفرص الاستثمارية المتاحة أمامه وطبقاً للظروف الاقتصادية المحيطة وقدرته على تحليل واستيعاب تلك الظروف، فكلما كان العائد المتوقع والذي تم حسابه طبقاً لاحتمالات حدوثه قريباً من العائد المطلوب أو المرغوب لدى المستثمر، كلما كان المستثمر أكثر قبولاً للدخول في هذا الاستثمار، وبصفة عامة يقبل المستثمر اغتنام الفرصة الاستثمارية إذا كان العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب أو يساويه على الأقل.

تاسعاً - الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية:

تأسست سوق دمشق للأوراق المالية بموجب المرسوم التشريعي (55) لعام 2006، وتم الافتتاح الرسمي للسوق بتاريخ 10 - 3 - 2009 وذلك بهدف توفير المناخ المناسب لاستثمار الأموال وتوظيفها، وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي، من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والواضح والعاقل للأوراق المالية.

¹ شمس الدين، أشرف، مرجع سبق ذكره، ص 19.
² هندي، منير، مرجع سبق ذكره، ص 237.

وتقسم سوق دمشق إلى مايلي¹:

1- السوق النظامية: يتم التداول فيها على أسهم شركات تحكمها شروط الإدراج العادية الواردة في أنظمة السوق.

2- السوق الموازية: يتم فيها تداول أسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة إلى حين توفر شروط إدراجها في السوق النظامية وتتكون من:

- السوق الموازية (أ)

- السوق الموازية (ب)

ولا يوجد فارق بالنسبة للمستثمرين بين السوقيين وإنما هي عملية تنظيمية في السوق لتوفير معلومات إضافية للمستثمرين عن واقع الشركات المدرجة.

ويتم التداول بالأوراق المالية في السوق بموجب عقود تداول تبرم بين الوسطاء الأعضاء تُدُون في سجلات السوق وتتم لحساب هؤلاء الوسطاء أو لحساب عملائهم، ويعمل في سوق دمشق للأوراق المالية (10) شركات وساطة هي:

1- العالمية الأولى للاستثمارات المالية.

2- شركة سورية والمهجر للخدمات المالية.

3- المركز المالي الدولي للخدمات والوساطة المالية.

4- شركة ضمان الشام للوساطة والخدمات المالية.

5- شركة عودة كابيتال سورية المحدودة المسؤولة.

6- شركة ايفا للخدمات المالية.

7- شركة بيمو السعودي الفرنسي المالية.

8- الأولى للاستثمارات المالية.

9- بايونيرز_سورية

10- شام كابيتال المحدودة المسؤولة.

¹ المرسوم التشريعي (55) لعام 2006.

ويتبع لسوق دمشق مركز يسمى مركز المقاصة والحفظ المركزي للأوراق المالية، يقوم بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيلها ونقل ملكيتها ومقاصتها وتسويتها لقاء بدلات محددة.

ويقتصر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية على أسهم الشركات المدرجة والتي يبلغ عددها (22) شركة بينها (12) مصرف و (6) شركات تأمين وشركتين للخدمات وشركة صناعية وشركة زراعية والجدول التالي يبين الشركات المدرجة في سوق دمشق ورأسمالها.

الجدول رقم (1) الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ورأسمالها

الرقم	اسم الشركة	رأسمال الشركة (مليار ليرة)	نوع السوق
1	بنك سورية الدولي الإسلامي	8.49	نظامي
2	بنك قطر الوطني_ سورية	15.00	نظامي
3	بنك عودة_ سورية	5.72	نظامي
4	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	5.25	نظامي
5	فرنسبنك_ سورية	5.25	نظامي
6	بنك بيمو السعودي الفرنسي	5.00	نظامي
7	بنك سورية والمهجر	4.00	نظامي
8	بنك الشرق	2.50	نظامي
9	الأهلية لصناعة الزيوت النباتية	1.50	نظامي
10	الشركة السورية للتأمين_ أروب	1.00	نظامي
11	الشركة الوطنية للتأمين	0.85	نظامي
12	الشركة المتحدة للتأمين	0.85	نظامي
13	بنك بيبيلوس_ سورية	6.12	موازي_أ
14	البنك العربي_ سورية	5.05	موازي_أ
15	بنك الأردن_ سورية	3.00	موازي_أ
16	بنك سورية والخليج	3.00	موازي_أ
17	العقيلة للتأمين التكافلي	2.00	موازي_أ
18	الشركة السورية الكويتية للتأمين	0.85	موازي_أ
19	الشركة الأهلية للنقل	0.20	موازي_أ
20	الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات_ نماء	0.14	موازي_أ
21	الإتحاد التعاوني للتأمين	1.00	موازي_ب
22	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق	0.45	موازي_ب

المصدر: موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

وسنستعرض فيما يلي عدد من البيانات والمؤشرات المتعلقة بسوق دمشق للأوراق المالية.

أ- تطور أحجام وقيم التداول منذ بداية عمل السوق:

الجدول رقم (2) قيم وحجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2012_2009)

البيان	2009	2010	2011	2012	*2013
قيم التداول (مليار ليرة)	1.6	9	7.8	2.1	2.6
حجم التداول (مليون سهم)	1.7	6.8	17.7	11.2	18.4

المصدر: حمدان، مأمون، الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، ندوة في كلية الاقتصاد، جامعة دمشق بالتعاون

مع سوق دمشق للأوراق المالية، 3 ديسمبر، دمشق، 2013.

* حتى 2013/12/2

يُلاحظ انخفاض قيم التداول منذ عام 2011 وذلك بسبب الظروف التي تشهدها سورية.

ب- تطور عدد المساهمين في السوق:

الجدول رقم (3) عدد المساهمين في سوق دمشق خلال الفترة (2013_2009)

البيان	2009	2010	2011	2012	*2013
عدد المساهمين (ألف مساهم)	37	45	45	45	45

المصدر: حمدان، مأمون، الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، ندوة في كلية الاقتصاد، جامعة دمشق بالتعاون

مع سوق دمشق للأوراق المالية، 3 ديسمبر، دمشق، 2013.

* حتى 2013/12/2

ج- تطور عدد حسابات المساهمين المفتوحة في السوق لغايات التداول:

الجدول رقم (4) عدد حسابات المستثمرين في سوق دمشق خلال الفترة (2013_2009)

البيان	2009	2010	2011	2012	*2013
عدد حسابات المستثمرين (ألف)	3.2	8	12	13	14

المصدر: حمدان، مأمون، الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، ندوة في كلية الاقتصاد، جامعة دمشق بالتعاون مع سوق دمشق للأوراق المالية، 3 ديسمبر، دمشق، 2013.

*حتى 2013/12/2

د- تطور القيمة السوقية الإجمالية لجميع الشركات المدرجة:

الجدول رقم (5) القيمة السوقية لسوق دمشق خلال الفترة (2009_2013)

البيان	2009	2010	2011	2012	*2013
القيمة السوقية للسوق (مليار ل.س)	61.1	144.4	82.7	74	119

المصدر: حمدان، مأمون، الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، ندوة في كلية الاقتصاد، جامعة دمشق بالتعاون مع سوق دمشق للأوراق المالية، 3 ديسمبر، دمشق، 2013.

*حتى 2013/12/2

يُلاحظ بشكل واضح انخفاض القيمة السوقية للسوق ابتداءً من عام 2011 تزامناً مع الأزمة التي تشهدها سورية.

عاشراً- أهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية:

من المؤكد عند المفكرين اليوم أن تصرفات الأفراد وجهودهم إما أن تكون نتيجة للتفكير أو نتيجة اللاشعور، فإذا كانت تصرفات الأفراد قد حدثت بعد التفكير، قيل إن الأفراد قد اتخذوا قراراً، أما إذا كانت التصرفات لا شعورية (أو مجرد رد فعل لا شعوري) فإنه لا يمكن التحدث عن اتخاذ القرار، فالأساس في اتخاذ القرار هو اختيار تصرف معين بعد دراسة وتفكير¹.

وقد أكد أغلبية رجال الفكر الإداري أن أساس اتخاذ القرار هو وجود البدائل، فوجودها يعني إمكانية الاختيار مما يتطلب توفير أكبر قدر من الدقة والموضوعية وبعد عن الانحياز الذاتي والاعتبارات الشخصية والمصلحية، مما يوفر للقرار المتخذ قدراً كافياً من الفعالية لتحقيق الأهداف المرجوة².

1 الهواري، سيد، الموجز في شرح عناصر عملية الإدارة، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1996، ص213.
2 مناصرية، إسماعيل، دور نظام المعلومات الإدارية في الرفع من فعالية عملية اتخاذ القرار الإدارية، رسالة ماجستير، جامعة محمد بو ضياف المسيلة، الجزائر، 2004، ص2.

وقد عرف نجم عملية اتخاذ القرار بشكل عام بأنها "عملية المفاضلة بين البدائل المتاحة لحل مشكلة محددة طبقاً للأهداف المراد تحقيقها، أوهي عملية اختيار البديل الأمثل من بين البدائل المتاحة على أساس عملية المفاضلة"¹.

وتمر عملية اتخاذ القرارات بعدة مراحل كما يلي:

- 1- تحديد الهدف.
- 2- حصر البدائل الممكنة.
- 3- تقييم البدائل المتاحة.
- 4- اختيار البديل الأمثل.
- 5- المتابعة والتحقق من صحة الاختيار.

وتعتبر المعلومات هي العنصر الرئيسي والحاسم في اتخاذ القرار الاستثماري في أسواق الأوراق المالية، فالمعلومات هي التي تمكن المستثمر من الحكم على جدوى الاستثمار ومدى ملائمته لأهدافه الاستثمارية².

حيث يؤدي نظام الإفصاح الجيد إلى انخفاض درجة عدم التأكد لدى المستثمرين حول الأحوال المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، أي أنه عن طريق اتباع سياسة محاسبية سليمة والعناية بنظام التقارير المالية يمكن تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها رأس المال المستثمر لدى الشركة، وبالتالي تخفيض المعدل الذي يمكن أن يقبله المستثمرون كعائد على استثماراتهم³.

وكلما زادت جودة المعلومات أدى ذلك إلى انخفاض ظاهرة تردد متخذي القرارات، والعكس بالعكس ويتمثل هذا التأثير الإيجابي حين تؤدي زيادة جودة المعلومات إلى تخفيض ظاهرة تردد متخذي القرارات وتمكينهم من اتخاذ القرار الأمثل الذي يحقق الهدف المطلوب، ويتحقق هذا التأثير الإيجابي فقط في حالة توافر الإدراك العلمي والخبرة لدى متخذي القرار لفهم واستيعاب جودة المعلومات لاتخاذ القرار الأمثل، وبالمقابل قد يكون هناك أيضاً تأثير سلبي لجودة المعلومات المحاسبية على متخذي القرارات، حيث تؤدي زيادة جودة المعلومات المحاسبية إلى زيادة درجة تردد متخذي القرارات أو إلى إجماعهم عن اتخاذ القرار،

1 نجم، أنور، مرجع سبق ذكره، ص48.

2 شمس الدين، أشرف، مرجع سبق ذكره، ص27.

3 زيود، لطيف، قيطيم، حسان، مكية، نغم، مرجع سبق ذكره، ص179.

ويحدث هذا التأثير السلبي فقط في حال انخفاض مستوى الإدراك العلمي والخبرة لدى متخذي القرار، أو في حالة نقص ثقة متخذ القرار في جودة المعلومات المستخدمة في صنع القرارات الاستثمارية¹. وبالتالي فالمعلومات في الأسواق المالية تمثل المحرك الأساسي للأسعار فتسعير الورقة المالية ينبع أساساً من التقييمات المختلفة لسعرها والتي تنعكس بدورها بصورة عرض أو طلب ليأخذ مكانه على شاشات التداول في البورصات، أما عن سبب الاختلاف بين التقييمات لسعر الورقة المالية الواحدة فيعود لاختلاف وجهات النظر الشخصية لنفس المعلومات بين المستثمرين والتي تتباين بين مستثمر وآخر نتيجة للأسلوب الذي اعتمده في تحليل وتقييم سعر هذه الورقة والتطلعات المستقبلية المتفائلة أو المتشائمة حولها، وبالتالي فإن القيمة الحقيقية للورقة المالية بالنسبة لمستثمر ما تختلف عن قيمتها الحقيقية بالنسبة لمستثمر آخر حيث أن خلفية وافتراسات كل واحد منها تختلف عن الآخر فلا يوجد إجماع بين فئات المستثمرين على هذه القيمة ولو حدث ذلك فإن الفرق بين هذه القيمة والسعر السوقي سوف تختفي والسبب في ذلك أن القيمة الحقيقية لا تحسب من واقع أرقام ومعادلات ثابتة بل من واقع افتراضات وتوقعات ومشاعر تختلف من مستثمر لآخر².

1 الهبيل، جمال، مرجع سبق ذكره، ص50.

2 القضاة، يحيى، مرجع سبق ذكره، ص47.

الفصل الثالث: الدراسة الميدانية:
المبحث الأول: إجراءات الدراسة:
أولاً: منهجية الدراسة.
ثانياً: مجتمع وعينة الدراسة.
ثالثاً: وصف عينة الدراسة.
رابعاً: أداة الدراسة.
خامساً: اختبار صدق أداة الدراسة وثباتها.
سادساً: الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات.
المبحث الثاني: اختبار فرضيات الدراسة:
أولاً: مقدمة.
ثانياً: اختبار الفرضية الأولى.
ثالثاً: اختبار الفرضية الثانية.
رابعاً: اختبار الفرضية الثالثة.
خامساً: اختبار الفرضية الرابعة.

مقدمة:

يتناول هذا الفصل عرض وتحليل بيانات الدراسة الميدانية، وذلك من خلال التعرف على مختلف الطرق والأدوات التي استخدمت في إتمام الدراسة، ووصف مجتمع الدراسة وعينته وأداة الدراسة المستخدمة ومكوناتها وفحص مدى صدقها وثباتها، وكذلك يتناول وصف خصائص العينة، وأخيراً اختبار الفرضيات.

وتم تقسيم الفصل إلى:

المبحث الأول: جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليلها.

المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة ومناقشتها.

المبحث الأول: إجراءات الدراسة:

أولاً: منهجية الدراسة.

ثانياً: مجتمع وعينة الدراسة.

ثالثاً: وصف عينة الدراسة.

رابعاً: أداة الدراسة.

خامساً: اختبار صدق أداة الدراسة وثباتها.

سادساً: الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات.

أولاً: منهجية الدراسة: وتشمل جانبين هما:

1- منهج التحليل:

اعتمدت هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي لكونه الأكثر ملائمة للدراسات الوصفية، وذلك لأن هذه الدراسة تهدف إلى تحديد درجة الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية، وبيان مدى إدراك المستثمرين لأهمية الإفصاح، ودرجة التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق بنظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، وإبراز مدى ملائمة هذه التعليمات لخدمة القرار الاستثماري.

وقد تم الاعتماد في تحليل البيانات على برنامج التحليل الإحصائي (SPSS) وتم تطبيق بعض الاختبارات المتعارف عليها، وذلك من أجل الوصول إلى بعض النتائج والتوصيات المقترحة.

2- منهج جمع البيانات:

اعتمدت هذه الدراسة على كل من مصادر البيانات الثانوية ومصادر البيانات الأولية وذلك كمايلي:

أ- مصادر البيانات الثانوية:

اعتمدت هذه الدراسة على بعض مصادر البيانات الثانوية والمتمثلة بشكل أساسي في الكتب والأبحاث والدراسات والمجلات المتخصصة وبعض المواقع الإلكترونية التي تناولت مثل هذه الدراسة وكذلك النشرات والتقارير المنشورة.

ب- البيانات الأولية:

تم الاعتماد على استمارة بحثية تم تصميمها وتوزيعها للإجابة على أسئلة البحث لمعرفة أهمية الإفصاح في سوق دمشق للأوراق المالية، ودرجة الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري، ومدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق بنظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، ومدى ملائمة هذه التعليمات لحاجات المستثمرين.

ثانياً: مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من قطاعين هما قطاع المستثمرين وقطاع شركات الوساطة المالية.

فقطاع المستثمرين يعتبر قطاعاً كبيراً يضم فئات متعددة مثل المستثمر الفرد والمستثمر المؤسسي والمستثمر المضارب، وقد تم التركيز على فئة المستثمرين النشطين والمتواجدين في السوق وقت التداول، أما قطاع شركات الوساطة المالية فيشمل عشر شركات تعمل في سوق دمشق للأوراق المالية وهي:

1- العالمية الأولى للاستثمارات المالية.

2- شركة سورية والمهجر للخدمات المالية.

3- المركز المالي الدولي للخدمات والوساطة المالية.

4- شركة ضمان الشام للوساطة والخدمات المالية.

5- شركة عودة كابيتال سورية المحدودة المسؤولة.

6- شركة ايفا للخدمات المالية.

7- شركة بيمو السعودي الفرنسي المالية.

8- الأولى للاستثمارات المالية.

9- بايونيرز_سورية.

10- شام كابيتال المحدودة المسؤولة.

وقد تم اختيار هذه القطاعات نظراً لاهتمامها بموضوع الإفصاح عند اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

وقد قام الباحث بتوزيع (140) استبانة على عينة الدراسة تم استرداد (118) استبانة، أي بلغت نسبة الاسترداد (84.29%)، وتم استبعاد (13) استبانة لعدم استكمال البيانات وبذلك يكون عدد الاستبانات الداخلة في التحليل (105) استبانة.

