



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم تمويل ومصارف

ماجستير أسواق مالية

دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة

السوق المالي

( دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية )

" رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير "

إعداد الطالبة:

روى باخوص

إشراف الدكتور:

أكرم حوراني

٢٠١٤-٢٠١٥

## دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي

( دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية )

إعداد الطالبة:

روى باخوص

إشراف الدكتور:

أكرم حوراني

### الملخص

تلعب أسواق رأس المال دوراً أساسياً في تحقيق النمو الاقتصادي، ومن المعروف أن وجود أسواق رأس المال وبورصات الأوراق المالية ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي، ويعد تنظيم تداول الأوراق المالية المهمة الأولى لهذه الأسواق، ويعتمد الاستثمار في الأوراق المالية، وتداولها بالدرجة الأساس على الإفصاح عن البيانات، والمعلومات عن جميع أنشطة الشركات التي يتم التعامل بأوراقها المالية في السوق، العنصر الرئيسي في تحديد أسعار الأوراق المالية، ودقة البيانات، والمعلومات المنشورة التي تؤثر كثيراً على قرارات المستثمرين، وإن أي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي إلى انخفاض كفاءة أسواق رأس المال، وينعكس بصورة مباشرة على سعر السهم في سوق رأس المال وإلى اختلاف سعر السهم في السوق عن السعر الحقيقي لهذا فإن أهم سمة ميزت إفلاس الشركات في العالم عام ٢٠٠٢ كانت فضائح التزوير في حسابات تلك الشركات، وترفعت على قمة قائمة الشركات المفلسة شركة وورلد كوم للاتصالات، واستطاعت إدارة الشركة المذكورة تمرير هذه المخالفات التي رفعت من سعر السهم في السوق وجنى المخالفون أرباح غير حقيقية.

إن هذه الدراسة جاءت لعرض أهمية كفاءة الأسواق المالية وطبيعة المخالفات لهذه الشركات وأثر ذلك على سوق رأس المال، والاقتصاد القومي، وأهمية تطوير هيئة الرقابة على سوق رأس المال لمنع تكرار مثل هذه المخالفات، والحفاظ على كفاءة السوق.

## التصريح

دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي

( دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية )

أصِرَّح بأن هذه الدراسة غير مقتبسة، أو منقولة، أو محرفة من أي عمل علمي آخر، ولم يسبق أن قُبِلْتُ للحصول على أية شهادة، أو درجة علمية.

التاريخ: / / ٢٠

اسم الطالبة  
روى باخوص

التوقيع

تم تدقيق هذه الرسالة بعنوان:

دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي

( دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية )

إعداد الطالبة:

روى باخوص

وقد تم تنقيحها وتدقيقها لغوياً بإشرافي ومعرفتي.

وداد عطفة	الاسم
باب توما - القشلة	العنوان
٠٩٣٣٦٥٤٠٩٠	رقم الهاتف
	التوقيع

دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي  
( دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية )

إعداد الطالبة:

روى باخوص

موافقة أعضاء لجنة الحكم

رئيساً ومشرفاً	الأستاذ الدكتور :
عضواً	الأستاذ الدكتور :
عضواً	الدكتور :

# غاية العلم الخير

أفلاطون

## إهداء

إلى الذي وهبني كل ما يملك حتى أحقق له آماله، إلى  
الإنسان الذي امتلك الإنسانية بكل قوة مترجمة في تقديسه

للعلم: والدي العزيز على قلبي.

إلى التي وهبت فلذة كبدها كل العطاء والحنان إلى التي

صبرت على كل شيء: أمي أعز ملاك على القلب

والعين.

وإليك أخيراً يا من كنت دوماً ملاك الحارس، تزرع في

نفسي الأمل والتفاؤل والسعادة زوجي الغالي.

## شكر وعرفان

أحمد وأشكر الله تعالى الذي منحنا نعمة العلم والبصيرة..

أتقدم بالشكر والتقدير إلى أستاذي الفاضل:

الأستاذ الدكتور أكرم حوراني الذي تفضل بالإشراف

على هذا البحث، حيث لن تكفي حروف هذه الرسالة

لإيفائه حقه بصبره وتفانيه، ولتوجيهاته العلمية التي لا تقدر

بشمن.

والشكر الكبير إلى كلية الاقتصاد في جامعة دمشق على

امدادنا بالمراجع اللازمة لاغناء هذا البحث وإلى المحكمين

الأساتذة الأفاضل الذين تفضلوا بالحكم على هذا البحث

وامداداه بالملاحظات المفيدة ...



## فهرس المحتويات

١٦	١-المقدمة . . . . .
١٧	٢-أهمية البحث . . . . .
١٨	٣- أهداف البحث . . . . .
١٨	٤- مشكلة البحث . . . . .
١٨	٥- منهج البحث . . . . .
١٩	٦- فرضيات البحث . . . . .
٢٠	٧- أداة البحث . . . . .
٢٠	٨-مجتمع وعينة البحث . . . . .
٢٠	٩- الدراسات السابقة . . . . .
٢٧	١٠- مخطط البحث . . . . .
٢٨	الفصل الأول: هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية. . . . .
٣٠	المبحث الأول: ماهية هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية . . . . .
٣٠	١-إحداث هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية: . . . . .
٣٠	٢-تعريف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية: . . . . .
٣١	٣-مجلس مفوضي الهيئة : . . . . .
٣٢	٤-الميكمل التنظيمي للهيئة : . . . . .
٣٦	المبحث الثاني: مهام وأهداف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية . . . . .
٣٦	١-مهام هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية: . . . . .
٣٨	٢-الأهداف الأساسية للهيئة: . . . . .

- ٣٩- دور الافصاح في صنع القرار الاستثماري: .....
- ٤٣- الفصل الثاني: الأسواق المالية و كفاءتها.....
- ٤٤- المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.....
- ٤٤-١- مفهوم الأسواق المالية :.....
- ٤٥-٢- أنواع الأسواق المالية : .....
- ٤٨-٣- أنواع الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:.....
- ٥٠-٤- مقارنة بين الأسهم و السندات : .....
- ٥٠-٥- التحليل الأساسي و التحليل الفني للأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق المالي : .....
- ٥١-٦- الفرق بين التحليل الفني والتحليل الأساسي : .....
- ٥١-٧- أهمية أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية:.....
- ٥٣-٨- الأسباب التي تؤثر على عرض و طلب رؤوس الأموال : .....
- ٥٤-٩- مؤشرات أسواق الأوراق المالية : .....
- ٥٧- المبحث الثاني: كفاءة أسواق الأوراق المالية.....
- ٥٧-١- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية :.....
- ٥٨-٢- أنواع الكفاءة للأسواق المالية : .....
- ٦١-٣- صيغ الكفاءة للأسواق المالية : .....
- ٦٢-٤- خصائص السوق الكفوءة:.....
- ٦٤-٥- معوقات كفاءة أسواق الأوراق المالية في الدول النامية : .....
- ٦٤- أ- معوقات تنظيمية و تشريعية و هيكلية : .....
- ٦٦- ب- قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية : .....
- ٦٦- ج- عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية : .....

- ٦٦..... د- معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي :
- ٦٨..... ه- مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج :
- ٦٩..... ٦- سبل رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية :
- ٧٢..... المبحث الثالث: سوق دمشق للأوراق المالية.....
- ٧٢..... ١- تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية:
- ٧٢..... ٢- ماهية سوق دمشق للأوراق المالية :
- ٧٣..... ٣- مهام السوق :
- ٧٣..... ٤- مركز المقاصة و الحفظ المركزي .....
- ٧٣..... ٥- شركات الخدمات و الوساطة المالية.....
- ٧٣..... ٦- الشركات المساهمة.....
- ٧٤..... ٧- مكونات السوق :
- ٧٤..... ٨- شروط الإدراج في السوق النظامي و الموازي :
- ٧٥..... ٩- الهيكل التنظيمي :
- ٧٥..... ١٠- الأوراق المتداولة في سوق دمشق :
- ٧٦..... ١١- الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب القطاعات :
- ٧٧..... ١٢- المعوقات التي يواجهها التداول في سوق الأوراق المالية السورية :
- ٧٨..... ١٣- الأساليب المتبعة في سوق دمشق للأوراق المالية لحماية جمهور المستثمرين:
- ٨٠..... الفصل الثالث: دراسة ميدانية حول دور هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية .....
- ٨٣..... أولاً: اختبار التوزيع الطبيعي:.....
- ٨٤..... ثانياً- اختبارات الصدق والثبات:.....
- ٨٤..... ١- صدق الأداة:.....

٨٤	٢- ثبات الأداة:
٨٦	ثالثاً: وصف العينة:
٩١	رابعاً: تحليل النتائج:
١٠٨	النتائج:
١١٠	التوصيات:
١١٢	١١- قائمة المراجع .
١٢١	الملحق رقم (١)
١٢٩	الملحق رقم (٢)

## قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
١	مقارنة بين الاسهم و السندات	٥٠
٢	شروط الادراج في سوق دمشق للاوراق المالية	٧٤
٣	الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية	٧٦
٤	شركات الوساطة و الخدمات	٧٧
٥	أوزان اجابات الجزء الثاني من الاستبيان	٨٣
٦	اختبار التوزيع الطبيعي	٨٣
٧	قيم معامل الثبات ألفا كرونباخ	٨٥
٨	قيم معامل ثبات جوتمان للتجزئة النصفية	٨٥
٩	عدد الاستبيانات الموزعة و المستردة و الصالحة للتحليل	٨٦
١٠	التوزيع التكراري و النسبي لأفراد العينة حسب الجنس	٨٧
١١	التوزيع التكراري و النسبي لأفراد العينة حسب العمر	٨٨
١٢	التوزيع التكراري و النسبي لأفراد العينة حسب المستوى التعليمي	٨٩
١٣	التوزيع التكراري و النسبي لأفراد العينة حسب المهنة	٩٠
١٤	المتوسط الحسابي و الانحراف المعياري و $t$ و القيمة المعنوية لعبارات المحور الأول	٩١
١٥	المتوسط الحسابي و الانحراف المعياري و $t$ و القيمة المعنوية لعبارات المحور الثاني	٩٥
١٦	المتوسط الحسابي و الانحراف المعياري و $t$ و القيمة المعنوية لعبارات المحور الثالث	٩٩
١٧	المتوسط الحسابي و الانحراف المعياري و $t$ و القيمة المعنوية لعبارات المحور الرابع	١٠٣
١٨	اختبار تحليل التباين بين متوسطات إجابات أفراد العينة على كل محور من محاور الدراسة وفقاً لمتغير المهنة	١٠٦

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
٤٨	أنواع الأسواق المالية	١
٧٥	هيكل السوق المالي السوري	٢
٨٦	التوزيع التكراري لأفراد المجتمع و العينة وفقاً لمتغير الشهادة	٣
٨٧	التوزيع النسبي لافراد العينة حسب الجنس	٤
٨٨	التوزيع النسبي لافراد العينة حسب العمر	٥
٨٩	التوزيع النسبي لافراد العينة حسب المستوى التعليمي	٦
٩٠	التوزيع النسبي لافراد العينة حسب المهنة	٧

## دور هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي

( دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية )

### مخطط البحث :

- ١- المقدمة .
- ٢- أهمية البحث .
- ٣- أهداف البحث .
- ٤- مشكلة البحث .
- ٥- منهج البحث .
- ٦- فرضيات البحث .
- ٧- أداة البحث .
- ٨- مجتمع و عينة البحث .
- ٩- الدراسات السابقة .
- ١٠- مخطط البحث .
- ١١- قائمة المراجع .

## ١- المقدمة .

إن 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 وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده.

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، ولاسيما في الدول الرأسمالية وجاء انتشار الشركات المساهمة، وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية وقد ظهرت أول بورصة للأوراق المالية في فرنسا عام ١٧٢٤، وفي بريطانيا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة للأسهم عام ١٨٢١، وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه التعاملات في السابق وهو وول ستريت. حيث وجدت هذه الأسواق في الأساس لتشبع رغبات، وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين البشر، والمؤسسات، والشركات. وتعمل تلك الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب، والعرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات<sup>١</sup>.

وتعرف تلك الأسواق بأنها سوق منظمة تجري فيها المعاملات على الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات، وكذلك السندات الحكومية القابلة للتداول في هذه السوق، وذلك بواسطة أشخاص مؤهلين، ومخصصين في هذا النوع من التعامل، ولا بد أن يلتزم هؤلاء المتعاملون في السوق بالقوانين، واللوائح التي تنظم التعامل فيها، وتقوم على إدارة السوق هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح، وتعد سوق الأوراق المالية الهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة لديهم الأمر الذي يتطلب توفر قدر من البيانات، والمعلومات المالية الصحيحة المتعلقة بالشركات التي تتداول أدواتها في السوق حتى يتمكن هؤلاء من ترشيد قراراتهم، وتحقيق أرباح غير عادية في ظل سوق تتصف بالكفاءة.

<sup>١</sup> حسان خضر - تحليل الأسواق المالية - سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية - العدد - ٢٧ آذار ٢٠٠٤ .



وتلعب أسواق رأس المال دوراً أساسياً في تحقيق النمو الاقتصادي، ومن المعروف أن وجود أسواق المال، وبورصات الأوراق المالية ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي، ويعد تنظيم تداول الأوراق المالية المهمة الأولى لهذه الأسواق إذ أنها ستخفض تكاليف التمويل بالملكية والدين وتوفر السيولة للاستثمارات الجديدة، وتخفض من درجة الخطر المالي وتوفر أدوات مالية تساعد على تكوين الادخارات وتساهم في رفع كفاءة الإدارات باتجاه زيادة الأرباح وتسريع معدلات النمو الاقتصادي<sup>٢</sup>.

وإن الاستثمار في الأوراق المالية وتداولها يعتمد بالدرجة الأساس على الإفصاح عن البيانات والمعلومات عن جميع أنشطة الشركات التي يتم التعامل معها في السوق المالي وهي العنصر الأساس في تحديد أسعار الأوراق المالية وإن دقة هذه البيانات والمعلومات المنشورة تؤثر كثيراً على قرارات المستثمرين وأي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي إلى انخفاض كفاءة السوق المالي وينعكس بصورة مباشرة على سعر السهم في السوق المالي، ونتيجة لذلك يتحقق الابتعاد بين سعر السهم في السوق المالي وبين القيمة الحقيقية لهذا السهم، ولتطبيق شروط الكفاءة العالية للسوق المالي لابد من وجود هيئة للأوراق والأسواق المالية تقوم بمراقبة وتنظيم عمليات التداول في الأسواق المالية لحماية مصالح المستثمرين لأنه على الرغم من توفر كافة الشروط المناسبة لتحديد عمليات التداول ومراقبتها إلا أن الواقع أثبت وجود ثغرات يستطيع المستثمرين المرور من خلالها، وتحقيق أرباح غير حقيقية بالإضافة للمخالفات التي ترتكبها الشركات، وخاصة بموضوع دقة البيانات والمعلومات وسرعة وصولها للمستثمرين وأثر ذلك على السوق المالي والاقتصاد الوطني.

## ٢- أهمية البحث .

تأتي أهمية هذه الدراسة من وجود هيئة لمراقبة وتنظيم عمليات التداول في الأسواق المالية السورية والمتمثلة بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية لحماية مصالح المستثمرين والتحقق من دقة البيانات والمعلومات المقدمة من قبل الشركات التي تدخل أسهمها في السوق، وتوفرها بسرعة وفي نفس الوقت وبدون أي تكلفة لجميع المتعاملين فيها. بالإضافة لتعزيز دورها، ومنع المخالفات التي ترتكبها الشركات، وأثر ذلك على السوق المالي والاقتصاد الوطني والحفاظ على كفاءته .

---

<sup>٢</sup> FRASER D, R&P .S, Rose, ١٩٨٧, "Financial Institutions and Market in a Changing World" business, pup, Inc, Tara's, pp.٥٩٠:٥٩٣

### ٣- أهداف البحث .

تتمثل أهداف البحث بتحديد الوسائل الكفيلة لتعزيز كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية وأهمية هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في مراقبة أعمال السوق من أجل حماية مصالح المستثمرين والتأكد من أن التعامل يتم على أسس عادلة وسليمة والتأكد من صحة المعلومات المقدمة من قبل الشركات المدرجة أسهمها ومحاسبتها لواقع الشركة وسرعة وصولها إلى جميع المتعاملين في نفس الوقت وبأقل التكاليف ومعرفة إذا كان هناك تأثير ملموس لقرار أحد المستثمرين في السوق على أسعار الأسهم.

### ٤- مشكلة البحث .

تأتي مشكلة البحث من أهمية المعلومات والبيانات في سوق دمشق للأوراق المالية من حيث صحتها وسرعة وصولها للجميع وبأقل التكاليف وتأثيرها على القرار الاستثماري وبالتالي على سعر السهم، والعمل على زيادة الوعي الاستثماري لدى الأفراد بالاستثمار بالأوراق المالية، وبذلك يمكن صياغة مشكلة الدراسة في الأسئلة التالية:

هل تعمل هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية على التحقق من صحة المعلومات المالية المقدمة من قبل المؤسسات المدرجة أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية؟

هل البيانات والمعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق السورية جميعها متاحة لجميع المتعاملين بعدالة وفي نفس الوقت وبأقل التكاليف؟

هل تقوم هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بمراقبة أعمال السوق من أجل حماية مصالح المستثمرين والتأكد من أن التعامل يتم على أسس عادلة وسليمة؟

هل هناك تأثير ملموس لقرار أحد المستثمرين في السوق على أسعار الأسهم؟

### ٥- منهج البحث .

إن المنهج المستخدم في هذه الدراسة هو المنهج الوصفي التحليلي، والمنهج الوصفي هو أسلوب من أساليب التحليل المرتكز على المعلومات الكافية والدقيقة عن ظاهرة، أو موضوع محدد، أو فترة زمنية معلومة، وذلك من أجل الحصول على نتائج علمية، ثم تفسيرها بطريقة موضوعية بما ينسجم مع المعطيات الفعلية للظاهرة أو الموضوع المدروس، حيث يعتمد هذا المنهج على الدقة في الوصف،

والتفصيل لظاهرة، أو موضوع محدد على صورة كمية أو نوعية، كما أنه يلائم طبيعة الظواهر الاجتماعية، والواقع الاجتماعي على اعتبار أنّ الظواهر والمفاهيم الاجتماعية من الصعب التحكّم بجميع العوامل المسببة لها والتي تخضع للدراسة، ولذا فقد ارتبط الأسلوب الوصفي منذ نشأته بدراسة المشكلات المتعلقة بالمجالات الإنسانية والإدارية، وما زال حتى الآن مستخدماً في أغلب الدراسات الإنسانية والاجتماعية والإدارية وذلك لصعوبة استخدام الأسلوب التحريبي في هذه المجالات<sup>٣</sup>، وبالتالي كان هذا المنهج ملائماً لموضوع البحث الحالي الذي يحاول التعرف على دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي، حيث تم إجراء دراسة ميدانية بواسطة استبيان صُمم من أجل البحث الحالي بهدف جمع معلومات عن دور هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي، ثم تبويبها وتحليلها وتصوير أهم النتائج التي تم التوصل إليها على أشكال رقمية معبرة يمكن تفسيرها واستخلاص بعض النتائج والتوصيات.

## ٦- فرضيات البحث .

اتساقاً مع المشكلة التي تناولها هذه الدراسة وبما يحقق الأهداف المرجوة منها، يمكن تحديد فرضيات البحث وصياغتها على النحو التالي:

الفرضية الأولى: تعمل هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية على التحقق من صحة المعلومات المالية المقدمة من قبل الشركات المدرجة أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية.

الفرضية الثانية: إن جميع البيانات والمعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق السورية متاحة لجميع المتعاملين بعدالة وفي نفس الوقت وبأقل التكاليف.

الفرضية الثالثة: تقوم هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بمراقبة أعمال السوق من أجل حماية مصالح المستثمرين والتأكد من أن التعامل يتم على أسس عادلة وسليمة.

الفرضية الرابعة: لا يوجد تأثير ملموس على قرار أحد المستثمرين في السوق على أسعار الأسهم.

<sup>٣</sup> رحيم يونس كرو العزاوي، منهج البحث العلمي، ٢٠٠٨، ص ١٠١

## ٧- أداة البحث .

تم استخدام الاستبانة كأداة بحث ميدانية والتي تعد أحد أدوات المنهج الوصفي، وأحد وسائل الحصول على المعلومات من أفراد العينة (يعني الشخص نفسه يجب على الأسئلة)

## ٨-مجتمع وعينة البحث .

### مجتمع البحث :

يشمل مجتمع البحث ما يقارب (١٣٨٨ شخص) موزعين بين موظفين في سوق دمشق للأوراق المالية السورية وموظفين في الهيئة وموظفين في الشركات المدرجة أسهمها في السوق وشركات الوساطة المالية والمستثمرين الذين يتداولون الأسهم في السوق.

### عينة البحث :

اشتملت عينة البحث على ١٥٠ مفردة سحبت عشوائياً من مجتمع الدراسة حيث تم توزيع الاستثمارات بعدد ١٥٠ وعاد للباحث ١٣٨ استمارة صالح منها ١٣٣ أي بنسبة ٨٩% وبناء عليه تم التحليل.

## ٩- الدراسات السابقة .

١ ( الأسواق المالية الناشئة، ودورها في عملية التنمية الاقتصادية في البلدان النامية، رسالة ماجستير، شادي زهرة (٢٠٠٤).

يتناول هذا البحث بالدراسة، والتحليل مسألة الأسواق المالية (البورصات)، ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني وبصورة خاصة في البلدان النامية. ويتطرق البحث إلى بيان الأساس النظري للأسواق المالية وأقسامها المختلفة، وإجراءات التعامل فيها، ثم التعريف بالأوراق المالية المتداولة فيها وأنواعها وطبيعتها، ومن ثم مساهمة الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، ودراسة الأزمات التي تعرضت لها بعض الأسواق المالية الناشئة مع دراسة نظرية لواحدة من هذه الأسواق، وذلك من أجل الاستفادة من هذه التجارب في إقامة سوق للأوراق المالية في بلدنا. ثم يتناول البحث تحليل الاقتصاد السوري بهدف الوقوف على بعض النقاط السلبية التي تشكل عقبة في وجه إقامة سوق للأوراق المالية في سوريا، مع التطرق إلى

الخطوات المتخذة من قبل الحكومة لإقامة سوق للأوراق المالية في سوريا، حيث استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي كأساس لمعالجة مشكلة البحث.

وتوصل البحث إلى بعض النتائج والمقترحات التي تهدف إلى تقديم بعض الحلول بهدف الوصول إلى إقامة سوق للأوراق المالية تتمتع بقدر كبير من الكفاءة بما يسهم في جعل هذه السوق محركاً لعجلة النمو الاقتصادي وليس مثبطاً لها.

٢ ) أهمية المعلومات المحاسبية، ومدى توفرها في التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة في الأردن للمستثمرين في سوق عمان المالية، مؤتة للبحوث والدراسات، ياسين أحمد العيسى، ١٩٩١.

توصلت هذه الدراسة إلى أن القوائم المالية مصدر هام للمعلومات في اتخاذ قرارات الاستثمار وأن هناك اتفاقاً بين المستثمرين الأفراد على عدم كفاية المعلومات التي تحتويها القوائم المالية التي تصدرها الشركات المالية في الأردن.

٣ ) مدى اعتماد الشركات المالية (البنوك، والمؤسسات المالية) على القوائم المالية المدققة الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الأردنية في اتخاذ قرارات الاستثمار وقرارات الائتمان، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، سناء نظمي مسودة، ١٩٩٢.

استهدفت الدراسة حول مدى اعتماد الشركات المالية على القوائم المالية المدققة والصادرة عن الشركات المساهمة العامة الأردنية في اتخاذ قرارات الاستثمار والائتمان، وجدت الدراسة أن الفئتين المستثمرتين والمقرضتين توليان أهمية لكل من مصادر التقارير المالية في قراراتهم الاستثمارية وسمعة إدارة الشركة ورأي المدقق، وتقرير مجلس الإدارة.

٤ ) سلوك واتجاهات المستثمر السعودي في سوق الأسهم السعودية، مركز البحوث، كلية العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود، إصدار ١٣/٣، ناصر محمد الصائغ، والسيد المتولي حسن، ١٩٩٣.

بينت الدراسة أن قرار الاستثمار عبارة عن نظام، وعناصر الفرد، والتي تتأثر بمتغيرات متعددة منها صفات الفرد وسلوكياته واتجاهاته.

٥ ( خصائص وسلوك واتجاهات المستثمرين في سوق البحرين للأوراق المالية، المجلة العلمية كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة قطر، ع (٦)، جاسم علي عبد الله، ١٩٩٥ .

أكد أن قلة المعلومات في سوق البحرين للأوراق المالية مقارنة بما هو متوافر في الأسواق الأخرى وتعدد الفرص الاستثمارية في البورصات العالمية من الأسباب التي تدعو العديد من المستثمرين إلى توجيه جزء من أموالهم إلى الخارج.

٦ ( دراسة درجة أهمية المعلومات المالية في ترشيد قرارات الاستثمار في الأسهم "بالتطبيق على سوق الأوراق المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، محمد أبو العلا الطحان، ١٩٩٦ .

كما استهدفت دراسته إلى قياس درجة أهمية المعلومات المالية في ترشيد قرارات الاستثمار في الأسهم بدولة الإمارات العربية المتحدة. توصلت الدراسة إلى أن أهمية، وكفاءة البيانات، والمعلومات المحاسبية تعد دالة على كفاءة سوق الأوراق المالية، وأن أهم دوافع الاستثمار في الأسهم هي العائد المتوقع للسهم، ودرجة هامش الأمان في السوق، وضرورة تنظيم أعمال الوسطاء. وأن أهم مصادر المعلومات هي التقارير الشهرية، والصحف، والمجلات، والتقارير المالية السنوية المنشورة، والإشاعات في السوق.

٧ ( محددات أنماط السلوك الاستثماري وعلاقتها بالخصائص الاقتصادية الاجتماعية للمستثمر الفرد "دراسة ميدانية في المنطقة الوسطى من المملكة العربية السعودية"، المجلة العربية للعلوم الإدارية، السيد عبد الفتاح البلاط، ١٩٩٦ .

أوضحت دراسته أن المستثمر السعودي يتصف بالتفاؤل، ويتجنب المخاطرة، كما يطبق التنوع الاستثماري كاستراتيجية لتخفيض مخاطر محفظته الاستثمارية عند مستوى معين من المخاطر. بالإضافة إلى ارتباط ميوله ودوافعه واتجاهاته وبدرجات مختلفة من المعنوية الإحصائية الاقتصادية والاجتماعية كدخله السنوي، وحجم استثماراته، ومؤهله الدراسي، وعمره، والمهنة التي ينتمي إليها.

٨ ( "أهمية المعلومات المحاسبية ومدى كفايتها لخدمة قرارات الاستثمار في الأوراق المالية" دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية بدولة الكويت، المجلة العربية للمحاسبة، وائل إبراهيم الراشد، ١٩٩٩ .

كما دلت نتائج دراسته عن أهمية المعلومات المحاسبية ومدى كفايتها لخدمة قرارات الاستثمار، وأن المشترين مقارنة بالحللين الماليين يهتمون بدرجة أكبر بالقيمة السوقية للسهم، والعائد المتوقع على السهم في المستقبل. بينما اتفق المستثمرون، والمحللون الماليون حول أهمية متغيرات المعلومات غير المحاسبية الأخرى.

٩ ( مدى فهم واستخدام المعلومات المحاسبية من قبل المستثمرين الأفراد في سوق بغداد للأوراق المالية "دراسة ميدانية"، جرش، محمد هاتف وفراس الزبيدي، ٢٠٠٠ .

وهدف دراسته للكشف عن فهم، واستخدام المعلومات المحاسبية من قبل المستثمرين الأفراد في سوق بغداد للأوراق المالية، وتوصلت الدراسة أن المستثمرين يفهمون، ويدركون المعلومات المحاسبية وهي كافية لهم. وأن مصادر المعلومات غير المالية تؤثر بشكل كبير في قراراتهم الاستثمارية، مثل نصائح الوسطاء، ونشرات السوق والمجلات والإعلانات.

١٠ ( فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب، و تونس، سامي مبارك (٢٠٠٤).

درس فيها الباحث مساهمة الأسواق المالية في استقطاب الرساميل محلياً ودولياً، الدور الذي تلعبه هذه الأسواق يتفاوت بين الدول. ففي حين تساهم هذه الأسواق في استقطاب الاستثمارات في الدول المتقدمة فإن دورها لا يزال يواجه عقبات كثيرة في الدول النامية ومنها الدول المغربية الثلاثة الجزائر، المغرب، وتونس التي هي محل هذه الدراسة.