ثالثاً- وصف عينة الدراسة:

فيما يلي عرض لنتائج تحليل الخصائص الديمغرافية لأفراد عينة الدراسة:

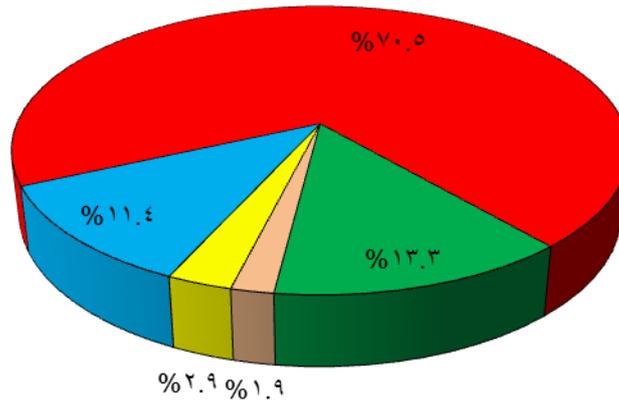
توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير المؤهل العلمي:

جدول رقم (6) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير المؤهل العلمي

النسبة المئوية %	التكرار	المؤهل العلمي
2.9	3	أقل من ثانوية عامة
11.4	12	ثانوية عامة
70.5	74	إجازة جامعية
13.3	14	ماجستير
1.9	2	دكتوراه
100.0	105	المجموع

توزع أفراد العينة تبعاً لمتغير المؤهل العلمي

■ دكتوراه ■ ماجستير ■ إجازة جامعية ■ ثانوية عامة ■ أقل من ثانوية عامة

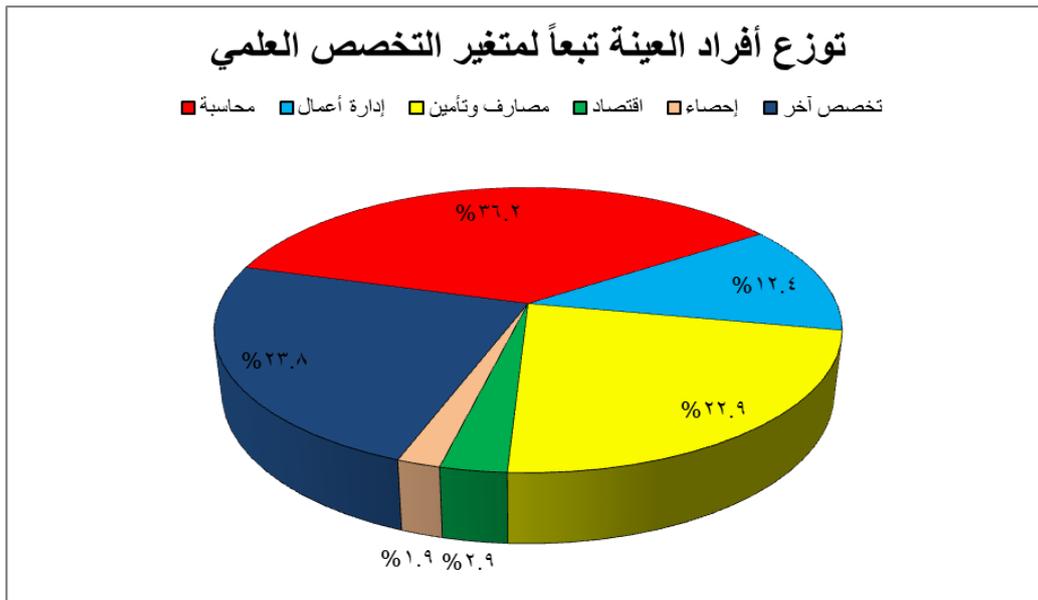


شكل رقم (7) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير المؤهل العلمي

توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير التخصص العلمي:

جدول رقم (7) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير التخصص العلمي

النسبة المئوية %	التكرار	التخصص العلمي
36.2	38	محاسبة
12.4	13	إدارة أعمال
22.9	24	مصارف وتأمين
2.9	3	اقتصاد
1.9	2	إحصاء
23.8	25	تخصص آخر
100.0	105	المجموع

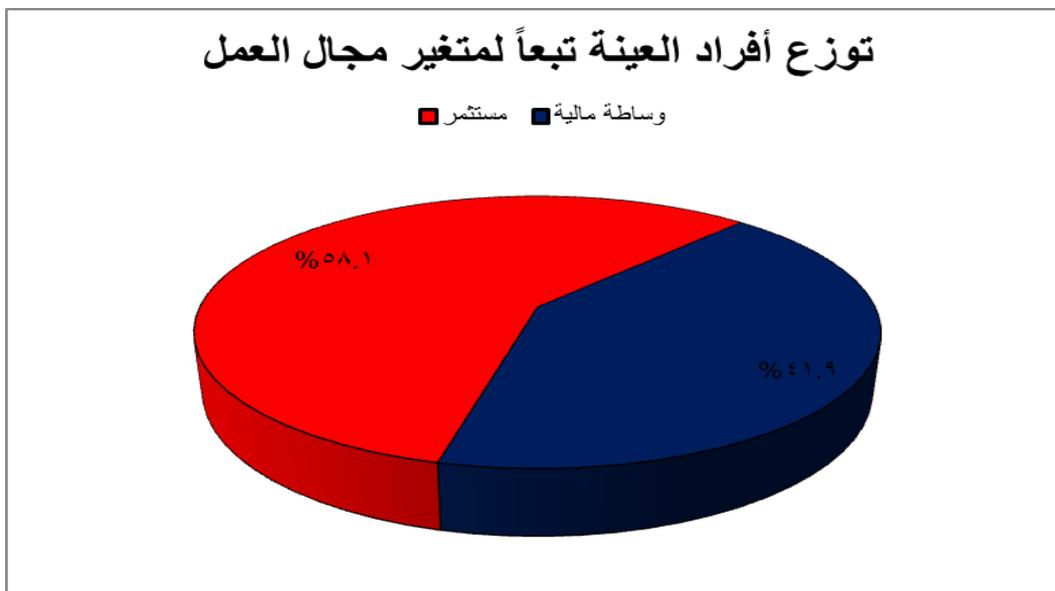


شكل رقم (8) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير التخصص العلمي

توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير مجال العمل:

جدول رقم (8) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير مجال العمل

النسبة المئوية %	التكرار	مجال العمل
58.1	61	مستثمر
41.9	44	وساطة مالية
100.0	105	المجموع



شكل رقم (9) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير مجال العمل

توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير مدة الاستثمار:

جدول رقم (9) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير مدة الاستثمار

النسبة المئوية %	التكرار	مدة الاستثمار
7.6	8	ستة أشهر وأقل من سنة
26.7	28	سنة وأقل من سنتين
29.5	31	سنتين وأقل من ثلاث سنوات
36.2	38	أكثر من ثلاث سنوات
100.0	105	المجموع



شكل رقم (10) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير مدة الاستثمار

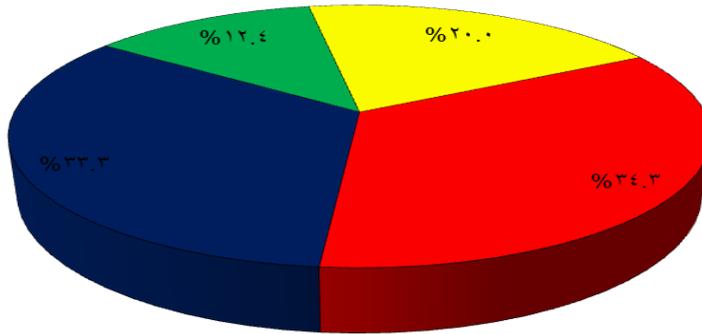
توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير حجم الاستثمار:

جدول رقم (10) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير حجم الاستثمار

النسبة المئوية %	التكرار	حجم الاستثمار
20.0	21	أقل من 100 الف ل.س.
34.3	36	من 100 الف وأقل من مليون ل.س.
33.3	35	من مليون وأقل من ثلاثة ملايين ل.س.
12.4	13	أكثر من ثلاثة ملايين ل.س.
100.0	105	المجموع

توزع أفراد العينة تبعاً لمتغير حجم الاستثمار

■ أكثر من ثلاثة ملايين ل.س. ■ من مليون وأقل من ثلاثة ملايين ل.س. ■ من 100 الف وأقل من مليون ل.س. ■ أقل من 100 الف ل.س.

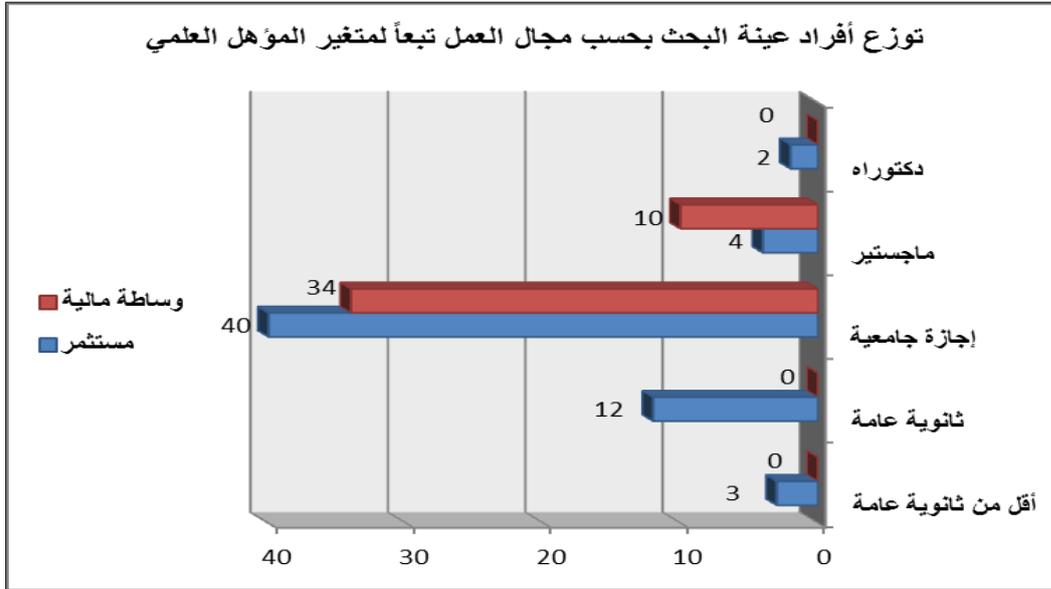


شكل رقم (11) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير حجم الاستثمار

توزع أفراد عينة الدراسة بحسب مجال العمل تبعاً لمتغير المؤهل العلمي:

جدول رقم (11) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري المؤهل العلمي ومجال العمل

مجال العمل			المؤهل العلمي * مجال العمل	
المجموع	وساطة مالية	مستثمر		
3	0	3	أقل من ثانوية عامة	
12	0	12	ثانوية عامة	
74	34	40	إجازة جامعية	
14	10	4	ماجستير	
2	0	2	دكتوراه	
105	44	61	المجموع	

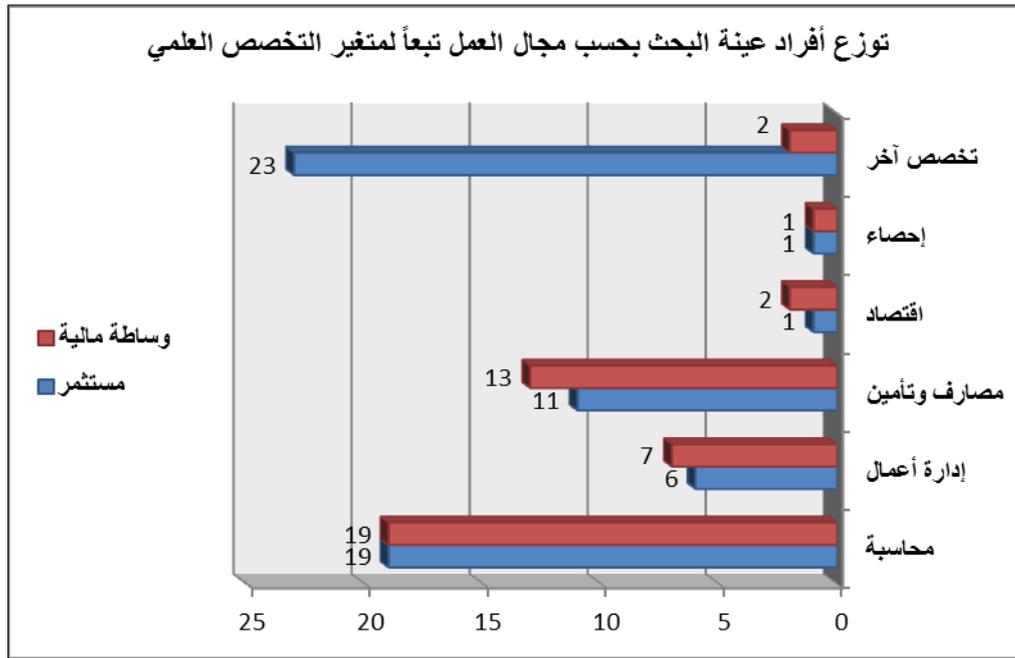


شكل رقم (12) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري المؤهل العلمي ومجال العمل

توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري التخصص العلمي ومجال العمل:

جدول رقم (12) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري التخصص العلمي ومجال العمل

مجال العمل			التخصص العلمي * مجال العمل	
المجموع	وساطة مالية	مستثمر		
38	19	19	محاسبة	التخصص العلمي
13	7	6	إدارة أعمال	
24	13	11	مصارف وتأمين	
3	2	1	اقتصاد	
2	1	1	إحصاء	
25	2	23	تخصص آخر	
105	44	61	المجموع	

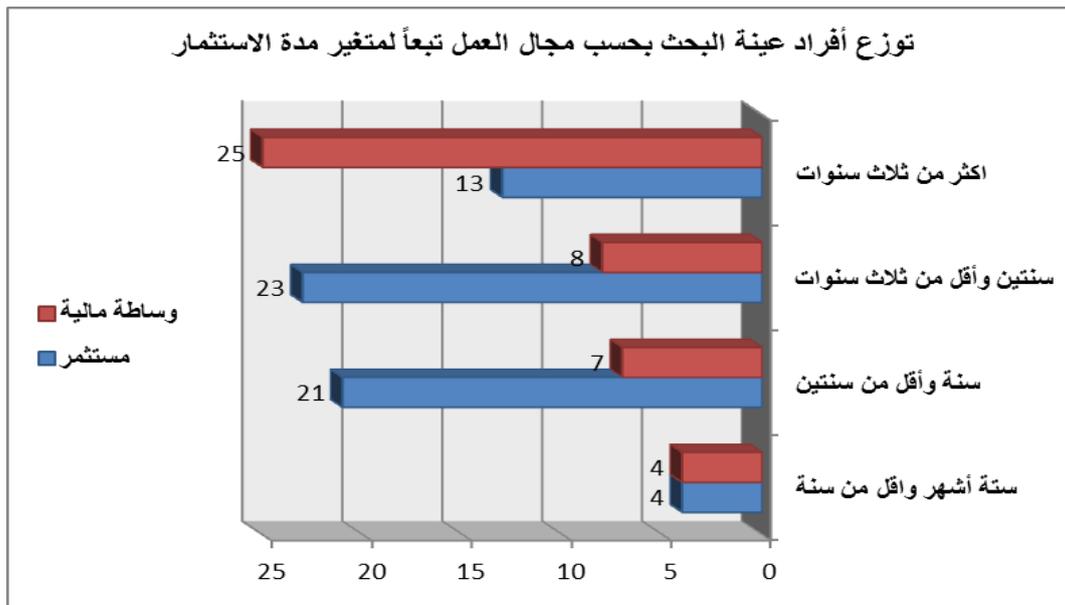


شكل رقم (13) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري التخصص العلمي ومجال العمل

توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري مدة الاستثمار ومجال العمل:

جدول رقم (13) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري مدة الاستثمار ومجال العمل

مجال العمل			مدة الاستثمار * مجال العمل	
المجموع	وساطة مالية	مستثمر		
8	4	4	سنة أشهر وأقل من سنة	مدة الاستثمار
28	7	21	سنة وأقل من سنتين	
31	8	23	سنتين وأقل من ثلاث سنوات	
38	25	13	أكثر من ثلاث سنوات	
105	44	61	المجموع	

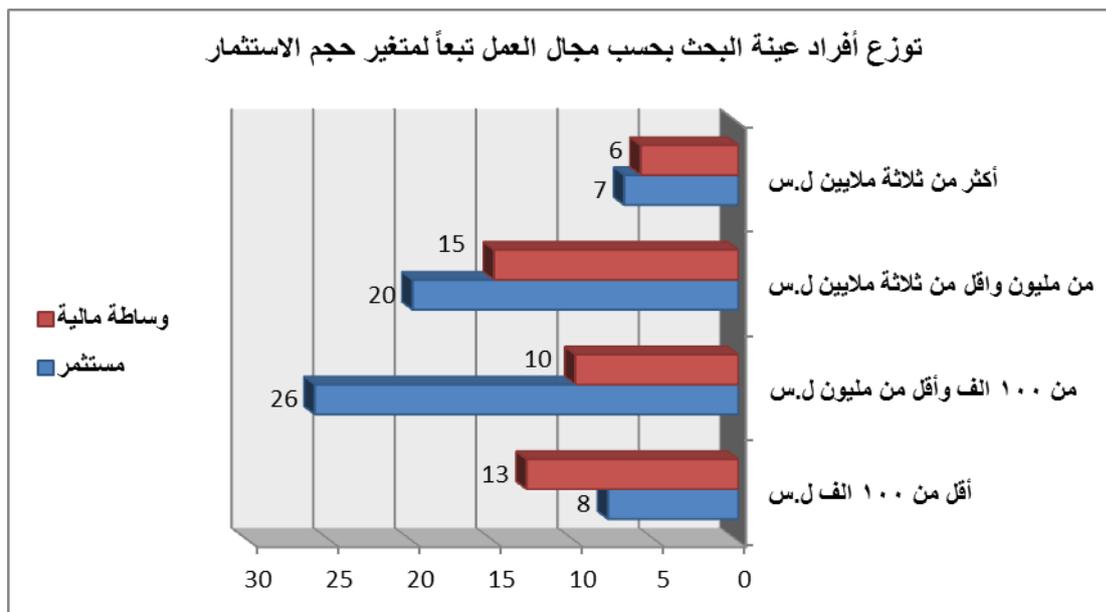


شكل رقم (14) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري مدة الاستثمار ومجال العمل

توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري حجم الاستثمار ومجال العمل:

جدول رقم (14) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري حجم الاستثمار ومجال العمل

مجال العمل			حجم الاستثمار * مجال العمل	
المجموع	وساطة مالية	مستثمر		
21	13	8	أقل من 100 الف ل.س	
36	10	26	من 100 الف وأقل من مليون ل.س	
35	15	20	من مليون واطل من ثلاثة ملايين ل.س	
13	6	7	أكثر من ثلاثة ملايين ل.س	
105	44	61	المجموع	



شكل رقم (15) توزع أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغيري حجم الاستثمار ومجال العمل

رابعاً: أداة الدراسة:

اعتمد الباحث في جمع البيانات على استبانة تم تصميمها في ضوء أهداف البحث، وبحيث تجيب على الأسئلة المطروحة في مشكلة وفرضيات الدراسة بالشكل المناسب والمطلوب، وتم تقسيم الاستبانة إلى جزئين كما يلي:

أ- الجزء الأول:

وهو مكون من عدة أسئلة تتعلق بمعلومات عامة عن أفراد العينة، وقد احتوى هذا الجزء على (5) فقرات هي:

- 1- المؤهل العلمي.
 - 2- التخصص العلمي.
 - 3- مجال العمل.
 - 4- مدة الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.
 - 5- حجم الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.
- ب- الجزء الثاني:

ويتكون من (40) بنداً موزعة على أربعة أبعاد رئيسة وهي:

- 1- البعد الأول: مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار ويتكون من (10) بنود.
- 2- البعد الثاني: أهمية الإفصاح في ترشيد القرارات الاستثمارية ويتكون من (10) بنود.
- 3- البعد الثالث: مدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية ويتكون من (10) بنود.
- 4- البعد الرابع: مدى ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية لخدمة قرار الاستثمار ويتكون من (10) بنود.

وتتمثل طريقة الاستجابة باختيار الإجابة من متعدد (خماسي)

خامساً: اختبار صدق أداة الدراسة وثباتها:

1- صدق الاستبانة:

يقصد بصدق الاستبانة أن تكون استبانة الدراسة قادرة على قياس وتحقيق ما صممت لأجله بما يحقق أهداف البحث وقد تم قياس صدق الاستبانة بطريقتين كما يلي:

أ- صدق المحتوى (المحكمين):

قام الباحث بإعداد استبانة البحث والتي تتعلق بدور الإفصاح في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك من خلال الاطلاع على الدراسات السابقة والمراجع النظرية حول هذا الموضوع، وبعد ذلك عرضت الاستبانة في صورتها الأولية على الأستاذ المشرف والمشرف المشارك وبعض الأساتذة الأكاديميين وبعض المختصين في مجال الاستثمار في أسواق الأوراق المالية من أجل الاسترشاد بأرائهم حول الفقرات التي تضمنتها الاستبانة، وقد أخذ الباحث بأراء ونصائح المحكمين حيث تم حذف بعض الفقرات التي لاترتبط بموضوع الاستبانة كما تم تعديل فقرات أخرى، حتى تم التوصل للصورة النهائية للاستبانة.

ب- الصدق التحليلي:

يتم من خلال حساب معامل الارتباط بين درجة كل مفردة والدرجة الكلية للبعد التابعة له وذلك لمعرفة مدى اتساق كل بند من بنود الاستبانة مع البعد الذي ينتمي إليه هذا البند وذلك كما يلي:

جدول رقم (15) معامل الارتباط بين درجة كل مفردة والدرجة الكلية للبعد التابعة له

معامل الارتباط	البعد الرابع	معامل الارتباط	البعد الثالث	معامل الارتباط	البعد الثاني	معامل الارتباط	البعد الأول
	رقم البند		رقم البند		رقم البند		رقم البند
.540	1	.474	1	.538	1	.658	1
.479	2	.536	2	.559	2	.613	2
.565	3	.573	3	.667	3	.624	3
.670	4	.572	4	.741	4	.692	4
.608	5	.684	5	.544	5	.714	5
.565	6	.581	6	.565	6	.748	6
.630	7	.669	7	.557	7	.633	7
.511	8	.643	8	.675	8	.723	8
.351	9	.620	9	.577	9	.738	9
.432	10	.590	10	.731	10	.679	10

يُلاحظ من الجدول السابق أن معاملات الارتباط تراوحت بين (0.61) و (0.74) بالنسبة للبعد الأول المتمحور حول الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري، وبمستوى دلالة (0.01)، وهي معاملات ارتباط جيدة تشير إلى إمكانية الاعتماد على البنود في القياس.

إن معاملات الارتباط تراوحت بين (0.53) و (0.74) بالنسبة للبعد الثاني المتمحور حول أهمية الإفصاح في ترشيد القرارات الاستثمارية، وبمستوى دلالة (0.01) وهي معاملات ارتباط جيدة تشير إلى إمكانية الاعتماد على البنود في القياس.

كما أن معاملات الارتباط تراوحت بين (0.47) و (0.67) بالنسبة للبعد الثالث المتمحور حول التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأوراق والأسواق المالية، وبمستوى دلالة (0.01)، وهي معاملات ارتباط جيدة تشير إلى إمكانية الاعتماد على البنود في القياس.

وإن معاملات الارتباط تراوحت بين (0.35) و (0.67) بالنسبة للبعد الرابع المتمحور حول مدى ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأوراق والأسواق المالية لاتخاذ قرارات الاستثمار، وبمستوى دلالة (0.01)، وهي معاملات ارتباط جيدة تشير إلى إمكانية الاعتماد على البنود في القياس.

ج- صدق الاتساق الداخلي:

وهو ما يشير إلى مدى الارتباط بين المجموع الكلي والأبعاد الفرعية، فالارتباطات العالية بين مجموع الدرجات الكلي للاختبار والأبعاد الفرعية التي تقيس السمة نفسها تدعم الصدق وتؤكدده، وقد تم حساب معامل الارتباط بين درجة كل بعد والدرجة الكلية للاختبار كمايلي:

جدول رقم (16) معامل الارتباط بين درجة كل بعد والدرجة الكلية

أبعاد الاستبيان	معامل الارتباط بين الأبعاد والدرجة الكلية للاستبيان	مستوى الدلالة
البعد الأول	.745	.00
البعد الثاني	.863	.00
البعد الثالث	.869	.00
البعد الرابع	.738	.00

يلاحظ من الجدول أن ارتباط المجموع الكلي مع الأبعاد الفرعية تراوح بين (0.738,0.869) وبمستوى دلالة (0.01) وهو ارتباط مرتفع مما يدل على أن الاستبانة متجانسة في قياس السمة المقاسة.

2- ثبات الاستبانة:

يقصد بثبات الاستبانة أن تعطي هذه الاستبانة نفس النتيجة لو تم إعادة توزيع الاستبانة أكثر من مرة أو بفترة زمنية أخرى، وبالتالي فإن ثبات الاستبانة يعني الاستقرار في نتائج الاستبانة وعدم تغييرها بشكل كبير فيما لو تم إعادة توزيعها عدة مرات خلال فترات زمنية معينة.

وقد تحقق الباحث من ثبات الاستبانة باستخدام طريقة (ألفا كرونباخ) للاستبانة ككل وكذلك لكل مجال من مجالاتها الأربعة كمايلي: .

جدول رقم (17) معاملات الثبات بطريقة ألفا كرونباخ

معامل ثبات ألفا كرونباخ	عدد البنود	البعد
.870	10	البعد الأول
.818	10	البعد الثاني
.797	10	البعد الثالث
.721	10	البعد الثالث
.918	40	الدرجة الكلية

يتضح من خلال الجدول السابق أن معامل (ألفا كرونباخ) للاستبانة ككل بلغ (0.918) وهي قيمة مرتفعة وممتازة من الناحية الإحصائية، كذلك فإن قيم معاملات (ألفا كرونباخ) في جميع الأبعاد والتي تتراوح بين (0.721, 0.870) ممتازة من الناحية الإحصائية وتتمتع بدرجة عالية من الثبات

سادساً - الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات:

- 1- الوسط الحسابي (Mean): ويستخدم لمعرفة أهمية البنود.
- 2- الانحراف المعياري (Standars Deviation): تم استخدام الانحراف المعياري باعتباره مقياساً للتشتت لمعرفة مدى تشتت القيم عن متوسطاتها.
- 3- اختبار t (Independent Samples Test): لقياس الفروق بين عينتين مستقلتين.
- 4- اختبار (Onaway Anova Test): لقياس الفروق بين ثلاث عينات مستقلة أو أكثر.
- 5- معامل الارتباط بيرسون: وهو يبين وجود أو عدم وجود علاقة بين متغيرين.
- 6- اختبار ليفين (Levene): يستخدم للكشف عن تجانس التباين.
- 7- اختبار (Bonferroni): للمقارنات البعدية متجانسة التباين.
- 8- اختبار (Dunnett C): للمقارنات البعدية غير متجانسة التباين.

المبحث الثاني: اختبار فرضيات الدراسة:

أولاً: مقدمة.

ثانياً: اختبار الفرضية الأولى.

ثالثاً: اختبار الفرضية الثانية.

رابعاً: اختبار الفرضية الثالثة.

خامساً: اختبار الفرضية الرابعة.

مقدمة:

يعرض الباحث في هذا المبحث النتائج التي توّصل إليها البحث باستخدام الأسلوب الإحصائي الذي يتناسب مع طبيعة كل فرض من فروض البحث، وعرض التفسيرات المناسبة في ضوء نتائج الدراسات السابقة والإطار النظري للبحث.

أولاً - اختبار الفرضية الأولى:

لا يتم الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.

للتحقّق من صحة الفرض قام الباحث باستخراج النسب المئوية ومقارنتها مع النسبة المئوية لدرجة الرأي الواردة في الجدول التالي:

جدول رقم (18) دلالات الأداة

النسبة المئوية لدرجة الرأي	درجة الرأي	دلالات الأداة
81 - 100%	5	بدرجة كبيرة جداً
61 - 80%	4	بدرجة كبيرة
41 - 60%	3	بدرجة متوسطة
21 - 40%	2	بدرجة ضعيفة
1 - 20%	1	بدرجة ضعيفة جداً

وتم اعتماد مقارنة المتوسطات للبنود مع الدرجة الكلية للسؤال واستخراج النسبة المئوية ومن ثم ترتيبها لمعرفة مدى اعتماد المستثمرين على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، كما يظهرها الجدول التالي:

جدول رقم (19) مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار

م	البند	متوسط الإجابات	الانحراف المعياري	الدرجة الكلية للبند	النسبة المئوية	النتيجة
1	بيان التغييرات في حقوق المساهمين	3.48	0.856	5	69.60%	كبيرة
2	الإيضاحات المستقلة المرفقة مع النتائج النهائية للسنة المالية	3.6	0.78	5	72%	كبيرة
3	تقرير مفتشي حسابات الشركة المصدرة للأوراق المالية	3.7	0.822	5	74%	كبيرة
4	قائمة التدفق النقدي	3.71	0.73	5	74.20%	كبيرة
5	النتائج النصف سنوية والربع سنوية التي تنشرها الشركة المصدرة للأوراق المالية	4.13	0.773	5	82.60%	كبيرة جداً
6	تقرير مجلس الإدارة	4.18	0.69	5	83.60%	كبيرة جداً
7	الإفصاحات الطارئة التي تنشرها الشركة المصدرة للأوراق المالية عند توافر أية معلومة جوهرية	4.38	0.611	5	87.60%	كبيرة جداً
8	النتائج الأولية للشركة التي تنشرها خلال (45) يوم من انتهاء سنتها المالية	4.4	0.674	5	88%	كبيرة جداً
9	الميزانية العامة للشركة	4.53	0.573	5	90.60%	كبيرة جداً
10	حساب الأرباح والخسائر (قائمة الدخل)	4.57	0.586	5	91.40%	كبيرة جداً

يُظهر الجدول رقم (19) مايلي:

1- إنَّ الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرارات الاستثمارية كان يركز بدرجة كبيرة على بيان التغييرات في حقوق المساهمين، والإيضاحات المستقلة المرفقة مع النتائج النهائية للسنة المالية، وتقرير مفتشي حسابات الشركة المصدرة للأوراق المالية، وقائمة التدفق النقدي حيث كانت النسب بين (69.6%) و (74.2%).

2- إنَّ اعتماد أفراد العينة على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية كان يركز بدرجة كبيرة جداً على النتائج النصف سنوية والربع سنوية التي تنشرها الشركة المصدرة للأوراق المالية، وتقرير مجلس الإدارة والإفصاحات الطارئة التي تنشرها الشركة المصدرة للأوراق المالية عند توافر أية معلومة جوهرية، والنتائج الأولية للشركة التي تنشرها خلال (45) يوم من انتهاء سنتها المالية، حيث

تراوحت النسب بالنسبة للعوامل السابقة بين (82.6%) و(88%)، في حين تجاوزت النسبة الـ (90%) بالنسبة للميزانية العامة للشركة، و حساب الأرباح والخسائر (قائمة الدخل).

وللتأكد من النتائج السابقة جرى الاعتماد على التحقق من الفروق تبعاً لمتغيرات (المؤهل العلمي، التخصص العلمي، مجال العمل، مدة الاستثمار، حجم الاستثمار) وفق القوانين المناسبة لكل متغير.

1- بالنسبة لمتغير المؤهل العلمي:

وللتحقق من الفروق تبعاً لمتغير المؤهل العلمي جرى حساب اختبار (One Way Anova) لقياس دلالة الفروق بين متوسطات درجات أفراد عينة البحث على الاستبانة وفقاً لمتغير المؤهل العلمي (أقل من ثانوية عامة . ثانوية عامة . إجازة . ماجستير . دكتوراه) والجدول التالي يبين ذلك:

جدول رقم (20) الفروق بين متوسطات درجات أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير المؤهل العلمي

البعد	مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة F	مستوى الدلالة
المؤهل العلمي	بين المجموعات	436.059	4	109.015	5.395	.001
	داخل المجموعات	2020.570	100	20.206		
	المجموع الكلي	2456.629	104			

يُلاحظ من الجدول رقم (20) بالنسبة لمتغير المجموعة ما يلي: أظهرت نتائج تحليل التباين وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسطات درجات أفراد عينة البحث في اعتمادهم على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية تبعاً لمتغير المؤهل العلمي (أقل من ثانوية عامة، ثانوية عامة، إجازة . ماجستير، دكتوراه)، حيث بلغت قيمة F (5.395)، وهي دالة عند مستوى (0.01).

وللكشف عن اتجاه هذه الفروق، تم استخدام اختبار ليفين (Levene) للتجانس للكشف عن تجانس التباين، والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول رقم (21) اختبار ليفين للتجانس

مستوى الدلالة	درجة حرية 2	درجة حرية 1	إحصائية ليفين	الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار
.882	100	4	.292	بالاستناد إلى المتوسط

يُلاحظ من الجدول رقم (21) أن إحصائية ليفين المبنية على المتوسط قد بلغت (0.292) وهي غير دالة عند مستوى دلالة (0.05) وبالتالي يوجد تجانس في التباين.

بالاعتماد على النتيجة السابقة، جرى استخدام اختبار (Bonferroni) للمقارنات البعدية متجانسة التباين، لمعرفة الفروق بين المجموعات تبعاً لمتغير المؤهل العلمي، والجدول (22) يبين نتائج هذا الاختبار.

جدول رقم (22) دلالة الفروق بين متوسطات درجات مجموعات متغير المؤهل العلمي في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار

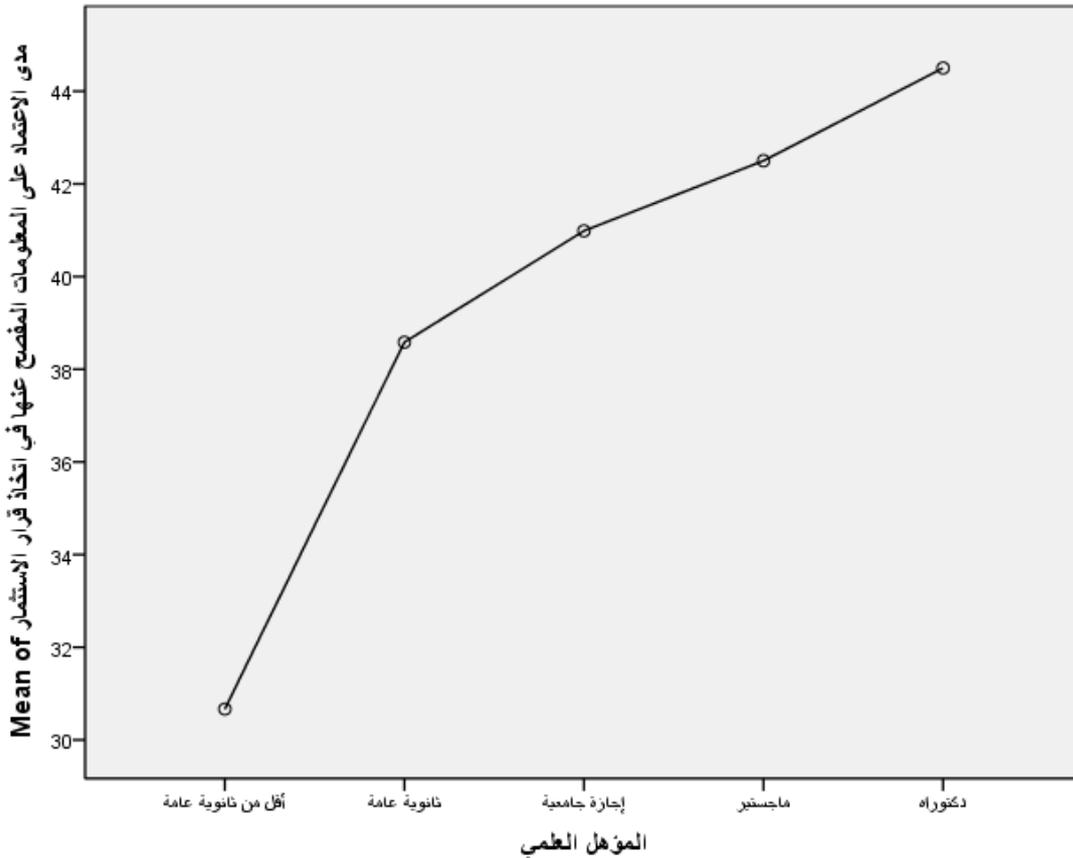
المجموعة (i)	المجموعة (j)	فرق المتوسطات	الخطأ المعياري	مستوى الدلالة	القرار
أقل من ثانوية عامة	ثانوية عامة	-7.917-	2.902	.075	غير دال
	إجازة	-10.320*	2.647	.002	دال
	ماجستير	-11.833*	2.860	.001	دال
	دكتوراه	-13.833*	4.103	.011	دال
ثانوية عامة	أقل من ثانوية عامة	7.917	2.902	.075	غير دال
	إجازة	-2.403-	1.399	.889	غير دال
	ماجستير	-3.917-	1.768	.290	غير دال
	دكتوراه	-5.917-	3.433	.879	غير دال
إجازة	أقل من ثانوية عامة	10.320*	2.647	.002	دال
	ثانوية عامة	2.403	1.399	.889	غير دال
	ماجستير	-1.514-	1.310	1.000	غير دال
	دكتوراه	-3.514-	3.221	1.000	غير دال
ماجستير	أقل من ثانوية عامة	11.833*	2.860	.001	دال
	ثانوية عامة	3.917	1.768	.290	غير دال
	إجازة	1.514	1.310	1.000	غير دال
	دكتوراه	-2.000-	3.398	1.000	غير دال
دكتوراه	أقل من ثانوية عامة	13.833*	4.103	.011	دال
	ثانوية عامة	5.917	3.433	.879	غير دال
	إجازة	3.514	3.221	1.000	غير دال
	ماجستير	2.000	3.398	1.000	غير دال

* دال عند 0.05

ولمقارنة متوسطات المجموعات تبعاً للمتغير المدروس جرى حساب الاحصاء الوصفي للعينة وفقاً للمتغير وكانت النتائج كما هي في الجدول التالي:

جدول رقم (23) المتوسطات والانحراف المعياري لمتغير المؤهل العلمي

الانحراف المعياري	المتوسط	العدد	المؤهل العلمي
6.658	30.67	3	أقل من ثانوية عامة
5.775	38.58	12	ثانوية عامة
4.321	40.99	74	إجازة
3.818	42.50	14	ماجستير
3.536	44.50	2	دكتوراه
4.860	40.69	105	المجموع



شكل رقم (16) فروق المتوسطات في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار تبعاً لمتغير المؤهل العلمي

يُظهر الجدول (23) والشكل (16) وجود فروق دالة إحصائياً بين متوسطات درجات أفراد عينة البحث المنتمين لمجموعات متغير المؤهل العلمي في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار وتتمثل هذه الفروق في:

1- وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط درجات مجموعة أفراد العينة الذين لم يحصلوا على الثانوية العامة ومجموعة أفراد العينة الذين حصلوا على الإجازة الجامعية، في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار، لصالح مجموعة المستثمرين الذين حصلوا على الإجازة الجامعية، حيث بلغ متوسط المجموعة الأولى (30.67)، ومتوسط المجموعة الثانية (40.99).

2- وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط درجات مجموعة أفراد العينة الذين لم يحصلوا على الثانوية العامة ومجموعة أفراد العينة الذين حصلوا على درجة الماجستير، في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار، لصالح مجموعة أفراد العينة الذين حصلوا على درجة الماجستير، حيث بلغ متوسط المجموعة الأولى (30.67)، ومتوسط المجموعة الثانية (42.50).

3- وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط درجات مجموعة أفراد العينة الذين لم يحصلوا على الثانوية العامة ومجموعة أفراد العينة الذين حصلوا على درجة الدكتوراه، في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار، لصالح مجموعة أفراد العينة الذين حصلوا على درجة الدكتوراه، حيث بلغ متوسط المجموعة الأولى (30.67)، ومتوسط المجموعة الثانية (44.50).

2 - بالنسبة لمتغير التخصص العلمي:

وللتحقق من الفروق تبعاً لمتغير التخصص العلمي جرى حساب اختبار (One Way Anova) لقياس دلالة الفروق بين متوسطات درجات أفراد عينة البحث على الاستبيان وفقاً لمتغير التخصص العلمي (محاسبة، إدارة أعمال، مصارف وتأمين، اقتصاد، إحصاء، تخصص آخر)، والجدول التالي يبين ذلك:

جدول رقم (24) الفروق بين متوسطات درجات أفراد عينة البحث تبعاً لمتغير التخصص العلمي

البعد	مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة F	مستوى الدلالة
التخصص العلمي	بين المجموعات	260.188	5	52.038	2.345	.047
	داخل المجموعات	2196.441	99	22.186		
	المجموع الكلي	2456.629	104			

يُلاحظ من الجدول رقم (24) بالنسبة لمتغير المجموعة ما يلي: أظهرت نتائج تحليل التباين وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسطات درجات أفراد عينة البحث في اعتمادهم على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية تبعاً لمتغير التخصص العلمي (محاسبة . إدارة أعمال . مصارف وتأمين . اقتصاد . إحصاء . تخصص آخر)، حيث بلغت قيمة F (2.345)، وهي دالة عند مستوى (0.05).

وللكشف عن اتجاه هذه الفروق، تم استخدام اختبار ليفين (Levene) للتجانس للكشف عن تجانس التباين، والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول رقم (25) اختبار ليفين للتجانس

الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار	إحصائية ليفين	درجة حرية 1	درجة حرية 2	مستوى الدلالة
بالاستناد إلى المتوسط	2.897	5	99	.017

يُلاحظ من الجدول رقم (25) أن إحصائية ليفين المبنية على المتوسط قد بلغت (2.897)، وهي دالة عند مستوى دلالة (0.05)، وبالتالي لا يوجد تجانس في التباين.