ويمكن إبراز النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة حول الأسواق المالية في الجزائر، المغرب، وتونس على النحو الآتي:

— على مستوى سوق الإصدارات، يعتبر دورها محدوداً بسبب هيمنة القطاع المصرفي والدعم الحكومي للشركات العمومية خاصة في الجزائر، على التمويل في هذه البلدان.

— على مستوى الأسواق الثانوية، تميز البلدان الثلاثة بصغر حجمها، تدني رسملة البورصات وحركة تداول الأوراق المالية في ظل غياب الأدوات المالية المستحدثة.

\_\_انخفاض الطلب في بورصات دول الدراسة لقلّة ثقافة الادخار من جهة، ولقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي.

\_\_بالرغم من المراسيم التشريعية، والتنظيمية التي قامت بها دول الدراسة إلى حد الآن، إلا أنه لم يتم التفكير في القيام بتكامل بين البورصات الثلاثة، أو على الأقل بين بورصتي الدار البيضاء وتونس بسبب حداثة بورصة الجزائر وبؤس أداؤها.

\_\_عدم انعكاس إصلاح الأسواق المالية على خصخصة الشركات العمومية خاصة في الجزائر، في الوقت الذي كان يفترض أن تقوم البورصة بتدعيم هذا المسار.

\_\_النقص الكبير الذي تعاني منه بورصات دول الدراسة في مجال نشر المعلومات حول الأسواق المالية، مما ساهم في نفور المستثمرين من اللجوء إلى هذا النوع من التوظيفات.

١١) S. W. Becher, and R. L., weit, determinations of risk Preferences to facilitate customer-portfolio management interaction, Mathematical Analysis and applications, ١٩٨١

توصلت هذه دراسة إلى أن قرار المستثمر يعتمد على العديد من العوامل المحددة له للتأثير في اتخاذ القرار الاستثماري واختياره للأداة الاستثمارية مثل حجم موارده المالية، والعمر، والجنس، والمستوى التعليمي، وتحديد أهدافه الاستثمارية والحالة الاجتماعية.

١٢) Judith, F.S., The use of Annual Reports by U.K. investment Analyst, Journal of Accounting Research, Autumn, ١٩٨٦

بينت هذه دراسة أن هناك مجموعة من العوامل المحددة في القرارات الاستثمارية وأن التقارير المالية السنوية مجرد مصدر من عدة مصادر للمعلومات، وخاصة عندما يتعلق القرار الاستثماري بالتنبؤات المستقبلية.

١٣) Sowlash, Segdam, "I nvestors Dimentios in the Arab Financial Markets of Jordan, Kuwait, and Egypt, Presented for



the financial Accounting conference at the Yarmouk University  
on December, ١٢-١٤, ١٩٨٩

استهدفت الدراسة أسواق المال العربية لكل من الأردن، الكويت، مصر، إلى معرفة مدى اعتماد المستثمر المؤسس والمستثمر الفرد على القوائم المالية المدققة في اتخاذ القرارات الاستثمارية ومدى التجانس بين الفئتين، والأهداف التي تعود إلى تحقيقها. توصلت الدراسة إلى أن هناك اختلاف بين الفئتين حيث تبين أن المستثمر المؤسس أكثر فهماً وإدارة من المستثمر الفرد في درجة الاستفادة من المعلومات المالية المنشورة، أما مصادر المعلومات الأخرى للفئتين كانت الاتصالات الشخصية، الأفراد المتحقيقين، التقارير الخاصة، القوائم المالية المنشورة والمدققة، التقارير الرسمية المنشورة من السوق المالي، الجريدة الرسمية.

١٤) Kaplan, S. P., and reckers, P., An examination of the effect of the presidents letter and stock advisory service information on financial decisions, Behavioral research In Accountancy, ١٩٩٠

أكدت الدراسة أن خطاب رئيس مجلس الإدارة أو نصائح الوسطاء تؤثر كثيراً في قرارات المستثمرين المالية بشكل أكبر من تأثير المعلومات المحاسبية الأخرى.

١٥) Karen , M., et:al , Cultural Effect on Accounting Practice and Investment Decisions , Proceeding of ASBBS , ٢٠٠٨.

هدفت الدراسة الى التعرف على حاجات المستثمرين من المعلومات في ظل الاقتصادات المعاصرة، والعولمة، وبيان تأثير المعايير الوطنية في حماية حقوق المستثمرين حيث تبين أن هناك حاجة للاهتمام أكثر بالمعايير التي تحمي حقوق المستثمرين وعدم الاخلال فيها.

١٦) Arnold , et:al , The Impact of Information Tagging in the MD & A on Investors Decision Making , Implications for XBRL , ٢٠٠٩

تناول في دراسته أثر سلوك إدارات الشركات ومدققي الحسابات في كمية ونوعية المعلومات التي يمكن للمستثمرين أن يحصلوا عليها حيث تبين أن هناك حالة متزايدة من الأخطار في هذا المجال قد تتسبب في أضرار لحق المستثمر في الحصول على المعلومات المطلوبة.

### التعقيب على الدراسات السابقة :

نلاحظ من خلال الدراسات السابقة أنها تدعو الى أهمية الافصاح المحاسبي بالنسبة للمستثمرين في سوق الأوراق المالية باعتباره المصدر الرئيسي له للحصول على المعلومات التي يمكن أن تساعده في اتخاذ قراراته الاستثمارية، وبالتالي زيادة كفاءة السوق المالي. ويتضح الاهتمام الكبير بهذا الموضوع نظرياً وتطبيقياً في الدراسات الغربية خاصة، أما على المستوى المحلي والعربي فإن هناك حاجة لإجراء المزيد من الدراسات في هذا المجال خاصة مع التطور الذي تشهده الأسواق المالية في المنطقة العربية وخاصة في سوريا، وزيادة حركات التداول فيها بشكل عام، وهذا هو السبب الرئيس للخوض في البحث الحالي، وذلك للحكم على فعالية هيئة الأوراق والأسواق المالية في الأسواق السورية لمراقبة أعمال السوق من حيث صحة المعلومات، ودقتها وسرعة وصولها للمتعاملين من أجل حماية مصالح المستثمرين وتفعيل دورها وتوسيعه لأنها الأساس في رفع كفاءة السوق المالي، وبالتالي قدرة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الرشيدة. حيث نبحت في إثباتات جديدة في السوق المالية السورية بعد التغييرات الكبيرة التي حدثت فيها مما يعطي الدراسة بعداً متميزاً، ويشجع الباحثين للدخول في مزيد من الدراسات، والأبحاث ومن جوانب أخرى مختلفة.

## ١٠ - مخطط البحث .

الفصل الأول : هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

المبحث الأول : ماهية هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

المبحث الثاني : مهام وأهداف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

الفصل الثاني : الأسواق المالية و كفاءتها

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية

- مفهوم الأسواق المالية وأنواعها
- الدور الاقتصادي للأسواق المالية
- أنواع الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي
- مؤشرات أسواق الأوراق المالية

المبحث الثاني : كفاءة أسواق الأوراق المالية

- مفهوم الكفاءة وأنواعها
- صيغ كفاءة السوق
- خصائص السوق الكفوءة
- معوقات كفاءة أسواق الأوراق المالية في الدول النامية وسبل رفع كفاءتها

المبحث الثالث : سوق دمشق للأوراق المالية

الفصل الثالث : دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية

- المقدمة
- وصف العينة
- تحليل البيانات واختبار صحة الفرضيات

النتائج والتوصيات

المراجع

## الفصل الأول

### هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

المبحث الأول : ماهية هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

-إحداث هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

-تعريف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

-مجلس مفوضي الهيئة

-الميكمل التنظيمي للهيئة

المبحث الثاني : مهام وأهداف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

\_مهام هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

\_الأهداف الأساسية للهيئة

\_دور الافصاح في صنع القرار الاستثماري

## الفصل الأول

### هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

لقد شهد الاقتصاد السوري في السنوات القليلة الماضية العديد من الإصلاحات التي تناولت كافة أوجه النشاط الاقتصادي، وكغيره من القطاعات كان للقطاع المالي نصيبه من هذه الإصلاحات بشكل عام، ولقطاع الأوراق المالية بشكل خاص. وتنطلق أهمية هيئة الأوراق المالية من ضرورة بناء مؤسسة موحدة تحقق قيمة مضافة تزيد عما كانت تحققه المؤسسات المندمجة فيها، ومن هنا فإن الهيئة تستهدف الحد من آثار المخاطر في النظام المالي غير المصرفي وذلك بإرساء أسس للرقابة الرشيدة، والتدخل السريع، ونشر الثقافة المالية بين المواطنين، وحماية المتعاملين في الأسواق، وتدعيم الثقة في الأسواق وتنميتها، بما يؤدي إلى رفع القدرة التنافسية للخدمات المالية غير المصرفية.

تمارس الهيئة دورها بالإشراف والرقابة على قطاع الأوراق المالية والفعاليات المتعلقة به، فتقوم بتنظيم وتطوير نشاطات السوق الأولي ومكوناته، فيتضمن عملها الشركات المساهمة وشركات الخدمات والوساطة المالية ومفتشي الحسابات من خلال مديرياتها باختصاصاتها المختلفة. وبعد استكمال الأطر التشريعية والتنظيمية الملائمة سارت الهيئة بخطى حثيثة لاستكمال الهيكل العملي بافتتاح سوق دمشق للأوراق المالية وفق متطلبات الثقة والشفافية وبعيداً عن مظاهر المضاربات والاستغلال.

## المبحث الأول

### ماهية هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

#### ١- إحداء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية:

حيث جاء القانون /٢٢/ لعام ٢٠٠٥ القاضي بإحداء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وهي هيئة رسمية رقابية منظمة لسوق رأس المال الوطني، ولها شخصية اعتبارية، وتمتع باستقلال مالي وإداري، وترتبط برئيس الوزراء، وذلك تعزيزاً لاستقلالها، وحتى تعمل بكفاءة وفعالية لتحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها. حيث تعتبر الهيئة حجر الأساس في بناء قطاع الأوراق المالية الذي ظل غائباً عن الساحة الاقتصادية، وكذلك عن اعتبارات التنمية لفترة طويلة.

#### ٢- تعريف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية:

تعرف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بأنها هيئة ناظمة لعمل الأسواق المالية ترتبط برئيس مجلس الوزراء، وتمتع بالشخصية الاعتبارية، وبالاستقلال المالي، والإداري ولها جميع الصلاحيات اللازمة للقيام بالمهام والوظائف المنوطة بها وبما يحقق أهدافها. بالإضافة إلى أنها هيئة رقابية فهي تصدر التعليمات وتشرف، وتراقب، وتتخذ الإجراءات اللازمة لحماية حقوق حملة الأوراق المالية.

تتألف الهيئة العامة للسوق من كافة الأعضاء المسددين لبدلات الانتساب للسوق، وبدلات الاشتراك السنوية فيها ويحدد النظام الداخلي للسوق شروط، ومتطلبات العضوية ومسؤولياتها. وتمثل صلاحيات الهيئة العامة للسوق في النظر في كافة الأمور المتعلقة في السوق وتطويرها. وتعمل الهيئة على تطوير قطاع الأوراق والأسواق المالية والأنشطة والفعاليات الملحقة بها وفق المعايير والممارسات الدولية ومن خلال ضمان مبادئ العدالة والشفافية وتنمية الوعي الاستثماري لتعزيز فرص الإصلاح، والتنمية لتوطيد مناخ الاستثمار الآمن وذلك من خلال<sup>٤</sup>:

• العمل على تعميق كفاءة قطاع الأوراق المالية لإتاحة الفرص لجذب المدخرات بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.

<sup>٤</sup> القانون ٢٢ لعام ٢٠٠٥ .

• رفع كفاءة العاملين في قطاع الأوراق المالية وترسيخ التزامهم بالمبادئ الأخلاقية وبالتطبيق الأمثل لمعايير السلوك المهني.

• ترسيخ أسس التعامل السليم والعاقل بين مختلف فئات المستثمرين لتعميق ثقتهم ولتنمية وعيهم الإستثماري.

• التعاون والتنسيق مع الهيئات العربية والدولية لتبادل المشورة والخبرات.

• تطوير التشريعات والقواعد ونظم العمل بما يسمح على مواكبة التطورات والمعايير الدولية بما يخدم السوق.

### تخضع لإشراف ورقابة الهيئة الجهات التالية :

١- الشركات المصدرة للأوراق المالية.

٢- شركات الخدمات والاستشارات والوساطة المالية المرخص لها.

٣- مصارف وشركات الاستثمار وصناديق الاستثمار المشترك المرخص لها.

٤- الأسواق المالية.

٥- شركات ومكاتب المحاسبة والتدقيق المعتمدة.

### **٣- مجلس مفوضي الهيئة :<sup>٥</sup>**

يتشكل مجلس المفوضين من سبعة أعضاء منهم أربعة متفرغين بينهم رئيس المجلس ونائب رئيس المجلس من ذوي الخبرة و الاختصاص على أن يكونوا أشخاصاً طبيعيين سوريين.

- رئيس مجلس المفوضين/الرئيس التنفيذي
- نائبا للرئيس
- رئيساً
- معاون وزير المالية
- معاون وزير الاقتصاد والتجارة
- معاون وزير المالية
- نائبا حاكم مصرف سورية المركزي
- مفوضين آخرين
- عضواً
- عضواً
- عضواً
- عضوين.

<sup>٥</sup> القانون رقم ٢٢ لعام ٢٠٠٥ - الخاص بهيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية

مدة العضوية في المجلس أربع سنوات قابلة للتجديد، على أن يكون التجديد لمرة واحدة بالنسبة للرئيس ونائبه، ويستمر عضو المجلس في هذه الحالة في عضويته بعد انتهائها إلى أن يتم تعيين خلف له. ويتولى المجلس تنفيذ كافة مهام الهيئة المنصوص عليها في القانون /٢٢/ لعام ٢٠٠٥، وكذلك اللوائح والقواعد والتعليمات الصادرة بمقتضاه.

#### ٤- الهيكل التنظيمي للهيئة :

يتشكّل الهيكل الإداري للهيئة من عدد من المديريات والمكاتب التي ترتبط برئيس الهيئة وفق التالي<sup>٦</sup> :

##### ١. أمانة سر المجلس :

يتولى أمين سر المجلس :

- تنظيم، وتنسيق أعمال، واجتماعات مجلس المفوضين، وتنظيم محاضر جلساته، وإعداد قراراته ومتابعة تنفيذها.
- متابعة تنفيذ التعليمات، والتوجيهات الصادرة عن مجلس المفوضين إلى مديريات ودوائر الهيئة.
- القيام بأي عمل أو تولى أي مهمة تعهد إليه من قبل رئيس مجلس المفوضين أو مجلس المفوضين.

##### ٢- مكتب رئيس المجلس :

يكون لرئيس المجلس مكتب يديره موظف إداري تتوفر لديه الخبرة ويعمل على :

- استلام الرسائل، والمعاملات الواردة الخاصة برئيس المجلس.
- تنظيم مقابلات رئيس المجلس، وإعداد محاضر الاجتماعات باستثناء اجتماعات مجلس المفوضين.
- تنسيق جدول مواعيد، واجتماعات رئيس المجلس .

##### ٣- مكتب التدقيق الداخلي :

من أهم مهام هذه المديرية :

- وضع برامج التدقيق السنوية لتقييم كفاية أنظمة الهيئة الخاصة بعمل جميع مديريات ودوائر الهيئة، ورفع التقارير حول عمليات التدقيق.

<sup>٦</sup> الموقع الرسمي لهيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية <http://www.scfms.sy>



- التأكد من قيام العاملين بالهيئة من تطبيق القوانين، والأنظمة، والتعليمات، والقرارات المتعلقة بها ومن مطابقة الأعمال الإدارية، والعمليات المالية للقوانين والتعليمات النافذة.
- تسهيل مهمة مفتشي الحسابات الخارجيين، والرد على جميع استفساراتهم.
- إبلاغ مجلس المفوضين فوراً بأية مخالفات تكتشف أثناء التدقيق، وتستدعي الحاجة الإبلاغ عنها.
- فحص وتدقيق نفقات الهيئة قبل الصرف.

#### ٤- مديرية الدراسات والأبحاث والتوعية :

- تتألف هذه المديرية من دائرتين هما دائرة الدراسات والأبحاث ودائرة التوعية والعلاقات الخارجية. ويلحق بهذه المديرية مكتبة الهيئة. ومن أبرز مهام هذه المديرية :
- دراسة الخطط، والبرامج، والسياسات، والقوانين، واللوائح الحكومية، وتأثيرها المتوقع في سوق الأوراق المالية، واقتراح تطويرها.
  - إعداد الدراسات حول سبل تطوير القطاع المالي، وأسواق الأوراق المالية في سورية.
  - إصدار الدوريات، والنشرات الخاصة بالهيئة، وإعداد البرامج الإعلامية التي تعكس نشاط الهيئة وتأمين نشرها بمختلف وسائل الإعلام.
  - الإعداد، والتنسيق، والتحضير لعقد المؤتمرات والندوات، وتنظيم المقابلات الصحفية.
  - تقييم علاقة الهيئة مع المنظمات، والهيئات الإقليمية والعالمية اقتراح السبل الكفيلة للاستفادة من البرامج، والفعاليات التي تقيمها تلك المنظمات.
  - تطوير الاتفاقيات مع الجهات الداخلية، والخارجية، وتنظيم تبادل الزيارات الرسمية معها.
  - متابعة المواضيع الواردة من المنظمات العربية، والدولية فيما يتعلق بتطوير عمل الهيئة والسوق.
  - القيام بجميع مهام الإشراف على المكتبة.

#### ٥- مديرية الرقابة والتفتيش :

- تتبع هذه المديرية ثلاث دوائر: دائرة الرقابة على سوق دمشق للأوراق المالية، ودائرة الرقابة على شركات الخدمات والوساطة المالية العاملة في سوق دمشق للأوراق المالية، ودائرة الرقابة على الشركات المساهمة. وتكون مهام المديرية ما يلي :

- ممارسة الرقابة على جميع الجهات الخاضعة لإشراف الهيئة والاطلاع على سجلاتها وقيودها والحصول على نسخ منها بهدف التأكد من التزامها بالقوانين، والأنظمة، والتعليمات النافذة

كدراسة نسب التملك في الشركات، ومتابعة الشائعات التي لها تأثير على سعر أية ورقة مالية ودراسة الانحراف في سعر أية ورقة مالية.

▪ إجراء أي تحقيق أو تفتيش بإشعار مسبق أو بدونه لتحديد ما إذا كان أي من الجهات المذكورة أعلاه قد ارتكب مخالفة أو اتخذ إجراءات تحضيرية تؤدي إلى ارتكاب مخالفة واقتراح التدابير أو العقوبات المناسبة بشأنها، ومن ثم إحالة الملف المنظم بالمخالفة إلى مديرية الشؤون القانونية والمتابعة.

▪ القيام بزيارات ميدانية على جميع شركات الخدمات المالية للتأكد من مطابقتها للقوانين والأنظمة.

▪ التأكد من قيام جميع الشركات المساهمة، صناديق الاستثمار، شركات الخدمات المالية، رابطة شركات الخدمات والوساطة المالية، صندوق حماية المستثمرين وصندوق ضمان التسوية باللوائح والتعليمات والقوانين.

#### ٦- مديرية الإصدار و الترخيص و الإفصاح :

تتبع هذه المديرية دائرتان: دائرة الإصدار والإفصاح للشركات المساهمة ، ودائرة الترخيص والإفصاح لشركات الخدمات والوساطة المالية ، وتكون مهام المديرية ما يلي :

▪ تلقي طلبات إصدار الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى، ودراساتها، ودراسة نشرات إصدارها، والتأكد من مطابقتها للأنظمة النافذة، ورفع المقترحات بشأنها.

▪ تلقي طلبات تأسيس، وترخيص شركات الخدمات، والوساطة المالية، وفتح فروع لها، ودراساتها، والتأكد من استيفاء تلك الشركات لكافة المتطلبات، والمستندات المنصوص عليها في الأنظمة النافذة سواء من حيث المتطلبات البشرية المؤهلة أم المادية، ورفع التوصية بشأنها.

▪ دراسة ومتابعة أوضاع الشركات المساهمة التي تواجه ظروفًا جوهرية طارئة أو تغييرات هيكلية تؤثر في نشاطها أو مركزها المالي بما في ذلك عمليات إعادة هيكلة رأس المال، والاندماج، والتصفية، وتقديم التوصيات المناسبة بشأنها.

▪ اعتماد مفتشي حسابات الشركات الخاضعة لرقابة الهيئة حسب الضوابط المعتمدة من قبلها بهذا الشأن.

▪ منح التراخيص لصناديق الاستثمار، ومتابعة أوضاعها.

## ٧- مديرية الشؤون الإدارية والمالية :

تتألف هذه المديرية من دائرتين: دائرة الشؤون الإدارية ودائرة الشؤون المالية. ويلحق بهذه المديرية مكتب للحراسة. وتكون مهام هذه المديرية كما يلي:

- المتابعة والإشراف على النواحي الإدارية اليومية، وسير العمل في مديريات، ودوائر الهيئة.
- الاطلاع على جميع المراسلات الداخلية، والخارجية، والتعاميم، والقرارات، والاستفسار عن أي غموض أو لبس وإجراء التصويب اللازم عليها بالتنسيق مع المديريات المعنية.
- إحالة الرسائل الواردة من الشركات، والمتعلقة بالإفصاح عن الأمور الجوهرية، والأحداث الهامة المستعجلة، والطارئة إلى المديريات المختصة ونسخة عنها إلى الرئيس.
- رفع التقارير المالية للمجلس بشكل دوري، وعند الحاجة.
- رفع مشروع الموازنة السنوية إلى المجلس بعد التأكد من إعدادها وفق الأصول في ضوء السياسة المالية للهيئة، وكذلك دراسة، وتقديم المقترحات المناسبة لاستثمار أموال الهيئة الفائضة، وتنمية إيراداتها.
- التأكد من تأمين احتياجات الهيئة من الموظفين، ومتابعة إجراءات التعيين حسب الأنظمة، والتعليمات، والتأكد من توفير الخدمات الضرورية لهؤلاء الموظفين لضمان انتظام سير العمل.

## ٨- مديرية الشؤون القانونية و التنفيذ و المتابعة :

تتبع هذه المديرية دائرتان هما دائرة الشؤون القانونية ودائرة التنفيذ والمتابعة، وتكون مهام هذه المديرية كما يلي:

- اقتراح السبل الكفيلة بمعالجة المشاكل، والصعوبات القانونية.
- رفع ملفات المخالفات إلى رئيس المجلس مشفوعة بالتوصيات المناسبة.
- اختيار أحد موظفي المديرية ليمثلها، ويتابع أمور الهيئة لدى الجهات المعنية.
- رفع المقترحات، والدراسات المتعلقة بتطوير أعمال المديرية إلى رئيس المجلس.

## ٩- مديرية النظم والمعلومات

وتعمل المديرية على إدارة نظم شبكة المعلومات لدى الهيئة، وتحديثها بما يتواءم مع التطورات التقنية وتقدم عمل الهيئة، بالإضافة إلى توفير الدعم المستمر إلى جميع مديريات ودوائر الهيئة.

## المبحث الثاني

### مهام وأهداف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

#### ١- مهام هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية:

يتولى مجلس يدعى مجلس مفوضي الهيئة تنفيذ مهام الهيئة وكذلك اللوائح والقواعد والتعليمات الصادرة بمقتضاه ومن ضمنها <sup>٧</sup>:

- ١- وضع معايير وشروط إصدار الأوراق المالية.
- ٢- وضع السياسات التي تخدم تحقيق الأغراض والمهام المنوطة بالهيئة.
- ٣- الموافقة على طرح الأوراق المالية، واعتماد نشرات الإصدار المرتبطة بهذه الأوراق.
- ٤- تقديم المقترحات للجهات الحكومية في المجالات التي تساعد على تطوير وتعميق القطاع المالي وتوفير الحماية للمستثمرين والمتعاملين في الأوراق المالية.
- ٥- اعتماد أو منح تراخيص مزاولة المهنة للمؤسسات المالية العاملة في الأسواق التي تصدر بموجب أحكام هذا القانون، وتقييد، أو تعليق، أو إيقاف، أو إلغاء هذه التراخيص لأي شخص، أو أية جهة خاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها التي يراها المجلس مناسبة.
- ٦- تعليق نشاط الأسواق المالية لمدة لا تزيد على يوم واحد، ويتعين في حالات الضرورة تعليق نشاط السوق لمدة تزيد على يوم واحد بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على اقتراح مجلس المفوضين.
- ٧- الموافقة على إدراج، أو إلغاء، أو تعليق إدراج أية ورقة مالية لشركة أو جهة سورية متداولة في أي سوق للأوراق المالية خارج الجمهورية العربية السورية.
- ٨- منع طرح أية ورقة مالية في الأسواق المالية، أو تعليق إصدارها، أو تداولها إذا رأت الهيئة ضرورة لذلك.

<sup>٧</sup> القانون رقم ٢٢ لعام ٢٠٠٥ الخاص بهيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية

٩- تحديد البدلات المتعلقة بإصدار التراخيص لمختلف الجهات الخاضعة لإشراف ورقابة الهيئة، وتحديد هذه التراخيص. كذلك تحديد البدلات المتعلقة باعتماد نشرات إصدار الأوراق المالية.

١٠- فرض الغرامات المالية على مرتكبي المخالفات وفقاً لأحكام القانون.

١١- وضع حد أعلى، وأدنى للعمولات التي تتقاضاها شركات الخدمات، والوساطة المالية من عملائها، والموافقة على المقابل المالي والعمولات الأخرى التي تتقاضاها الأسواق المالية.

١٢- اعتماد المعايير المحاسبية، ومعايير التدقيق، ومعايير تقويم الأداء التي يجب التقيدها من قبل الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة، وتحديد المعايير والشروط الواجب توافرها في مدققي الحسابات المؤهلين لتدقيق حسابات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.

١٣- تحديد شكل محتويات القوائم المالية السنوية، والدورية، والتقارير، والمستندات التي يجب أن تقدمها الجهات المصدرة التي تطرح أوراقاً مالية للجمهور أو الجهات المدرجة أوراقها في الأسواق المالية.

١٤- تحديد البيانات والمعلومات الواجب تضمينها في نشرة الإصدار من قبل الشركات، والجهات المصدرة للأوراق المالية.

١٥- إصدار التعليمات التنفيذية والقرارات والإجراءات اللازمة لتطبيق أحكام هذا القانون.

١٦- اقتراح النظام الداخلي والأنظمة الأخرى للهيئة.

١٧- إعداد لوائح وقواعد المراقبة والإشراف على الجهات الخاضعة لإشراف الهيئة بموجب أحكام هذا القانون.

١٨- إعداد التشريعات، والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية.

١٩- تعيين مدقق حسابات مرخص لتدقيق القوائم، والحسابات المالية للهيئة.

٢٠- إعداد مشروع الموازنة السنوية للهيئة، وتقديمها لرئيس مجلس الوزراء للمصادقة عليها.

## ٢- الأهداف الأساسية للهيئة:

١- تنظيم وتطوير الأسواق المالية، والأنشطة، والفعاليات الملحقمة بها، وذلك بما يضمن تحقيق العدالة والكفاءة، والشفافية، ويساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.

٢- حماية المواطنين، والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب.

٣- تشجيع النشاط الادخاري، والاستثماري بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.

تكون الهيئة هي الجهة المسؤولة عن اصدار التعليمات والقيام بكافة الوظائف الكفيلة بتحقيق أهدافها.

### و لها في سبيل ذلك القيام بما يلي :

١- تنظيم ومراقبة الافصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.

٢- تنظيم ومراقبة اصدار الأوراق المالية.

٣- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة واشرفها.

٤- مراقبة الأسواق المالية.

وكي تتمكن من وصف السوق المالي بالكفاءة، يجب أن تتوفر فيه المقومات الأساسية للسوق الكفؤ من حيث العمق والاتساع أي وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء ومستعدة للتداول بأعلى الأسعار وأدناها لمنع التغيرات الكبيرة في أسعار الاوراق المالية، والاستمرار في تداول الأوراق المالية على مدار الساعة، وأن تتوفر العدالة في السوق المالي، ونقصد بالعدالة هي عدالة توفر المعلومات بنفس الكلف وبنفس الوقت إلى كافة المتعاملين في السوق، وعدم فسح المجال لأي مستثمر أن يحقق أرباح أعلى من تلك التي يحققها باقي المتعاملين بشكل مستمر، وارتفاع طلبات أوامر الشراء والبيع مع وجود<sup>١</sup> عرض متنوع من الأوراق المالية في السوق، أي وجود بائعين ومشتريين لهذه الأوراق وأن تعرض على جميع المستثمرين والمتعاملين فيه، مع زيادة عدد ونوعية المتعاملين في السوق، فكلما كان عدد المتعاملين كبير كلما أدى ذلك الى زيادة النشاط في السوق والعكس صحيح ، وكذلك الحال بالنسبة لنوعية المتعاملين

<sup>١</sup> جيمس بي اركابور ، رون شولتر ، ١٩٩٩ ، الاكتتاب، ترجمة ليلي زيدان ، ، الدار الدولية للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى .

وتوفر الخبرة والاختصاص والكفاءة فالمتعامل الجيد يساعد على الوصول إلى تحقيق أسعار حقيقية للأوراق المالية والعكس صحيح، وهذا ما تعمل على تحقيقه هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

### ٣- دور الإفصاح في صنع القرار الاستثماري:

#### تعريف الإفصاح:

ويعرف الإفصاح على أنه "الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين وتتضمنها البيانات المالية وتقارير مفتشي الحسابات 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"<sup>٩</sup>.

#### مبادئ الإفصاح:

- الاستمرارية في تدفق المعلومات.
- التوقيتات الزمنية لاجراءات الإفصاح.
- دقة وصحة المعلومات المفصح عنها حتى لا تكون مضللة وأن لا تكون مبالغ فيها حتى تتحقق الأهداف المطلوبة من الإفصاح.

لذلك ونظراً لأهمية الإفصاح المحاسبي في صنع القرار الاستثماري في السوق المالية، نلاحظ ازدياد اهتمام المعاهد والجمعيات العلمية والمهنية المتخصصة الملحوظ بمعايير الإفصاح والتأكيد على كمية ونوعية المعلومات الواجب توافرها، وعلى سبيل المثال وليس الحصر، نلاحظ أن مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي كان قد حدد ضمن الأهداف المتوخاة من التقارير المالية المقدمة مايلي<sup>١٠</sup>:

<sup>٩</sup> جليلائي. محمد "دور الإفصاح في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية". دمشق - سوريا ، ٢٠٠٩.  
<sup>١٠</sup> Akintoye, Ishola Rufus, "Optimising Investment Decisions Through Informative Accounting Reporting", ٢٠٠٨, Olabisi Onabanjo University, Nigeria, West – Africa, European Journal of Social Sciences – Volume ٧, Number ٣ (٢٠٠٨)

تقديم معلومات للمستثمرين الحاليين والمرتبين وكذلك الدائنين ومستخدمي البيانات في تحديد وتوقيت التدفقات النقدية المتوقعة من التوزيعات أو الفوائد، والتدفقات الناتجة عن بيع أو استيراد أو استحقاق الاستثمارات المالية والقروض. وهذه التدفقات المتوقعة تتأثر بقدرة الشركات على خلق نقدية كافية لمواجهة الالتزامات في التوزيعات والفوائد وأقساط القروض وسدادها عند استحقاقها كما تتأثر أيضاً بتوقعات المستثمرين والدائنين بالمقدرة الربحية للشركة مما ينعكس على أسعار الأسهم ضمن الأسواق التي تتعامل معها.

### أهمية الإفصاح:

يشكل الإفصاح في الأسواق المالية الضمانة الأساسية لضبط السلوك ومنع انحرافه ويساعد في تقييم الاجراءات، والنتائج بموضوعية وواقعية، والذي من خلاله يمكن السيطرة على العوامل السلبية أو العوامل غير المرغوبة وهو الأساس الذي يكفل قيام الهيئة بمهامها بالشكل الأمثل.

والجدير بالذكر أن مفهوم الإفصاح المحاسبي في الأسواق المالية، قد تطور بشكل ملحوظ. ونتيجة لتجارب عديدة مرت بها الأسواق المالية المختلفة، فمنذ أزمة الكساد الكبير في عام ١٩٢٩ وأزمة سوق المناخ في الكويت عام ١٩٨٢، وأزمة الاثنين الأسود في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٨٧، والأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في العقد الماضي، وكذلك ما شهدته الاقتصاد الأمريكي مؤخراً من الانهيارات المالية والمحاسبية لعدد من أقطاب الشركات الأمريكية العالمية خلال عام ٢٠٠٢، فقد كانت الدراسات المتعمقة لأسباب هذه الأزمات ودوافعها، وتدوين التوصيات بضرورة زيادة مستوى الإفصاح المحاسبي .

إن هناك دراسات أجريت عام ١٩٩٠، لقياس مستوى الإفصاح في بعض الدول أعضاء اللجنة الدولية للمعايير المحاسبية International Accounting Standard Committee- IASC وأوضحت الدراسة أن المعدل العام لمستوى الإفصاح عن المعلومات التي توفرها الشركات العاملة في الدول النامية، أعضاء المنظمة ضمن البيانات المالية المنشورة لا يتجاوز ٤٩% من الحد الأدنى لمستوى الإفصاح المطلوب بموجب معايير المحاسبة الدولية، في حين يصل إلى ٦٦% في الدول المتقدمة من أعضاء المنظمة<sup>١١</sup>.

<sup>١١</sup> مطر، محمد وآخرون (٢٠٠٠)، التحليل المالي والائتمان، الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ص ٨٠.



و في عام ٢٠٠١ قام مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي (FASB) بتشكيل عمل يضم ١٤ عضواً لدراسة متطلبات الإفصاح المحاسبي في المعايير المحاسبة الدولية، لتقليل الازدواجية بين هذه المتطلبات وذلك حرصاً منه على توفير الجهود، وتحسين نوعية البيانات الواجبة الإفصاح، حيث قامت هذه المجموعة بمراجعة شاملة لمعايير المحاسبة الدولية ومتطلبات الإفصاح في هيئة الأوراق المالية الأمريكية وقدمت توصياتها للمجلس بالخصوص.

وفي الولايات المتحدة بعد افلاس شركة (World Com) للاتصالات، والذي مثل صدمة كبيرة لأسواق المال داخل الولايات المتحدة وخارجها، حث الرئيس الأمريكي الكونغرس على صياغة قانون يفرض عقوبات على الشركات، ويعزز الرقابة على أنشطتها المحاسبية، وفي الخامس والعشرين من تموز عام ٢٠٠٢، أقرت لجنة مشتركة من مجلس الشيوخ والنواب مشروع القانون الجديد الذي يدور حول اصلاح المعايير المحاسبية وتشديد العقوبات على المديرين التنفيذيين المتورطين والمهتمين بإخفاء او تزوير بيانات الشركات لتصل إلى عشرين عاماً وهو ما يعادل خمسة اضعاف المدة السابقة، كما نص القانون على انشاء هيئة مستقلة للإشراف على شركات التدقيق المحاسبية وتتولى تحديد قواعد العمل والتحقق وتنظيم نشاط جميع الشركات الأمريكية، ووضع القواعد الخاصة بعدم استفادة أعضاء مجالس ادارة الشركات ومديريها من مناصبهم في تحقيق مكاسب استثمارية خاصة. ومن المقرر أن تشرف لجنة سوق الأوراق المالية على الهيئة الجديدة غير أن الهيئة ستمتع بالاستقلال التام فيما يتعلق بالتمويل واختيار الأعضاء وفي السادس والعشرين من الشهر نفسه، أقر مجلس الشيوخ الأمريكي مشروع القانون بالاجماع وذلك بعد موافقة مجلس النواب بأغلبية ٤٢٣ صوتاً ومعارضة ٣ أصوات فقط، وأطلق عليه قانون الاصلاح<sup>١٢</sup>.

وكانت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية التي أصدرت في عام ١٩٩٩ مبادئ الحاكمية المؤسسية والتي جرى تعديلها في عام ٢٠٠٤ قد أفردت باباً كاملاً للإفصاح والشفافية ليشكل أحد مبادئها الخمسة، ومما جاء فيه أنه ينبغي أن يكفل اطار الحاكمية المؤسسية تحقق الإفصاح الدقيق، وفي الوقت الملائم بشأن كافة المسائل المتصلة بالشركات ومن بينها الموقف المالي، والأداء، والملكية وأسلوب حوكمتها<sup>١٣</sup>.

ومن ذلك يجب أن يتضمن الإفصاح على المعلومات الجوهرية التالية دون أن يكون محددًا بما:

١- النتائج المالية والتشغيلية للشركة.

<sup>١٢</sup> (Lyman Johns & Mark. A. Sides). (Sarbanes-Oxley Act – Internet)

<sup>١٣</sup> مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي بشأن حوكمة الشركات، ص ١٦.

٢- أهداف الشركة.

٣- حق الأغلبية من حيث المساهمة وحق التصويت.

٤- أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين الرؤساء ومؤهلاتهم وأسس اختيارهم والمرتبات والمزايا الممنوحة لهم.

٥- العمليات المرتبطة بالأطراف ذات العلاقة.

٦- عوامل المخاطرة المنظورة.

٧- المسائل المادية المتصلة بالعاملين وبغيرهم من أصحاب المصالح.

٨- هياكل وسياسات الحاكمية.

- ينبغي اعداد، وتدقيق المعلومات، وكذلك الافصاح عنها بأسلوب يتفق ومعايير المحاسبة المعترف بها دولياً وذات الجودة العالية سواء بالافصاح المالي أو غير المالي.

- يجب القيام بعملية التدقيق السنوية عن طريق مدقق مستقل مدرب ومؤهل بهدف تقديم تأكيد خارجي وموضوعي لمجلس الإدارة والمساهمين بطريقة اعداد وعرض القوائم المالية.

- على المدقق الخارجي ابداء العناية المهنية الكاملة عند تدقيقه حسابات الشركة ويكون مسؤولاً أمام مجلس الإدارة والمساهمين.

- ينبغي أن تكفل قنوات توزيع المعلومات امكانية حصول مستخدمي المعلومات عليها في الوقت الملائم وبالتكلفة المناسبة.

- يجب على المحللين والوسطاء وغيرهم ممن يقدم التحليل والنصح لمتخذي القرار من المستثمرين الافصاح عن أية أمور جوهرية قد ينشأ عنها تضارب في المصالح التي قد تمس أمانتهم تجاه تحليلاتهم ونصحهم وعليهم كذلك الافصاح عن الاجراءات المتبعة في ادارة هذا النزاع<sup>١٤</sup>.

<sup>١٤</sup>. OECD Principles of Corporate Governance, ٢٠٠٤, Internet

## الفصل الثاني

### الأسواق المالية و كفاءتها

#### المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية

- مفهوم الأسواق المالية و أنواعها
- الدور الاقتصادي للأسواق المالية
- أنواع الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي
- مؤشرات أسواق الأوراق المالية

#### المبحث الثاني : كفاءة أسواق الأوراق المالية

- مفهوم الكفاءة وأنواعها
- صيغ كفاءة السوق
- خصائص السوق الكفوءة
- معوقات كفاءة أسواق الأوراق المالية في الدول النامية  
و سبل رفع كفاءتها

#### المبحث الثالث : سوق دمشق للأوراق المالية

## المبحث الأول

### ماهية الأسواق المالية

#### ١- مفهوم الأسواق المالية :

يرجع تطور سوق الأوراق المالية إلى تطور أسواق السلع والخدمات وإن لم تكن تعرف بهذا الاسم، ففي بداية القرن الخامس عشر ظهر مفهوم البورصة، وتعود كلمة بورصة في أصولها إلى اسم أحد كبار التجار (فان بورص) الذي كان يقيم في مدينة بروج البلجيكية، حيث كان يجتمع في فندقه العديد من التجار وعملاء المصارف والوسطاء الماليين، وكانت الارتباطات تتم في شكل عقود وتعهدات ثم تطورت لتشمل التزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة<sup>١٥</sup>. وقد جاء انشاء البورصة المتخصصة متأخراً، حيث يعود انشاء أول بورصة في أنفوس في بلجيكا إلى عام ١٥٣٦، ثم في مدينة أمستردام ١٦٠٨، وفي لندن ١٦٦٦، وفي باريس ١٨٠٨<sup>١٦</sup>. وقد تطورت الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً من اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية واندماج الأسواق المالية مع الأسواق الدولية وذلك لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات<sup>١٧</sup>.

ويعرف سوق الأوراق المالية بأنه الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تيسير عملية التداول، وتعتبر سوق الأوراق المالية من الأسواق الثانوية حيث أن الأصول التي يتم تبادلها قد صدرت في وقت سابق<sup>١٨</sup>.

ويعرف أيضاً بأنه سوق ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية وفقاً لنظام ثابت ولوائح محددة. وتتسم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد والرواج وفي جميع

<sup>١٥</sup> أبو موسى، رسمية أحمد (٢٠٠٥): الأسواق المالية و النقدية، الطبعة الاولى، مؤسسة المعترف للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ص ٩.

<sup>١٦</sup> السيسى، صلاح الدين (١٩٩٨): بورصات الأوراق المالية العربية والدولية، الطبعة الأولى، دار الوسام للطباعة و النشر، بيروت، لبنان، ص ٥.

<sup>١٧</sup> خربوش، حسني علي، أرشيد، رضا عيد المعطي، جودة، أحمد محفوظ (١٩٩٨): الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات، الطبعة الأولى، دار زهرة للطباعة و النشر، عمان، الأردن، ص ١٥.

<sup>١٨</sup> الحناوي محمد صالح، مصطفى، نهال فريد، العبد، جلال ابراهيم (٢٠٠٤) : أسواق المال و المؤسسات المالية الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص ٢٩.

الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب شأنها في ذلك شأن أية سلعة أخرى<sup>١٩</sup>.

## ٢-أنواع الأسواق المالية :

تقسم الأسواق المالية إلى عدة فئات و ذلك بحسب عوامل مختلفة :

### ١-حسب البيئة و المكان :

أسواق التبادل المباشر: ( التبادل ضمن قاعات التداول ) حيث يوجد مكان محدد للسوق يجب فيه التلاقي المباشر بين المستثمرين لتبادل الأوراق المالية.

أسواق التبادل الإلكتروني: تتم فيها المعاملات التبادلية من خلال نظام إلكتروني يستطيع المستثمرون من خلال هذا النظام إدخال طلبات الشراء والبيع عن طريق وسطائهم المعتمدين.

### ٢-حسب الإصدار :

#### سوق الاصدار أو السوق الأولي:

و هو السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية عند اصدارها لأول مرة، ويختص بتأسيس الشركات الجديدة، أو التوسع في مشروعات قائمة وذلك من خلال زيادة رأسمالها وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وطرحها للاكتتاب عبر مؤسسة متخصصة<sup>٢٠</sup>.

#### سوق التداول أو السوق الثانوي:

يقصد به السوق الذي تتداول فيها الأوراق المالية بعد الاكتتاب بها في السوق الأولي، ويعد السوق الرئيس للأوراق المالية في الاقتصاديات المعاصرة<sup>٢١</sup>.

ويمكن التمييز بين نوعين من السوق الثانوي :

<sup>١٩</sup> السبيسي، صلاح الدين حسن (٢٠٠٣): بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، مصر، ص ١٥.

<sup>٢٠</sup> السبيسي، صلاح الدين حسن (٢٠٠٣): بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٦.

<sup>٢١</sup> الداغر، محمود محمد (٢٠٠٤): الاسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، عمان، الأردن، ص ٢٤١.

## السوق المنظمة:

السوق المنظم يطلق عليه مصطلح بورصة الأوراق المالية، ويتم التعامل فيه بأسهم الشركات المدرجة أي التي تم ادراج أسهمها في السوق المالي، وتتميز هذه الأسواق بأنها لها مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء لورقة مالية مسجلة بهذه السوق كما أنها تدار بواسطة مجلس ادارة يتابع أعمال السوق<sup>٢٢</sup>.

## السوق غير المنظمة :

يطلق اصطلاح السوق غير المنظم على المعاملات التي تتم خارج سوق الأوراق المالية، أو ما يطلق عليه السوق الموازي الذي تتولاه بيوت السمسرة، والتي يعتبر كل منها سوق مستقل بنفسه، دون وجود مكان محدد لإجراء المعاملات<sup>٢٣</sup>، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات متطورة، التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، لذا عادة ما ينظر إلى الأسواق غير المنظمة على اعتبار أنها طرق لإجراء المعاملات، أكثر من كونها مكاناً لإجراء تلك المعاملات، ويتحدد سعر الورقة في هذه السوق بالتفاوض<sup>٢٤</sup>.

و تقسم الأسواق غير المنظمة إلى:

### ١- السوق الثالث:

ويمثل السوق الثالث جزءاً من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المقيدة في تلك الأسواق<sup>٢٥</sup>. وهذه البيوت في الواقع أسواق على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي بهذا الشكل تعتبر منافساً للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة<sup>٢٦</sup>.

### ٢- السوق الرابع:

يتم التعامل في السوق الرابع مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى والهدف منها استبعاد شركات السمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات وخاصة في حالة الصفقات الكبيرة، وعليها أن تبحث

<sup>٢٢</sup> رمضان، زياد (١٩٩٨): مبادئ الاستثمار الحقيقي و المالي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ص٢٥.

<sup>٢٣</sup> David .f.swesen " pioneeving portf lio management ,s, edition Free press ٢٠٠٠,p.٢٢٢

<sup>٢٤</sup> هندي، منير (٢٠٠٨): أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص٣٦-٣٧.

<sup>٢٥</sup> الداغر، محمود محمد (٢٠٠٤): الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، مرجع سابق، ص٢٤٥.

<sup>٢٦</sup> حنفي، عبد الغفار (٢٠٠٥): اساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص٧٠.

بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل من خلال شبكة اتصال إلكترونية حيث يمكن عن طريقها معرفة الأسعار وفقاً لحجم التعامل<sup>٢٧</sup>.

### ٣- حسب تاريخ الاستحقاق :

**السوق النقدية:** هي الأسواق التي تختص أو يتم فيها تداول الأصول القصيرة الأجل، والتي يكون تاريخ استحقاقها لمدة لا تتجاوز السنة، إذ أن الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد هي صكوك مديونية تعطي حاملها الحق في استرداد المبلغ الذي سبق أن اقتضه طرف آخر مع فوائده عند فترة الاستحقاق، ويمكن لحاملها التخلص منها في أي وقت (قبل فترة الاستحقاق) وبحد أدنى من الخسائر أو من دون خسائر على الإطلاق.<sup>٢٨</sup>

بمعنى أنها أسواق الاستثمار قصير الأجل يتم فيها عمليات الاقتراض والاقتراض فيما بين البنوك المحلية أو المحلية والأجنبية لفترة لا تزيد عن سنة ويتركز هذا السوق على عامل أساسي هو سعر الفائدة الذي يتحدد بناء على الطلب والعرض.

**سوق رأس المال:** وهي السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية طويلة الأجل وعادةً تكون تواريخ استحقاقها تتجاوز السنة وتمتد إلى خمسة عشرة أو ثلاثين سنة.

ويختلف السوق النقدي عن سوق رأس المال بما يلي :

١ - يعتبر السوق النقدي سوق التمويل قصير الأجل، بينما سوق رأس المال هو سوق التمويل طويل الأجل.

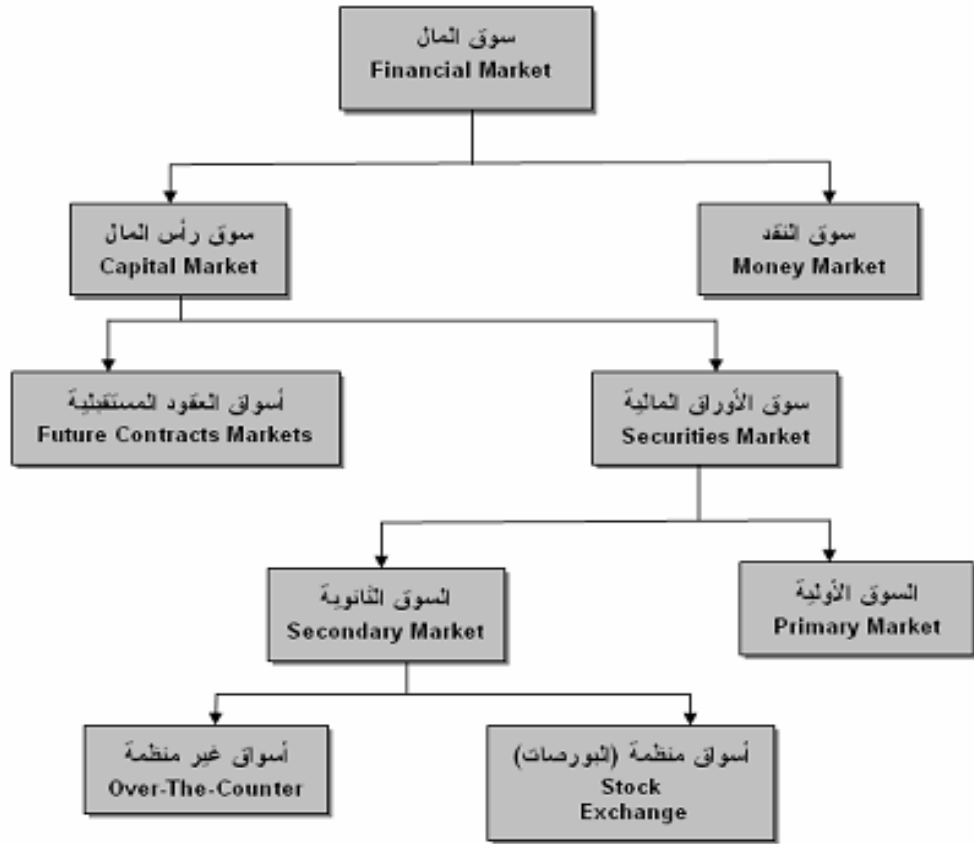
٢ - يكون لعنصري السيولة والأمان الأولوية من قبل المستثمر في سوق النقد، بينما يكون لعنصر الربحية الأولوية لمستثمر سوق رأس المال.

٣ - إن سوق رأس المال أقل اتساعاً من السوق النقدي.

٤ - إن سوق رأس المال أكثر تنظيماً من السوق النقدي والمتعاملين فيه من المتخصصين لذلك يطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة.

<sup>٢٧</sup> حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية (٢٠٠٥): أسواق المال و تمويل المشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص ٤٠.  
<sup>٢٨</sup> "David Boddy " management : An introduction " ٢ edition , new York , prentice Hall ، ٢٠٠٢p.sq.

### الشكل رقم ( ١ ) أنواع الاسواق المالية



### ٣- أنواع الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تنقسم الأدوات المالية إلى أدوات ملكية مثل الأسهم وأدوات دين مثل السندات وفيما يلي أنواعها:

أولاً: أدوات الملكية ( الأسهم ):

الأسهم هي صكوك تثبت ملكية حاملها لحصة في رأس مال الشركات المساهمة<sup>٢٩</sup>.

وتنقسم إلى قسمين:

<sup>٢٩</sup> أبو النصر، عصام (٢٠٠٦): أسواق الأوراق المالية - البورصة، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، ص ٥٥.



## ١- الأسهم العادية:

وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية للمالكين وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمها لمتغيرات مستمرة<sup>٣٠</sup>، ويتضح مما يلي أن علاقة مالك السهم بالشركة المصدرة لها هي علاقة مشاركة وملكية لا علاقة دائنة ومديونية .

## ٢- الأسهم الممتازة:

تمثل شهادة ملكية لها قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنها في ذلك شأن السهم العادي، وحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية. كما أن له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم<sup>٣١</sup>.

## ثانياً: أدوات الدين (السندات):

ويعرف السند بأنه وثيقة مكتوبة ذات قيمة اسمية قابلة للتداول تتعهد بها الشركة المساهمة العامة المصدرة لها بدفع المبلغ المالي المقترض إلى حامله بتاريخ محدد مع دفع الفائدة المستحقة عليه بتاريخ معينة. ومن هنا يمكن اعتبار السند أداة دين طويلة الأجل تصدر في سوق الأوراق المالية.

## ثالثاً: صناديق الاستثمار:

صناديق الاستثمار هي وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد، واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في ادره محافظ الأوراق المالية ووفقاً لرغبات المستثمرين، ودرجة تقبلهم للخطر<sup>٣٢</sup>.

وهي تهيئ الفرصة لمن لديهم مدخرات، ولا يمتلكون الخبرة، والوعي الاستثماري الكافي لتشغيلها بأن يقوموا باستثمارها في صناديق الاستثمار تحت ادره الخبراء والمحللين والمحترفين الذين يتولون ادرتها مقابل عمولة معينة<sup>٣٣</sup>.

<sup>٣٠</sup> معروف، هوشيار (٢٠٠٣): الاستثمار و الأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، ص ٩٢.

<sup>٣١</sup> بني هاني، حسين (٢٠٠٢): الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها أدواتها المشتقة، ص ١٤٩.

<sup>٣٢</sup> الحناوي، محمد صالح، مصطفى، نهال فريد، العبد، جلال ابراهيم (٢٠٠٤): أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص ٢٤١.

<sup>٣٣</sup> مطر، محمد (١٩٩٩): ادره الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، ص ٧٨.

#### رابعاً: المشتقات:

هي أدوات مشتقة من الأوراق المالية، وتعتمد في وجودها على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل، ولذلك يطلق عليها مشتقة أي تشتق من أصل آخر موجود<sup>٣٤</sup>.

#### ٤- مقارنة بين الأسهم و السندات :

الجدول رقم ( ١ ) مقارنة بين الاسهم و السندات

عامل المقارنة	السندات	أسهم ممتازة	أسهم عادية
من حيث الأسبقية في الحصول على الدخل	الدرجة الأولى في السداد	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
من حيث العائد والدخل	ثابت و محدد	ثابت و محدد	المتبقي و غير المحدد
تاريخ الاستحقاق (استرداد القيمة)	محدد مسبقاً وله تاريخ محدد	ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق

#### ٥- التحليل الأساسي و التحليل الفني للأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق المالي :

مفهوم التحليل الأساسي :

يركز المحلل الأساسي على قوى العرض والطلب الاقتصادية التي تتسبب في ارتفاع السعر أو انخفاضه أو ثباته على نفس المستوى. ويفحص التحليل الأساسي كل العوامل الواضحة التي تؤثر على السعر في السوق، وذلك بهدف تحديد قيمته الحقيقية التي تعتمد على قانون العرض والطلب<sup>٣٥</sup>. وبما أن العرض والطلب يتأثر بالمعلومات التي يحصل عليها المستثمرين، فصحة المعلومات وسرعة وصولها إلى المستثمرين يجعل السوق يتمتع بالكفاءة .

<sup>٣٤</sup> عبيد، سعيد توفيق (١٩٩٨): الاستثمار في الأوراق المالية، القاهرة، مصر، الطبعة الثانية، ص٥٨.  
<sup>٣٥</sup> جون ميرفي، التحليل الفني للأسواق المالية .

بينما يعرف التحليل الفني :

بأنه عبارة عن عملية البحث عن أنماط توصيفية متكررة تساعد على التنبؤ بأسعار الأسهم المتداولة وذلك لتحديد الأوراق المالية المسعرة بشكل خاطئ، ومحاولة الاستفادة من هذا التحديد في جني الأرباح. ويطلق عادةً على المحللين الفنيين اسم خبراء المنحنيات البيانية، ذلك لأنهم يدرسون الرسوم البيانية الخاصة بأداء أسعار الأسهم في الماضي على أمل الوصول إلى أنماط تصف هذا الأداء وتعطيهم القدرة على الاستقراء المستقبلي وتحقيق الأرباح بناءً على المعلومات التاريخية<sup>٣٦</sup>.

## ٦- الفرق بين التحليل الفني والتحليل الأساسي :

— يقوم المعنيون بالتحليل الأساسي على دراسة أسباب تحرك الأسعار في اتجاه معين، بينما يهتم المحللين الفنيين بمقدار حركة الأسعار ومدىها والمدة التي استغرقتها، وكذلك حجم التداول.

— يساعد التحليل الفني على تحديد الوقت المناسب للاستثمار، متى نشترى؟ متى نبيع؟ متى ندخل ومتى نخرج من السوق؟ وهذه الأسئلة لا تجد إجابات في التحليل الأساسي.

— لأجل دراسة قوى العرض والطلب، فإن المحلل الأساسي يهتم بالقوائم المالية ويقوم بمقارنة النتائج الحالية مع نتائج الفترات السابقة. بالإضافة إلى أنه يقوم بتحليل سياسات الإدارة وتوجهاتها، وذلك بهدف معرفة القيمة العادلة للسهم. بينما يهتم المحلل الفني بدراسة حركة الأسعار بالسوق على أساس أن كافة المعلومات متضمنة في السعر.

— يترك المحلل الفني الحرية للسوق ليدله، ويرشده على مسار الأسعار، أما المحلل الأساسي فيقوم بحساب القيمة العادلة لورقة مالية ما، ويتوقع من السوق أن يتحرك حتى يصل إلى هذه القيمة ثم يتوقف.

— يعتبر التحليل الأساسي أكثر فعالية في توقع الاتجاهات على المدى الطويل أطول من سنة بينما يرجح أن يكون التحليل الفني أكثر ملائمة للمعاملات قصيرة الأجل، وذلك من صفر إلى ٩٠ يوماً<sup>٣٧</sup>.

## ٧- أهمية أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية:

يتم بيع وشراء الأوراق المالية في السوق من خلال شركات الوساطة المالية المرخص لها، حيث يلعب العرض والطلب دوره الرئيسي في تحديد الأسعار، وتلعب السوق دوراً هاماً في توزيع مدخرات الأفراد

<sup>٣٦</sup> العلي، د. أحمد. إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، جامعة دمشق، ٢٠١١. ص ٢١٥.  
<sup>٣٧</sup> الهندي. منير إبراهيم. أساسيات الاستثمار في الأسواق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية. ١٩٩٩.

على مختلف المشاريع الاقتصادية، وتنشيط كافة قطاعات الاقتصاد بما ينعكس أثره في النهاية على معدل التنمية الاقتصادية للبلاد، وهي بذلك مؤشراً يعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للبلاد في أوقات الراج والكساد. وترجع أهميته إلى العوامل التالية<sup>٣٨</sup>:

١- الدور الرئيسي الذي تلعبه في المواءمة بين القطاعات المدخرة التي ترغب في استثمار أموالها والقطاعات التي بحاجة إلى تلك الموارد المالية.

٢- تساعد على تلافي الآثار التضخمية إذ يمكن تمويل المشروعات الاقتصادية دون الإفراط في خلق النقود ومنح الائتمان المصرفي.

٣- تساعد على منح القروض بتكلفة مناسبة إذا ما قورن ذلك بالاقتراض الخارجي.

٤- تساعد في جذب رؤوس أموال أجنبية تستخدم في تمويل المشاريع الكبيرة.

٥- لها دور هام في تشجيع صغار المدخرين، أو المستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية، مما ينعكس على تنمية ثرواتهم.

٦- المساعدة في رفع الوعي الادخاري والاستثماري للأفراد والمؤسسات وزيادة شفافية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة، والاقتصاد الكلي على حد سواء.

٧- تحقيق السيولة للأموال المستثمرة وذلك عن طريق بيعها في السوق بسهولة ويسر.

٨- تمكين إدارات الشركات المساهمة العامة من بناء هيكلها المالية الملائمة التي تحقق من خلالها أفضل التوازنات بين عنصري الربحية والمخاطرة.

٩- تكوين تراكم رأسمالي لآجال قصيرة أو طويلة.

١٠- تعطي عملية التنمية دفعة للنهوض بالقطاعات الاقتصادية عبر توفر التمويل اللازم.

<sup>٣٨</sup> مراجع مختلفة:

-الزبدانين، جميل (١٩٩٩): أساسيات في الجهاز المالي المنظور العلمي، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، ص ٢١١.  
-الشحات، نظير رياض محمد (٢٠٠٠): البورصات، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، ص ٥١.  
-عبد الكريم، نصر (٢٠٠١): تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية محددات وأفاق، مجلة شؤون تنموية، المجلد الخامس، العدد الأول، ص ١٠.  
-السييس، صلاح الدين حسن (٢٠٠٣): بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٠.  
-أبو موسى، رسمية احمد (٢٠٠٥): الأسواق المالية و النقدية، مرجع سابق، ص ١٣.

١١- تعمل على تنظيم اصدار الأوراق المالية، وآلية التعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، مما يضمن سلامة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، من خلال انتقال ملكية الأدوات المالية من مستثمر إلى آخر.

١٢- يعتبر سوق الأوراق المالية مؤشراً للحالة الاقتصادية، حيث يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين للاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحاً.

١٣- توفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار، تهيئ لكل مستثمر اختيار الوجهة المناسبة من حيث الأداة الاستثمارية والتكلفة والعائد والمخاطرة<sup>٣٩</sup>.

١٤- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية، كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل، وعدالة السوق، والأمان<sup>٤٠</sup>.

## ٨- الأسباب التي تؤثر على عرض و طلب رؤوس الأموال :

- الادخار: وهو التوفير في إنفاق الدخل على السلع الاستهلاكية وهذا ما حدث في فترة ما بعد الحرب العالمية إذ أن الناس كانوا لا ينفقون مدخراتهم إلا على الحاجيات الضرورية كالأكل والشرب... الخ ويؤثر هذا النقص في الأموال أو انعدامها سلباً في السوق.

- السياسة الائتمانية: يجب على الدولة أن تراعي إلى جانب الأسواق المالية أثناء إصدارها للقوانين توجه سياستها المالية. فالسياسة المالية التقليدية تؤدي إلى انخفاض الأموال المدخرة مما يؤثر مباشرة على السوق الخاصة بتلك الشركة، وهذا ما يؤدي بالشركة إلى تقليل من نشاطها داخل الأسواق المالية.

- العوامل الأمنية: قد تحدث عملية تغير اتجاه رؤوس الأموال من بلد إلى آخر نتيجة الحروب أو الأزمات السياسية، وهذا راجع إلى خوف العملاء على أموالهم مما يؤدي إلى تدهور السوق في تلك المنظمة.

- العوامل النفسية: تتمثل هذه العوامل في الإشاعات الزائفة التي تحدث اضطراب على مستوى الأسواق المالية، كما يمكن أن يحدث أزمة داخل البورصات. فمثلاً عندما يقوم العملاء ببيع أوراقهم المالية في وقت واحد فإنهم يتخلون عن السوق.

<sup>٣٩</sup> بني هاني، حسين (٢٠٠٢): الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها وأدواتها المشتقة، عمان، الأردن، ص ١٢.  
<sup>٤٠</sup> محمد، حسام الدين (٢٠٠٤): ألف باء البورصة، اسلام أون لاين، ص ٥.

## ٩- مؤشرات أسواق الأوراق المالية :

### أ- مفهوم المؤشر:

هو مؤشر إحصائي رياضي يقيس تغيرات أسعار الأسهم خلال فترة زمنية مقارنة بما كانت عليه خلال فترة معينة. فهو يقوم بقياس مستوى الأسعار في السوق، بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه.

و يمكن أن نعرف المؤشر على أنه أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار و محاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات<sup>٤١</sup>.

### ب- أنواع المؤشرات و طرق تكوينها:

#### أنواع المؤشرات من حيث الوظيفة<sup>٤٢</sup>:

أ- مؤشرات عامة: تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة اذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الاجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة.

ب- مؤشرات قطاعية: وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز للصناعة ومؤشر ستاندر اندربور للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز.

#### أنواع المؤشرات من حيث امكانية التداول<sup>٤٣</sup>:

<sup>٤١</sup> عبد الغفار الحنفي، الاستثمار في الأوراق المالية ( أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات )، الاسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠٠٠، ص٧٧.  
<sup>٤٢</sup> عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق، ط٢، ٢٠٠٨، ص٣٨-٣٩.

أ- مؤشرات متداولة: وهي مؤشرات يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، حيث تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في أسواق خاصة بما ٥٠ مؤشر عام /٢٠٠٠م، وذلك بالرغم من أن أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في كنساس سيتي بالو.م.أ عام ١٩٨٢ و كمثل على ذلك: مؤشر Nikkei ٢٢٥ ومؤشر Nasdaq ١٠٠.

ب- مؤشرات غير متداولة: وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل مؤشر داو جونز وكافة مؤشرات البورصات العربية. ويشار إلى وجود العديد من المؤشرات سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف أو القابلية للتحويل أو الجهة المشرفة، ولقد وصل تنوع وتطور المؤشرات إلى درجة انشاء مؤشرات المؤشرات.

### ج- أساليب بناء وتكوين مؤشرات سوق الأوراق المالية<sup>٤٤</sup>:

يجب أن يحقق تكوين المؤشر الأهداف التالية:

أن يكون للمؤشر مغزى اقتصادي.

أن يراعي القواعد الاحصائية.

أن يكون قابلاً للتسعير.

### د- مؤشرات أداء الأسواق المالية :

توجد بعض المؤشرات التي تعكس تطورات الأداء في الأسواق المالية ولأغراض البحث تستخدم المؤشرات الآتية<sup>٤٥</sup>:

١\_ معدل القيمة السوقية :

<sup>٤٣</sup> واثق حمد أبو عمر، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، دار الرضا للنشر، ط١، ٢٠٠٣، ص٣١.

<sup>٤٤</sup> عصام العربي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص٣٩.

<sup>٤٥</sup> Levine Ross and zeros, s " Stock Market And long Run Grow the " world Bank Review , vol , z,p ٢٠١٠, . ١٩٩٦

يستخدم مؤشر معدل القيمة السوقية لقياس حجم العرض الكلي وهو يعادل نسبة القيمة السوقية للأسهم المحلية المدرجة في السوق المالي للدولة المعنية الى الناتج المحلي الاجمالي ويعد هذا المؤشر مناسباً لقدرة الدولة على تحريك رأس المال وتنويع المخاطر على المستوى الاقتصادي الكلي على الرغم من أن عوامل مثل الضرائب قد تغير حوافز ادراج أسهم الشركات في السوق المالي.

## ٢\_ سيولة السوق المالي:

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالي في تحقيق السيولة للأوراق المالية في كل وقت. وهو الأمر الذي يمثل عادة قمة سلم أولويات المستثمر المحلي والأجنبي على حد سواء، لاسيما أن الأسواق المالية ذات السيولة العالية تمكن المستثمرين من تصفية استثماراتهم متى اقتضت الحاجة وتمكن السوق من تحقيق ذلك من خلال نظام الحوافز والعقوبات بحيث يزداد التعامل على أنهم الشركات الناجحة فترتفع قيمته السوقية بينما يقل التعامل على أسهم الشركات المتعثرة الأخرى وتنخفض قيمتها السوقية.

## هـ- أهمية المؤشرات و علاقتها بالحالة الاقتصادية<sup>٤٦</sup>:

إذا كان نشاط الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي للدولة، وإذا اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة. كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير بفترة زمنية. إن لمؤشرات سوق الأوراق المالية، فضلاً عن كونها أداة هامة لمعرفة الأداء الاقتصادي في الدولة أو للتنبؤ بما ستكون عليه مستقبلاً، استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال. وفي طليعة تلك الاستخدامات إعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر والحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة المحافظ في المؤسسات الاستثمارية المتخصصة. كما يمكن استخدام المؤشرات لوضع تصور لحالة السوق في المستقبل إلى جانب استخدامها لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظه الأوراق المالية.

<sup>٤٦</sup> حسان خضر - تحليل الأسواق المالية - سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية - العدد - ٢٧ آذار (٢٠٠٤).



## المبحث الثاني

### كفاءة أسواق الأوراق المالية

أثارت فكرة الكفاءة خلاف كبير بين المهتمين بالأسواق المالية، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

#### ١- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية :

وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم. وتتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت إيجابية أم لا.

السوق الكفؤ هو السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثّلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في المعلومات التي تقوم ببثها وسائل الإعلام، أو تمثّلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي تعكس تماماً قيمته في ظل السوق الكفء وتكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة التي يتولّد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماماً القيمة السوقية للسهم يوم شرائه<sup>٤٧</sup>.

والسوق الكفء أيضاً هو الذي " يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة متطابقة تماماً<sup>٤٨</sup>، فقرارات

<sup>٤٧</sup> منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، ١٩٩٩، ص ٣٨.  
<sup>٤٨</sup> مثنى عبد الإله نصر، كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية - تجارب و رؤى مستقبلية، طرابلس، ٢٠٠٥، ص ٤.

المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها.

وبالتالي يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية أنه على تلك السوق التي تتمتع بقدر عالي من المرونة أن تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية تبعاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفوءة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق.

وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب:

- وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق.
- توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتهم في السوق.
- الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

## ٢- أنواع الكفاءة للأسواق المالية :

### الكفاءة الكاملة :

يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه<sup>٤٩</sup> تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

- أ . شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- ب . حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.
- ج . تواجد عدد كبير من المستثمرين، أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
- د . رشادة المستثمرون، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

<sup>٤٩</sup> عبد الغفار الحنفي ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، ٢٠٠٤ ، ص ٧٥ .

## الكفاءة الاقتصادية :

وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصادياً نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساساً على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثروتهم.

ولتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي تحقق سمتان أساسيتان تعدان بمثابة مطلبان أساسيان لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية هما: كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل، وهو ما نقدمه ضمن النقاط التالية<sup>٥٠</sup>:

### كفاءة التسعير " الكفاءة الخارجية "

يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفؤة وبوجود عدد كبير من المستثمرين لا يمكن لهذا العدد الكبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحاً غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

### كفاءة التشغيل " الكفاءة الداخلية "

يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.

<sup>٥٠</sup> الفقي، فخر الدين، وفاء، محمد محمود، (٢٠٠٧)، أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي و الانمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي، سوق الأوراق المالية الليبي ص٩.

وإن تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتين لسوق دمشق للأوراق المالية مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط نذكر أهمها :

- أن تسود سوق دمشق للأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.

- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع والشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب، كما أن توفر هذه الخاصية يحقق ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.

- أن يتوفر في السوق وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف ب "حركة الأسعار اليومية" التي تصدر عن البورصة .

- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق والتي تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضاً نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.

- أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

- أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف ب "هيئة أو لجنة إدارة السوق" تتوفر فيها صفة الفاعلية وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية متخصصة وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

### ٣- صيغ الكفاءة للأسواق المالية :

من الأمور التي يجب إدراكها في كفاءة أسواق الأوراق المالية طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى، لذا نستعرض فيما يلي المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق<sup>٥١</sup> :

#### الصيغة ضعيفة الكفاءة :

وتسمى أيضاً بـ " نظرية الحركة العشوائية للأسعار " ووفقاً لهذه الصيغة يفترض أن المعلومات التاريخية التي جرت في الماضي سواء في الأيام، أو الأشهر، أو السنين لا تؤثر على سعر السهم الحالي، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، ولذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة، ومن هنا يطلق على الصيغة ضعيفة الكفاءة للسوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد<sup>٥٢</sup>.

#### الصيغة متوسطة الكفاءة :

يقتضي هذا الفرض بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها، وفي ظل الصيغة متوسطة الكفاءة للسوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لتكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر ومنذ اللحظة الأولى القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين.

#### الصيغة قوية الكفاءة :

<sup>٥١</sup> د. عبد الله بن محمد الرزين - الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس

اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية بتنظيم جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية - عمان (٢٠٠٥)، ص ١٣.

<sup>٥٢</sup> مثنى عبد الإله ناصر ، مرجع سابق ، ص ١٢

وفقاً لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة للعامّة والخاصة، بحيث لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات غير متاحة لغيرهم لتحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية<sup>٥٣</sup>.

ينشغل السوق الكفاء أساساً بأسعار الأسهم التي تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه، وعن مدى الاستجابة لها ومدى السرعة في تحليلها، وإن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات، ومدى سرعة استجابة الأسعار لها، وإن هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية، فكما زادت الكفاءة ازدادت عشوائية الأسعار، والعكس صحيح.

#### ٤- خصائص السوق الكفوءة:

تتسم السوق الكفوءة بالخصائص التالية: <sup>٥٤</sup>

١. السيولة: تعتبر أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغيير السعر. والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق وصار من المطلوب إعطاء خصوصيات أو عمولات أكبر لبيعه.

٢. استمرارية السعر: تعتبر أحد المكونات الرئيسية للسيولة وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدّة من صفقة لأخرى هي سوق تتميز بالسيولة.

٣. عمق السوق: تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق، والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين ( أوامر البيع ) والمشتريين ( أوامر الشراء ) المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب دخل هؤلاء البائعون والمشترون المحتملون إلى السوق فور التداول الأمر

<sup>٥٣</sup> حسان خضر - تحليل الأسواق المالية - سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية - العدد - ٢٧ آذار (٢٠٠٤).  
<sup>٥٤</sup> الميداني، محمد أيمن عزت، (٢٠٠٢)، تطوير أسواق الرأس مال في سورية، المركز السوري للاستشارات و الأبحاث و التدريب في ادارة الأعمال، سوريا، ص٦-٧

الذي يؤدي إلى إزالة أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية ( السوق لا تحتاج إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين . مستثمرين ومضاربين ).

وتدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بأسواق ضحلة لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع ولأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعاً وينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق، فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، أما في الأسواق العميقة فإن أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلاً من صفقة إلى أخرى، ينتج عن ذلك أن المتعاملين بالأوراق المالية وصانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة.

٤. شمولية السوق: تتميز الأسواق المالية بالشمولية إذا نتج عن عوامل العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والمشتريين في السوق قليلاً وكان حجم التداول الناتج صغيراً فإن السوق تكون ضيقة.

٥. حيوية السوق: عندما يختل التوازن بين العرض والطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن و عندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار فإن ذلك يدل على حيوية السوق، و في الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية يكون الفرق بين أسعار العرض والطلب صغيراً ويتم إنجاز أي صفقة بيع وشراء بسرعة كما يكون حجم التداول كبيراً.

٦. كفاءة المعلومات ( التسعير ): يعتبر توفر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن واحد وبسرعة وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة السوق المالية وهذا يعني أن أي تغير في المعلومات حول العرض والطلب سيؤدي إلى تغير مقابل في أسعار الأوراق المالية، إن التبدل السريع في الأسعار على ضوء أي معلومة جديدة عن العرض و الطلب يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية هذه الخاصية تدعى الكفاءة الخارجية أو كفاءة المعلومات.

٧. انخفاض تكاليف التداول: لا يمكن للأسواق ذات الكفاءة الخارجية أن تخصص رأس المال السائل بكفاءة إلا إذا كان من الممكن تداول الأوراق المالية بسرعة وبتكلفة معقولة، وهذا يعني أن عمولات الوساطة يجب أن تكون متدنية ( رخيصة ) وأن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فوراً فإذا توفرت هذه الشروط يمكن القول إن الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية ( التشغيلية ).

والجدير بالذكر أنه في بورصة نيويورك تحسنت كفاءة التعامل ( التشغيل ) في عام ١٩٧٥ عندما أصدرت هيئة الأوراق المالية والأسواق المالية قانوناً يقضي بالسماح بتداول الأوراق المالية المدرجة فيها في بورصات أخرى وألغت العمل بنظام عمولات الوساطة الثابتة فقد انخفضت عمولات الوساطة بحوالي ٢٥% وازداد عمق وشمولية وحيوية السوق بظهور المنافسة من صناع السوق في بورصات أخرى ينافسون المتخصصين العاملين في بورصة نيويورك. كذلك فإن وجود وسطاء الخصم والتداول على الإنترنت بعمولات منخفضة جداً في أواخر التسعينات قد ساهم بشكل جوهري في زيادة الكفاءة التشغيلية لأسواق رأس المال.

بناءً على الخصائص السابقة يمكننا النظر إلى الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية كلعبة عادلة للمتعاملين بمعنى أنه لا يمكن لأي متعامل أن يحقق بشكل مستمر عوائد استثمارية أعلى من تلك التي يحققها باقي المتعاملين وبما أن كافة المتعاملين يحصلون على نفس المعلومات فإنهم يشتركون في لعبة عادلة والنتيجة المنطقية لهذه الكفاءة هي أن سعر الورقة المالية في السوق يساوي قيمتها الحقيقية.

### ٥- معوقات كفاءة أسواق الأوراق المالية في الدول النامية :

بالرغم من الإصلاحات التي عرفتها الأسواق المالية العربية تماشياً مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي إلا أنها لا تخرج عن نطاق كونها أسواق نامية ما زالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة وتواجهها حملة من العوائق تحول دون تحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة وتمثل أهم تلك المعوقات في النقاط التالية:

#### أ- معوقات تنظيمية و تشريعية و هيكلية :

تواجه الأسواق المالية العربية معوقات تنظيمية وتشريعية وأخرى تتعلق بهيكلها السوقي الأمر الذي يحول دون تطورها وتمثل أهم تلك المعوقات في:

- عدم قدرة بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية والتي تم اعدادها في مراحل سابقة دون اعادة النظر فيها ووفق أطر نظرية فقط على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية.

- كثرة إصدار القرارات، وتعدد القوانين ذات العلاقة دون انسجامها واختلاف الجهات القائمة على تنفيذها أدى إلى اعتراض عمل هذه الأسواق في الكثير منها.



- غياب القوانين المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة فالأسواق ليست مستقلة مالياً وادارياً ومعنى هذا أنها لا تخضع لحركتها الذاتية وإنما تظل مرهونة بما هو خارج عنها يتحكم فيها ويوجهها كما يجب وليس كما تريد هي وتحتاج.<sup>٥٥</sup>

- غياب التشريعات التي تحدد انشاء مؤسسات المقاصة والتسوية والحفظ والايداع المركزي وصناديق ضمان المعاملات وغيرها من الأجهزة المساندة مما أدى إلى زيادة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الاستثمار وافتقار الأسواق العربية إلى شركات الترويج وضمان الاكتتاب.

- عدم إمكانية تبادل تسجيل الأوراق المالية بين الأسواق وفرض بعضها لقيود على الاستثمار الأجنبي إضافة إلى وجود تباين كبير في قواعد إصدار القيم المنقولة وإدراجها وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الأولية والثانوية وهو ما يجعل هذه الأسواق تتصف بمحدودية الأدوات المالية المستعملة فيها وبضيق نطاقها.

ويضاف إلى ما سبق جملة من المعوقات التشريعية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية العربية تتمثل فيمايلي:<sup>٥٦</sup>

\_ قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية أي محدودية التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة ( اسهم عادية وسندات ).

\_ افتقار الكثير من التشريعات لنصوص واضحة وصريحة حول حماية صغار المستثمرين.

أما المعوقات الهيكلية فتمثل فيمايلي :

\_ عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني.

\_ عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل.

\_ تأخر برامج الخوصصة في البلدان العربية.

<sup>٥٥</sup> بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية و سبل رفع كفاءتها أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، ٢٠٠٦/٢٠٠٥ ، ص ٢٦٠ .

<sup>٥٦</sup> صلاح الدين حسن السبسي ، الشركات المتعددة الجنسيات و حكم العالم : تطوير و ربط البورصات العربية و تأسيس البورصة العربية الموحدة دار الكتاب الطبعة الثالثة ، القاهرة ، ٢٠٠٣ ، ص ٧٤ .

## ب- قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية :

- عدم توفر شركات صناعة الأسواق مما يؤدي إلى تقلب شديد في الأسعار وبالتالي تقلب حجم التداول.
- عدم كفاءة السماسرة في التعامل بالأوراق المالية وعجزهم في اعطاء المشورة للمشتريين.
- محدودية شركات الوساطة المالية التي تقوم بترويج وتسويق الاصدارات الجديدة.
- غياب الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار والادخار.

## ج- عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية :

قيود المعلوماتية : وتمثل في النقاط التالية :

- غياب ثقافة بورصية لدى الأفراد لاعتبارات دينية تحول دون استثمار مدخراتهم المالية.
  - ضعف نظام المعلومات بالبورصات العربية وعدم توفر شبكة معلومات تنبؤية للمؤشرات.
  - عدم احتواء المعلومات المنشورة في التقارير المالية على الدرجة الكافية من الافصاح، وعدم التقيد بمعايير المحاسبة، والتدقيق الدولية التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية مما يصنف الأسواق العربية في الصيغة ضعيفة الكفاءة.
  - عدم تحديد خصائص السوق المحلي للمستثمرين، وخصائص الأوراق المالية.
- قيود مالية : وتتلخص أهمها في :
- فرض ضرائب على الأوراق المالية محل التداول.
  - أثر التضخم على عائد السندات.
  - قيود تحويل العملات الأجنبية.

## د- معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي :

تؤدي أسواق الأوراق المالية العربية دوراً محدوداً في توفير السيولة لضيقها ومحدودية الأدوات المتداولة فيها وكذلك ضعف الطلب على الأوراق المالية المتداولة لانخفاض عوائدها وميل الأفراد نحو الاستثمار المصري بعيداً عن أسواق المال وما يصاحبها من تقلبات في الأسعار كل هذه المعوقات وغيرها يمكن استخلاصها في النقاط التالية<sup>٥٧</sup>:

<sup>٥٧</sup> سامي مبارك، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد \_ دراسة تجريبية للأسواق المالية العربية ، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات - دراسة حالة الجزائر و الدول النامية جامعة بسكرة نوفمبر ٢٠٠٦ ، ص ٥,٦ .

١- ضيق نطاق السوق: يمكن الاستدلال على ضيق الأسواق المالية العربية ومحدوديتها من خلال حجم سوق الأوراق المالية ( رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم ) وعدد الشركات المدرجة في البورصة وسيولة البورصة ( قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل الدوران ومعدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية ) فالملاحظ على أسواق الأوراق المالية العربية أنها:

- تتصف بصغر حجم رأس المال السوقي والذي يمثل قيمة الأسهم المتداولة حسب أسعار آخر يوم تعامل، وانخفاض نسبتها إلى الناتج المحلي الاجمالي.

- قلة عدد الشركات المدرجة فيها والتي تتركز ملكية أسهم الشركات المدرجة على امتلاك المعلومات عن جزء هام من هذه الأسهم مما يؤدي إلى قلة نسبة الأسهم المتداولة وضعف حركة التداول وانخفاض معدل الدوران.

- ضعف السيولة ويزر ذلك واضحاً من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يومياً وعدد أيام التداول في السنة ويرجع ضعف التداول أساساً إلى ضعف الادخار ومنه ضعف الطلب.

## ٢- ضآلة العرض و الطلب : و تعود أسبابه إلى النقاط التالية<sup>٥٨</sup>:

- انخفاض معدلات الادخار نتيجة لضعف دخل الفرد مما يقلل من امكانياته المالية المتاحة للاستثمار ويظهر هذا التباين في مستوى دخل الفرد بين الدول العربية النفطية والدول العربية غير النفطية اضافة إلى ذلك انعدام الثقافة الاستثمارية المالية لدى الكثير من الأفراد.

- انخفاض عائد الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية وتفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات.

- ارتفاع سعر الفائدة فكلما كان سعر الفائدة مرتفعاً أحجم المستثمرون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية على خلاف لو كان منخفضاً لأغرى المستثمرين على زيادة الطلب على الاستثمار في الأوراق المالية.

- عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق على الأسواق المالية العربية حيث تؤدي دوراً ازدواجياً كأن تفرض ضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة وضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها مما يقلص من حجم الادخار ومن ثم على الاستثمار.

- تجنب عدد كبير من المدخرين استثمار أموالهم في السندات وذلك تفادياً لتأثير معدل التضخم.

- قلة الانفتاح على الخارج لعدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة على كامل الدول العربية أثر سلباً على ثقة المستثمرين بالأسواق العربية وبالتالي عدم فتح المجال للاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات.

<sup>٥٨</sup> بوكساني رشيد ، مرجع سابق ، ص ٢٧١ .

-ضآلة الفرص المتاحة للتنوع في البورصات العربية إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم أما أسواق السندات فلا تزال في مراحلها الأولى وتعتمد الشركات في تدويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية إضافة إلى ذلك نجد النقص الواضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال حيث تسيطر على التعاملات في هذه الأسواق الأسهم ووسائل التدويل التقليدية مما يضعف الفرص المتاحة سواء أمام المستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي.

-التقلبات الشديدة في الأسعار التي تتصف بها بورصات الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر رغم تحديد معظمها للهامش المسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة، إلا أن حركات الأسعار العشوائية يرجع ذلك لاعتماد البورصات العربية خاصة منها الناشئة على التمويل من المصادر الخارجية مثل القروض واصدار المزيد من الأسهم وبدرجة أقل على الأرباح المحتجزة وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في القيمة السوقية للسهم وفي ربحيته وهو ما يثير مخاوف المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منه.

-ارتفاع درجة تركيز التداول الذي تعاني منه كافة بورصات الأوراق المالية العربية وتعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية أو الجودة لاحتفاظ كبار المستثمرين ببعض منها وانخفاض جودة الأسهم المدرجة في البورصة خاصة أسهم شركات القطاع الخاص.