بالاعتماد على النتيجة السابقة جرى استخدام اختبار (Dunnett c) للمقارنات البعدية غير متجانسة التباين، لمعرفة الفروق بين المجموعات تبعاً لمتغير التخصص العلمي، والجدول (26) التالي يبين نتائج هذا الاختبار:

جدول رقم (26) دلالة الفروق بين متوسطات درجات مجموعات متغير التخصص العلمي في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار

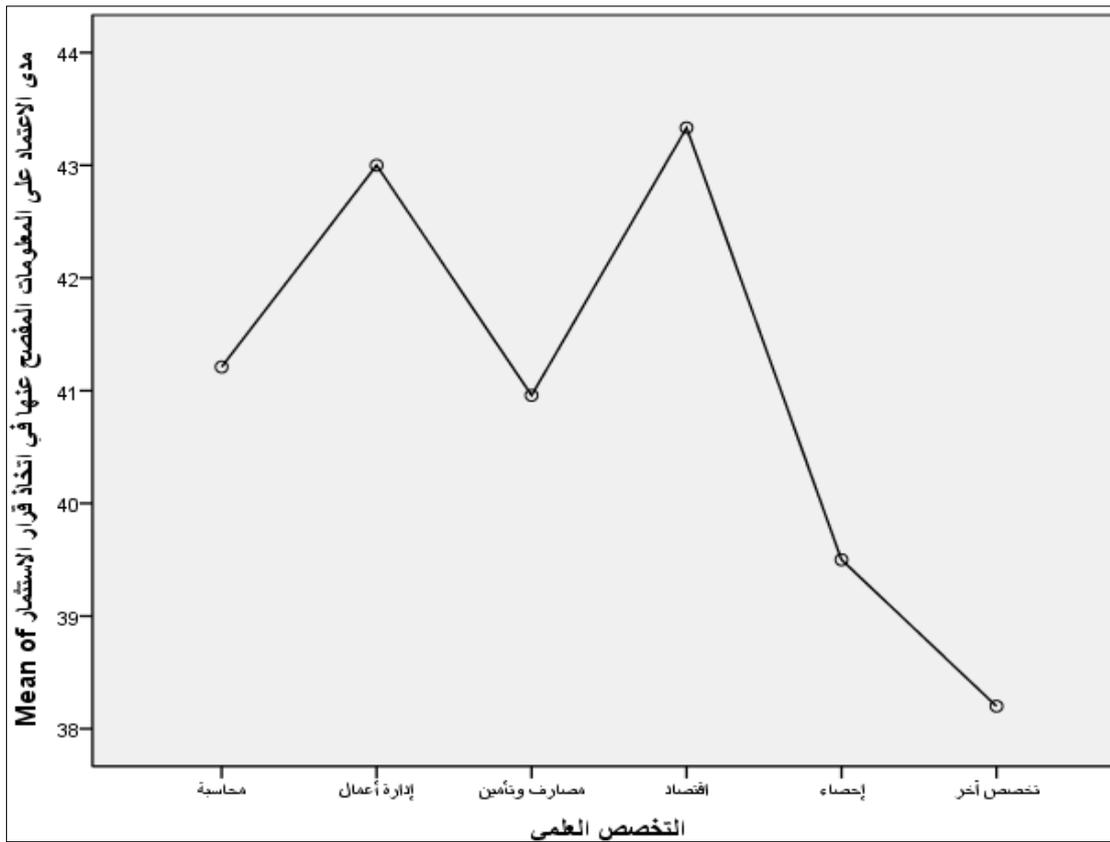
المجموعة (i)	المجموعة (j)	فرق المتوسطات	الخطأ المعياري	القرار
محاسبة	إدارة أعمال	-1.789-	.974	غير دال
	مصارف وتأمين	.252	1.271	غير دال
	اقتصاد	-2.123-	.799	غير دال
	إحصاء	1.711	1.666	غير دال
	تخصص آخر	3.011	1.354	غير دال
إدارة أعمال	محاسبة	1.789	.974	غير دال
	مصارف وتأمين	2.042	1.230	غير دال
	اقتصاد	-.333-	.731	غير دال
	إحصاء	3.500	1.635	غير دال
	تخصص آخر	4.800*	1.315	دال
مصارف وتأمين	إدارة أعمال	-.252-	1.271	غير دال
	محاسبة	-2.042-	1.230	غير دال
	اقتصاد	-2.375-	1.095	غير دال
	إحصاء	1.458	1.827	غير دال
	تخصص آخر	2.758	1.548	غير دال
اقتصاد	إدارة أعمال	2.123	.799	غير دال
	محاسبة	.333	.731	غير دال
	مصارف وتأمين	2.375	1.095	غير دال
	إحصاء	3.833	1.537	غير دال
	تخصص آخر	5.133*	1.191	دال
إحصاء	إدارة أعمال	-1.711-	1.666	غير دال
	محاسبة	-3.500-	1.635	غير دال
	مصارف وتأمين	-1.458-	1.827	غير دال
	اقتصاد	-3.833-	1.537	غير دال
	تخصص آخر	1.300	1.886	غير دال
تخصص آخر	إدارة أعمال	-3.011-	1.354	غير دال
	محاسبة	-4.800*	1.315	دال
	مصارف وتأمين	-2.758-	1.548	غير دال
	اقتصاد	-5.133*	1.191	دال
	إحصاء	-1.300-	1.886	غير دال

* دال عند 0.05

ولمقارنة متوسطات المجموعات تبعاً للمتغير المدروس جرى حساب الاحصاء الوصفي للعينة وفقاً للمتغير وكانت النتائج كما هي في الجدول التالي:

جدول رقم (27) المتوسطات والانحراف المعياري لمتغير التخصص العلمي

التخصص العلمي	العدد	المتوسط	الانحراف المعياري
محاسبة	38	41.21	4.473
إدارة أعمال	13	43.00	2.345
مصارف وتأمين	24	40.96	5.112
اقتصاد	3	43.33	.577
إحصاء	2	39.50	2.121
تخصص آخر	25	38.20	5.715
المجموع	105	40.69	4.860



شكل رقم (17) فروق المتوسطات في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار تبعاً لمتغير التخصص العلمي

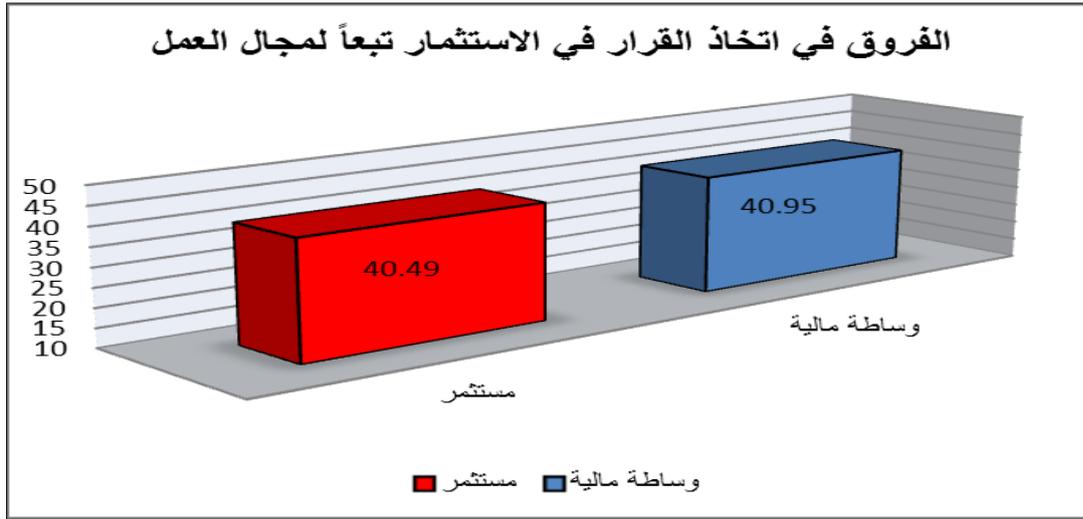
يوضح الجدول (27) والشكل (17) وجود فروق دالة إحصائياً بين متوسطات درجات أفراد عينة البحث المنتمين لمجموعات متغير التخصص العلمي في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار، وتتمثل هذه الفروق في:

- 1- وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط درجات مجموعة أفراد العينة المختصين بإدارة الأعمال ومجموعة أفراد العينة الذين اختلفت تخصصاتهم عما هو محدد، في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار، لصالح مجموعة أفراد العينة المختصين بإدارة الأعمال، حيث بلغ متوسط المجموعة الأولى (43.00)، ومتوسط المجموعة الثانية (38.20).
- 2- وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط درجات مجموعة أفراد العينة المختصين بالاقتصاد ومجموعة أفراد العينة الذين اختلفت تخصصاتهم عما هو محدد، في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار، لصالح مجموعة أفراد العينة المختصين بالاقتصاد، حيث بلغ متوسط المجموعة الأولى (43.33)، ومتوسط المجموعة الثانية (38.20).
- 3- بالنسبة لمتغير مجال العمل:

وللتحقق من الفروق تبعاً لمتغير مجال العمل جرى اختبار (t) لقياس دلالة الفروق بين متوسطات درجات أفراد عينة البحث في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار وفقاً لمتغير مجال العمل (مستثمر - وساطة مالية)، والجدول التالي يبين ذلك:

جدول رقم (28) الفروق في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار تبعاً لمتغير مجال العمل

الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار					العدد	مجال العمل
دلالة الفروق	مستوى الدلالة	t	انحراف معياري	المتوسط		
غير دالة	0.633	0.480	5.446	40.49	61	مستثمر
			3.953	40.95	44	وساطة مالية



الشكل رقم (18) الفروق في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار تبعاً لمتغير مجال العمل

يُلاحظ من الجدول رقم (28) والشكل رقم (18) عدم وجود فروق بين أفراد عينة البحث في الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار بالاستثمار تبعاً لمتغير مجال العمل، حيث كان متوسط درجات المستثمرين (40.49) بانحراف معياري (5.44)، في حين كان متوسط درجات شركة الوساطة المالية (40.95) بانحراف معياري (3.95)، وكانت قيمة t (0.48) وهو غير دال عند مستوى دلالة (0.05).

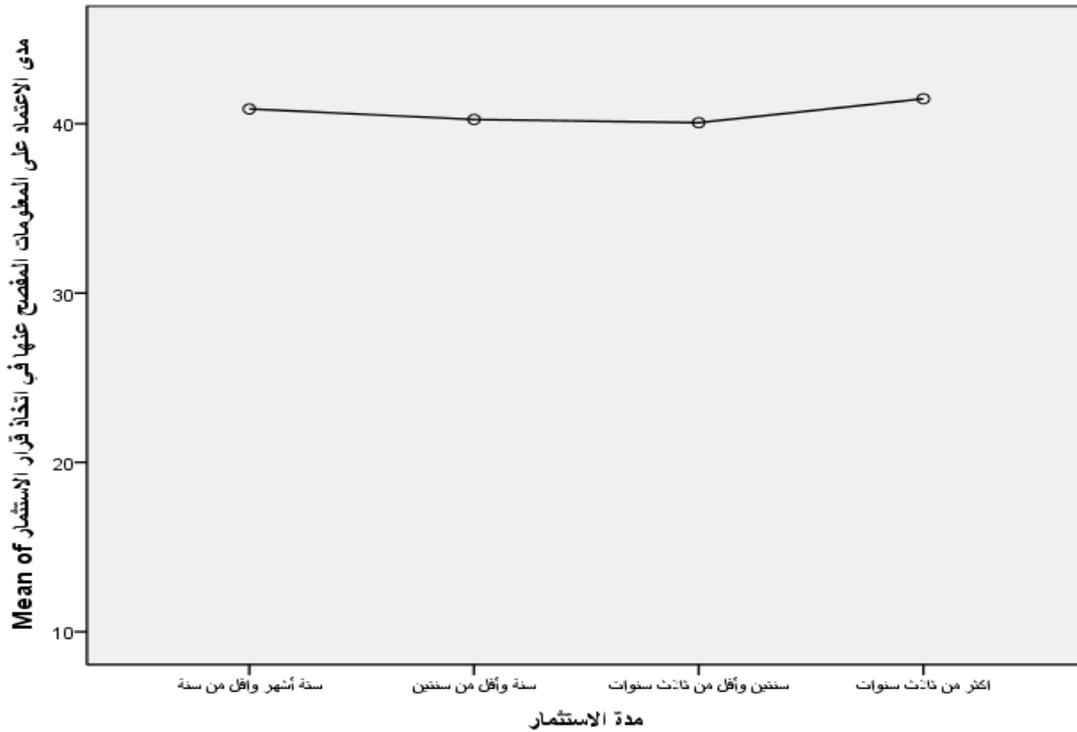
4- بالنسبة لمتغير مدة الاستثمار:

وللتحقق من الفروق تبعاً لمتغير مدة الاستثمار جرى حساب اختبار (One Way Anova) لقياس دلالة الفروق بين متوسطات درجات أفراد عينة البحث على الاستبيان وفقاً لمتغير مدة الاستثمار (سنة اشهر وأقل من سنة، سنة وأقل من سنتين، سنتين وأقل من ثلاث سنوات، أكثر من ثلاث سنوات) والجدول التالي يبين ذلك:

جدول رقم (29) الفروق بين متوسطات درجات أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير مدة الاستثمار

البعد	مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة F	مستوى الدلالة
مدة الاستثمار	بين المجموعات	41.159	3	13.720	.574	.634
	داخل المجموعات	2415.470	101	23.916		
	المجموع الكلي	2456.629	104			

يُلاحظ من الجدول رقم (29) بالنسبة لمتغير المجموعة ما يلي: أظهرت نتائج تحليل التباين عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسطات درجات أفراد عينة البحث في اعتمادهم على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية تبعاً لمتغير مدة الاستثمار (سنة اشهر وأقل من سنة، سنة وأقل من سنتين، سنتين وأقل من ثلاث سنوات، أكثر من ثلاث سنوات)، حيث بلغت قيمة F (0.574) وهي غير دالة عند مستوى (0.05).



شكل رقم (19) الفروق بين متوسطات درجات أفراد عينة الدراسة تبعاً لمتغير مدة الاستثمار

5 - بالنسبة لمتغير حجم الاستثمار:

وللتحقق من الفروق تبعاً لمتغير مدة الاستثمار جرى حساب اختبار (One Way Anova) لقياس دلالة الفروق بين متوسطات درجات أفراد عينة البحث على الاستبيان وفقاً لمتغير حجم الاستثمار (أقل من 100 ألف ل.س، من 100 ألف وأقل من مليون ل.س)، من مليون وأقل من ثلاثة ملايين ل.س، أكثر من ثلاثة ملايين ل.س) والجدول التالي يبين ذلك:

جدول رقم (30) الفروق بين متوسطات درجات أفراد عينة البحث تبعاً لمتغير حجم الاستثمار

البعد	مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة F	مستوى الدلالة
حجم الاستثمار	بين المجموعات	106.927	3	35.642	1.532	.211
	داخل المجموعات	2349.701	101	23.264		
	المجموع الكلي	2456.629	104			

يُلاحظ من الجدول رقم (30) بالنسبة لمتغير المجموعة ما يلي: أظهرت نتائج تحليل التباين عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسطات درجات أفراد عينة البحث في اعتمادهم على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية تبعاً لمتغير حجم الاستثمار (أقل من 100 ألف ل.س، من 100 ألف وأقل من مليون ل.س، من مليون وأقل من ثلاثة ملايين ل.س، أكثر من ثلاثة ملايين ل.س) حيث بلغت قيمة F (0.574)، وهي غير دالة عند مستوى (0.05).

ثانياً - اختبار الفرضية الثانية:

لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري والوعي بأهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار لدى أفراد عينة البحث.

قام الباحث في البداية باختبار مدى وعي أفراد العينة لأهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار، وتم ذلك من خلال دلالات الاستبانة بعد تحويلها لنسب مئوية، ومن ثم اعتماد مقارنة متوسطات البعد لأفراد العينة مع الدرجة الكلية لقيمة البعد واستخراج النسبة المئوية، كما يظهر في الجدول التالي.

جدول رقم (31) متوسط الوعي بأهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار

الرقم	البعد	متوسط بعد العينة	عدد البنود	الدرجة الكلية للبعد	النسبة المئوية	النتيجة
1	أهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار	40.76	10	50	81.52	كبيرة جداً

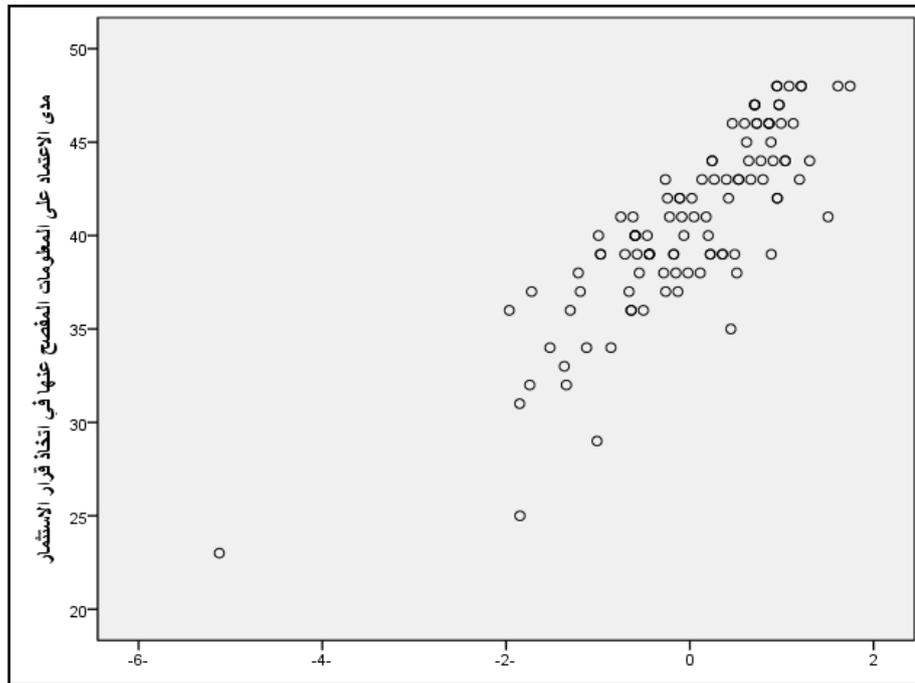
يُلاحظ من الجدول رقم (31) أن النسبة المئوية للبعد هي (81.52%)، مما يعني أن أفراد عينة الدراسة يدركون وبدرجة كبيرة جداً أهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار.

وللتحقق من صحة الفرضية جرى استخدام معامل ارتباط بيرسون لحساب الارتباطات بين الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ القرار الاستثماري والوعي الكافي بأهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار، والجدول رقم (32) يوضح ذلك:

جدول رقم (32) نتائج معامل الارتباط بيرسون بين الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ القرار الاستثماري والوعي بأهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار

القرار	مستوى الدلالة	معامل الارتباط	العدد	المتغيرات
دال	0.00	0.537**	105	الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ القرار الاستثماري / الوعي بأهمية الإفصاح

** دال عند 0.01



شكل رقم (20) الارتباط بين الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ القرار الاستثماري والوعي بأهمية الإفصاح

يُلاحظ من الجدول رقم (32) والشكل رقم (20) وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري والوعي بأهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار، حيث بلغ معامل الارتباط (0.537^{**})، وهي علاقة ارتباط طردية ودالة عند مستوى الدلالة (0.01)، فكلما زاد الوعي بأهمية الإفصاح كلما زاد الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري.

وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري والوعي بأهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار لدى أفراد عينة البحث.

ثالثاً - اختبار الفرضية الثالثة:

لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية.

قام الباحث في البداية باستخراج النسبة المئوية للبعد الثالث، لمعرفة درجة التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية من وجهة نظر أفراد العينة كما يظهر في الجدول التالي:

جدول (33) متوسط التزام الشركات المدرجة بنظام وتعليمات الإفصاح

الرقم	البعد	متوسط بعد العينة	عدد البنود	الدرجة الكلية للبعد	النسبة المئوية	النتيجة
1	مدى التزام الشركات المدرجة بنظام وتعليمات الإفصاح	39.91	10	50	79.82	كبيرة

يُلاحظ من الجدول رقم (33) أن النسبة المئوية للبعد هي (79.82%)، مما يعني ومن وجهة نظر أفراد العينة أن الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية تلتزم بدرجة كبيرة بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية.