### ه- مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج :

تعاني الدول العربية من فجوة تمويلية تتمثل في عدم قدرة مواردها المالية على تمويل الاستثمار التنموي الضروري لها ويتم تغطيتها من خلال التمويل الافتراضي والاعانات مما ترتب عنها زيادة حدة المشاكل الاقتصادية كالبطالة وارتفاع الأسعار وضعف الانتاج وتعود أسبابها إلى العوامل التالية :

-تدني فرص الاستثمار في البلدان العربية لقلة الأرباح مقارنة بالدول المتقدمة.  
-امكانية المستثمرين أصحاب رؤوس الأموال من استرجاع ودائعهم وتحويل أرباحهم في أي وقت بدون عوائق.

-عدم قدرة الدول العربية على استغلال الموارد المتوفرة لديها استغلالاً كاملاً في تحقيق مستوى التنمية مثل عجز البنوك والشركات والمؤسسات المالية العربية على استثمار ما لديها من فوائض مالية رغم توفر الكثير من الفرص الاستثمارية ذات الجدوى في مجالات متعددة مما يؤدي إلى تدني مستوى العوائد المحققة.

-انتشار الفساد الإداري والمالي وغياب الشفافية والتسهيلات أمام الاستثمارات العربية.

-هيمنة الأجهزة الحكومية على النشاط الاقتصادي الاستثماري والمالي.

- غياب قوانين الاستثمار العربية على نصوص تتعلق بخضوع الاستثمار للدستور والقوانين وعدم التصريح قانونياً بالحماية التشريعية للمستثمر.

## ٦- سبل رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية :

من واقع الأسواق المالية العربية وما يواجهها من عوائق تحول دون قدرتها على استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أوعية استثمارية مربحة ذات الكفاءة العالية والفعالية أصبح من الضروري البحث على سبل وآليات لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب على هذا الأساس نقدم فيما يلي مجموعة من العوامل التي تدعو إلى ضرورة الأخذ بها لتطوير البورصات العربية ورفع مستوى كفاءتها:

١- تعزيز الدور الرقابي للسوق: وذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري التداول فيها والعمل على استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة كقانون الشركات وقانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية وقانون الاستثمار، والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير المباشر على السوق، وتتضمن عمليات الرقابة تلك ما يلي:

- الرقابة على الشركات المدرجة في السوق.
- الرقابة على الوساطة وصناديق الاستثمار.
- الرقابة على التداول.

٢- تعزيز الشفافية والإفصاح: بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة، ومعلومات عن أحجام التداول، ومؤشرات الأسعار، وإبرام اتفاقيات مع شركات عمالية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية كذلك من الضروري على الأسواق القيام بنشر بياناتها على شبكة الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة من خلال:<sup>٩</sup>

- الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك.
- تشجيع انشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها.
- تشجيع الشركات على انشاء مراكز للمعلومات بها.
- اصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة.

<sup>٩</sup> بوكساني رشيد ، المرجع السابق ، ص ٢٥٣

• إلزام الشركات المقيدة بأعداد قوائمها المالية وفقاً لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداء هذه الشركة وحتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية.

٣- تعميق الوعي الاستثماري: لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الاعلام الاستثماري العربي.

٤- تشجيع الاستثمار الأجنبي: بادخال تعديلات على قوانين الاستثمار وفتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.

٥- تعديل الأنظمة الضريبية أو إلغاء بعضاً منها كالضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية وذلك بهدف تشجيع التعاملات المالية وجذب الاستثمارات الأجنبية.

٦- التوسع في برامج الخوصصة: التي يمكن من خلالها تعزيز عرض وتداول الأوراق المالية وتنفيذ عمليات البيع المباشر للمستثمرين الاستراتيجيين أو لشركات وصناديق الاستثمار أو عن طريق البيع بالمزاد العلني.

٧- مكننة أنظمة التداول: باستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين.

٨- الربط والتعاون بين البورصات العربية: بإنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة توفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق. أيضاً انشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية تساعد كثيراً على انفتاح الأسواق المالية العربية وزيادة ارتباطها ضمناً لتدفق رؤوس الأموال.

لذلك تعد أسواق الأوراق المالية الموجه الأساسي لحركة النشاط الاقتصادي لأي دولة ومن الضروري بناء تلك الأسواق على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة لذا كان من الأهمية ابراز الدور الرقابي الذي تمارسه هيئة سوق الأوراق المالية حتى يتسنى لها تنظيم عملياتها وحماية المتعاملين فيها وتوفير المناخ الملائم لسلامة المعاملات المالية كما أنه يتطلب للارتقاء بكفاءة السوق رفع مستوى الأداء بتدريب

العاملين في تلك الأوراق المالية وتحسين مهاراتهم وتطوير مستوى أدائهم ومن هذا المنطلق من المفيد جداً أن تركز هيئة السوق على اكساب العاملين في قطاع سوق الأوراق المالية بالعلوم والمهارات الضرورية لتمكينهم من المساهمة الفاعلة في العمل وأن يتم ذلك بإقامة برامج تدريب دورية في عدة مجالات منها التخطيط الاستراتيجي وعمليات الأسواق المالية والاتجاهات الادارية الحديثة واجراءات التدقيق والمعايير المحاسبية الدولية وتقييم الجدوى الاقتصادية للمشروعات وأساليب الرقابة واعداد الدراسات والبحوث بالإضافة إلى برامج توعية موجهة للمستثمرين كبرنامج ( IOSCO ) على سبيل المثال الذي أصدرته المنظمة الدولية لهيئات الرقابة على أسواق الأوراق المالية.

وهذا لايعني عدم وجود عناصر أخرى تؤثر على قرارات المستثمرين والأسعار، فبالإضافة إلى شرط السوق الكفؤ بمختلف مستوياته تلعب الكفاءة والخبرة والمهنية والتخصص دوراً فاعلاً من خلال قيام المستثمر بدراسة تأثير الظواهر الاقتصادية على أسعار وعوائد الأسهم<sup>٦٠</sup>، ويقصد بذلك قدرة المستثمر على دراسة وتحليل تأثير درجة الخطر وأسعار الفائدة وأسعار صرف العملات ومقدار عرض النقد والأرقام القياسية والنمو في القطاعات المختلفة الصناعية والزراعية والخدمية ومقدار التضخم ونمو الناتج والدخل القومي والفردى وغيرها من العناصر الأساسية في الاقتصاد الكلي التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية<sup>٦١</sup>.

---

<sup>٦٠</sup> الهندي ، منير، ١٩٩٣ ، الاسواق الحاضرة والمستقبلية ، المؤسسة العربية المصرفية،البحرين.

<sup>٦١</sup> Fulle j & Farrel, ١٩٩٧, Modern Investment and Society Analysis, McGraw-Hill Book Co Inc.N.Y.pp ١٦:٢٨

## المبحث الثالث

### سوق دمشق للأوراق المالية

#### ١- تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية:

أحدثت سوق دمشق للأوراق المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم / ٥٥ / للعام ٢٠٠٦، وتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة مالياً وإدارياً وبذلك فيحق لها تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة والتصرف بها والقيام بجميع التصرفات القانونية لتحقيق أهدافها وهي ترتبط وتعمل تحت إشراف هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية المحدثة بموجب القانون / ٢٢ / لعام ٢٠٠٥.

بدأ التداول الفعلي في السوق بتاريخ ٢٠٠٩/٣/١٠ حيث يقتصر التداول حالياً على الأسهم ويمكن أن يتم تداول ( سندات الشركات أو السندات الحكومية أو وحدات الصناديق الاستثمارية أو أية أوراق مالية أخرى يتم اعتمادها من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية ).

تهدف السوق إلى توفير المناخ المناسب لتسهيل استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والواضح للأوراق المالية ووضع إجراءات وأساليب عمل كفيلة بضمان تداول كفو وشفاف والتأكد من عدالة متطلبات الإدراج وتوفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة لمركز المقاصة والحفظ المركزي،<sup>٦٢</sup> حيث تعتبر بورصة الأوراق المالية من أهم أقسام السوق المالي لأنها رسمية ومحكومة بألية عمل محددة وفيها من القواعد والأحكام والاجراءات مايجعلها سوقاً مقيدة ومراقبة تتيح المعلومات للجميع بحيث لا يستطيع أي مضارب أو مستثمر مهما كان حجم علاقاته الحصول على المعلومات قبل غيره ليحقق الأرباح غير النظامية.

#### ٢- ماهية سوق دمشق للأوراق المالية :

مؤسسة ذات استقلال مالي وإداري تتمتع بالشخصية الاعتبارية، وهي السوق الثانوية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها سابقاً في السوق الأولي. وتهدف سوق دمشق للأوراق المالية إلى توفير المناخ المناسب لتسهيل عملية استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والعاقل للأوراق المالية.

<sup>٦٢</sup> كنعان، علي . ٢٠٠٩، الاسواق المالية ، جامعة دمشق، مطبعة الروضة، ص٦٣.



### ٣- مهام السوق :

و تلخص هذه المهام بالتالي <sup>٦٣</sup>:

- ١- وضع اجراءات وأساليب عمل كفيلة بضمان تداول كفو وشفاف.
- ٢- وضع معايير مهنية لشركات الخدمات والوساطة المالية.
- ٣- التحقق من قوة ومثانة الأوضاع المالية لشركات الخدمات والوساطة المالية.
- ٤- توفير قواعد واجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية من أجل نقل ملكية الأوراق المالية وبالتالي القدرة الكبيرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسرعة كبيرة.

### ٤- مركز المقاصة و الحفظ المركزي

مركز يتبع لسوق دمشق للأوراق المالية يهدف إلى إيداع وتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية من خلال التبادل الحاصل أثناء جلسات التداول في السوق.

### ٥- شركات الخدمات و الوساطة المالية

تكمن أهمية دور هذه الشركات من خلال خدماتها التي تقدمها:

- ١- الوساطة المالية في الأسواق المالية.
- ٢- تقديم الاستشارات وتحليل البيانات عن الأوراق المالية.
- ٣- إدارة الاستثمارات الخاصة بحسابات العملاء لديها.

### ٦- الشركات المساهمة

وتقوم هذه الشركات بطرح أوراقها المالية من اسناد قروض أو أسهم على الاكتتاب العام للمواطنين بعد أخذ موافقة هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية من أجل الحصول على أموال مقابل تلك الأوراق. وتقع على عاتق هذه الشركات مسؤولية من حيث <sup>٦٤</sup>:

- ١- الافصاح عن المعلومات للمساهمين، والمستثمرين بصورة دقيقة وواضحة وغير مضللة وفي الأوقات المحددة وفقاً لمتطلبات الجهات الرقابية والتشريعات المعمول بها.
- ٢- نشر جميع المعلومات الايضاحية التي تتعلق بأوضاعها المالية، والادارية متى طلب منها ذلك.

<sup>٦٣</sup> المرسوم التشريعي رقم /٥٥/ للعام ٢٠٠٦ وتعديلاته

<sup>٦٤</sup> الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية <http://www.dse.sy/user/edu.php?lang=ar>

٣- ويحظر عليها تقديم معلومات غير صحيحة من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية لأن ذلك يمثل تضليل للمستثمرين.

## ٧- مكونات السوق :

سوق نظامي: يتم فيه تداول أسهم الشركات المساهمة التي تحكمها شروط إدراج خاصة.

سوق موازي: و هي التي يتم من خلالها تداول أسهم الشركات المساهمة التي تحكمها شروط تتماشى مع طبيعة عمل هذا السوق.

و لها نوعان سوق موازي ( أ ) وسوق موازي ( ب ).

## ٨- شروط الادراج في السوق النظامي و الموازي :

هناك شروط معينة للادراج في سوق دمشق للأوراق المالية في كل من السوق النظامية والسوق الموازية وتتلخص بالتالي :<sup>٦٥</sup>

### الجدول رقم ( ٢ ) شروط الادراج في سوق دمشق للأوراق المالية

السوق الموازي ب	السوق الموازي أ	السوق النظامي	
٥٠ مليون	١٠٠ مليون	٣٠٠ مليون	رأس المال
١ شهر	١ سنة	٣ سنوات	المدة
٢٥ مساهم	١٠٠ مساهم	٣٠٠ مساهم	عدد المساهمين
٧٥%	٩٠%	١٠٠%	صافي حقوق المساهمين
١٠%	١٠%	٢٠%	نسبة الأسهم الحرة

سوق السندات : يتم في هذا السوق تداول:

— السندات الحكومية.

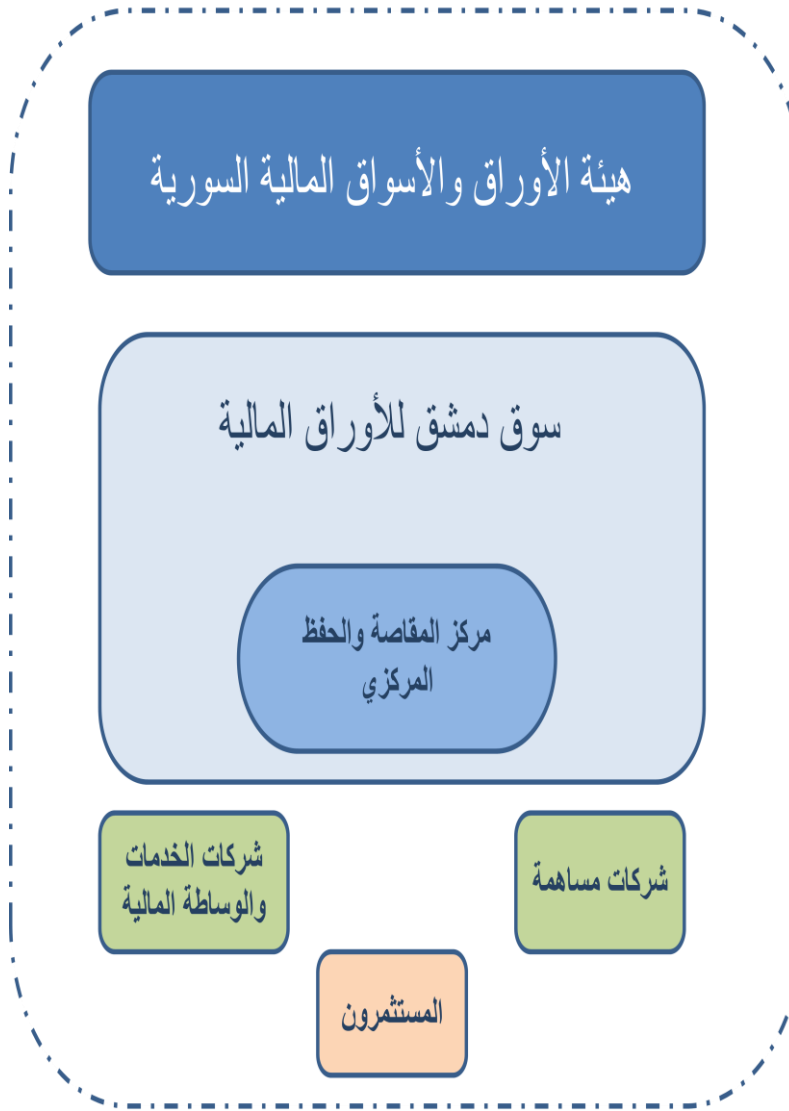
— أسناد القرض للشركات الخاصة.

<sup>٦٥</sup> الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية <http://www.dse.sy/user/edu.php?lang=ar>

## ٩- الهيكل التنظيمي :

الشكل رقم ( ٢ )

### هيكل السوق المالي السوري



سوق دمشق للأوراق المالية

## ١٠- الأوراق المتداولة في سوق دمشق :

١. أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول.
٢. أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات المساهمة السورية.
٣. أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.

٤. الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.

٥. أي أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قبل هيئة الأوراق المالية السورية.

### ١١- الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب القطاعات:<sup>٦٦</sup>

بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق دمشق ٢٤ شركة وهي حسب القطاعات:

#### الجدول رقم ( ٣ )

زراعي	تأمين	بنوك	صناعي	خدمات
- الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات نماء	- السورية الدولية للتأمين أروب - الشركة السورية الوطنية للتأمين - الشركة المتحدة للتأمين - شركة العقيلة للتأمين التكافلي - الاتحاد التعاوني للتأمين - الشركة السورية الكويتية للتأمين	- البنك العربي - سورية - المصرف الدولي للتجارة و التمويل - بنك الأردن - سورية - بنك الشرق - بنك بيلوس سورية - بنك ييمو السعودي الفرنسي - بنك سورية الدولي الإسلامي - بنك سورية والخليج - بنك سورية والمهجر - بنك عوده سورية - بنك قطر الوطني سورية - فرنسبنك سورية - بنك الشام - بنك البركة	- الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية	- الشركة الأهلية للنقل المجموعة المتحدة للنشر و الإعلان و التسويق

<sup>٦٦</sup> الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية <http://www.dse.sy/user/edu.php?lang=ar>

بينما بلغ عدد شركات الخدمات والوساطة ٧ شركات :<sup>٦٧</sup>

### الجدول رقم ( ٥ )

١- شركة ضمان الشام للوساطة والخدمات المالية.	٢- المركز المالي الدولي للخدمات والوساطة المالية.	٣- شركة بيمو السعودي الفرنسي المالية.
٤- العالمية الأولى للاستثمارات المالية.	٥- الأولى للاستثمارات المالية.	٦- شام كابيتال المحدودة المسؤولية.
٧- شركة سورية والمهجر للخدمات المالية.		

### ١٢- المعوقات التي يواجهها التداول في سوق الأوراق المالية السورية :

ومن خلال دراستنا لواقع التداول في سوق دمشق للأوراق المالية لاحظنا بعض أهم التحديات التي يواجهها التداول في البورصة السورية:

- قلة عدد الشركات المدرجة.
- عدم وجود تنوع كاف في أنشطة الشركات المدرجة.
- ضعف خبرة المواطن السوري بمجال الاستثمار في الأسواق المالية.
- ضآلة عدد المستثمرين.
- عدم إيداع أوراقهم المالية في مركز المقاصة والحفظ المركزي.
- عدم فتح حسابات خاصة بالتداول لدى الوسطاء.

<sup>٦٧</sup> الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية <http://www.dse.sy/user/edu.php?lang=ar>

### ١٣- الأساليب المتبعة في سوق دمشق للأوراق المالية لحماية جمهور المستثمرين:

هناك مجموعة من الأساليب تتبعها البورصة السورية لحماية المستثمرين باعتبارها بورصة ناشئة وحديثة العهد تتلخص في النقاط التالية:

- لا يمكن بيع الأوراق المالية إلا التي تملكها.

حيث أن الأصل في المعاملات أن تشتري السهم أولاً ثم تبعه فيما بعد، وهو السلوك الطبيعي المتوقع من المتداول الذي يشتري السهم، على أمل أن ترتفع قيمته السوقية فيما بعد لتحقيق بعض الأرباح، غير أن هناك نمط آخر من المعاملات، وفيه يباع السهم أولاً ثم يشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمته السوقية عن القيمة التي سبق أن بيع بها<sup>٦٨</sup>.

أما البيع على المكشوف هو أن يبيع المتداول أسهم مقترضة من سمسار على أمل أن ينخفض سعرها فيشترتها ويعيدها للسمسار ويكون قد كسب بذلك الفرق بين سعر الشراء والبيع<sup>٦٩</sup>. أو أن يبيع المتداول أسهم لا يملكها وعند التسليم يقوم بشرائها من السوق ويعطيها للمشتري، أو يقوم باقتراضها من آخر ويسلمها للمشتري، ثم يقوم بشراء تلك الأسهم بعد ذلك للمقرض، وهذه الصورة تسمى بالبيع على المكشوف أو البيع القصير، حيث يهدف البائع إلى الربح إذ أنه يتوقع انخفاض سعر الأسهم بعدما باعها وبالتالي يشتريها بثمن أقل مما باعها ويستفيد من ذلك<sup>٧٠</sup>. ومن المتبادر إلى الذهن أنه إذا لم تنخفض أسعار هذه الأسهم فسوف يخسر البائع بمقدار الإرتفاع.

الموسوعة الأمريكية عرفت البيع على المكشوف بأنه بيع الشخص لما لا يملكه بعد. والمثال المتقدم يوضح تماماً أن البائع والسمسار تاجرا بأموال غيرهما دون إذنهم ولا سابق علمهم، ولحسابهما الخاص وليس لحساب أصحاب الأسهم الحقيقيين، فلا السمسار يمتلك الأسهم التي أقرضها، والعميل المقترض لا يمتلك بالطبع الأسهم التي باعها، والمشتري لا يعلم أنه يشتري أسهماً لا يملكها بائعها. والرأسماليون الذين نشأت البورصة في أحضان بلادهم يقولون بأن البيع على المكشوف شر مستطير<sup>٧١</sup>.

<sup>٦٨</sup> د. منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩، ص ١٤٧.  
<sup>٦٩</sup> د. أحمد بن محمد الخليل: الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار بن الجوزي، السعودية، ط ٢، ١٤٢٦ هـ، ص ٢٢٣.  
<sup>٧٠</sup> د. عطية فياض: سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، ط ١، ١٩٩٨، ص ٣٠٧.  
<sup>٧١</sup> سمير عبد الحميد رضوان: أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ص ٤١١، ٤١٥.

- لا يوجد بيع على الهامش أو الحد.

وهو يشبه البيع على المكشوف من حيث أن كل منهما يقوم على القرض، ووجه الاختلاف أن المشتري بالحد يقترض من سمساره نقوداً يشتري له بها مزيداً من الأوراق المالية التي أصدر إليه الأمر بشرائها<sup>٧٢</sup>. وأساس التعامل في هذا النوع من البيوع أن يشتري العميل أسهماً بمبلغ معين من المال، في حين أنه لا يملك إلا جزء من قيمة هذه الأسهم " وهو الذي يسمى الهامش " فيدفعه للسمسار، ويقترض الباقي من سمساره بفائدة محددة، على أن ترهن الأسهم المشتراة عند السمسار كضمان للقرض، ويقوم السمسار بالإقراض بضمانها من البنك ولكن بسعر فائدة أقل<sup>٧٣</sup>.

- لا يمكن بيع الورقة المالية التي تم شراؤها في نفس اليوم.
- يتم نشر البيانات لجميع المستثمرين بشكل فوري.
- الرقابة المباشرة على التداول لمنع الممارسات غير السليمة.
- وجود حدود سعرية لا يمكن لأي شركة مدرجة الاخلال بها.

---

<sup>٧٢</sup> سمير عبد الحميد رضوان: أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ص ٤٢٠.

<sup>٧٣</sup> د. عطية فياض: سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، ط١، ١٩٩٨، ص ٣١٢.

## الفصل الثالث

دراسة ميدانية حول دور هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق

### المالي

أولاً: اختبار التوزيع الطبيعي.

ثانياً: اختبارات الصدق والثبات.

١- صدق الأداة:

٢- ثبات الأداة:

أ- الثبات بالاتساق الداخلي

ب- الثبات بالتجزئة النصفية

ثالثاً: وصف العينة

١- وصف العينة بالنسبة للجنس

٢- وصف العينة بالنسبة للعمر

٣- وصف العينة بالنسبة للمستوى التعليمي

٤- وصف العينة بالنسبة المهنة

رابعاً: تحليل النتائج.



## المقدمة

و من اجل القيام بدراستنا الميدانية حول دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي تم استخدام الاستبانة كأداة بحث ميدانية والتي تعد أحد أدوات المنهج الوصفي، وأحد وسائل الحصول على المعلومات من أفراد العينة (يعني الشخص نفسه يجيب على الأسئلة)، وهي أداة مهمة للتعرف على الإجابات التي تعبر عن آراء مجموعة من الأفراد حول موضوع الدراسة، وتتيح لهم فرصة التعبير عن آرائهم بحرية، ولذا فقد صممت الباحثة استبانتها ووجهتها إلى عينة البحث من أجل التعرف على آرائهم حول دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي، وقد تضمنت الاستبانة ٣٠ بنداً، بحيث يتعلق كل بند منها بعمل هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، علماً بأنه قد تم بناء الاستبانة من خلال المرور بالخطوات الآتية:

### الخطوة الأولى: الاستفادة من الدراسات السابقة وأصحاب الخبرة:

تم بناء استبانة خاصة بالبحث، وذلك بالاطلاع على مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت موضوعات قريبة من البحث الحالي للاستفادة منها في صياغة أسئلة وبنود الاستبانة، ثم قامت باستشارة بعض أعضاء الهيئة التدريسية في كلية الاقتصاد بغية الوصول إلى أداة ملائمة لتحقيق أهداف البحث، وقد كان لآراء الأساتذة وملاحظاتهم عظيم الفائدة في بناء الاستبانة، وبعد ذلك انتقلت الباحثة إلى الخطوة التالية وهي خطوة تصميم الاستبانة وبنائها.

### الخطوة الثانية: بناء الاستبانة والذي تضمن بدوره مرحلتين:

المرحلة الأولى: التصميم الأولي للاستبانة، حيث قسمت الباحثة الإستبانة إلى جزأين:

- **الجزء الأول:** حول ديموغرافية العينة المدروسة، ويتضمن البيانات الشخصية للمجيبين عن الاستبيانات، والمتمثلة في كل من العمر، الجنس، التخصص العلمي، والمهنة.
- **الجزء الثاني:** يتضمن بنود متعلقة بالبيانات المطلوب الحصول عليها لاختبار فرضيات البحث المذكورة سابقاً، وقد تم توزيعها على أربعة محاور أساسية:

- المحور الأول صحة المعلومات: ويتكون من ثمانية بنود لاختبار ما إذا كانت هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية تعمل على التحقق من صحة المعلومات المالية المقدمة من قبل المؤسسات المدرجة أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك من خلال قيام المؤسسات

المدرجة أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية بالإفصاح عن بياناتها المالية، وعمل الهيئة في التقصي ودراسة وتحليل ومعرفة مدى دقة المعلومات الواردة ومقارنتها مع النشرات السابقة والتنبؤ بالمستقبل.

- المحور الثاني إتاحة البيانات والمعلومات: ويتكون من تسعة بنود لاختبار ما إن كانت جميع البيانات والمعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق السورية متاحة لجميع المتعاملين بعدالة وفي نفس الوقت وبأقل التكاليف، وذلك من خلال نشر وتوزيع الهيئة للمعلومات الدقيقة فور حدوثها على عموم المستثمرين أو أي جهة متعاملة مع سوق دمشق وذلك بأقل التكاليف.

- المحور الثالث مراقبة أعمال السوق: ويتكون من ثمانية بنود لاختبار هل تقوم هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بمراقبة أعمال السوق من أجل حماية مصالح المستثمرين والتأكد من أن التعامل يتم على أسس عادلة وسليمة، وذلك من خلال مراقبة الهيئة لسير العمل بالسوق وتنظيم عملية إفصاح الشركات عن المعلومات ومراقبة إصدار الأوراق المالية ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابتها وإشرافها ومحاولة منع أي محاولة للغش وخلق جو من الثقة بين المتعاملين في السوق وإعداد التشريعات و الأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية والتي تنظم عمل السوق.

- المحور الرابع عدد المستثمرين في السوق السورية: ويتكون من خمسة بنود لاختبار هل يوجد عدد كبير من المستثمرين في السوق السورية بدون أي رابطة بينهم ، لذلك لا يؤثر أحدهم تأثيراً ملموساً على السوق.

لقد قامت الباحثة بتدرج هذه البنود وفق سلم (ليكرت) الخماسي للتعرف على آراء المجيبين عن الاستبيان حول دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي، وقد أعطيت أوزان الإجابات كما هو موضح في الجدول (١) أدناه:

### الجدول رقم (٥) يبين أوزان الإجابات على بنود الجزء الثاني من الاستبيان

درجات الموافقة	أوافق بشدة	أوافق	محايد	لا أوافق	لا أوافق بشدة
القيمة الرقمية المقابلة للعبارات الايجابية	٥	٤	٣	٢	١

يشمل مجتمع البحث ما يقارب (١٣٨٨ شخص) موزعين بين موظفين في سوق دمشق للأوراق المالية السورية وموظفين في الهيئة وموظفين في الشركات المدرجة أسهمها في السوق وشركات الوساطة المالية والمستثمرين الذين يتداولون الأسهم في السوق.

سحبت عينة عشوائية من المجتمع الاصلي بنسبة ١٠% فاشتملت عينة البحث على ١٥٠ مفردة حيث تم توزيع الاستثمارات بعدد ١٥٠ وعاد للباحث ١٣٨ استثماراً صالح منها ١٣٣ أي بنسبة ٨٩% وبناء عليه تم التحليل.

ثم قمنا بادخال البيانات التي حصلنا عليها من خلال الاستبيانات إلى برنامج الspss و قمنا بمجموعة من الاختبارات :

#### أولاً: اختبار التوزيع الطبيعي:

نقوم باختبار التوزيع الطبيعي لمعرفة إذا كانت أفراد العينة تخضع للتوزيع الطبيعي.