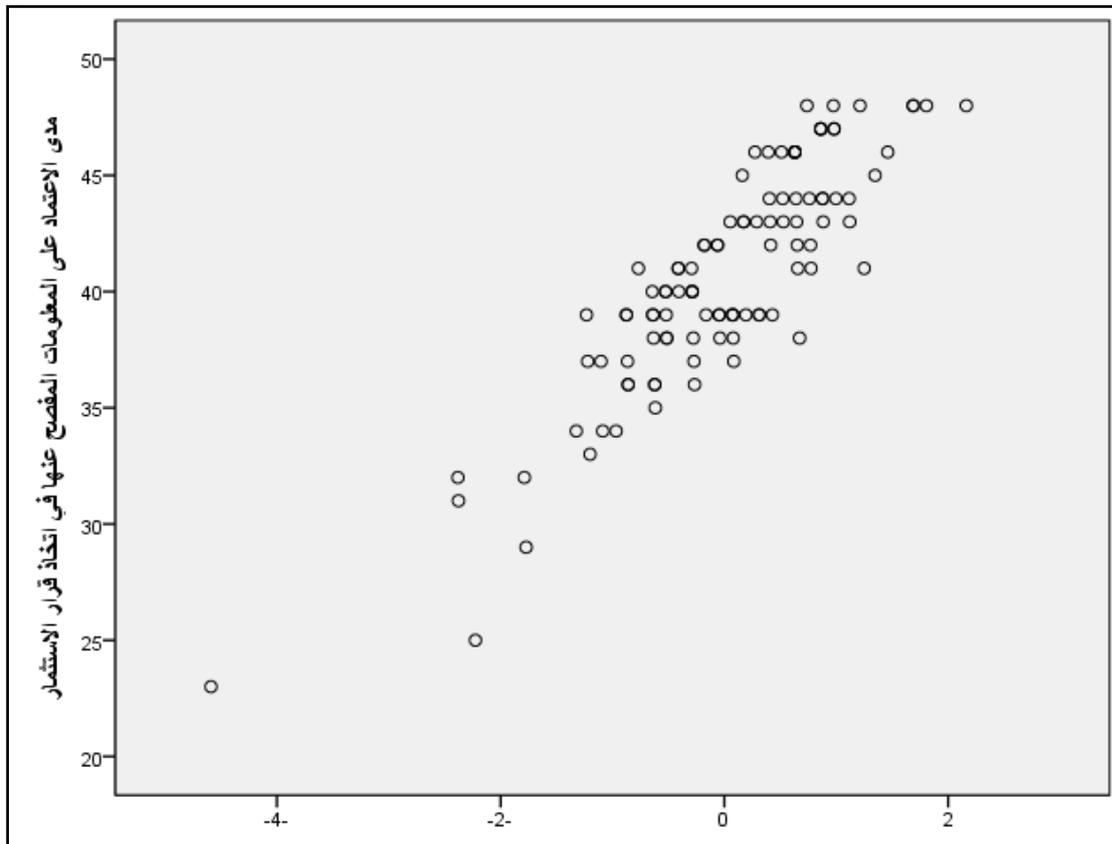
وللتحقق من صحة الفرضية جرى استخدام معامل ارتباط بيرسون لحساب الارتباطات بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق

للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأوراق والأسواق المالية، والجدول رقم (34) يوضح ذلك:

جدول رقم (34) نتائج معامل الارتباط بيرسون بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين التزام الشركات بنظام وتعليمات الإفصاح

القرار	مستوى الدلالة	معامل الارتباط	العدد	المتغيرات
دال	0.00	0.471**	105	الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري / التزام الشركات بنظام وتعليمات الإفصاح

** دال عند 0.01



شكل رقم (21) الارتباط بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين التزام الشركات بنظام وتعليمات الإفصاح

يُلاحظ من الجدول رقم (34) والشكل رقم (21) وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية، حيث بلغ معامل الارتباط (0.471^{**})، وهي علاقة ارتباط طردية ودالة عند مستوى الدلالة (0.01)، أي كلما زاد التزام

الشركات بنظام وتعليمات الإفصاح زاد الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأوراق والأسواق المالية.

رابعاً - اختبار الفرضية الرابعة:

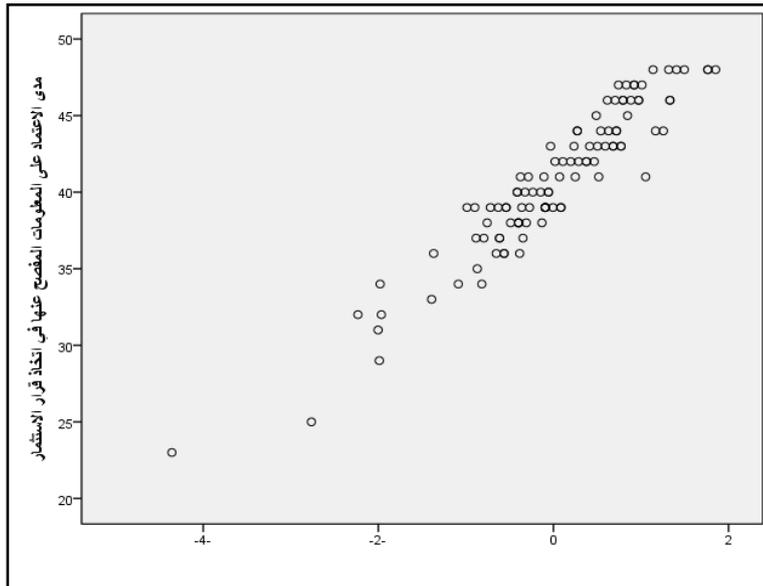
لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح لاتخاذ قرارات الاستثمار لدى أفراد عينة البحث.

وللتحقق من صحة الفرضية جرى استخدام معامل ارتباط بيرسون لحساب الارتباطات بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين ملائمة المعلومات المفصح عنها لاتخاذ قرارات الاستثمار، والجدول رقم (35) يوضح ذلك:

جدول رقم (35) نتائج معامل الارتباط بيرسون بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين ملائمة المعلومات المفصح عنها لاتخاذ قرارات الاستثمار

القرار	مستوى الدلالة	معامل الارتباط	العدد	المتغيرات
دال	0.00	0.322**	105	الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري / ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح لخدمة قرارات الاستثمار

** دال عند 0.01



شكل رقم (22) الارتباط بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح لخدمة قرارات الاستثمار

يُلاحظ من الجدول رقم (35) والشكل رقم (22) وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح لخدمة قرارات الاستثمار، حيث بلغ معامل الارتباط (0.322^{**}) وهي علاقة ارتباط طردية ودالة عند مستوى الدلالة (0.01)، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ القرار الاستثماري وبين ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح لخدمة قرارات الاستثمار لدى أفراد عينة البحث.

النتائج والتوصيات

أولاً- النتائج:

لقد كان الهدف الأساسي من الدراسة التوصل إلى نتائج تعود بالفائدة على الفئات المختلفة المهمة بموضوع الإفصاح ودوره في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، فكانت المحصلة أن الباحث توصل إلى النتائج التالية:

1- يعتمد المستثمرون وشركات الوساطة في سوق دمشق للأوراق المالية على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار.

2- يتم الاعتماد على البنود التالية في اتخاذ قرارات الاستثمار بدرجة كبيرة جداً وفق الترتيب:
أ) حساب الأرباح والخسائر (قائمة الدخل).

ب) الميزانية العامة للشركة.

ج) النتائج الأولية للشركة التي تنشرها خلال (45) يوم من انتهاء سنتها المالية.

د) الإفصاحات الطارئة التي تنشرها الشركات المدرجة في سوق دمشق عند توفر أية معلومات جوهرية.

هـ) تقرير مجلس الإدارة.

و) النتائج النصف سنوية والربع سنوية للشركات المدرجة.

3- يتم الاعتماد على البنود التالية في اتخاذ قرارات الاستثمار بدرجة كبيرة وفق الترتيب:
أ) قائمة التدفق النقدي.

ب) تقرير مفتشي حسابات الشركة المصدرة للأوراق المالية.

ج) الإفصاحات المستقلة المرفقة مع النتائج النهائية.

د) بيان التغيرات في حقوق المساهمين.

4- يتوقف الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في سوق دمشق للأوراق المالية على عدد من العوامل وذلك كما يلي:

أ) الحاصلون على درجة الدكتوراه والماجستير كان اعتمادهم على المعلومات المفصّل عنها أكبر من اعتماد أفراد العينة الآخرين.

ب) المختصون بالاقتصاد وإدارة الأعمال كان اعتمادهم على المعلومات المفصّل عنها أكبر من اعتماد بقية أفراد العينة الآخرين.

ج) يوجد تجانس بين كل من قطاع المستثمرين وقطاع شركات الوساطة في درجة اعتمادهم على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار.

د) بينت الدراسة وجود تجانس بين أفراد العينة الذين اختلفت مدة استثمارهم في سوق دمشق في درجة اعتمادهم على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار.

هـ) يوجد تجانس بين أفراد العينة الذين اختلف حجم استثمارهم في سوق دمشق في درجة اعتمادهم على المعلومات المفصّل عنها.

5- يدرك المستثمرون وشركات الوساطة أهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار بدرجة كبيرة جداً.

6- بينت الدراسة وجود علاقة ارتباط طردية بين درجة اعتماد أفراد العينة على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار وبين درجة وعيهم بأهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار، وبالتالي كلما زاد الوعي بأهمية الإفصاح زاد الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار.

7- تلتزم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية بدرجة كبيرة.

8- يوجد علاقة ارتباط طردية بين اعتماد المستثمرين على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار وبين التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، فكلما زاد التزام الشركات المدرجة بنظام وتعليمات الإفصاح زاد الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق دمشق.

9- يعتبر أفراد العينة نظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية ملائمة لخدمة قرارات الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.

10- يوجد علاقة ارتباط طردية بين درجة الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار وبين درجة ملائمة تعليمات الإفصاح لخدمة قرارات الاستثمار، وبالتالي كلما زادت ملائمة تعليمات الإفصاح لخدمة قرارات الاستثمار زاد الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار.

ثانياً - التوصيات:

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة والتي تؤكد الدور الكبير للإفصاح في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية، فإن الباحث يقترح مجموعة من التوصيات وهي:

1- تعزيز إدراك المستثمرين بأهمية استخدام المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في بناء قرار استثماري سليم، وتعريفهم بمزايا هذا الاستخدام.

2- العمل على زيادة ثقة وقناعة المستثمرين في المعلومات التي يتم الإفصاح عنها، وعقد الندوات والمؤتمرات والدورات التدريبية التي تساعد المستثمرين على الاستفادة من المعلومات التي يتم الإفصاح عنها.

3- المراقبة الدائمة من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية للالتزام الشركات المدرجة في سوق دمشق بنظام وتعليمات الإفصاح من حيث كمية المعلومات ونوعيتها، وإعطاء مزايا تشجيعية للشركات الملتزمة أو إيجاد تصنيف للشركات من حيث التزامها بتعليمات الإفصاح.

4- العمل على مراعاة التوازن بين مصالح المستثمرين ومصالح الشركات عند سن التشريعات المتعلقة بالإفصاح، بحيث لا يؤدي التوسع بمتطلبات الإفصاح إلى الإضرار بمصلحة الشركات المدرجة، ولا يؤدي انخفاض متطلبات الإفصاح إلى حجب معلومات تفيد المستثمرين وتؤثر على أسعار الأوراق المالية.

5- توصيل المعلومات بصورة عادلة وفي الوقت المناسب لجميع المستخدمين، لما لذلك من أثر إيجابي على استقرار سوق الأوراق المالية.

6- إيجاد الآليات المناسبة لمنع استغلال المعلومات الداخلية غير المعلن عنها والتي قد تؤثر على أسعار الأوراق المالية في حال الإعلان عنها، لما لهذه المعلومات من أثر سلبي على استقرار سوق الأوراق المالية.

7- الاهتمام بوظيفة مراجع الحسابات وتعزيز دوره في إظهار النتائج الحقيقية لأعمال الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وليكون تقريره أداة مفيدة لخدمة قرارات الاستثمار في سوق دمشق.

8- تعزيز ثقافة الحوكمة لدى الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ودراسة مدى توافر أدوات هذا المفهوم لما من شأنه تعزيز الإفصاح، والعمل على إعداد دليل سوري لأفضل الممارسات في هذا المجال.

9- الاهتمام بتطوير الصحافة المالية المنشورة والإلكترونية ودعمها ومراقبة أخبارها، والاهتمام بالصفحات المختصة بموضوع الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية على شبكات التواصل الاجتماعي (فيسبوك) لما لها من انتشار واسع ودور كبير في نشر المعلومات.

المراجع

باللغة العربية:

الكتب:

1. حماد، طارق، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
2. حنان، رضوان، الحارس، أسامة، أبو جاموس، فوز الدين، أسس المحاسبة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2004.
3. حنان، رضوان، تطور الفكر المحاسبي - مدخل نظرية المحاسبة، الطبعة الأولى، دار العلم والثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
4. حنفي، عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
5. حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
6. خان، محمد، غرابية، هشام، الإدارة المالية، مركز الكتب الالكتروني، عمان، الأردن، 2003.
7. الدسوقي، إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000.
8. الدهراوي، كمال، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2004.
9. الراوي، خالد، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 1999.
10. الرجبي، محمد تيسير، المحاسبة الإدارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2004.
11. زيد، عمر، المحاسبة المالية في المجتمع الإسلامي، دار اليازوري، الطبعة الأولى، عمان، 1995.
12. الشعار، نضال، سوق الأوراق المالية وأدواتها (البورصة)، الجندي للطباعة والنشر، سوريا، 2006.
13. عبد العزيز، أمين، الأسواق المالية، دار قباء، مصر، 2007.
14. العريبي، عصام، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، سوريا، 2008.
15. علي، عبد الوهاب، شحاته، شحاته، مراجعة حسابات البنوك التجارية والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.

16. قاسم، عبد الرزاق، العلي، أحمد، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، 2010.
17. كافي، مصطفى، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر، سوريا، 2009.
18. مطر، محمد، السويطي، موسى، التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية، دار وائل للنشر، الأردن، 2008.
19. مطر، محمد، فايز، تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
20. هندي، منير، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، مصر، 1996.
21. الهواري، سيد، الموجز في شرح عناصر عملية الإدارة، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1996.

الرسائل الجامعية:

1. جديني، جهان، مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري السليم في سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سورية، 2010.
2. الحسين، بسام، قدرة الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية على زيادة حجم أعمال البنوك الخاصة في سورية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سورية، 2010.
3. سوسق، أيمن، أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في السوق المالي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سورية، 2011.
4. شبير، أحمد، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الإدارية، رسالة ماجستير: الجامعة الإسلامية غزة، 2006.
5. الشلتوني، فايز، مدى دلالة القوائم المالية كأداة للإفصاح عن المعلومات الضرورية اللازمة لمستخدمي القوائم المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، 2005.
6. عاشور، عثمان، مدى التزام الشركات الصناعية المساهمة الفلسطينية بمتطلبات الإفصاح المحاسبي في قوائمها المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، 2008.
7. عبيد، فداء، الإفصاح في القوائم المالية للمصارف دراسة مقارنة للتطبيقات المعمول بها في العراق مع المعيار الدولي رقم 30، رسالة ماجستير، جامعة بغداد، العراق، 2005.
8. العريبي، عصام، معايير الإفصاح المالي في القوائم المالية الخاصة بالبنوك دراسة مقارنة، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، مصر، 1996.
9. العلول، عبد المنعم، دور الإفصاح المحاسبي في دعم نظام الرقابة والمساءلة في الشركات المساهمة العامة قطاع غزة- فلسطين، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2008.
10. العنزي، نايف، الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني دراسة مقارنة، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2012.

11. غزوي، حسين، حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية، رسالة ماجستير، الأكاديمية العربية في الدنمارك، 2010.
12. القضاة، يحيى، دور الإفصاح في إظهار القيمة السوقية الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، 2004.
13. لايقة، رولا، القياس والإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للمصارف ودورها في ترشيد قرارات الاستثمار، رسالة ماجستير، جامعة تشرين، سورية، 2007.
14. مناصرية، إسماعيل، دور نظام المعلومات الإدارية في الرفع من فعالية عملية اتخاذ القرارات الإدارية، رسالة ماجستير، جامعة محمد بو ضيفان المسيلة، الجزائر، 2004.
15. نجم، أنور، مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية- غزة، 2006.
16. الهبيل، خالد، مدى ملائمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لقرارات المستثمر في الأردن، رسالة ماجستير، جامعة آل البيت، الأردن، 2003.
17. الياضي، إبراهيم، بعض ملامح القياس والإفصاح المحاسبي وإعداد التقارير المالية للشركات المساهمة، رسالة ماجستير، جامعة العلوم والتكنولوجيا، اليمن، 2009.

الدوريات والمؤتمرات:

1. جليلاطي، محمد، دور الإفصاح في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية، ورقة مقدمة ضمن الفعاليات العلمية لجمعية المحاسبين القانونيين السوريين، دمشق، 2009.
2. حمدان، مأمون، الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، ندوة في كلية الاقتصاد- جامعة دمشق بالتعاون مع سوق دمشق للأوراق المالية، 3 ديسمبر، سورية، 2013.
3. خشارمة، حسين، مستوى الإفصاح في البيانات المالية للبنوك والشركات المالية المشابهة المندمجة في الأردن، مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية)، المجلد 17 (1)، الأردن، 2003.
4. خضر، حسان، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد السابع والعشرون، الكويت، 2004.
5. الخطيب، خالد، الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية للشركات المساهمة العامة الأردنية في ظل معيار المحاسبة الدولي رقم (1)، مجلة جامعة دمشق، المجلد الثامن عشر، العدد الثاني، سورية، 2002.

6. خليل، عطا الله، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية، جامعة فيلادلفيا، المؤتمر العلمي الرابع، الأردن، 2005.
7. الزبيدي، فراس، أثر المعلومات المحاسبية في قرارات الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 12، العدد 3، العراق، 2010.
8. زيود، لطيف، قيطيم، حسان، مكية، نغم، دور الإفصاح في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (29)، سوريا، 2007.
9. السعدني، مصطفى، مدى ارتباط الشفافية والإفصاح بالتقارير المالية وحوكمة الشركات، بحث مقدم للمؤتمر الدولي لمهنة المحاسبة والمراجعة والتحديات المعاصرة، الإمارات العربية المتحدة، 4-5 ديسمبر 2007.
10. شمس الدين، أشرف، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، منشورات هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2005.
11. صالح، مفتاح، معارفي، فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث - عدد (7)، الجزائر، 2010.
12. طه، عبد الجابر، الإفصاح المحاسبي ودوره في تنشيط أسواق المال العربية، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، العدد التاسع، مصر، 1999.
13. الكراسنة، إبراهيم، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، منشورات صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010.
14. المرزوقي، عبد الله، السعد، صالح، أثر المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على القرار المتداول في السوق المالية السعودية (دراسة ميدانية)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، مجلد 24، العدد الأول، السعودية، 2010.
15. المعايير المحاسبية الدولية لإعداد التقارير المالية، الصادرة عن مجلس المعايير المحاسبية الدولية، ترجمة مجموعة طلال أبو غزالة، عمان، 2008.

المراسيم والقوانين والقرارات:

1. الجمهورية العربية السورية، هيئة الأوراق والأسواق المالية، نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، سورية، 2006.
2. الجمهورية العربية السورية، قانون الشركات السوري رقم (29) لعام 2011.
3. الجمهورية العربية السورية، المرسوم التشريعي (55) لعام 2006.

المواقع الإلكترونية:

www.dse.sy

www.scfms.sy

سوق دمشق للأوراق المالية

هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

باللغة الانكليزية:

Books:

1. Chisholm, Andrew M., **An Introduction to capital Markets**, John Wiley Sons, LTD, 2002, London, UK.
2. Constat, Michael, Shim, Jae K., **Investment Source Book**, Olenlake publishing company , ltd Chicago, USA, 2001.
3. Francis, Jack, **Investment Analysis and Management**, (4 thd) N.y Mcgraw-Hill, 1986.
4. Frank, Reilly K., Keith, Brown C., **Investment Analysis and Portfolio Management**, South Western, TENTH EDTIN, USA, 2012.
5. Gregory, Gehlmann A., **The Limits of Corporate Disclosure**, Translated from Center for International Private Enterprise, 2002.
6. Griser, Paul, **Managing values**, Ethical change in organization, Macmillan press ltd, London, 1998.
7. Houthakker, Hendrik S., Williamson, peter G., **the Economics of Financial markets**, oxford University press, oxford, 1996.
8. Jones, Charles P, **Investment Analysis and Management**, john Wiley sons inc, new York, 1996.
9. Kidwell, David S., Peterson, Richard L., Blackwell, David W., Whidbee , David A., **Financial Institutions, Markets, And Money**, John Wiley & sons, Inc, 2003, USA.
10. Madura, Jeff, **Financial Institutions and Markets** , Thomson, Florida. USA, 2008.
11. Mishkin, Fredric S., Eakins, Stanley C., **Financial Markets and Institutions** , Pearson Addison Wesley, New York, 2006.
12. William, Jan, Stanga. Keith, and William Holder, **Intermediate Accounting**, Harcourt B., New York, 1984.

Researches and Publishes and Working Papers:

1. Bouchetm, Hopkins Fetal, **The impact of information use on decision making in the Pharmacial industry**, library management, vol.19, no.3, MCB, University press, UK, 1998.
2. Brain J., Bushe, Chistopher, Nue, **Corporate Disclosure Practice, Institutional Investors and stock Return Volatility**, Journal of Accounting Research, vol.38, 2000.
3. Gray, Sidney J., Kenth, Skogsvik, **The valuation Relevance of voluntary disclosure**, Stockholm school of Economics journal, Stockholm,1999.
4. Opong, Kwaku K., **The information content of interim financial reports: UK evidence**, Journal of Business & Accounting, UK, 1988.
5. Vishwanath, Tara, Kaufmann, Daniel, **Towards Transparency in Finance and Governance**, The World Bank, USA,1999.
6. Wright, Mike, Ken, Robbie, **Venture Capitalists Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information**, Accounting& Business Research, 1996.

ملحق رقم (1) استبانة الدراسة

جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المصارف والتأمين

عزيزي المجيب.....تحية طيبة وبعد.

تسعى هذه الدراسة إلى بيان الدور الذي يلعبه الإفصاح في اتخاذ القرارات الاستثمارية للمستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك من خلال فحص بعض المتغيرات المستقلة، للتعرف على درجة اعتماد المستثمرين في سوق دمشق على الإفصاح في اتخاذ القرارات الاستثمارية، ولبيان مدى إدراك المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية لأهمية الإفصاح في ترشيد قرار الاستثمار، وبيان درجة التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، وإبراز مدى ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح لخدمة قرارات المستثمرين في سوق دمشق. إن البيانات التي ستوفر من هذه الاستبانة، ستستخدم لأغراض البحث العلمي وسيتم التعامل بها بشكل سري. لذا أرجو التكرم بالإجابة عن أسئلة الاستبانة من قبل المعنيين بموضوع الإفصاح أو المعنيين بموضوع الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك من خلال وضع إشارة في الخانة المناسبة لما لذلك من أهمية بالغة في تحقيق أهداف الدراسة.

شاكرين لكم حسن تعاونكم.

الطالب/ إبراهيم حاتم حلاق

إشراف/ الدكتور رغيد قصوعة

المشرف المشارك: الدكتور عصام العريبيد

معلومات عامة عن المحييب: الرجاء الإجابة بوضع إشارة () في المكان المناسب:

*** المؤهل العلمي:**

1. أقل من ثانوية عامة ()
2. ثانوية عامة ()
3. إجازة جامعية ()
4. ماجستير ()
5. دكتوراه ()

*** التخصص العلمي:**

1. محاسبة ()
2. إدارة أعمال ()
3. مصارف وتأمين ()
4. اقتصاد ()
5. إحصاء ()
6. تخصص آخر (يرجى ذكره):

*** مجال العمل:**

1. مستثمر ()
2. وساطة مالية ()

*** مدة الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية:**

- 1- ست أشهر وأقل من سنة ()
- 2- سنة وأقل من سنتين ()
- 3- سنتين وأقل من 3 سنوات ()
- 4- أكثر من ثلاث سنوات ()

*** حجم الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية:**

- 1- أقل من 100 ألف ليرة سورية ()
- 2- من 100 ألف وأقل من مليون ()
- 3- من مليون وأقل من 3 مليون ()
- 4- أكثر من 3 مليون ()

المجموعة الأولى: مدى الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرارات الاستثمار:
يرجى تحديد درجة استخدامك للبنود التالية في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.

الرقم	الفقرة	درجة كبيرة جداً	درجة كبيرة	درجة متوسطة	درجة ضعيفة	درجة ضعيفة جداً أو معدومة
1	النتائج الأولية للشركة التي تنشرها خلال (45) يوم من انتهاء سنتها المالية.					
2	تقرير مجلس الإدارة.					
3	الميزانية العامة للشركة.					
4	حساب الأرباح والخسائر (قائمة الدخل).					
5	قائمة التدفق النقدي.					
6	بيان التغيرات في حقوق المساهمين.					
7	تقرير مفتشي حسابات الشركة المصدرة للأوراق المالية.					
8	الإيضاحات المستقلة المرفقة مع النتائج النهائية للسنة المالية.					
9	النتائج النصف سنوية والربع سنوية التي تنشرها الشركة المصدرة للأوراق المالية.					
10	الإفصاحات الطارئة التي تنشرها الشركة المصدرة للأوراق المالية عند توفر أي معلومة جوهرية.					

المجموعة الثانية: أهمية الإفصاح في ترشيد القرارات الاستثمارية:
يرجى تحديد درجة أهمية الإفصاح لترشيد قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية.

الرقم	الفقرة	موافق جداً	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق أبداً
1	يعد الاعتماد على المعلومات المعلن عنها أمراً ضرورياً عند اتخاذ القرار الاستثماري.					
2	يؤدي الاعتماد على المعلومات المعلن عنها إلى تخفيض درجة مخاطر الاستثمار.					
3	يساعد الاعتماد على المعلومات المعلن عنها في تقييم القرارات الاستثمارية السابقة.					
4	يساعد الإفصاح على التنبؤ بمستقبل الاستثمار.					
5	يساعد الاعتماد على المعلومات المعلن عنها على تخفيض تكلفة القرار الاستثماري.					
6	يساعد الاعتماد على المعلومات المعلن عنها على تحقيق سيولة أعلى للاستثمار.					
7	يساعد الاعتماد على المعلومات المعلن عنها عند اتخاذ قرارات الاستثمار على تحقيق عوائد أكبر.					
8	يساعد الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في تسهيل المقارنة بين بدائل الاستثمار.					
9	يساعد تحسين مستوى الإفصاح على استقرار سوق الأوراق المالية.					
10	يزيد الإقبال على شراء أسهم الشركات التي تلتزم بمتطلبات الإفصاح					

المجموعة الثالثة: مدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية:

نعرض لكم فيما يلي ملخص لنظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية يرجى تحديد مدى التزام الشركات المدرجة في السوق بهذه التعليمات.

الرقم	الفقرة	موافق جداً	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق أبداً
1	تقدم الشركة المصدرة للأوراق المالية نتائج أعمالها الأولية خلال (45) يوماً من انتهاء سنتها المالية.					
2	تنشر الشركة نتائج أعمالها النهائية متضمناً خلاصة وافية عن تقرير مجلس الإدارة وتقرير مفتشي حسابات الشركة خلال فترة لا تتجاوز ثلاثة شهور من انتهاء سنتها المالية.					
3	يتضمن التقرير السنوي البيانات المالية مدققة من مفتشي حسابات الشركة مع مقارنة مع السنة السابقة.					
4	يتضمن تقرير مجلس الإدارة إقرار بعدم وجود أي أمور جوهرية قد تؤثر على استمرارية الشركة وبصحة واكتمال المعلومات والبيانات الواردة في التقرير.					
5	تتضمن الإيضاحات المستقلة المرفقة مع النتائج النهائية للسنة المالية إفصاح عن التعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة (أعضاء مجلس الإدارة والمدير العام وكبار الملاك).					
6	تنشر الشركة المصدرة للأوراق المالية تقرير نصف سنوي خلال شهر من انتهاء الفترة مع مقارنة مع سنة سابقة.					
7	تقوم الشركة بالإفصاح العلني عن التغيرات الهامة التي تطرأ على (موجودات الشركة، الالتزامات المترتبة على الشركة، هيكل رأس المال).					
8	تفصح الشركة عن التغير في الصفقات الكبيرة التي تعقدها أو تلغيها.					
9	تفصح الشركة عن قرارات مجلس الإدارة التي قد تؤثر على أسعار الأوراق المالية الصادرة عن الشركة.					
10	تفصح الشركة عن تشكيل مجلس إدارة جديد للشركة أو استقالة أي عضو من أعضاء مجلس الإدارة أو مديرها العام وشغور مركز أي منهم وأسباب ذلك.					

المجموعة الرابعة: مدى ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأوراق والأسواق المالية لخدمة قرار الاستثمار:

الفقرات التالية هي ملخص لنظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية يرجى تحديد مدى ملائمة كل بند من هذه البنود لاتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية.

الرقم	الفقرة	ملائم بدرجة كبيرة جداً	ملائم بدرجة كبيرة	ملائم بدرجة متوسطة	ملائم بدرجة ضعيفة	غير ملائم
1	قيام الشركة بتقديم نتائج أعمالها الأولية مع مقارنة مع سنة سابقة.					
2	قيام الشركة بنشر التقرير السنوي والذي يتضمن (الميزانية العامة، قائمة الدخل، قائمة التدفق النقدي، بيان التغيرات في حقوق المساهمين).					
3	تقديم الشركة بيان بأسماء كبار مالكي الأسهم وعدد الأسهم المملوكة لكل منهم إذا كانت هذه الملكية تشكل ما نسبته خمسة في المائة فأكثر.					
4	الإفصاح عن الهيكل التنظيمي للشركة المصدرة للأوراق المالية وعدد موظفيها.					
5	تقديم الإيضاحات المستقلة حول البيانات المالية.					
6	تقديم تقرير مفتشي حسابات الشركة والمتضمن إقرار بأن إجراءات التدقيق قد تمت وفقاً لمعايير التدقيق المعتمدة بموجب هذا النظام.					
7	تقديم إقرار من مجلس الإدارة بعدم وجود أي أمور قد تؤثر على استمرارية الشركة.					
8	قيام الشركة بتقديم تقرير نصف سنوي خلال شهر من انتهاء الفترة مع مقارنة مع فترة سابقة.					
9	قيام الشركة بالإفصاح دون إبطاء وإصدار بيان علني فوراً عند توفر أي معلومة جوهرية.					
10	بيان بعدد الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة والمملوكة من قبل أي من الأطراف ذوي العلاقة.					

شاكرين لكم حسن تعاونكم

إبراهيم حلاق

ملحق رقم (2)

توزع أفراد العينة تبعاً لمتغيرات الدراسة

Frequency Table

المؤهل العلمي

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid أقل من ثانوية عامة	3	2.9	2.9	2.9
ثانوية عامة	12	11.4	11.4	14.3
إجازة جامعية	74	70.5	70.5	84.8
ماجستير	14	13.3	13.3	98.1
دكتوراه	2	1.9	1.9	100.0
Total	105	100.0	100.0	

التخصص العلمي

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid محاسبة	38	36.2	36.2	36.2
إدارة أعمال	13	12.4	12.4	48.6
مصارف وتأمين	24	22.9	22.9	71.4
اقتصاد	3	2.9	2.9	74.3
إحصاء	2	1.9	1.9	76.2
تخصص آخر	25	23.8	23.8	100.0
Total	105	100.0	100.0	

مجال العمل

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	مستثمر	61	58.1	58.1	58.1
	وساطة مالية	44	41.9	41.9	100.0
	Total	105	100.0	100.0	

مدة الاستثمار

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	سنة أشهر وأقل من سنة	8	7.6	7.6	7.6
	سنة وأقل من سنتين	28	26.7	26.7	34.3
	سنتين وأقل من ثلاث سنوات	31	29.5	29.5	63.8
	أكثر من ثلاث سنوات	38	36.2	36.2	100.0
	Total	105	100.0	100.0	

حجم الاستثمار

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	أقل من 100 ألف ل.س	21	20.0	20.0	20.0
	من 100 ألف وأقل من مليون ل.س	36	34.3	34.3	54.3
	من مليون وأقل من ثلاثة ملايين ل.س	35	33.3	33.3	87.6
	أكثر من ثلاثة ملايين ل.س	13	12.4	12.4	100.0
	Total	105	100.0	100.0	

توزع أفراد العينة حسب مجال العمل تبعاً لمتغيرات الدراسة

	مجال العمل			
	مستثمر	وساطة مالية	Total	
	Count	Count	Count	
المؤهل العلمي	أقل من ثانوية عامة	3	0	3
	ثانوية عامة	12	0	12
	إجازة جامعية	40	34	74
	ماجستير	4	10	14
	دكتوراه	2	0	2
	Total	61	44	105

	مجال العمل			
	مستثمر	وساطة مالية	Total	
	Count	Count	Count	
التخصص العلمي	محاسبة	19	19	38
	إدارة أعمال	6	7	13
	مصارف وتأمين	11	13	24
	اقتصاد	1	2	3
	إحصاء	1	1	2
	تخصص آخر	23	2	25
	Total	61	44	105

	مجال العمل			
	مستثمر	وساطة مالية	Total	
	Count	Count	Count	
مدة الاستثمار	سنة أشهر وأقل من سنة	4	4	8
	سنة وأقل من سنتين	21	7	28
	سنتين وأقل من ثلاث سنوات	23	8	31
	أكثر من ثلاث سنوات	13	25	38
	Total	61	44	105

	مجال العمل			
	مستثمر	وساطة مالية	Total	
	Count	Count	Count	
حجم الاستثمار	أقل من 100 الف ل.س	8	13	21
	من 100 الف وأقل من مليون ل.س	26	10	36
	من مليون وأقل من ثلاثة ملايين ل.س	20	15	35
	أكثر من ثلاثة ملايين ل.س	7	6	13
	Total	61	44	105

الملحق رقم (3)
جداول الصدق للاستبيان

1- جداول الصدق للبعد الأول

Correlations

		Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Q7	Q8	Q9	Q10	مدى الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرار الاستثمار
Q1	Pearson Correlation	1	.525**	.438**	.511**	.352**	.350**	.309**	.363**	.377**	.374**	.658**
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.001	.000	.000	.000	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q2	Pearson Correlation	.525**	1	.507**	.407**	.352**	.292**	.217*	.314**	.423**	.246*	.613**
	Sig. (2-tailed)	.000		.000	.000	.000	.002	.026	.001	.000	.012	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q3	Pearson Correlation	.438**	.507**	1	.487**	.483**	.320**	.165	.375**	.359**	.321**	.624**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000		.000	.000	.001	.093	.000	.000	.001	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q4	Pearson Correlation	.511**	.407**	.487**	1	.520**	.449**	.305**	.421**	.403**	.353**	.692**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000		.000	.000	.002	.000	.000	.000	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q5	Pearson Correlation	.352**	.352**	.483**	.520**	1	.620**	.350**	.456**	.392**	.333**	.714**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000		.000	.000	.000	.000	.001	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q6	Pearson Correlation	.350**	.292**	.320**	.449**	.620**	1	.454**	.476**	.528**	.478**	.748**
	Sig. (2-tailed)	.000	.002	.001	.000	.000		.000	.000	.000	.000	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q7	Pearson Correlation	.309**	.217*	.165	.305**	.350**	.454**	1	.498**	.382**	.483**	.633**
	Sig. (2-tailed)	.001	.026	.093	.002	.000	.000		.000	.000	.000	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q8	Pearson Correlation	.363**	.314**	.375**	.421**	.456**	.476**	.498**	1	.504**	.444**	.723**
	Sig. (2-tailed)	.000	.001	.000	.000	.000	.000	.000		.000	.000	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q9	Pearson Correlation	.377**	.423**	.359**	.403**	.392**	.528**	.382**	.504**	1	.625**	.738**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000		.000	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q10	Pearson Correlation	.374**	.246*	.321**	.353**	.333**	.478**	.483**	.444**	.625**	1	.679**
	Sig. (2-tailed)	.000	.012	.001	.000	.001	.000	.000	.000	.000		.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
مدى الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	Pearson Correlation	.658**	.613**	.624**	.692**	.714**	.748**	.633**	.723**	.738**	.679**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

2- جداول الصدق للبعد الثاني

Correlations

		Q11	Q12	Q13	Q14	Q15	Q16	Q17	Q18	Q19	Q20	أهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار
Q11	Pearson Correlation	1	.281**	.424**	.369**	.204*	.204*	.292**	.287**	.236*	.303**	.538**
	Sig. (2-tailed)		.004	.000	.000	.037	.037	.003	.003	.015	.002	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q12	Pearson Correlation	.281**	1	.312**	.331**	.242*	.162	.172	.292**	.275**	.490**	.559**
	Sig. (2-tailed)	.004		.001	.001	.013	.100	.080	.002	.005	.000	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q13	Pearson Correlation	.424**	.312**	1	.549**	.215*	.129	.308**	.421**	.405**	.393**	.667**
	Sig. (2-tailed)	.000	.001		.000	.028	.189	.001	.000	.000	.000	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q14	Pearson Correlation	.369**	.331**	.549**	1	.279**	.298**	.393**	.471**	.249*	.492**	.741**
	Sig. (2-tailed)	.000	.001	.000		.004	.002	.000	.000	.010	.000	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q15	Pearson Correlation	.204*	.242*	.215*	.279**	1	.470**	.216*	.304**	.109	.272**	.544**
	Sig. (2-tailed)	.037	.013	.028	.004		.000	.027	.002	.270	.005	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q16	Pearson Correlation	.204*	.162	.129	.298**	.470**	1	.294**	.295**	.235*	.301**	.565**
	Sig. (2-tailed)	.037	.100	.189	.002	.000		.002	.002	.016	.002	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q17	Pearson Correlation	.292**	.172	.308**	.393**	.216*	.294**	1	.194*	.428**	.192*	.557**
	Sig. (2-tailed)	.003	.080	.001	.000	.027	.002		.048	.000	.049	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q18	Pearson Correlation	.287**	.292**	.421**	.471**	.304**	.295**	.194*	1	.300**	.533**	.675**
	Sig. (2-tailed)	.003	.002	.000	.000	.002	.002	.048		.002	.000	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q19	Pearson Correlation	.236*	.275**	.405**	.249*	.109	.235*	.428**	.300**	1	.428**	.577**
	Sig. (2-tailed)	.015	.005	.000	.010	.270	.016	.000	.002		.000	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q20	Pearson Correlation	.303**	.490**	.393**	.492**	.272**	.301**	.192*	.533**	.428**	1	.731**
	Sig. (2-tailed)	.002	.000	.000	.000	.005	.002	.049	.000	.000		.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
أهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار	Pearson Correlation	.538**	.559**	.667**	.741**	.544**	.565**	.557**	.675**	.577**	.731**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

3- جداول الصدق للبعد الثالث

Correlations

		Q21	Q22	Q23	Q24	Q25	Q26	Q27	Q28	Q29	Q30	مدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح
Q21	Pearson Correlation	1	.385**	.312**	.295**	.141	.243*	.194*	.267**	.118	.188	.474**
	Sig. (2-tailed)		.000	.001	.002	.152	.013	.047	.006	.229	.055	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q22	Pearson Correlation	.385**	1	.411**	.330**	.258**	.390**	.131	.230*	.164	.194*	.536**
	Sig. (2-tailed)	.000		.000	.001	.008	.000	.182	.018	.095	.047	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q23	Pearson Correlation	.312**	.411**	1	.477**	.297**	.340**	.235*	.142	.196*	.187	.573**
	Sig. (2-tailed)	.001	.000		.000	.002	.000	.016	.147	.045	.056	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q24	Pearson Correlation	.295**	.330**	.477**	1	.445**	.212*	.222*	.122	.190	.207*	.572**
	Sig. (2-tailed)	.002	.001	.000		.000	.030	.023	.216	.052	.034	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q25	Pearson Correlation	.141	.258**	.297**	.445**	1	.263**	.367**	.447**	.492**	.224*	.684**
	Sig. (2-tailed)	.152	.008	.002	.000		.007	.000	.000	.000	.022	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q26	Pearson Correlation	.243*	.390**	.340**	.212*	.263**	1	.309**	.176	.373**	.235*	.581**
	Sig. (2-tailed)	.013	.000	.000	.030	.007		.001	.072	.000	.016	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q27	Pearson Correlation	.194*	.131	.235*	.222*	.367**	.309**	1	.490**	.380**	.500**	.669**
	Sig. (2-tailed)	.047	.182	.016	.023	.000	.001		.000	.000	.000	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q28	Pearson Correlation	.267**	.230*	.142	.122	.447**	.176	.490**	1	.390**	.379**	.643**
	Sig. (2-tailed)	.006	.018	.147	.216	.000	.072	.000		.000	.000	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q29	Pearson Correlation	.118	.164	.196*	.190	.492**	.373**	.380**	.390**	1	.256**	.620**
	Sig. (2-tailed)	.229	.095	.045	.052	.000	.000	.000	.000		.008	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q30	Pearson Correlation	.188	.194*	.187	.207*	.224*	.235*	.500**	.379**	.256**	1	.590**
	Sig. (2-tailed)	.055	.047	.056	.034	.022	.016	.000	.000	.008		.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
مدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح	Pearson Correlation	.474**	.536**	.573**	.572**	.684**	.581**	.669**	.643**	.620**	.590**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