### الجدول رقم ( ٦ ) Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
صحة المعلومات	.٠٩٩	١٣٣	.٠٠٣	.٩٨٠	١٣٣	.٠٤٤
المعلومات متاحة للجميع	.٠٩٩	١٣٣	.٠٠٣	.٩٨٠	١٣٣	.٠٤٤
تقوم الهيئة بحماية مصالح المستثمرين	.١٦٧	١٣٣	.٠٠٠	.٨٩٠	١٣٣	.٠٠٠
يوجد عدد كبير من المستثمرين	.١٢٠	١٣٣	.٠٠٠	.٩٦٥	١٣٣	.٠٠٢

a. Lilliefors Significance Correction

نلاحظ من خلال الجدول أن القيمة المعنوية لجميع محاور الاستبيان أقل من ٠.٠٥ أي أن آراء أفراد العينة تخضع للتوزيع الطبيعي.

## ثانياً- اختبارات الصدق والثبات:

### ١- صدق الأداة:

ويقصد به صدق أداة جمع المعلومات والبيانات، ومدى قدرتها على أن تقيس ما تسعى الدراسة إلى قياسه فعلاً، بحيث تتطابق المعلومات التي يتم جمعها بواسطتها مع الحقائق الموضوعية، وبحيث تعكس المعنى الحقيقي والفعلي للمفاهيم الواردة في الدراسة بدرجة كافية حيث يعد الاختبار صادقاً إذا كان يقيس بالفعل الوظيفة المخصص لقياسها دون أن يقيس وظيفة أخرى.

إن من أهم الطرق المستخدمة لقياس صدق الاستبانة هو صدق المحتوى الذي يعد مناسباً لطبيعة الاستبانة في الأبحاث، والذي يقصد به أن تقيس الأداة فعلاً ما وضعت لقياسه، وفي هذا البحث صدق المحتوى هو نوع من أنواع صدق المحكمين الظاهري، وهو أكثر الطرق استخداماً في الاختبارات التي يراد معرفة صدق مضمونها، لذا فقد تم عرض أداة البحث على بعض أساتذة كلية الاقتصاد، وتم التأكد من أنها تقيس ما وضعت لقياسه، والاستفادة من آرائهم حول مدى ملاءمة الأسئلة ووضوحها ودقتها وسلامتها اللغوية، وبعد إجراء التعديلات التي وضعها المحكمون أصبحت الأداة جاهزة للتطبيق الاستطلاعي.

### ٢- ثبات الأداة:

يعد الثبات من المتطلبات الرئيسية في أداة البحث، كي تعطي اتساقاً في النتائج عندما تُطبق مرات عديدة، وقد تم اختبار ثبات الأداة بالطرق الآتية:

#### أ- الثبات بالاتساق الداخلي:

تم التأكد من الاتساق الداخلي للأداة من خلال حساب معامل الثبات ألفا كرونباخ لكل محور من محاور الاستبانة على حدة، وكما هو مبين في الجدول رقم (٦) فإن جميع معاملات الثبات مقبولة إحصائياً لأغراض البحث لأن قيمة معامل الثبات لهذه المحاور كانت أكبر من (٠.٧)، حيث بلغت أعلى قيمة لمعامل الثبات في المحور الثاني المتعلق بالبيانات والمعلومات متاحة لجميع المتعاملين وقد بلغت (٠.٨٩٢)، بينما بلغت أدنى قيمة لمعامل الثبات في المحور الأول المتعلق بصحة المعلومات المالية المقدمة حيث كانت قيمة الثبات (٠.٧٣٥).

الجدول رقم (٧) يبين قيم معامل ثبات ألفا كرونباخ لمحاور الاستبيان

معامل الثبات	عدد البنود	استبانة الرأي
.٧٣٥	٨	صحة المعلومات المالية المقدمة
.٨٩٢	٩	توافر البيانات والمعلومات للمتعاملين
.٨٥١	٨	مراقبة أعمال السوق
.٨٣٢	٥	عدد المستثمرين

ب- الثبات بالتجزئة النصفية:

للتأكد من استقرار الدرجات في الأداة، تم اختبار التجزئة النصفية لبنود الأداة عن طريق حساب معامل الاتساق بين البنود الفردية والبنود الزوجية لكل محور من المحاور الاستبانة وفق معامل اتساق جوتمان، وكما نلاحظ من الجدول رقم (٧) أن معاملات الثبات مقبولة إحصائياً لأغراض البحث، حيث نجد أن معامل اتساق جوتمان للمحور الأول (٠.٨٢٦)، ولمحور البيانات والمعلومات متاحة لجميع المتعاملين (٠.٩١٨)، ولمحور مراقبة أعمال السوق (٠.٧٧٣)، ولمحور عدد المستثمرين (٠.٨٤٨)، حيث كان معامل الاتساق ايجابي وقوي وبالتالي يمكن الوثوق بالبيانات من أجل التحليل الإحصائي.

الجدول رقم (٨) يبين قيم معامل ثبات جوتمان للتجزئة النصفية بين البنود الفردية والبنود

الزوجية

معامل جوتمان للتجزئة النصفية	عدد البنود الفردية	عدد البنود الزوجية	استبانة الرأي
٠.٨٢٦	٤	٤	صحة المعلومات المالية المقدمة
٠.٩١٨	٤	٥	توافر البيانات والمعلومات للمتعاملين
٠.٧٧٣	٤	٤	مراقبة أعمال السوق
٠.٨٤٨	٢	٣	عدد المستثمرين

### ثالثاً: وصف العينة:

لقد قامت الباحثة بتوزيع استبانة البحث الحالي على الموظفين في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، وبعض المستثمرين الذين يملكون أسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، وقد بلغ عدد الاستبانات الموزعة ١٥٠ استبانة، بينما كانت الاستبانات المستردة ١٣٨ حيث تم الغاء ٥ استبانات لعدم صلاحيتها للتحليل، ووفقاً لذلك فإن عينة البحث تتكون من ١٣٣ مفردة، كما يبينه الجدول التالي:

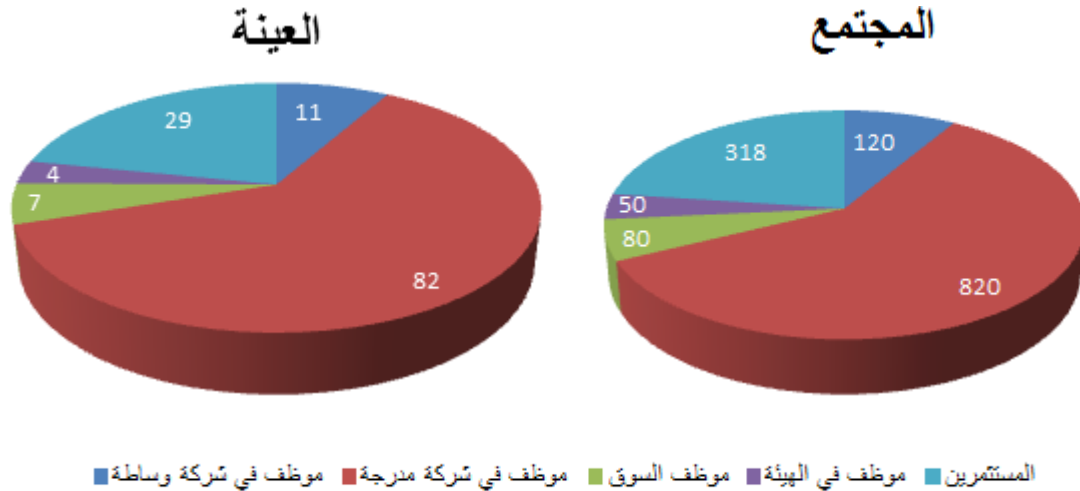
الجدول رقم (٩) يبين عدد الاستبانات الموزعة والمستردة والصالحة للتحليل على أفراد عينة

#### الدراسة

النسبة	العدد	
١٠٠.٠٠٪	١٥٠	الاستبانات الموزعة
٩٢.٠٠٪	١٣٨	الاستبانات المستردة
٨.٠٠٪	١٢	الاستبانات غير المستردة
٣.٣٣٪	٥	الاستبانات غير الصالحة للتحليل
٨٨.٦٧٪	١٣٣	الاستبانات الصالحة للتحليل

حيث تم سحب عينة عشوائية من المجتمع الأصلي بنسبة ١٠٪ من مفردات المجتمع حسب متغير المهنة، حيث كانت مفردات المجتمع الأصلي تتوزع وفق المخطط التالي:

الشكل رقم (٣) يبين التوزع التكراري لأفراد المجتمع والعينة وفقاً لمتغير الشهادة



حيث بلغ حجم المجتمع الأصلي الذي أخذت منه العينة ١٣٨٨ من المستثمرين و الموظفين في الهيئة والسوق وشركات الوساطة والشركات المدرجة. بينما بلغت حجم العينة ١٣٣ وهي عينة عشوائية تم من خلالها مراعاة الاختيار العشوائي لكل مفردة من مفردات العينة، وفيما يلي وصف العينة حسب المتغيرات التالية:

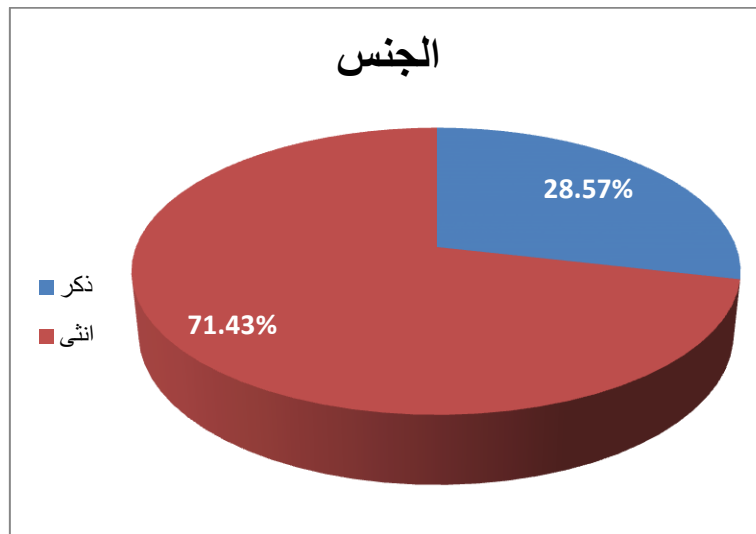
#### ١. وصف العينة بالنسبة للجنس:

الجدول رقم (١٠) يبين التوزيع التكراري والنسبي لأفراد العينة حسب الجنس

الجنس	التكرار	النسبة المئوية
ذكر	٣٨	٢٨.٥٧%
انثى	٩٥	٧١.٤٣%
المجموع	١٣٣	١٠٠.٠٠%

توزعت عينة الدراسة إلى الذكور والإناث نسب مختلفة، من الجدول رقم (٩) نجد أن أغلب أفراد العينة كانوا إناث وذلك بنسبة (٧١.٤٣%) مقابل (٢٨.٥٧%) ذكور، وهذا ما يبينه المخطط التالي:

الشكل رقم (٤) يبين التوزيع النسبي لأفراد العينة حسب الجنس



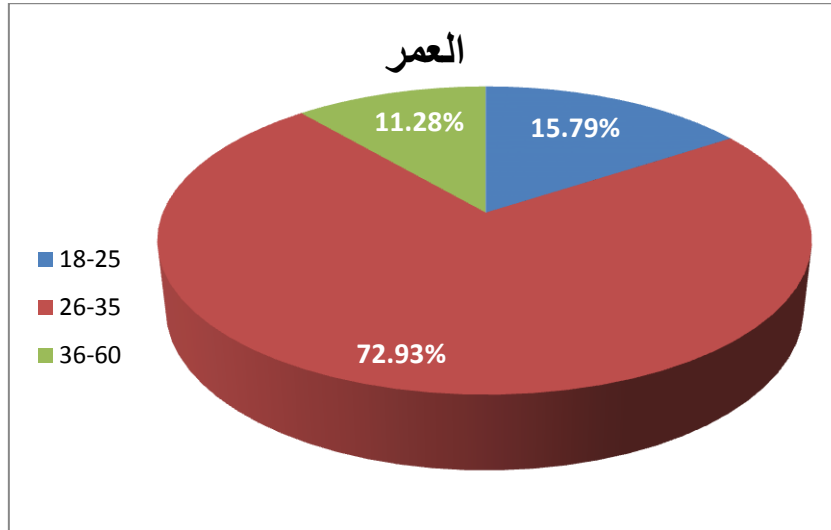
٢. وصف العينة بالنسبة للعمر:

الجدول رقم (١١) يبين التوزيع التكراري والنسبي لأفراد العينة حسب العمر

العمر	التكرار	النسبة المئوية
١٨-٢٥	٢١	١٥.٧٩%
٢٦-٣٥	٩٧	٧٢.٩٣%
٣٦-٦٠	١٥	١١.٢٨%
المجموع	١٣٣	١٠٠.٠٠%

من الجدول رقم (١٠) نجد أن أفراد العينة توزعوا إلى أعمار مختلفة فالذين أعمارهم تقع في الفئة العمرية (٣٥-٢٦) كانت نسبتهم الأكبر حيث بلغت (٧٢.٩٣%)، بينما الفئة العمرية (٢٥-١٨) تأتي في المرتبة الثانية بنسبة (١٥.٧٩%)، أما الفئة (٦٠-٣٦) تأتي في المرتبة الأخيرة بنسبة (١١.٢٨%)، وهذا ما يبينه المخطط التالي:

الشكل رقم (٥) يبين التوزيع النسبي لأفراد العينة حسب العمر





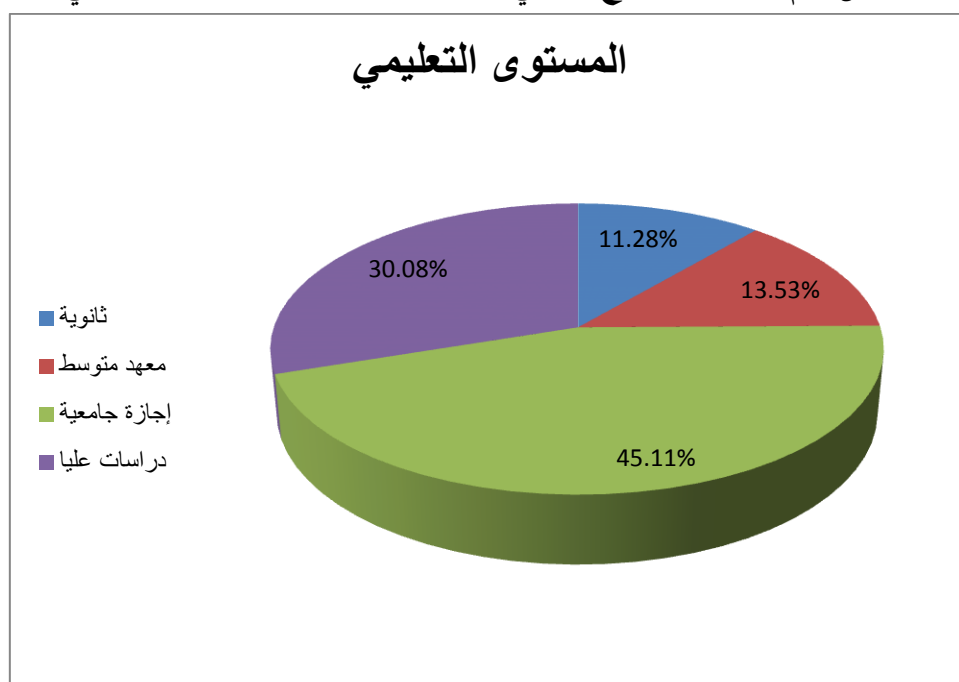
٣. وصف العينة بالنسبة للمستوى التعليمي:

الجدول رقم (١٢) يبين التوزيع التكراري والنسبي لأفراد العينة حسب المستوى التعليمي

النسبة المئوية	التكرار	المستوى التعليمي
١١.٢٨٪	١٥	ثانوية
١٣.٥٣٪	١٨	معهد متوسط
٤٥.١١٪	٦٠	إجازة جامعية
٣٠.٠٨٪	٤٠	دراسات عليا
١٠٠.٠٠٪	١٣٣	المجموع

من الجدول رقم (١١) نجد أن أفراد العينة توزعوا إلى مستويات تعليمية مختلفة فكانت نسبة الذين مستواهم التعليمي معهد متوسط وأقل (٢٤.٨١٪)، بينما الذين يحملون الإجازة الجامعية فكانت نسبتهم (٤٥.١١٪) أما الذين يحملون شهادة الدراسات العليا (٣٠.٠٨٪) وهذا ما يبينه المخطط التالي:

الشكل رقم (٦) يبين التوزيع النسبي لأفراد العينة حسب المستوى التعليمي



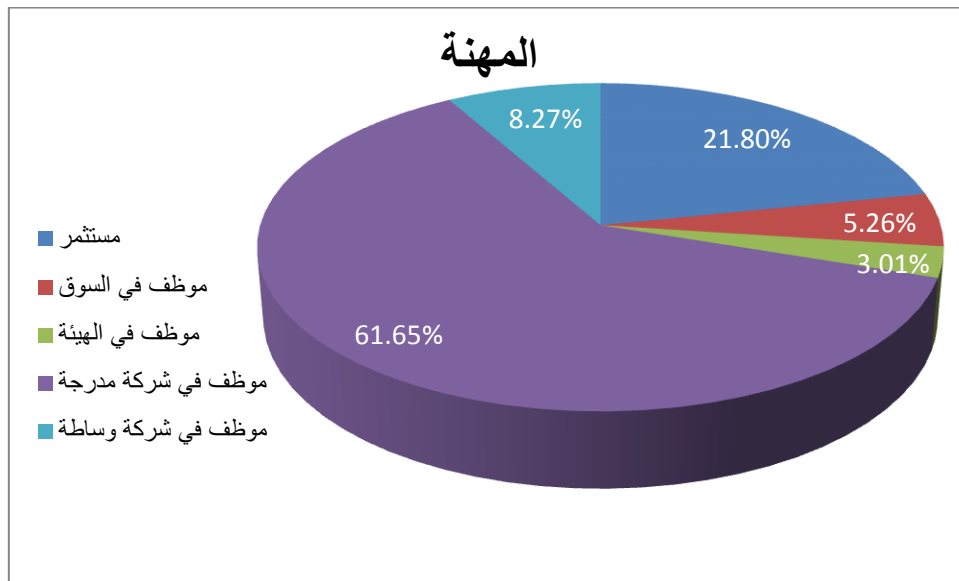
#### ٤. وصف العينة بالنسبة للمهنة:

الجدول رقم (١٣) يبين التوزيع التكراري والنسبي لأفراد العينة حسب المهنة

النسبة المئوية	التكرار	المهنة
٢١.٨٠%	٢٩	مستثمر
٥.٢٦%	٧	موظف في السوق
٣.٠١%	٤	موظف في الهيئة
٦١.٦٥%	٨٢	موظف في شركة مدرجة
٨.٢٧%	١١	موظف في شركة وساطة
١٠٠.٠٠%	١٣٣	المجموع

من الجدول رقم (١٢) نجد أن مهنة أفراد العينة توزعوا إلى مهن مختلفة فكانت نسبة المستثمرين (٢١.٨٠%)، أما نسبة الموظفين فكانت (٧٨.٢٠%) توزعت إلى موظفين في السوق بنسبة (٥.٢٦%) و(٣.٠١%) موظفين في الهيئة، و(٦١.٦٥%) موظفين في شركات مدرجة، و(٨.٢٧%) موظفين في شركة وساطة، وهذا ما يبينه المخطط التالي:

الشكل رقم (٧) يبين التوزيع النسبي لأفراد العينة حسب المهنة



#### رابعاً: تحليل النتائج:

استخدمت الباحثة مقياس ليكرت الخماسي للإجابة عن أسئلة الاستبانة، ولتحليل نتائج الدراسة تم استخدام الأساليب الاحصائية المشار إليها سابقاً.

١- الفرضية الأولى: تعمل هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية على التحقق من صحة المعلومات المالية المقدمة من قبل الشركات المدرجة أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية.

لاختبار الفرضية الأولى تمت مقارنة متوسط كل عبارة من عبارات المحور الأول " التحقق من صحة المعلومات المالية المقدمة " مع القيمة المتوسطة (٣)، وفقاً لاختبار ت ستيدونت (T-test) لمقارنة متوسط كل عبارة مع القيمة المتوسطة (٣) لمعرفة إذا كانت متوسط درجة الاستجابة قد وصلت إلى درجة الحياد (الدرجة المتوسطة) وهي القيمة ٣ أم تختلف عنها (أكبر من ٣ أو أصغر من ٣)، وهذا ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (١٤) يبين المتوسط الحسابي، والانحراف المعياري، وقيمة ت، والقيمة المعنوية

(Sig) لكل عبارة من عبارات التحقق من صحة المعلومات المالية

قيمة المعنوية	قيمة ت	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	العدد	التحقق من صحة المعلومات المالية المقدمة
.٠٠٠	١٢.٤٩	١.٠٣	٤.١١	١٣٣	تقوم الشركات المدرجة أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية بالإفصاح عن بياناتها المالية لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
.٠٠١	٧.٤٣	.٩٤	٣.٦٠	١٣٣	تعمل الهيئة على التقصي عن وضع كل شركة من مصادر مختلفة لها علاقة بالشركة.
.٠٠٠	١١.١٥	.٨٦	٣.٨٣	١٣٣	تقوم الهيئة على دراسة وتحليل جميع البيانات والمعلومات التي تحصل عليها والخاصة بالشركات المدرجة أسهمها لمعرفة الوضع المالي لهذه الشركات.
.٠٠٠	٧.٠٢	١.٠١	٣.٦٢	١٣٣	تسعى الهيئة لمعرفة مدى دقة المعلومات الواردة لها من تلك الشركات.

١٣٣	٣.٩٨	.٨٢	١٣.٩١	٠.٠٠٠	تقوم الهيئة بمقارنة النشرات السابقة للشركات بالنشرات الحديثة و معرفة المسار الذي تتجه به هذه الشركات.
١٣٣	٣.٤٧	.٩٠	٦.٠٦	٠.٠٠٠	تحاول الهيئة التنبؤ بالمستقبل لهذه الشركات من خلال ما تحصل عليه من معلومات.
١٣٣	٣.٥٥	١.٠٦	٥.٩٢	٠.٠٠٠	تحاول الهيئة تفسير هذه المعلومات بصيغ واضحة يفهمها المستثمرين.
١٣٣	٣.٠٠	١.٠٧	٠.٠٠	١.٠٠٠٠	تقوم الهيئة بالتلميح للمستثمرين بالمعلومات التي لها علاقة بأوضاع استثنائية تخص الشركة.
١٣٣	٣.٦٥	.٥٦	١٣.٤٠	٠.٠٠٠	صحة المعلومات المالية المقدمة من قبل الشركات المدرجة.

من الجدول السابق نجد أن:

١. بالنسبة للعبارة " تقوم الشركات المدرجة أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية بالإفصاح عن بياناتها المالية لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية" نجد أن قيمة المعنوية ( Sig=.٠٠٠ ) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية (  $\alpha = .٠٥$  ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٤.١١) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن المؤسسات المدرجة أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية تقوم بالإفصاح عن بياناتها المالية لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

٢. بالنسبة للعبارة " تعمل الهيئة على التقصي عن وضع كل شركة من مصادر مختلفة لها علاقة بالشركة " نجد أن قيمة المعنوية ( Sig=.٠٠١ ) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية (  $\alpha = .٠٥$  ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٦٠) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تعمل على التقصي عن وضع كل مؤسسة من مصادر مختلفة لها علاقة بالمؤسسة.

٣. بالنسبة للعبارة " تقوم الهيئة على دراسة وتحليل جميع البيانات والمعلومات التي تحصل عليها والخاصة بالمؤسسات المدرجة أسهمها لمعرفة الوضع المالي لهذه المؤسسات " نجد أن قيمة المعنوية ( Sig=.٠٠٠ )

أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٨٣) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تقوم بدراسة وتحليل جميع البيانات والمعلومات التي تحصل عليها والخاصة بالمؤسسات المدرجة أسهمها لمعرفة الوضع المالي لهذه المؤسسات.

٤. بالنسبة للعبارة " تسعى الهيئة لمعرفة مدى دقة المعلومات الواردة لها من تلك الشركات " نجد أن قيمة المعنوية ( $\text{Sig}=.000$ ) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٦٢) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تسعى لمعرفة مدى دقة المعلومات الواردة لها من تلك المؤسسات.

٥. بالنسبة للعبارة " تقوم الهيئة بمقارنة النشرات السابقة للشركات بالنشرات الحديثة ومعرفة المسار الذي تتجه به هذه الشركات " نجد أن قيمة المعنوية ( $\text{Sig}=.000$ ) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٩٨) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تقوم بمقارنة النشرات السابقة للمؤسسات بالنشرات الحديثة ومعرفة المسار الذي تتجه به هذه المؤسسات.

٦. بالنسبة للعبارة " تحاول الهيئة التنبؤ بالمستقبل لهذه الشركات من خلال ما تحصل عليه من معلومات " نجد أن قيمة المعنوية ( $\text{Sig}=.000$ ) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٤٧) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تحاول التنبؤ بالمستقبل لهذه المؤسسات من خلال ما تحصل عليه من معلومات.

٧. بالنسبة للعبارة " تحاول الهيئة تفسير هذه المعلومات بصيغ واضحة يفهمها المستثمرين " نجد أن قيمة المعنوية ( $\text{Sig}=.000$ ) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات

أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٥٥) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تحاول تفسير المعلومات بصيغ واضحة يفهمها المستثمرين.

٨. بالنسبة للعبارة " تقوم الهيئة بالتلميح للمستثمرين بالمعلومات التي لها علاقة بأوضاع استثنائية تخص الشركة" نجد أن قيمة المعنوية ( $Sig=1.000$ ) أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) أي لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٠٠) وهذا يعبر عن حياد أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تقوم بالتلميح للمستثمرين بالمعلومات التي لها علاقة بأوضاع استثنائية تخص الشركة بشكل متوسط.

وبشكل عام نجد أن متوسط المحور الأول ككل كان (٣.٦٥) بقيمة معنوية (٠.٠٠٠) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) وهذا يدل على وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة والقيمة المتوسطة (٣) أي أن اتجاه إجابات أفراد العينة على هذا المحور نحو الموافقة.

أي أننا قبلنا الفرضية الأولى والتي تنص على " تعمل هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية على التحقق من صحة المعلومات المالية المقدمة من قبل الشركات المدرجة أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية" عند مستوى دلالة إحصائية ( $\alpha = .05$ ).

أي أن آراء أفراد العينة أظهرت أن المعلومات التي تقدمها الشركات المدرجة إلى الهيئة على قدر كبير من الصحة، وإن للهيئة دور كبير في التأكد من دقة هذه المعلومات، ومحاكاتها لواقع الشركة مما يجعل هذه الشركات غير قادرة إلا على إعطاء معلومات تعكس وضع الشركة المالي، وما يدور فيها من تطورات جوهرية يمكن أن تؤثر عليها، وبالتالي على سعر السهم التي يتم التداول عليه في السوق المالي، وهذا يؤدي إلى مساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الرشيدة .

و هذا يتوافق مع دراسة مجيد هاتف فراس الزبيدي ( ١٩٩٩ )، والتي تناولت عينة من المستثمرين في سوق بغداد للأوراق المالية. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن المستثمرين يدركون بدرجة عالية أهمية المعلومات المحاسبية لقراراتهم الإستثمارية. وأن المعلومات المالية المنشورة

في القوائم المالية للشركات المدرجة كافية لإتخاذ مثل هذا القرار. كما أوضحت النتائج أن المعلومات واضحة ومفهومة بالنسبة للمستثمرين بدرجة مقبولة.

٢. الفرضية الثانية: إن جميع البيانات والمعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق السورية متاحة لجميع المتعاملين بعدالة وفي نفس الوقت وبأقل التكاليف.