		Q21	Q22	Q23	Q24	Q25	Q26	Q27	Q28	Q29	Q30	مدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح
Q21	Pearson Correlation	1	.385**	.312**	.295**	.141	.243*	.194*	.267**	.118	.188	.474**
	Sig. (2-tailed)		.000	.001	.002	.152	.013	.047	.006	.229	.055	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q22	Pearson Correlation	.385**	1	.411**	.330**	.258**	.390**	.131	.230*	.164	.194*	.536**
	Sig. (2-tailed)	.000		.000	.001	.008	.000	.182	.018	.095	.047	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q23	Pearson Correlation	.312**	.411**	1	.477**	.297**	.340**	.235*	.142	.196*	.187	.573**
	Sig. (2-tailed)	.001	.000		.000	.002	.000	.016	.147	.045	.056	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q24	Pearson Correlation	.295**	.330**	.477**	1	.445**	.212*	.222*	.122	.190	.207*	.572**
	Sig. (2-tailed)	.002	.001	.000		.000	.030	.023	.216	.052	.034	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q25	Pearson Correlation	.141	.258**	.297**	.445**	1	.263**	.367**	.447**	.492**	.224*	.684**
	Sig. (2-tailed)	.152	.008	.002	.000		.007	.000	.000	.000	.022	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q26	Pearson Correlation	.243*	.390**	.340**	.212*	.263**	1	.309**	.176	.373**	.235*	.581**
	Sig. (2-tailed)	.013	.000	.000	.030	.007		.001	.072	.000	.016	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q27	Pearson Correlation	.194*	.131	.235*	.222*	.367**	.309**	1	.490**	.380**	.500**	.669**
	Sig. (2-tailed)	.047	.182	.016	.023	.000	.001		.000	.000	.000	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q28	Pearson Correlation	.267**	.230*	.142	.122	.447**	.176	.490**	1	.390**	.379**	.643**
	Sig. (2-tailed)	.006	.018	.147	.216	.000	.072	.000		.000	.000	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q29	Pearson Correlation	.118	.164	.196*	.190	.492**	.373**	.380**	.390**	1	.256**	.620**
	Sig. (2-tailed)	.229	.095	.045	.052	.000	.000	.000	.000		.008	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q30	Pearson Correlation	.188	.194*	.187	.207*	.224*	.235*	.500**	.379**	.256**	1	.590**
	Sig. (2-tailed)	.055	.047	.056	.034	.022	.016	.000	.000	.008		.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
مدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح	Pearson Correlation	.474**	.536**	.573**	.572**	.684**	.581**	.669**	.643**	.620**	.590**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

4- جداول الصدق للبعد الرابع

Correlations

		Q31	Q32	Q33	Q34	Q35	Q36	Q37	Q38	Q39	Q40	مدى ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأسواق والأوراق المالية لخدمة قرار الاستثمار
Q31	Pearson Correlation	1	.293**	.298**	.303**	.245*	.199*	.375**	.252**	.123	.047	.540**
	Sig. (2-tailed)		.002	.002	.002	.012	.042	.000	.010	.212	.632	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q32	Pearson Correlation	.293**	1	.318**	.186	.155	.034	.119	.353**	.337**	.147	.479**
	Sig. (2-tailed)	.002		.001	.058	.114	.731	.227	.000	.000	.134	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q33	Pearson Correlation	.298**	.318**	1	.438**	.281**	.214*	.348**	-.006-	.077	.075	.565**
	Sig. (2-tailed)	.002	.001		.000	.004	.029	.000	.948	.433	.450	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q34	Pearson Correlation	.303**	.186	.438**	1	.343**	.289**	.337**	.223*	.128	.114	.670**
	Sig. (2-tailed)	.002	.058	.000		.000	.003	.000	.022	.191	.247	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q35	Pearson Correlation	.245*	.155	.281**	.343**	1	.484**	.307**	.111	.108	.177	.608**
	Sig. (2-tailed)	.012	.114	.004	.000		.000	.001	.261	.272	.071	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q36	Pearson Correlation	.199*	.034	.214*	.289**	.484**	1	.446**	.108	-.036-	.080	.565**
	Sig. (2-tailed)	.042	.731	.029	.003	.000		.000	.273	.718	.415	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q37	Pearson Correlation	.375**	.119	.348**	.337**	.307**	.446**	1	.113	-.035-	.281**	.630**
	Sig. (2-tailed)	.000	.227	.000	.000	.001	.000		.251	.722	.004	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q38	Pearson Correlation	.252**	.353**	-.006-	.223*	.111	.108	.113	1	.403**	.275**	.511**
	Sig. (2-tailed)	.010	.000	.948	.022	.261	.273	.251		.000	.005	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q39	Pearson Correlation	.123	.337**	.077	.128	.108	-.036-	-.035-	.403**	1	.023	.351**
	Sig. (2-tailed)	.212	.000	.433	.191	.272	.718	.722	.000		.813	.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Q40	Pearson Correlation	.047	.147	.075	.114	.177	.080	.281**	.275**	.023	1	.432**
	Sig. (2-tailed)	.632	.134	.450	.247	.071	.415	.004	.005	.813		.000
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
مدى ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأسواق والأوراق المالية لخدمة قرار الاستثمار	Pearson Correlation	.540**	.479**	.565**	.670**	.608**	.565**	.630**	.511**	.351**	.432**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
	N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

5- جداول الصدق للاستبانة ككل

Correlations

	مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	أهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار	مدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح	مدى ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأسواق والأوراق المالية لخدمة قرار الاستثمار	total
مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	1	.537**	.471**	.322**	.745**
		.000	.000	.001	.000
	105	105	105	105	105
أهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار	.537**	1	.702**	.509**	.863**
	.000		.000	.000	.000
	105	105	105	105	105
مدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح	.471**	.702**	1	.641**	.869**
	.000	.000		.000	.000
	105	105	105	105	105
مدى ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأسواق والأوراق المالية لخدمة قرار الاستثمار	.322**	.509**	.641**	1	.738**
	.001	.000	.000		.000
	105	105	105	105	105
total	.745**	.863**	.869**	.738**	1
	.000	.000	.000	.000	
	105	105	105	105	105

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

ملحق رقم (4)
جداول الثبات للاستبانة

1_ جداول الثبات للبعد الأول

Case Processing Summary

		N	%
Cases	Valid	105	100.0
	Excluded ^a	0	.0
	Total	105	100.0

a. Listwise deletion based on all variables in the procedure.

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
.870	10

2- جداول الثبات للبعد الثاني

Case Processing Summary

		N	%
Cases	Valid	105	100.0
	Excluded ^a	0	.0
	Total	105	100.0

a. Listwise deletion based on all variables in the procedure.

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
.818	10

3- جداول الثبات للبعد الثالث

Case Processing Summary

		N	%
Cases	Valid	105	100.0
	Excluded ^a	0	.0
	Total	105	100.0

a. Listwise deletion based on all variables in the procedure.

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
.797	10

4- جداول الثبات للبعد الرابع

Case Processing Summary

		N	%
Cases	Valid	105	100.0
	Excluded ^a	0	.0
	Total	105	100.0

a. Listwise deletion based on all variables in the procedure.

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
.721	10

5- جداول الثبات للاستبانة ككل

Case Processing Summary

		N	%
Cases	Valid	105	100.0
	Excluded ^a	0	.0
	Total	105	100.0

a. Listwise deletion based on all variables in the procedure.

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
.918	40

الملحق رقم (5)

جداول معالجة الفرضيات واختبار النتائج

أ- الاحصاء الوصفي للفرضية الأولى المتوسطات والانحراف المعياري

Descriptives

Descriptive Statistics			
	N	Mean	Std. Deviation
Q1	105	4.40	.674
Q2	105	4.18	.690
Q3	105	4.53	.573
Q4	105	4.57	.586
Q5	105	3.71	.730
Q6	105	3.48	.856
Q7	105	3.70	.822
Q8	105	3.60	.780
Q9	105	4.13	.773
Q10	105	4.38	.611
مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	105	40.69	4.860
Valid N (listwise)	105		

Frequencies

		Statistics									
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Q7	Q8	Q9	Q10
N	Valid	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
	Missing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mean		4.40	4.18	4.53	4.57	3.71	3.48	3.70	3.60	4.13	4.38
Std. Deviation		.674	.690	.573	.586	.730	.856	.822	.780	.773	.611

ب- الفروق بين أفراد العينة في مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار تبعاً لمتغير المؤهل العلمي

Oneway ANOVA

مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	436.059	4	109.015	5.395	.001
Within Groups	2020.570	100	20.206		
Total	2456.629	104			

Test of Homogeneity of Variances

مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار

Levene Statistic	df1	df2	Sig.
.292	4	100	.882

Post Hoc Tests

Multiple Comparisons

Bonferroni

العلمي المؤهل (I)	العلمي المؤهل (J)	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
أقل من ثانوية عامة	ثانوية عامة	-7.917 [*]	2.902	.075	-16.25-	.41
	إجازة جامعية	-10.320 [*]	2.647	.002	-17.92-	-2.72-
	ماجستير	-11.833 [*]	2.860	.001	-20.04-	-3.62-
	دكتوراه	-13.833 [*]	4.103	.011	-25.61-	-2.05-
ثانوية عامة	أقل من ثانوية عامة	7.917	2.902	.075	-.41-	16.25
	إجازة جامعية	-2.403 [*]	1.399	.889	-6.42-	1.61
	ماجستير	-3.917 [*]	1.768	.290	-8.99-	1.16
	دكتوراه	-5.917 [*]	3.433	.879	-15.77-	3.94
إجازة جامعية	أقل من ثانوية عامة	10.320 [*]	2.647	.002	2.72	17.92
	ثانوية عامة	2.403	1.399	.889	-1.61-	6.42
	ماجستير	-1.514 [*]	1.310	1.000	-5.27-	2.25
	دكتوراه	-3.514 [*]	3.221	1.000	-12.76-	5.73
ماجستير	أقل من ثانوية عامة	11.833 [*]	2.860	.001	3.62	20.04
	ثانوية عامة	3.917	1.768	.290	-1.16-	8.99
	إجازة جامعية	1.514	1.310	1.000	-2.25-	5.27
	دكتوراه	-2.000 [*]	3.398	1.000	-11.75-	7.75
دكتوراه	أقل من ثانوية عامة	13.833 [*]	4.103	.011	2.05	25.61
	ثانوية عامة	5.917	3.433	.879	-3.94-	15.77
	إجازة جامعية	3.514	3.221	1.000	-5.73-	12.76
	ماجستير	2.000	3.398	1.000	-7.75-	11.75

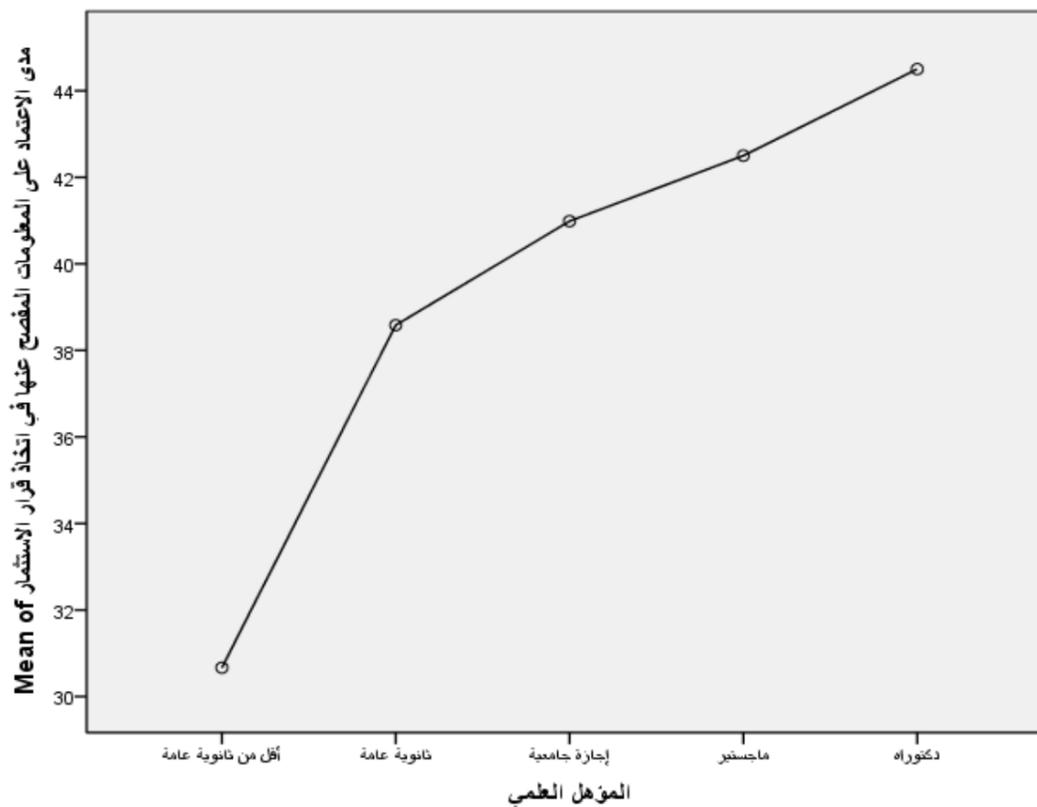
*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

Descriptives

مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
أقل من ثانوية عامة	3	30.67	6.658	3.844	14.13	47.21	25	38
ثانوية عامة	12	38.58	5.775	1.667	34.91	42.25	23	46
إجازة جامعية	74	40.99	4.321	.502	39.99	41.99	31	48
ماجستير	14	42.50	3.818	1.020	40.30	44.70	37	48
دكتوراه	2	44.50	3.536	2.500	12.73	76.27	42	47
Total	105	40.69	4.860	.474	39.75	41.63	23	48

Means Plots



ج- الفروق بين أفراد العينة في مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار تبعاً لمتغير التخصص العلمي

Oneway ANOVA

مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	260.188	5	52.038	2.345	.047
Within Groups	2196.441	99	22.186		
Total	2456.629	104			

Test of Homogeneity of Variances

مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار

Levene Statistic	df1	df2	Sig.
2.897	5	99	.017

Post Hoc Tests

Multiple Comparisons

Dunnnett C

العلمي التخصص (I)	العلمي التخصص (J)	Mean Difference (I-J)	Std. Error	95% Confidence Interval	
				Lower Bound	Upper Bound
محاسبة	إدارة أعمال	-1.789-	.974	-4.87-	1.29
	مصارف وتأمين	.252	1.271	-3.65-	4.15
	اقتصاد	-2.123-	.799	-5.26-	1.01
	إحصاء	1.711	1.666	-37.82-	41.24
	تخصص آخر	3.011	1.354	-1.14-	7.16
إدارة أعمال	محاسبة	1.789	.974	-1.29-	4.87
	مصارف وتأمين	2.042	1.230	-1.86-	5.94
	اقتصاد	-.333-	.731	-3.54-	2.87
	إحصاء	3.500	1.635	-36.69-	43.69
	تخصص آخر	4.800*	1.315	.65	8.95
مصارف وتأمين	محاسبة	-.252-	1.271	-4.15-	3.65
	إدارة أعمال	-2.042-	1.230	-5.94-	1.86
	اقتصاد	-2.375-	1.095	-6.30-	1.55
	إحصاء	1.458	1.827	-35.57-	38.49
	تخصص آخر	2.758	1.548	-2.03-	7.55
اقتصاد	محاسبة	2.123	.799	-1.01-	5.26
	إدارة أعمال	.333	.731	-2.87-	3.54
	مصارف وتأمين	2.375	1.095	-1.55-	6.30
	إحصاء	3.833	1.537	-38.60-	46.27
	تخصص آخر	5.133*	1.191	.97	9.30
إحصاء	محاسبة	-1.711-	1.666	-41.24-	37.82
	إدارة أعمال	-3.500-	1.635	-43.69-	36.69
	مصارف وتأمين	-1.458-	1.827	-38.49-	35.57
	اقتصاد	-3.833-	1.537	-46.27-	38.60
	تخصص آخر	1.300	1.886	-34.93-	37.53
تخصص آخر	محاسبة	-3.011-	1.354	-7.16-	1.14
	إدارة أعمال	-4.800*	1.315	-8.95-	-.65-
	مصارف وتأمين	-2.758-	1.548	-7.55-	2.03
	اقتصاد	-5.133*	1.191	-9.30-	-.97-
	إحصاء	-1.300-	1.886	-37.53-	34.93

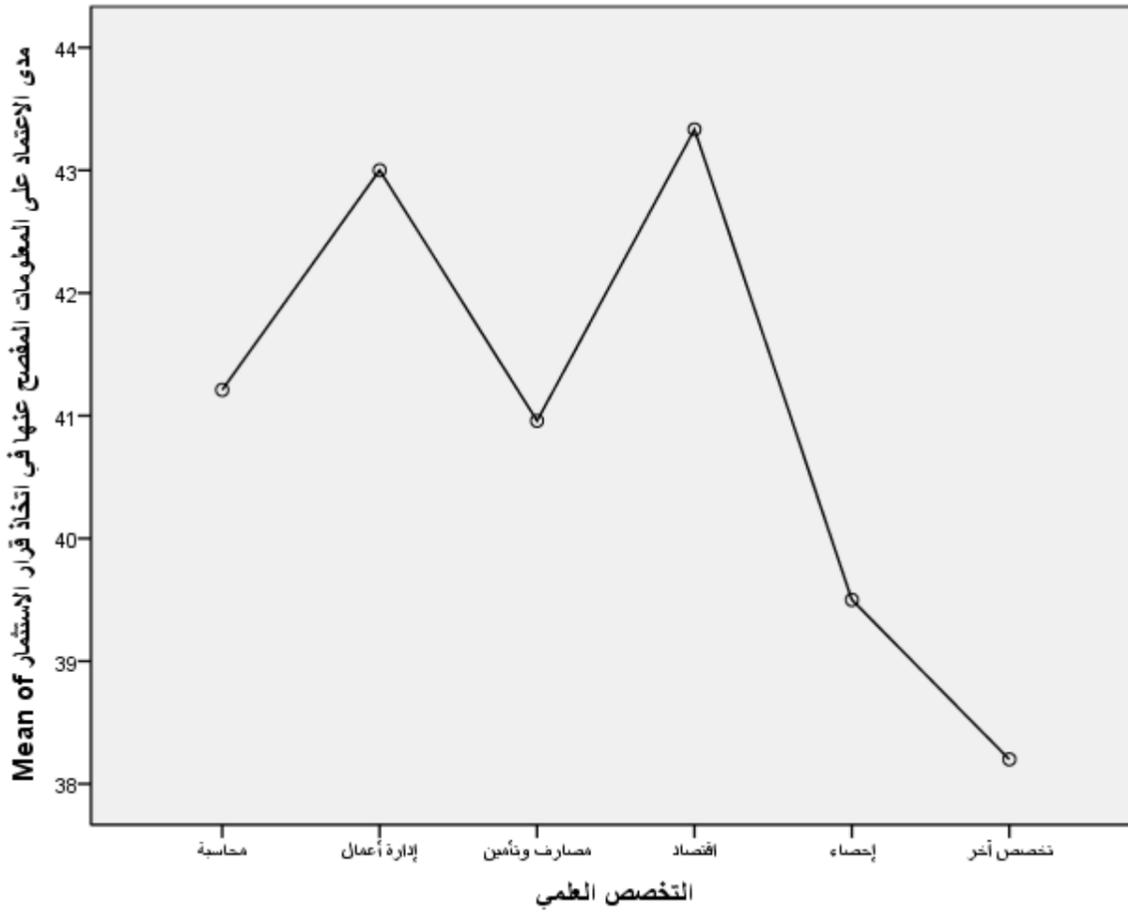
*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