لاختبار الفرضية الثانية تمت مقارنة متوسط كل عبارة من عبارات المحور الثاني " توفر البيانات والمعلومات للمتعاملين" مع القيمة المتوسطة (٣)، وفقاً لاختبار ت ستيودنت (T-test) لمقارنة متوسط كل عبارة مع القيمة المتوسطة (٣) لمعرفة إذا كانت متوسط درجة الاستجابة قد وصلت إلى درجة الحياد (الدرجة المتوسطة) وهي القيمة ٣ أم تختلف عنها (أكبر من ٣ أو أصغر من ٣)، وهذا ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (١٥) يبين المتوسط الحسابي، والانحراف المعياري، وقيمة ت، والقيمة المعنوية

(Sig) لكل عبارة من عبارات محور توافر البيانات والمعلومات للمتعاملين

قيمة المعنوية	قيمة ت	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	العدد	توافر البيانات والمعلومات للمتعاملين
.٠٠٠٠	٥.٩١	١.١٣	٣.٥٨	١٣٣	تقوم الهيئة بنشر المعلومات الموجودة لديها على شكل نشرات دورية.
.٠٠٠٠	٥.٤٢	١.١٨	٣.٥٦	١٣٣	توزع هذه النشرات على العموم داخل السوق وخارجه.
.٠٠٠٠	٧.٦٠	١.٠٨	٣.٧١	١٣٣	لا يملك أحد حق أسبقية في الحصول على أية معلومة.
.٠٠٠٠	٦.٥٢	١.١٢	٣.٦٣	١٣٣	يستطيع المستثمرين المتعاملين في السوق الحصول على المعلومات التي يريدونها فور حدوثها.
.٠٠٠٠	٦.٩٤	١.٠٠	٣.٦٠	١٣٣	يمكن لأي جهة تتعامل في سوق دمشق الحصول على المعلومات التي تحتاجها بالسرعة الكافية دون فارق زمني بينهم.
.٠٠٠٠	٦.٨١	١.١٠	٣.٦٥	١٣٣	لا يوجد أي عمولة أو ضريبة لقاء حصول المتعاملين على معلوماتهم.
.٠٠٠٠	٥.٦٩	١.١٤	٣.٥٦	١٣٣	وجود نظام تداول إلكتروني ذو فعالية عالية يساعد في حصول المستثمرين على معلوماتهم بسهولة.

المعلومات المتاحة للمتعاملين في السوق على درجة عالية من الدقة.	١٣٣	٣.٦٧	.٩١	٨.٤٨	.٠٠٠
إن توفر هذه المعلومات لدى المستثمرين تجعلهم قادرين على اتخاذ قراراتهم الرشيدة.	١٣٣	٣.٩٤	.٩٠	١٢.٠١	.٠٠٠
البيانات والمعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق السورية متاحة لجميع المتعاملين بعدالة وفي نفس الوقت و بأقل التكاليف.	١٣٣	٣.٦٦	.٦٣	١٢.١٠	.٠٠٠

من الجدول السابق نجد أن:

١. بالنسبة للعبارة " تقوم الهيئة بنشر المعلومات الموجودة لديها على شكل نشرات دورية" نجد أن قيمة المعنوية ( Sig=.٠٠٠ ) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .٠٥$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٥٨) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تقوم بنشر المعلومات الموجودة لديها على شكل نشرات دورية.

٢. بالنسبة للعبارة " توزع هذه النشرات على العموم داخل السوق وخارجه" نجد أن قيمة المعنوية ( Sig=.٠٠٠ ) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .٠٥$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٥٦) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة توزع النشرات على العموم داخل السوق وخارجه.

٣. بالنسبة للعبارة " لا يملك أحد حق أسبقية في الحصول على أية معلومة" نجد أن قيمة المعنوية ( Sig=.٠٠٠ ) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .٠٥$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٧١) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي لا يملك أحد حق أسبقية في الحصول على أية معلومة.



٤. بالنسبة للعبارة " يستطيع المستثمرين المتعاملين في السوق الحصول على المعلومات التي يريدونها فور حدوثها" نجد أن قيمة المعنوية ( Sig=.٠٠٠٠ ) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية (  $\alpha = .٠٠٥$  ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٦٣) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي يستطيع المستثمرين المتعاملين في السوق الحصول على المعلومات التي يريدونها فور حدوثها.

٥. بالنسبة للعبارة " يمكن لأي جهة تتعامل في سوق دمشق الحصول على المعلومات التي تحتاجها بالسرعة الكافية دون فارق زمني بينهم " نجد أن قيمة المعنوية ( Sig=.٠٠٠٠ ) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية (  $\alpha = .٠٠٥$  ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٦٠) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي يمكن لأي جهة تتعامل في سوق دمشق الحصول على المعلومات التي تحتاجها بالسرعة الكافية دون فارق زمني بينهم.

٦. بالنسبة للعبارة " لا يوجد أي عمولة أو ضريبة لقاء حصول المتعاملين على معلوماتهم " نجد أن قيمة المعنوية ( Sig=.٠٠٠٠ ) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية (  $\alpha = .٠٠٥$  ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٦٥) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي لا يوجد أي عمولة أو ضريبة لقاء حصول المتعاملين على معلوماتهم.

٧. بالنسبة للعبارة " وجود نظام تداول ألكتروني ذو فعالية عالية يساعد في حصول المستثمرين على معلوماتهم بسهولة " نجد أن قيمة المعنوية ( Sig=.٠٠٠٠ ) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية (  $\alpha = .٠٠٥$  ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٥٦) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي وجود نظام تداول ألكتروني له فعالية عالية يساعد في حصول المستثمرين على معلوماتهم بسهولة.

٨. بالنسبة للعبارة " المعلومات المتاحة للمتعاملين في السوق على درجة عالية من الدقة " نجد أن قيمة المعنوية ( Sig=.٠٠٠٠ ) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية (  $\alpha = .٠٠٥$  ) أي يوجد فروق ذات دلالة

إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٦٧) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي المعلومات المتاحة للمتعاملين في السوق على درجة عالية من الدقة.

٩. بالنسبة للعبارة " إن توفر هذه المعلومات لدى المستثمرين تجعلهم قادرين على اتخاذ قراراتهم الرشيدة" نجد أن قيمة المعنوية (Sig=.٠٠٠) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .٠٥$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٩٤) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي إن توفر المعلومات والبيانات لدى المستثمرين تجعلهم قادرين على اتخاذ قراراتهم الرشيدة.

وبشكل عام نجد أن متوسط المحور الثاني الذي يعبر عن توافر البيانات والمعلومات كان (٣.٦٦) بقيمة معنوية (٠.٠٠٠) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .٠٥$ ) وهذا يدل على وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة والقيمة المتوسطة (٣) أي أن اتجاه إجابات أفراد العينة على المحور الثاني نحو الموافقة.

أي أننا قبلنا الفرضية الثانية والتي تنص على " إن جميع البيانات والمعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق السورية متاحة لجميع المتعاملين بعدالة وفي نفس الوقت وبأقل التكاليف " عند مستوى دلالة إحصائية ( $\alpha = .٠٥$ ).

أي أن آراء أفراد العينة أظهرت قيام الهيئة بنشر المعلومات بالسرعة الكافية، وبدون تأخير، وبعدالة أي لا يوجد أسبقية لأحد بالحصول على هذه المعلومات، وبتكاليف تكاد تكون معدومة حيث لا يوجد عمولة أو ضريبة لقاء حصول المتعاملين على معلوماتهم، بالإضافة لوجود نظام تداول إلكتروني ذو فعالية عالية، وهو ما جعل بيانات أداء الشركات متاحة للجميع وبأقل التكاليف.

وهذا يتناقض مع دراسة ياسين العيسى (١٩٩١)، والتي حلل فيها الباحث آراء عينة من المستثمرين في سوق عمان للأوراق المالية، والتي أظهرت أن المستثمرين يدركون الأهمية العالية

للمعلومات المحاسبية لقرارات الإستثمار. إلا أنهم يرون أن المعلومات المنشورة غير كافية. وأنها تصدر في أوقات متأخرة، وينقصها التفصيل في كثير من الأحيان.

٣. الفرضية الثالثة: تقوم هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بمراقبة أعمال السوق من أجل حماية مصالح المستثمرين والتأكد من أن التعامل يتم على أسس عادلة وسليمة.

لاختبار الفرضية الثالثة تمت مقارنة متوسط كل عبارة من عبارات المحور الثالث " مراقبة أعمال السوق" مع القيمة المتوسطة (٣)، وفقاً لاختبار ت ستودنت (T-test) لمقارنة متوسط كل عبارة مع القيمة المتوسطة (٣) لمعرفة إذا كانت متوسط درجة الاستجابة قد وصلت إلى درجة الحياد (الدرجة المتوسطة) وهي القيمة ٣ أم تختلف عنها (أكبر من ٣ أو أصغر من ٣)، وهذا ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (١٦) يبين المتوسط الحسابي، والانحراف المعياري، وقيمة ت، والقيمة المعنوية

(Sig) لكل عبارة من عبارات المحور الثالث

قيمة المعنوية	قيمة ت	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	العدد	مراقبة أعمال السوق
.٠٠٠	١٦.٩٢	.٧٤	٤.٠٩	١٣٣	تقوم الهيئة بمراقبة سير عمل سوق دمشق للأوراق المالية.
.٠٠٠	١٣.٥٤	.٧٤	٣.٨٧	١٣٣	تعمل الهيئة على تنظيم عملية افصاح الشركات عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية الخاصة بهم.
.٠٠٠	١٠.٥٧	.٩٤	٣.٨٦	١٣٣	تعمل الهيئة على مراقبة اصدار الأوراق المالية والتعامل بها.
.٠٠٠	١٢.١٣	.٨٣	٣.٨٧	١٣٣	تعمل الهيئة على مراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابتها واشرافها.
.٠٠٠	١٢.٩٧	.٨٢	٣.٩٢	١٣٣	تحاول الهيئة منع أي محاولة للغش أو التديليس من قبل العملاء.

١٣٣	٣.٩٢	.٨٢	١٢.٩٧	.٠٠٠	تعمل الهيئة على خلق جو من الثقة بين المتعاملين في السوق المالي.
١٣٣	٣.٦٩	.٩٦	٨.٢٩	.٠٠٠	تقوم الهيئة بفرض غرامات على مرتكبي المخالفات.
١٣٣	٣.٨٥	.٩٤	١٠.٤١	.٠٠٠	إعداد التشريعات والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية والتي تنظم عمل السوق.
١٣٣	٣.٨٩	.٦٢	١٦.٥٢	.٠٠٠	تقوم هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية بمراقبة أعمال السوق من أجل حماية مصالح المستثمرين و التأكد من أن التعامل يتم على أسس عادلة وسليمة.

من الجدول السابق نجد أن:

١. بالنسبة للعبارة " تقوم الهيئة بمراقبة سير عمل سوق دمشق للأوراق المالية " نجد أن قيمة المعنوية (Sig=.٠٠٠) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .٠٥$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٤.٠٩) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تقوم بمراقبة سير عمل سوق دمشق للأوراق المالية.

٢. بالنسبة للعبارة " تعمل الهيئة على تنظيم عملية افصاح الشركات عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية الخاصة بهم " نجد أن قيمة المعنوية (Sig=.٠٠٠) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .٠٥$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٨٧) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تعمل على تنظيم عملية افصاح الشركات عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية الخاصة بهم.

٣. بالنسبة للعبارة " تعمل الهيئة على مراقبة اصدار الأوراق المالية والتعامل بها " نجد أن قيمة المعنوية (Sig=.٠٠٠) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .٠٥$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات

أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٨٦) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تعمل على مراقبة اصدار الأوراق المالية والتعامل بها.

٤. بالنسبة للعبارة " تعمل الهيئة على مراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابتها و اشرافها " نجد أن قيمة المعنوية (Sig=.٠٠٠) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .٠٥$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٨٧) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تعمل على مراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابتها و اشرافها.

٥. بالنسبة للعبارة " تحاول الهيئة منع أي محاولة للغش أو التدليس من قبل العملاء " نجد أن قيمة المعنوية (Sig=.٠٠٠) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .٠٥$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٩٢) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تحاول منع أي محاولة للغش أو التدليس من قبل العملاء.

٦. بالنسبة للعبارة " تعمل الهيئة على خلق جو من الثقة بين المتعاملين في السوق المالي " نجد أن قيمة المعنوية (Sig=.٠٠٠) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .٠٥$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٩٢) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تعمل على خلق جو من الثقة بين المتعاملين في السوق المالي.

٧. بالنسبة للعبارة " تقوم الهيئة بفرض غرامات على مرتكبي المخالفات " نجد أن قيمة المعنوية (Sig=.٠٠٠) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .٠٥$ ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٦٩) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تقوم بفرض غرامات على مرتكبي المخالفات.

٨. بالنسبة للعبارة " إعداد التشريعات والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية والتي تنظم عمل السوق " نجد أن قيمة المعنوية ( Sig=.٠٠٠٠) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية (  $\alpha = .٠٥$  ) أي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة والقيمة المتوسطة ٣، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة على العبارة قد بلغ (٣.٨٥) وهذا يعبر عن موافقة أفراد العينة على العبارة أي أن الهيئة تقوم بإعداد التشريعات والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية والتي تنظم عمل السوق.

وبشكل عام نجد أن متوسط المحور الثالث ككل كان (٣.٨٩) بقيمة معنوية (٠.٠٠٠) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية (  $\alpha = .٠٥$  ) وهذا يدل على وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة والقيمة المتوسطة (٣) أي أن اتجاه إجابات أفراد العينة على المحور الثالث نحو الموافقة.

أي أننا قبلنا الفرضية الثالثة والتي تنص على " تقوم هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بمراقبة أعمال السوق من أجل حماية مصالح المستثمرين والتأكد من أن التعامل يتم على أسس عادلة وسليمة " عند مستوى دلالة إحصائية (  $\alpha = .٠٥$  ).

كما اتفق أفراد العينة ككل على شفافية عمليات التداول أي أن التداول يتم على أسس عادلة وسليمة حيث تعمل الهيئة على تنظيم إصدار الأوراق المالية، والتعامل بها، ومراقبة أعمال، ونشاطات الجهات الخاضعة لها وحماية مصالح المستثمرين المتعاملين في السوق، ومنع أي محاولة للغش أو التدليس من قبل العملاء، وفرض غرامات على مرتكبي المخالفات، وخلق جو من الثقة بين المتعاملين في السوق المالي.

على الرغم من أن أغلب الدراسات دلت على أن الإدارة العليا للشركات لها دوراً فعالاً في التزوير المحاسبي للشركة وفي استمالت الجهات الرئيسية المسؤولة بشكل مباشر أو غير مباشر في تمرير هذه المخالفات، كدراسة د. دريد آل شبيب ، د. عبد الرحمن الجبوري في دراسته لحالة شركة وورلدكم الأمريكية. لذلك لابد من إيجاد نصوص قانونية فعالة لتنظيم عمليات التداول في السوق المالي لمعالجة مثل هذه الظاهرة مستقبلاً.

٤. الفرضية الرابعة: لا يوجد تأثير ملموس على قرار أحد المستثمرين في السوق على أسعار الأسهم.

لاختبار الفرضية الرابعة تمت مقارنة متوسط كل عبارة من عبارات المحور الرابع " عدد المستثمرين " مع القيمة المتوسطة (٣)، وفقاً لاختبار ت ستودنت (T-test) لمقارنة متوسط كل عبارة مع القيمة المتوسطة (٣) لمعرفة إذا كانت متوسط درجة الاستجابة قد وصلت إلى درجة الحياد (الدرجة المتوسطة) وهي القيمة ٣ أم تختلف عنها (أكبر من ٣ أو أصغر من ٣)، وهذا ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (١٧) يبين المتوسط الحسابي، والانحراف المعياري، وقيمة ت، والقيمة المعنوية

(Sig) لكل عبارة من عبارات المحور الرابع

عدد المستثمرين	العدد	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	قيمة ت	قيمة المعنوية
يوجد عدد كبير من المستثمرين المتعاملين في سوق دمشق للأوراق المالية.	١٣٣	٢.٧٣	.٩٩	-٣.١٤	.٠٠٢
المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية لا يعرفون بعضهم البعض.	١٣٣	٣.٢٣	.٩١	٢.٩٥	.٠٠٤
لا يمكن لأي أحد من المتعاملين في السوق أن يؤثر تأثيراً ملموساً على السوق.	١٣٣	٣.٠٧	١.٠٥	.٧٥	.٤٥٧
لا يمكن لمستثمر واحد التلاعب في السوق المالي من خلال شراء وبيع الأوراق.	١٣٣	٣.٢٤	١.٠١	٢.٧٥	.٠٠٧
المستثمرين في السوق السورية لا يضعون إلا جزء بسيط من أموالهم في استثمارات الأوراق المالية.	١٣٣	٣.٨٩	.٩١	١١.٣٨	.٠٠٠
يوجد عدد كبير من المستثمرين في السوق السورية بدون أي رابطة بينهم	١٣٣	٣.٢٣	.٥٦	٤.٨١	.٠٠٠

من الجدول السابق نجد:

١. بالنسبة للعبارة الأولى " يوجد عدد كبير من المستثمرين المتعاملين في سوق دمشق للأوراق المالية" نجد أن قيمة المعنوية (Sig) لها أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) وهذا يدل على وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة الأولى والقيمة المتوسطة (٣)، كما نلاحظ أن متوسط العبارة قد بلغ (٢٠٧٣) وهو أصغر من القيمة المتوسطة وهذا يعني أن هناك اتجاه نحو عدم الموافقة على هذه العبارة أي لا يوجد عدد كبير من المستثمرين المتعاملين في سوق دمشق للأوراق المالية.

٢. بالنسبة للعبارة الثانية " المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية لا يعرفون بعضهم البعض " نجد أن قيمة المعنوية (Sig) لها أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) وهذا يدل على وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة الأولى والقيمة المتوسطة (٣)، كما نلاحظ أن متوسط العبارة قد بلغ (٣٠٢٣) وهو أكبر من القيمة المتوسطة وهذا يعني أن هناك اتجاه نحو الموافقة على هذه العبارة أي المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية لا يعرفون بعضهم البعض.

٣. بالنسبة للعبارة الثالثة " لا يمكن لأي أحد من المتعاملين في السوق أن يؤثر تأثيراً ملموساً على السوق " أن قيمة المعنوية ( $\text{Sig} = .457$ ) لها أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) وهذا يدل على عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة والقيمة المتوسطة (٣)، وهذا يدل على اتجاه نحو الحياد في الاجابة عن هذه العبارة حيث كان متوسط العبارة يساوي (٣٠٠٧) وهو أقرب إلى القيمة المتوسطة.

٤. بالنسبة للعبارة الرابعة " لا يمكن لمستثمر واحد التلاعب في السوق المالي من خلال شراء وبيع الأوراق " نجد أن قيمة المعنوية ( $\text{Sig} = .007$ ) لها أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) وهذا يدل على وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة الرابعة والقيمة المتوسطة (٣)، كما نلاحظ أن متوسط العبارة قد بلغ (٣٠٢٤) وهو أكبر من القيمة المتوسطة وهذا يعني أن هناك اتجاه نحو الموافقة على هذه العبارة أي لا يمكن لمستثمر واحد التلاعب في السوق المالي من خلال شراء وبيع الأوراق.

٤. بالنسبة للعبارة الخامسة " المستثمرين في السوق السورية لا يضعون إلا جزء بسيط من أموالهم في استثمارات الأوراق المالية " نجد أن قيمة المعنوية ( $\text{Sig} = .000$ ) لها أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) وهذا يدل على وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة الرابعة



والقيمة المتوسطة (٣)، كما نلاحظ أن متوسط العبارة قد بلغ (٣.٨٩) وهو أكبر من القيمة المتوسطة وهذا يعني أن هناك اتجاه نحو الموافقة على هذه العبارة أي المستثمرين في السوق السورية لا يضعون إلا جزء بسيط من أموالهم في استثمارات الأوراق المالية.

وبشكل عام نجد أن متوسط المحور الرابع ككل كان (٣.٢٣) بقيمة معنوية (٠.٠٠٠) أصغر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = 0.05$ ) وهذا يدل على وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العبارة والقيمة المتوسطة (٣) أي أن اتجاه إجابات أفراد العينة على المحور الرابع نحو الموافقة.

أي أننا قبلنا الفرضية الرابعة والتي تنص على " لا يوجد تأثير ملموس على قرار أحد المستثمرين في السوق على أسعار الأسهم، وذلك لوجود عدد كبير من المستثمرين دون وجود رابط بينهم." عند مستوى دلالة إحصائية ( $\alpha = 0.05$ ).

فتبين فيما يتعلق بعدد المستثمرين في السوق أن أغلب أفراد العينة وجدوا أن عدد المستثمرين غير كبير لكنه مقبول في الوضع الحالي، ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى محدودية عدد الشركات التي يتم التداول على أسهمها في السوق حيث لم يتجاوز عددها حتى اعداد هذا البحث ب ٢٢ شركة و ١٣ شركة خدمات ووساطة، بالإضافة لنقص ثقافة الناس بالأسواق المالية، وخوفهم من الدخول فيها، وذلك بسبب قلقهم من الجهول فالأسواق المالية والاستثمار عبرها هي شيء مجهول بالنسبة للشعوب العربية بشكل عام، ولذلك لا بد من زيادة وعي الناس بالأسواق المالية، ومحاولة حثهم على الاستثمار فيها من خلال إقامة الندوات العلمية، والمحاضرات عن الأسواق المالية، وإصدار نشرات دورية ريعية أو شهرية توزع على العموم، والاعلان عنها بالصحف، والمجلات.

##### ٥. الفرضية الخامسة: لا يوجد اختلافات جوهرية بين آراء أفراد العينة على محاور الاستبيان.

لدراسة الفرضية السابقة قامت الباحثة بحساب المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لكل محور من محاور الدراسة وفقاً لمتغير المهنة ثم قامت بإجراء اختبار تحليل التباين لمعرفة هل هناك فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسطات إجابات أفراد العينة على كل محور من محاور الدراسة وفقاً لمتغير المهنة، وهذا ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (١٨)

المحاور	المهنة	العدد	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	قيمة ف	قيمة المعنوية
صحة المعلومات المالية المقدمة	مستثمر	٢٩	٣.٥٩	.٥١	.٥٩٩	.٦٦٤
	موظف في السوق	٧	٣.٩٥	.٢٣		
	موظف في الهيئة	٤	٣.٦٩	.٣٩		
	موظف في شركة مدرجة	٨٢	٣.٦٣	.٦٠		
	موظف في شركة وساطة	١١	٣.٦٩	.٥٧		
	المجموع	١٣٣	٣.٦٥	.٥٦		
البيانات والمعلومات متاحة لجميع المتعاملين	مستثمر	٢٩	٣.٥٧	.٥٧	.٥٠٠	.٧٣٦
	موظف في السوق	٧	٣.٤٨	.٦٥		
	موظف في الهيئة	٤	٣.٩٢	.٤٥		
	موظف في شركة مدرجة	٨٢	٣.٦٩	.٦٧		
	موظف في شركة وساطة	١١	٣.٦٦	.٤٩		
	المجموع	١٣٣	٣.٦٦	.٦٣		
مراقبة أعمال السوق	مستثمر	٢٩	٣.٧٨	.٦٠	١.٣٨٦	.٢٤٢
	موظف في السوق	٧	٤.١٨	.٢٤		
	موظف في الهيئة	٤	٤.٣٨	.٣٤		
	موظف في شركة مدرجة	٨٢	٣.٨٦	.٦٦		
	موظف في شركة وساطة	١١	٤.٠١	.٤٣		
	المجموع	١٣٣	٣.٨٩	.٦٢		
عدد المستثمرين	مستثمر	٢٩	٣.٢٦	.٤١	.٤٢١	.٧٩٣
	موظف في السوق	٧	٣.٠٦	.٥٩		
	موظف في الهيئة	٤	٣.٤٠	.٢٨		
	موظف في شركة مدرجة	٨٢	٣.٢٥	.٦٢		
	موظف في شركة وساطة	١١	٣.١١	.٥٢		
	المجموع	١٣٣	٣.٢٣	.٥٦		

من الجدول السابق نجد أن:

١. بالنسبة لمحور صحة المعلومات المالية المقدمة نجد أن قيمة المعنوية ( $\text{Sig} = .664$ ) أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) وبالتالي لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة حسب المهنة على محور صحة المعلومات المالية المقدمة.

٢. بالنسبة لمحور البيانات والمعلومات متاحة لجميع المتعاملين نجد أن قيمة المعنوية ( $\text{Sig} = .736$ ) أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) وبالتالي لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة حسب المهنة على محور البيانات والمعلومات متاحة لجميع المتعاملين.

٣. بالنسبة لمحور مراقبة أعمال السوق نجد أن قيمة المعنوية ( $\text{Sig} = .242$ ) أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) وبالتالي لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة حسب المهنة على محور مراقبة أعمال السوق.

٤. بالنسبة لمحور عدد المستثمرين نجد أن قيمة المعنوية ( $\text{Sig} = .793$ ) أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha = .05$ ) وبالتالي لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات أفراد العينة حسب المهنة على محور عدد المستثمرين.

نجد بالمقارنة بين إجابات جميع أفراد العينة على كل محور من المحاور أن إجاباتهم متقاربة ولا يوجد اختلافات كبيرة بينها أي أنهم متفقين على النقاط الأساسية التي يدور حولها الاستبيان.

## النتائج :

١- إن للهيئة دور كبير في التأكد من دقة هذه المعلومات، ومحاسنتها لواقع الشركة مما يجعل هذه الشركات غير قادرة إلا على إعطاء معلومات تعكس وضع الشركة المالي، وما يدور فيها من تطورات جوهرية يمكن أن تؤثر عليها، وبالتالي على سعر السهم التي يتم التداول عليه في السوق، وهذا يؤدي إلى مساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الرشيدة .

٢- قيام الهيئة بنشر المعلومات بالسرعة الكافية، وبدون تأخير، وبعادلة أي لا يوجد أسبقية لأحد بالحصول على هذه المعلومات، وبتكاليف تكاد تكون معدومة حيث لا يوجد عمولة أو ضريبة لقاء حصول المتعاملين على معلوماتهم، بالإضافة لوجود نظام تداول إلكتروني ذو فعالية عالية، وهو ما جعل بيانات أداء الشركات متاحة للجميع وبأقل التكاليف.

٣- شفافية عمليات التداول أي أن التداول يتم على أسس عادلة وسليمة حيث تعمل الهيئة على تنظيم إصدار الأوراق المالية، والتعامل بها، ومراقبة أعمال، ونشاطات الجهات الخاضعة لها وحماية مصالح المستثمرين المتعاملين في السوق، ومنع أي محاولة للغش أو التدليس من قبل العملاء، وفرض غرامات على مرتكبي المخالفات، وخلق جو من الثقة بين المتعاملين في السوق المالي.

٤- إن عدد المستثمرين غير كبير لكنه مقبول في الوضع الحالي، ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى محدودية عدد الشركات التي يتم التداول على أسهمها في السوق حيث لم يتجاوز عددها حتى اعداد هذا البحث ب ٢٤ شركة مدرجة و ٧ شركة خدمات ووساطة، بالإضافة لنقص ثقافة الناس بالأسواق المالية، وخوفهم من الدخول فيها، وذلك بسبب قلقهم من الجهول فالأسواق المالية والاستثمار عبرها هي شيء مجهول بالنسبة للشعوب العربية بشكل عام، ولذلك لا بد من زيادة وعي الناس بالأسواق المالية، ومحاولة حثهم على الاستثمار فيها من خلال إقامة الندوات العلمية، والمحاضرات عن الأسواق المالية، وإصدار نشرات دورية ربعية أو شهرية توزع على العموم، والاعلان عنها بالصحف، والمجلات.

و من ناحية أخرى تم ملاحظة بعض النتائج من خلال قراءة قانون السوق ومراقبة اصدار بعض القرارات التي تخص الأسهم المدرجة كإجراء أي تعديلات على أنظمة التداول أو اتخاذ قرارات إيقاف أو تعليق أو إعادة الأوراق المالية للتداول :

\_\_التأخير في اتخاذ القرار عند التداول في السوق رغم أن السرعة هي المطلوبة كون القرارات في سوق دمشق تتخذ حالياً بعد موافقة المدير التنفيذي ثم مجلس ادارة السوق ثم مجلس مفوضي الهيئة.

\_\_تدخل الهيئة في عمل السوق أي وجود رقابة سابقة على السوق وذلك من خلال وجود ممثل عن الهيئة كعضو في مجلس ادارة السوق.

\_\_مشكلة عدم وجود خبراء مختصين بالأسواق المالية في مكان اتخاذ القرار أي في مجلس مفوضي الهيئة كوجود معاون وزير الاقتصاد أو معاون وزير المالية أو نائب حاكم المصرف المركزي أعضاء فيها.

\_\_وجود تعليمات ادراج للشركات المساهمة المقفلة وعدم وجود أي شركة مساهمة مقفلة مدرجة لدى سوق دمشق للأوراق المالية.