Descriptives

مدى الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرار الاستثمار

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
محاسبة	38	41.21	4.473	.726	39.74	42.68	31	48
إدارة أعمال	13	43.00	2.345	.650	41.58	44.42	39	47
مصارف وتأمين	24	40.96	5.112	1.043	38.80	43.12	32	48
اقتصاد	3	43.33	.577	.333	41.90	44.77	43	44
إحصاء	2	39.50	2.121	1.500	20.44	58.56	38	41
تخصص آخر	25	38.20	5.715	1.143	35.84	40.56	23	46
Total	105	40.69	4.860	.474	39.75	41.63	23	48

Means Plots



د- الفرق بين أفراد العينة في مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار تبعاً لمتغير مجال العمل

T-Test

Group Statistics

مجال العمل	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
مستثمر مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في	61	40.49	5.446	.697
وساطة مالية اتخاذ قرار الاستثمار	44	40.95	3.953	.596

Independent Samples Test

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	2.292	.133	-.480-	103	.633	-.463-	.965	-2.376-	1.451
مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار			-.505-	102.991	.615	-.463-	.917	-2.282-	1.356

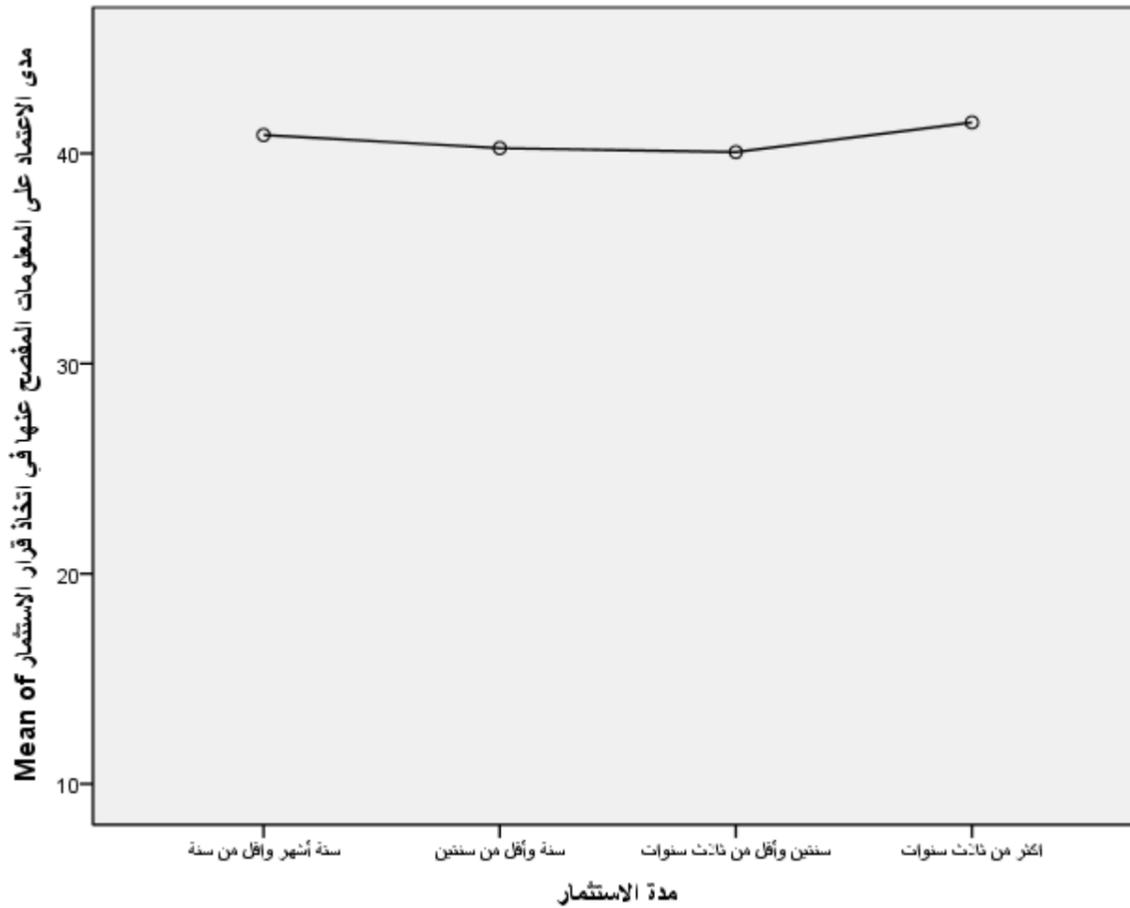
ه- الفرق بين أفراد العينة في مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار تبعاً لمتغير مدة الاستثمار

Oneway ANOVA

مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	41.159	3	13.720	.574	.634
Within Groups	2415.470	101	23.916		
Total	2456.629	104			

Means Plots



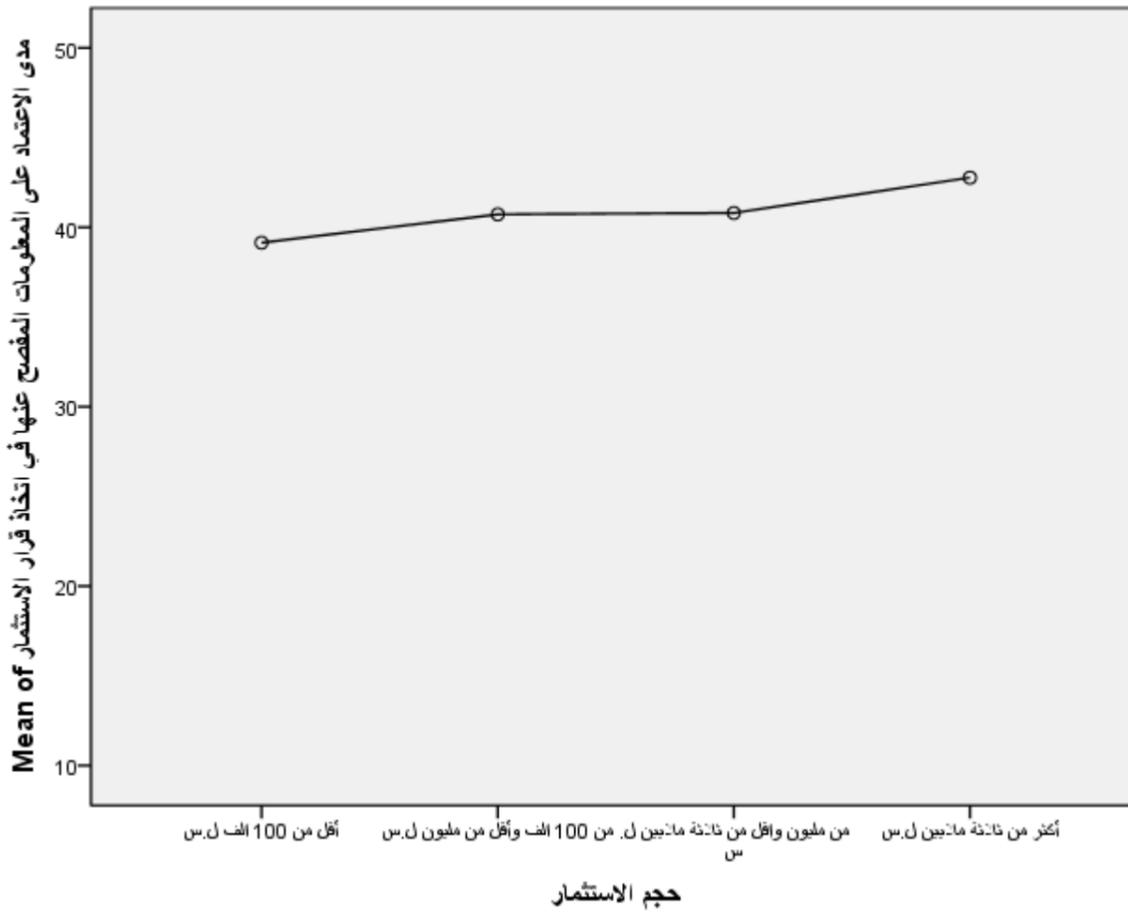
و- الفروق بين أفراد العينة في مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار تبعاً لمتغير حجم الاستثمار

Oneway ANOVA

مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	106.927	3	35.642	1.532	.211
Within Groups	2349.701	101	23.264		
Total	2456.629	104			

Means Plots



ز- اختبار الفرضية الثانية:

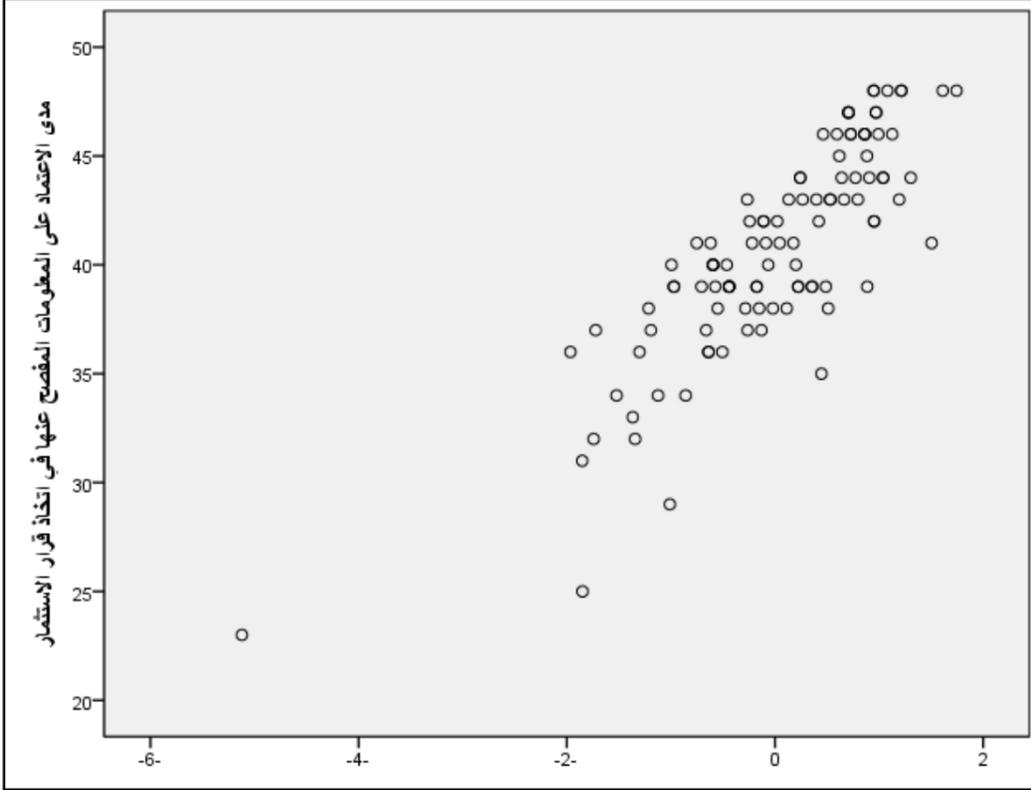
Correlations

	مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	أهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار
مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	1 .537** .000 105
أهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	.537** .000 105

Correlations

	مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	أهمية الإفصاح في ترشيده قرارات الاستثمار
مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	Pearson Correlation	1	.537**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	105	105
أهمية الإفصاح في ترشيده قرارات الاستثمار	Pearson Correlation	.537**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	105	105

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).



ح- اختبار الفرضية الثالثة

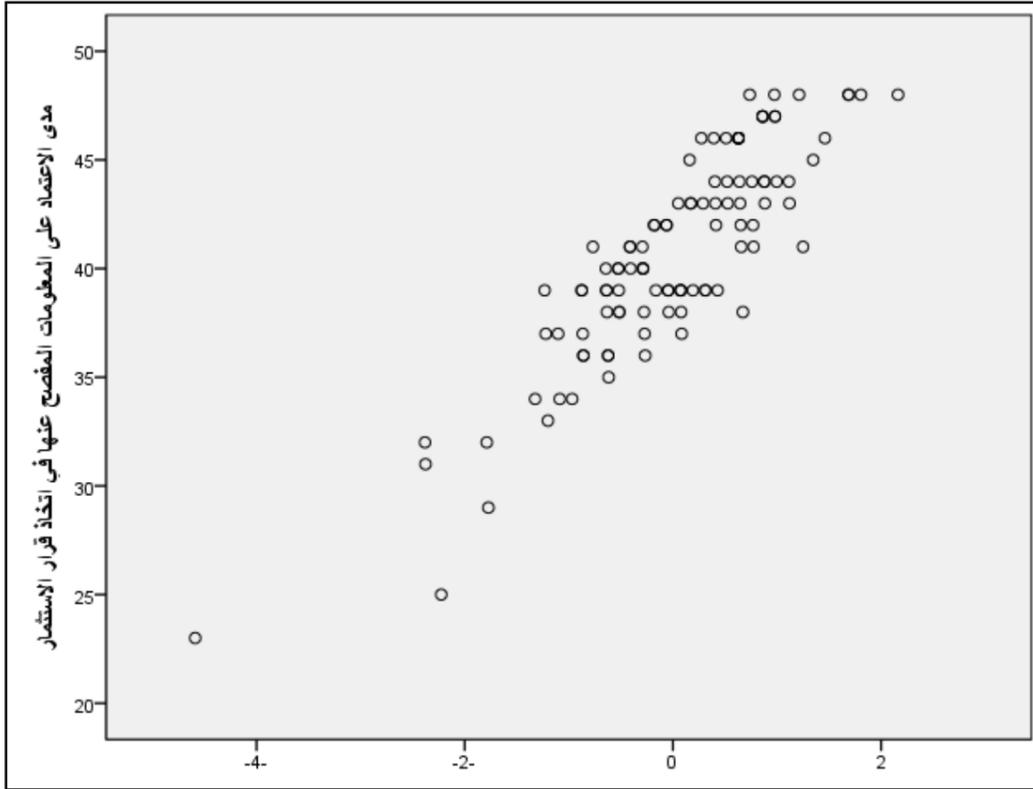
Correlations

	مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	مدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح	مدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح
مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	Pearson Correlation	1	.471**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	105	105
مدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح	Pearson Correlation	.471**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	105	105

Correlations

	مدى الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	مدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح
مدى الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	1 .471** 105
مدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بنظام وتعليمات الإفصاح	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	.471** .000 105

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).



ط- اختبار الفرضية الرابعة.

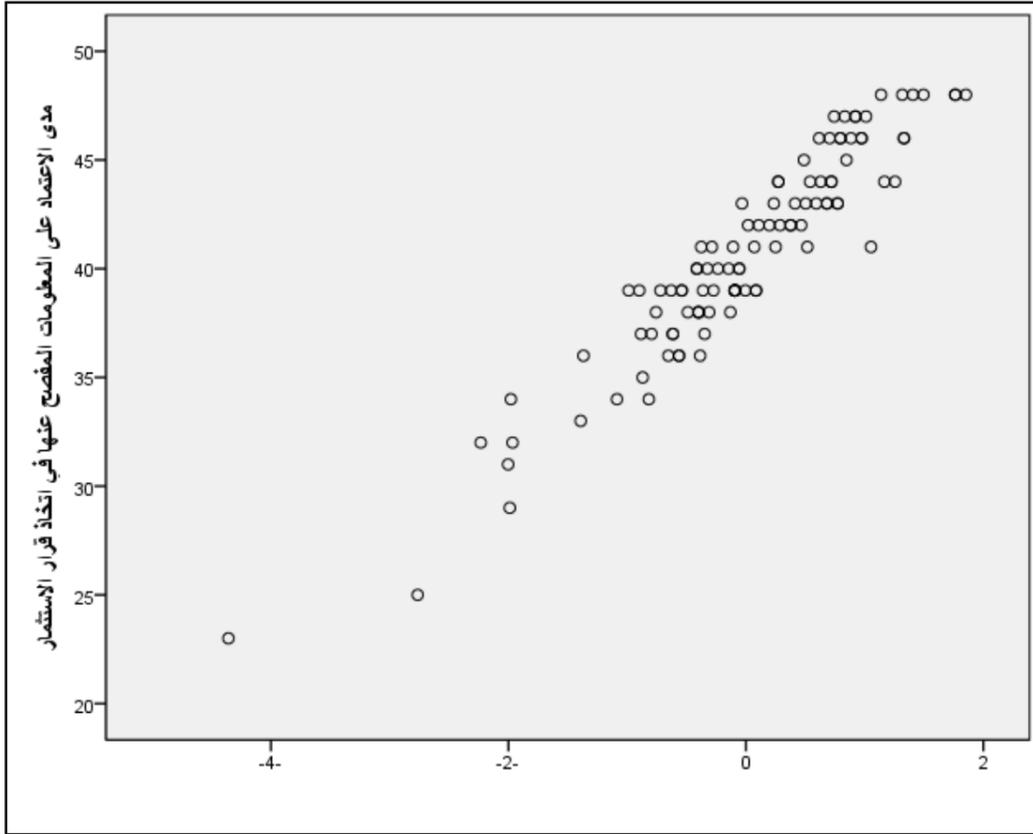
Correlations

	مدى الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	مدى ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأسواق والأوراق المالية لخدمة قرار الاستثمار
مدى الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	1 .322** 105
مدى ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأسواق والأوراق المالية لخدمة قرار الاستثمار	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	.322** .001 105

Correlations

	مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	مدى ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأسواق والأوراق المالية لخدمة قرار الاستثمار
مدى الاعتماد على المعلومات المفصح عنها في اتخاذ قرار الاستثمار	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	1 .322** 105
مدى ملائمة نظام وتعليمات الإفصاح الصادر عن هيئة الأسواق والأوراق المالية لخدمة قرار الاستثمار	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	.322** .001 105

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

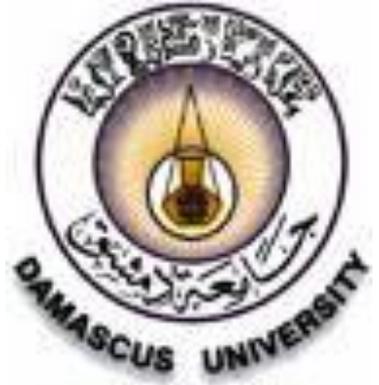


Syrian Arab Republic

University Of Damascus

Faculty Of Economics

Banking And Insurance Department



**The Role Of Disclosure In Making Investment Decisions In
Securities Exchanges**

(A Field Study In Damascus Securities Exchange)

**Submitted as a Partial Fulfillments of the Requirements for the
Master Degree in Banking and Insurance**

Prepared by:

Ibrahim Hatem Hallak

supervision by:

Dr. Raghid Kassoua

Co - Supervisor:

Prof. Dr. Essam Al Arbed

2014

The Role of Disclosure in Making Investment Decisions in Securities Exchanges

A Field Study In Damascus Securities Exchange

Prepared by: Ibrahim Hatem Hallak
supervision by : Dr. Raghid Kassoua
Co- supervisor : Prof. Dr. Essam Al-Arbed

Abstract

This study aimed to identify the degree of reliance on the disclosed information in making investment decisions in Damascus Securities Exchange, over the perception of investors and brokerage firms of the importance of disclosure in rationalizing investment decisions, and to highlight the degree of commitment of companies listed on Damascus Securities Exchange of Disclosure System and Instructions which issued by the Syrian Commission on Financial markets and Securities, and to identify the adequacy of making investment decisions.

In order to achieve these goals, the researcher after viewing the theoretical framework for the study, conduct a field study included a questionnaire distributed to investors and employees at brokerage firms in Damascus Securities Exchange.

The most important results which have been reached are the following:

- 1- Investors and brokerage firms in Damascus Securities Exchange rely on disclosed information in making investment decisions.
- 2- The individuals of the sample study are aware of the importance of disclosure in rationalizing investment decisions and disclosure.
- 3- Companies which are listed in Damascus Securities Exchange are committing to disclosure instructions that issued by Syrian Commission on Financial Markets and securities; these instructions are considered convenient to serve the investment decisions.

The researcher recommended a number of recommendations including:

- 1- the need to work to increase the confidence of investors and satisfaction in the disclosed information, and holding of seminars, conferences and training courses which help investors to get advantage of the disclosed information.
- 2- Deliver information in a fair and timely manner to all users, as this has a positive impact on the stability of the securities exchange market .