## التوصيات:

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة قامت الباحثة باقتراح مجموعة من التوصيات التي يمكن تلخيصها بالتالي:

١- وجوب تعزيز إدراك المستثمرين وقناعتهم بأهمية استخدام المعلومات المالية لترشيد قراراتهم الاستثمارية وتعريفهم بمزايا وأثر ذلك الاستخدام على قراراتهم المالية، وذلك عبر تحفيز المستثمرين على الالتحاق بالدورات التدريبية لاكتساب المهارات والخبرة العملية والمعرفة بالأمور والمعلومات المحاسبية.

٢- التركيز على الدراسات والتقارير والمقارنات التي تسهل على المستثمرين عبر عرضها على الموقع الإلكتروني للسوق اتخاذ القرار الاستثماري السليم والتوسع في المطبوعات التعليمية من حيث التخصص في المواضيع والتوسع في الشرح كتخصيص بعضها لشرح الأدوات المالية والاستثمارية وكيفية قراءة وتحليل البيانات المالية وغيرها وزيادة ثقة وقناعة المستثمرين في المعلومات المحاسبية وطرق إعدادها، وذلك عبر التنظيم السليم لمهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات في سوريا.

٣- توسيع مجالات التعاون مع وسائل الإعلام كوسيلة للتواصل مع الجمهور وإيصال المعلومة والأحداث الهامة المتعلقة بالسوق للمهتمين وضرورة الاهتمام بنشر معلومات السوق والمعلومات المحاسبية الجوهرية وذلك بصفة مستقلة بالصحف الرسمية، أو عبر إصدار صحيفة متخصصة في هذا الموضوع وتوطيد العلاقات مع البورصات العربية والأجنبية وتبادل المعرفة والخبرات.

٤- الإهتمام بوظيفة تحليل القوائم المالية، وذلك لمساعدة المستثمرين الذين تنقصهم الخبرة المحاسبية لتقديم النصح والمشورة لهم، وذلك من خلال إنشاء مؤسسات مالية تتولى هذه المهمة.

٥- الاستمرار بتطوير الأنظمة والتشريعات الداخلية والخارجية التي تنظم عمل السوق ومديرياتها والمتوافقة مع القوانين الخاصة بالسوق، بالإضافة إلى تعزيز قانون سوق دمشق للأوراق المالية بتعليمات إفصاح أكثر وضوحاً وإلزاماً للشركات، وتعزيز دور مدققي الحسابات في زيادة دقة وجودة المعلومات المحاسبية المنشورة، كذلك تجهيز وتطوير البنية التشريعية الناظمة لتداول أدوات مالية جديدة مثل سندات الشركات وصناديق الاستثمار وتفعيل دور صناعات السوق من خلال جذب المؤسسات المحلية والأجنبية

للتداول في السوق، والعمل على تطوير تعليمات الاستثمار وتداول العرب والأجانب بما يتناسب مع خدمة مصلحة الاقتصاد الوطني بالشكل الأمثل ويؤدي إلى جذب محافظ استثمارية عربية وأجنبية.

٦- التطوير المستمر للأنظمة الإلكترونية البرمجية الداخلية الضرورية لعمل السوق بما يلبي احتياجات مديريات السوق ( التداول، مركز المقاصة والحفظ المركزي ) وبما يسهل آليات العمل لموظفي وأعضاء السوق من شركات خدمات ووساطة مالية وشركات مدرجة، وللمستثمرين، وتطوير خدمات الموقع الإلكتروني الحالي لسوق دمشق للأوراق المالية بما يلبي احتياجات شركات الوساطة والمستثمرين، وتشغيل الموقع الإلكتروني الرديف للموقع الإلكتروني الأساسي لسوق دمشق للأوراق المالية عبر شبكة الإنترنت لضمان استمرار العمل، وإطلاق موقع السوق الاحتياطي لتشغيل خدمات السوق الأساسية وخدمات التداول عند الطوارئ.

٧- العمل على جذب الشركات المساهمة المقفلة لادراج أسهمها في سوق دمشق من خلال الاجتماع معها والتوصل إلى حلول وتسهيلات كتخفيض البدلات كونها شركات ذات رأس مال صغير نوعاً ما.

## ١١- قائمة المراجع .

### المراجع العربية :

- ١\_ كنعان، علي، ٢٠٠٩، الأسواق المالية، جامعة دمشق، مطبعة الروضة.
- ٢\_ عصام العرييد، ٢٠٠٨، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق.
- ٣\_ الهندي، منير، (١٩٩٣)، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين.
- ٤\_ هندي، منير إبراهيم (١٩٩٧) ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية.
- ٥\_ هندي، منير إبراهيم (١٩٩٩)، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- ٦\_ هندي، منير إبراهيم (١٩٩٩)، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف.
- ٧\_ هندي، منير إبراهيم (٢٠٠١)، الأوراق المالية و سوق رأس المال، اتحاد هيئات سوق المال العربية، القاهرة.
- ٨\_ هندي، منير (٢٠٠٨): أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية.
- ٩\_ مثنى عبد الإله نصر (٢٠٠٥)، كفاءة سوق الأوراق المالية : الأسس و المقترحات ، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية - تجارب و رؤى مستقبلية ، طرابلس .
- ١٠\_ الداغر ، محمد ، الأسواق المالية ( مؤسسات، أوراق ، بورصات ) ، دار الشروق ، عمان، (٢٠٠٥).
- ١١\_ الشعار، نضال، سوق دمشق للأوراق المالية، دار الضاد للطباعة و النشر ، حلب (٢٠٠٢) .
- ١٢\_ حسان خضر - تحليل الأسواق المالية - سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية - العدد - ٢٧ آذار (٢٠٠٤).



- ١٣\_ د. دريد آل شبيب ، د. عبد الرحمن الجبوري أهمية تطوير هيئة الرقابة على الاوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي حالة شركة وورلدكم الأمريكية جامعة الزيتونة الأردنية / الأردن .
- ١٤\_ أحمد العلي ، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، جامعة دمشق، ٢٠١١ .
- ١٥\_ عبد الغفار الحنفي ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، ٢٠٠٤ .
- ١٦\_ محمد صالح الحناوي ، تحليل الأسهم و السندات : مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية ١٩٩٨ .
- ١٧\_ د. عبد الله بن محمد الرزين - الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية بتنظيم جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية - عمان.
- ١٨\_ بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية و سبل رفع كفاءتها أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، ٢٠٠٥/٢٠٠٦ .
- ١٩\_ صلاح الدين حسن السيبي ، الشركات المتعددة الجنسيات و حكم العالم : تطوير و ربط البورصات العربية و تأسيس البورصة العربية الموحدة دار الكتاب الطبعة الثالثة ، القاهرة ، ٢٠٠٣ .
- ٢٠\_ مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي بشأن حوكمة الشركات.
- ٢١\_ أبو موسى، رسمية أحمد (٢٠٠٥): الأسواق المالية و النقدية، الطبعة الاولى، مؤسسة المعزز للنشر و التوزيع، عمان، الأردن.
- ٢٢\_ السيبي، صلاح الدين (١٩٩٨): بورصات الأوراق المالية العربية والدولية، الطبعة الأولى، دار الوسام للطباعة و النشر، بيروت، لبنان.
- ٢٣\_ السيبي، صلاح الدين حسن (٢٠٠٣): بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، مصر.

- ٢٤\_ خريوش، حسني علي، أرشيد، رضا عبد المعطي، جودة، أحمد محفوظ (١٩٩٨): الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات، الطبعة الأولى، دار زهرة للطباعة و النشر، عمان، الأردن.
- ٢٥\_ مطر، محمد وآخرون (٢٠٠٠)، التحليل المالي والائتمان، الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.
- ٢٦\_ الحناوي محمد صالح، مصطفى، نihal فريد، العبد، جلال ابراهيم (٢٠٠٤) : أسواق المال و المؤسسات المالية الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- ٢٧\_ رمضان، زياد (١٩٩٨): مبادئ الاستثمار الحقيقي و المالي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.
- ٢٨\_ الحنفي، عبد الغفار (٢٠٠٠)، الاستثمار في الأوراق المالية ( أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات )، الاسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠٠٠.
- ٢٩\_ حنفي، عبد الغفار (٢٠٠٥): اساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- ٣٠\_ حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية (٢٠٠٥): أسواق المال و تمويل المشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- ٣١\_ أبو النصر، عصام (٢٠٠٦): أسواق الأوراق المالية - البورصة، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر.
- ٣٢\_ معروف، هوشيار (٢٠٠٣): الاستثمار و الأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى.
- ٣٣\_ الحناوي، محمد صالح، مصطفى، نihal فريد، العبد، جلال ابراهيم (٢٠٠٤): أسواق المال و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.

٣٤\_ مطر، محمد (١٩٩٩): ادارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن.

٣٥\_ عبيد، سعيد توفيق (١٩٩٨): الاستثمار في الأوراق المالية، القاهرة، مصر، الطبعة الثانية.

٣٦\_ الشحات، نظير رياض محمد (٢٠٠٠) : البورصات، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، ص ٥١.

٣٧\_ الزيدانين، جميل (١٩٩٩) : أساسيات في الجهاز المالي المنظور العلمي، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى.

٣٨\_ عبد الكريم، نصر (٢٠٠١): تاسيس سوق فلسطين للاوراق المالية محددات وآفاق، مجلة شؤون تنموية، المجلد الخامس، العدد الأول.

٣٩\_ بني هاني، حسين (٢٠٠٢): الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها وأدواتها المشتقة، عمان، الأردن.

٤٠\_ محمد، حسام الدين (٢٠٠٤): ألف باء البورصة، اسلام أون لاين.

٤١\_ رحيم يونس كرو العزاوي، منهج البحث العلمي، ٢٠٠٨.

٤٢\_ الميداني، محمد أيمن عزت، (٢٠٠٢)، تطوير أسواق الرأس مال في سورية، المركز السوري للاستشارات و الأبحاث و التدريب في ادارة الأعمال، سوريا.

٤٣\_ الفقي، فخر الدين، وفاء، محمد محمود، (٢٠٠٧)، أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي و الانمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي، سوق الأوراق المالية الليبي.

٤٤\_ واثق حمد أبو عمر، (٢٠٠٣)، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، دار الرضا للنشر، ط ١.

٤٥\_ د. أحمد بن محمد الخليل: الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار بن الجوزي، السعودية، ط ٢، ١٤٢٦ هـ.

٤٦\_ د. عطية فياض: سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، ط ١، ١٩٩٨.

٤٧\_ سمير عبد الحميد رضوان: أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة.

٤٨\_ الداغر، محمود محمد (٢٠٠٤): الاسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، عمان، الأردن.

### رسائل الدكتوراه و الماجستير:

١\_ المملوك ، أنس ، تحليل دور سوق الأوراق المالية في عملية تشجيع الاستثمار في سوريا ، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق (٢٠١٠) .

٢\_ زهرة، شادي، الأسواق المالية الناشئة ودورها في عملية التنمية الاقتصادية في البلدان النامية، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق (٢٠٠٥) .

٣\_ زيدان، منذر، الأجهزة المصرفية و دورها في تنشيط الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية ، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق (٢٠٠٩) .

٤\_ الرجى ، منصور ، أثر نظام المعلومات المالي و دوره في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية ، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق (٢٠٠٨) .

٥\_ أرناؤوط ، مهند ، إدارة سوق الأوراق المالية (التجربة اللبنانية ) ، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق (٢٠٠٠) .

٦\_ جليلاتي، محمد "دور الإفصاح في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية". دمشق، سوريا، ٢٠٠٩ .

٧\_ باسل صقر، حدود اقامة سوق الأوراق المالية و امكانية تطبيقها في سوريا (٢٠٠٦).

٨\_ سامي مبارك، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد \_ دراسة تجريبية الأسواق المالية العربية ، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية جامعة بسكرة نوفمبر ٢٠٠٦ .

٩\_العيسي، ياسين ( ١٩٩١ ) : "أهمية المعلومات المحاسبية ومدى توافرها في التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة في الأردن للمستثمرين في سوق عمان المالي"، مؤتة للبحوث والدراسات، جامعة مؤتة، المجلد السادس، العدد الثاني.

١٠\_الزبيدي، مجيد هاتف فراس ( ١٩٩٩ ) : "مدى فهم واستخدام المعلومات المحاسبية من قبل المستثمرين الأفراد في سوق بغداد للأوراق المالية"، جرش للبحوث والدراسات، المجلد الرابع، العدد الثاني.

١١\_مسودة، سناء نظمي، مدى اعتماد الشركات المالية (البنوك، والمؤسسات المالية) على القوائم المالية المدققة الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الأردنية في اتخاذ قرارات الاستثمار وقرارات الائتمان، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، ١٩٩٢.

١٢\_الصانع، ناصر محمد، وحسن، السيد المتولي، سلوك واتجاهات المستثمر السعودي في سوق الأسهم السعودية، مركز البحوث، كلية العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود، إصدار ١٣/٣، ١٩٩٣.

١٣\_عبد الله، جاسم علي، خصائص وسلوك واتجاهات المستثمرين في سوق البحرين للأوراق المالية، المجلة العلمية كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة قطر، ع (٦)، ١٩٩٥.

١٤\_الطحان، محمد أبو العلا، دراسة درجة أهمية المعلومات المالية في ترشيد قرارات الاستثمار في الأسهم "بالتطبيق على سوق الأوراق المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، ١٩٩٦.

١٥\_البلاط، السيد عبد الفتاح، محددات أنماط السلوك الاستثماري وعلاقتها بالخصائص الاقتصادية الاجتماعية للمستثمر الفرد "دراسة ميدانية في المنطقة الوسطى من المملكة العربية السعودية"، المجلة العربية للعلوم الإدارية، م (٣)، ع (٢)، مايو ١٩٩٦.

١٦\_الراشد، وائل إبراهيم، "أهمية المعلومات المحاسبية ومدى كفايتها لخدمة قرارات الاستثمار في الأوراق المالية" دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية بدولة الكويت، المجلة العربية للمحاسبة، م (٣)، ع (١)، مايو ١٩٩٩.

١٧\_هاتف، محمد والزيدي فراس، مدى فهم واستخدام المعلومات المحاسبية من قبل المستثمرين الأفراد في سوق بغداد للأوراق المالية "دراسة ميدانية"، جرش، م(٤)، ع (٢)، ٢٠٠٠.

### المراجع الأجنبية :

١\_(Lyman Johns & Mark. A. Sides). (Sarbanes-Oxley Act – Internet)

٢\_OECD Principles of Corporate Governance, ٢٠٠٤, Internet

٣\_David .f.swesen " pioneeving portf lio mamagement ,s, edition Free press ٢٠٠٠,p.٢٢٢

٤\_David Boddy " management : An introduction " ٢ edition , new York , prentice Hall ٢٠٠٢, p.sq.

٥\_Levine Ross and zeros , s " Stock Market And long Run Grow the " world Bank Review , vol , z,p ٢٠١٠, . ١٩٩٦

٦\_FRASER D, R&P .S, Rose, ١٩٨٧,"Financial Institutions and Market in a Changing World" business, pup, Inc, Tara's, pp.٥٩٠:٥٩٣

٧\_Securities Exchange Act of ١٩٣٣

٨\_Fulle j & Farrel, ١٩٩٧, Modern Investment and Society Analysis, McGraw-Hill Book

Co Inc.N.Y.pp ١٦:٢٨

٩\_Akintoye, Ishola Rufus, "Optimising Investment Decisions Through Informative Accounting Reporting", ٢٠٠٨, Olabisi Onabanjo University, Nigeria, West – Africa, European Journal of Social Sciences – Volume ٧, Number ٣ (٢٠٠٨).

١٠\_S. W. Becher, and R. L., weit, determinations of risk Preferences to facilitate customer-portfolio management interaction, Mathematical Analysis and applications, Vol. ٨٠, No. ٢, April, ١٩٨١

١١\_Judith, F.S., The use of Annual Reports by U.K. investment Analyst, Journal of Accounting Research, Autumn, ١٩٨٦

١٢\_Sowlash, Segdam, "I nvestors Dimentios in the Arab Financial Markets of Jordan, Kuwait, and Egypt, Presented for the financial Accounting conference at the Yarmouk University on December, ١٢-١٤, ١٩٨٩

١٣\_Kaplan, S. P., and reckers, P., Anexamination of the effect of the presidents letter and stock advisory service information on financial decisions, Behavioral research In Accountancy, ١٩٩٠

١٤\_Karen , M., et:al , Cultural Effect on Accounting Practice and Investment Decisions , Proceeding of ASBBS , Vol. ١٥ , No. ١١ , ٢٠٠٨.

١٥\_Arnold , et:al , The Impact of Information Tagging in the MD & A on Investors Decision Making , Implications for XBRL , ٢٠٠٩

١٦\_جيمس بي اركابور ، رون شولتر، ١٩٩٩ ، الاكتتاب، ترجمة ليلى زيدان، ، الدار الدولية للنشر

والتوزيع ، الطبعة الاولى.

١٧\_جون مورفي، التحليل الفني للأسواق المالية.

### المواقع الإلكترونية:

١\_الموقع الرسمي لهيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية

<http://www.scfms.sy>

٢\_الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية

<http://www.dse.sy/user/edu.php?lang=ar>



## الملحق رقم (١)

استبيان حول دراسة ماجستير بعنوان:

دور هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي

إعداد الطالبة:

روى باخوص

إشراف الدكتور:

أكرم حوراني

٢٠١٥

## تحية طيبة وبعد

نتشرف بأن نضع بين أيديكم الاستبانة الخاصة بدراسة أعدت لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية تحت عنوان : دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي. حيث أن تحقيق الهدف العلمي من هذه الدراسة مرتبط بمدى تعاونكم، فإننا نأمل منكم التكرم بالاطلاع على بنود هذه الاستبانة و الإجابة عليها بما ترونه مناسباً، علماً أن كافة المعلومات الواردة لن تستخدم إلا لأغراض البحث العلمي .

و شكراً لحسن تعاونكم

## دور هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي

العمر	٢٥-١٨	٣٥-٢٦	٦٠-٣٦
-------	-------	-------	-------

الجنس	ذكر	أنثى
-------	-----	------

المهنة	مستثمر	موظف في السوق	موظف في الهيئة	موظف في شركة مدرجة
الدراسة	ثانوية	معاهد	بكالوريوس	دراسات عليا

المهنة	مستثمر	موظف في السوق	موظف في الهيئة	موظف في شركة مدرجة
موظف في شركة وساطة				

موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة	أسئلة الاستبيان
---------------	-------	-------	-----------	-------------------	-----------------

١- تعمل هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية على التحقق من صحة المعلومات المالية المقدمة من قبل الشركات المدرجة أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية .

					١- تقوم الشركات المدرجة أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية بالافصاح عن بياناتها المالية لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية .
					٢- تعمل الهيئة على التقصي عن وضع كل شركة من مصادر مختلفة لها علاقة بالشركة .
					٣- تقوم الهيئة على دراسة وتحليل جميع البيانات و المعلومات التي تحصل عليها والخاصة بالشركات المدرجة أسهمها لمعرفة الوضع المالي لهذه الشركات .
					٤- تسعى الهيئة لمعرفة مدى دقة المعلومات الواردة لها من تلك الشركات.
					٥- تقوم الهيئة بمقارنة النشرات السابقة للشركات بالنشرات الحديثة ومعرفة المسار الذي تتجه به هذه الشركات.

					٦- تحاول الهيئة التنبؤ بالمستقبل لهذه الشركات من خلال ما تحصل عليه من معلومات.
					٧- تحاول الهيئة تفسير هذه المعلومات بصيغ واضحة يفهمها المستثمرين.
					٨- تقوم الهيئة بالتلميح للمستثمرين بالمعلومات التي لها علاقة بأوضاع استثنائية تخص الشركة.

٢- إن جميع البيانات و المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق السورية متاحة لجميع المتعاملين بعدالة و في نفس الوقت و بأقل التكاليف .

					٩- تقوم الهيئة بنشر المعلومات الموجودة لديها على شكل نشرات دورية.
					١٠- توزع هذه النشرات على العموم داخل السوق و خارجه.
					١١- لا يملك أحد حق أسبقية في الحصول على أية معلومة.
					١٢- يستطيع المستثمرين المتعاملين في السوق الحصول على المعلومات التي يريدونها فور حدوثها.

					١٣- يمكن لأي جهة تتعامل في سوق دمشق الحصول على المعلومات التي تحتاجها بالسرعة الكافية دون فارق زمني بينهم.
					١٤- لا يوجد أي عمولة أو ضريبة لقاء حصول المتعاملين على معلوماتهم.
					١٥- وجود نظام تداول إلكتروني ذو فعالية عالية يساعد في حصول المستثمرين على معلوماتهم بسهولة.
					١٦- المعلومات المتاحة للمتعاملين في السوق على درجة عالية من الدقة.
					١٧- إن توفر هذه المعلومات لدى المستثمرين يجعلهم قادرين على اتخاذ قراراتهم الرشيدة.

٣- تقوم هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية بمراقبة أعمال السوق من أجل حماية مصالح المستثمرين المتعاملين و التأكد من أن التعامل يتم على أسس عادلة و سليمة .

					١٨- تقوم الهيئة بمراقبة سير عمل سوق دمشق للأوراق المالية.
					١٩- تعمل الهيئة على تنظيم عملية افصاح الشركات عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية الخاصة بهم.

					٢٠- تعمل الهيئة على مراقبة اصدار الأوراق المالية والتعامل بها.
					٢١- تعمل الهيئة على مراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابتها واشرفها.
					٢٢- تحاول الهيئة منع أي محاولة للغش أو التدليس من قبل العملاء.
					٢٣- تعمل الهيئة على خلق جو من الثقة بين المتعاملين في السوق المالي.
					٢٤- تقوم الهيئة بفرض غرامات على مرتكبي المخالفات.
					٢٥- إعداد التشريعات والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية والتي تنظم عمل السوق.

٤- لا يوجد تأثير ملموس على قرار أحد المستثمرين في السوق على أسعار الأسهم، وذلك لوجود عدد كبير من المستثمرين دون وجود رابط بينهم.

					٢٦- يوجد عدد كبير من المستثمرين المتعاملين في سوق دمشق للأوراق المالية.
--	--	--	--	--	---

					٢٧- المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية لا يعرفون بعضهم البعض.
					٢٨- لا يمكن لأي أحد من المتعاملين في السوق أن يؤثر تأثيراً ملموساً على السوق .
					٢٩- لا يمكن لمستثمر واحد التلاعب في السوق المالي من خلال شراء وبيع الأوراق .
					٣٠- المستثمرين في السوق السورية لا يضعون إلا جزء بسيط من أموالهم في استثمارات الأوراق المالية .



## الملحق رقم (٢)

يبين العدد والنسبة المئوية لإجابات أفراد العينة على كل عبارة من عبارات الاستبيان

المجموع	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة		
١٣٣	٥٨	٤٦	٢١	٢	٦	العدد	تقوم الشركات المدرجة أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية بالافصاح عن بياناتها المالية لهيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية .
١٠٠.٠٠٠٪	٤٣.٦١٪	٣٤.٥٩٪	١٥.٧٩٪	١.٥٠٪	٤.٥١٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٢٢	٥٧	٣٥	١٨	١	العدد	تعمل الهيئة على التقصي عن وضع كل شركة من مصادر مختلفة لها علاقة بالشركة .
١٠٠.٠٠٠٪	١٦.٥٤٪	٤٢.٨٦٪	٢٦.٣٢٪	١٣.٥٣٪	٠.٧٥٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٣٠	٦١	٣٢	١٠	٠	العدد	تقوم الهيئة على دراسة و تحليل جميع البيانات و المعلومات التي تحصل عليها و الخاصة بالشركات المدرجة أسهمها لمعرفة الوضع المالي لهذه الشركات .
١٠٠.٠٠٠٪	٢٢.٥٦٪	٤٥.٨٦٪	٢٤.٠٦٪	٧.٥٢٪	٠.٠٠٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٢٧	٤٩	٤٠	١٣	٤	العدد	تسعى الهيئة لمعرفة مدى دقة المعلومات الواردة لها من تلك الشركات .
١٠٠.٠٠٠٪	٢٠.٣٠٪	٣٦.٨٤٪	٣٠.٠٨٪	٩.٧٧٪	٣.٠١٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٣٩	٥٧	٣٣	٤	٠	العدد	تقوم الهيئة بمقارنة النشرات السابقة للشركات بالنشرات الحديثة و معرفة المسار الذي تتجه به هذه الشركات .
١٠٠.٠٠٠٪	٢٩.٣٢٪	٤٢.٨٦٪	٢٤.٨١٪	٣.٠١٪	٠.٠٠٪	النسبة المئوية	
١٣٣	١٣	٦٠	٣٨	٢١	١	العدد	تحاول الهيئة التنبؤ بالمستقبل لهذه الشركات من خلال ما تحصل عليه من معلومات .
١٠٠.٠٠٠٪	٩.٧٧٪	٤٥.١١٪	٢٨.٥٧٪	١٥.٧٩٪	٠.٧٥٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٢٧	٤٦	٣٨	١٧	٥	العدد	تحاول الهيئة تفسير هذه المعلومات

١٠٠٠٠٠٪	٢٠.٣٠٪	٣٤.٥٩٪	٢٨.٥٧٪	١٢.٧٨٪	٣.٧٦٪	النسبة المئوية	بصيغ واضحة يفهمها المستثمرين .
١٣٣	٨	٤٠	٤٠	٣٤	١١	العدد	تقوم الهيئة بالتلميح للمستثمرين بالمعلومات التي لها علاقة بأوضاع استثنائية تخص الشركة .
١٠٠٠٠٠٪	٦.٠٢٪	٣٠.٠٨٪	٣٠.٠٨٪	٢٥.٥٦٪	٨.٢٧٪	النسبة المئوية	تقوم الهيئة بنشر المعلومات الموجودة لديها على شكل نشرات دورية .
١٣٣	٣٠	٤٨	٣١	١٧	٧	العدد	توزع هذه النشرات على العموم داخل السوق و خارجه .
١٠٠٠٠٠٪	٢٢.٥٦٪	٣٦.٠٩٪	٢٣.٣١٪	١٢.٧٨٪	٥.٢٦٪	النسبة المئوية	لا يملك أحد حق أسبقية في الحصول على أية معلومة .
١٣٣	٢٩	٥٧	١٢	٢٩	٦	العدد	يستطيع المستثمرين المتعاملين في السوق الحصول على المعلومات التي يريدونها فور حدوثها .
١٠٠٠٠٠٪	٢١.٨٠٪	٤٢.٨٦٪	٩.٠٢٪	٢١.٨٠٪	٤.٥١٪	النسبة المئوية	يمكن لأي جهة تتعامل في سوق دمشق الحصول على المعلومات التي تحتاجها بالسرعة الكافية دون فارق زمني بينهم .
١٣٣	٣١	٥٩	٢٤	١٢	٧	العدد	لا يوجد أي عمولة أو ضريبة لقاء حصول المتعاملين على معلوماتهم .
١٠٠٠٠٠٪	٢٣.٣١٪	٤٤.٣٦٪	١٨.٠٥٪	٩.٠٢٪	٥.٢٦٪	النسبة المئوية	وجود نظام تداول إلكتروني ذو فعالية عالية يساعد في حصول المستثمرين على معلوماتهم بسهولة .
١٣٣	٣٦	٣٩	٣٥	١٩	٤	العدد	المعلومات المتاحة للمتعاملين في السوق على درجة عالية من الدقة .
١٠٠٠٠٠٪	٢٧.٠٧٪	٢٩.٣٢٪	٢٦.٣٢٪	١٤.٢٩٪	٣.٠١٪	النسبة المئوية	إن توفر هذه المعلومات لدى
١٣٣	٢٢	٦٢	٢٥	٢٢	٢	العدد	
١٠٠٠٠٠٪	١٦.٥٤٪	٤٦.٦٢٪	١٨.٨٠٪	١٦.٥٤٪	١.٥٠٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٣٠	٥٤	٢٧	١٦	٦	العدد	
١٠٠٠٠٠٪	٢٢.٥٦٪	٤٠.٦٠٪	٢٠.٣٠٪	١٢.٠٣٪	٤.٥١٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٣٢	٤٢	٣٥	١٧	٧	العدد	
١٠٠٠٠٠٪	٢٤.٠٦٪	٣١.٥٨٪	٢٦.٣٢٪	١٢.٧٨٪	٥.٢٦٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٢٦	٥١	٤٢	١٤	٠	العدد	
١٠٠٠٠٠٪	١٩.٥٥٪	٣٨.٣٥٪	٣١.٥٨٪	١٠.٥٣٪	٠.٠٠٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٤١	٥٠	٣٧	٣	٢	العدد	

١٠٠٠٠٠٪	٣٠.٨٣٪	٣٧.٥٩٪	٢٧.٨٢٪	٢.٢٦٪	١.٥٠٪	النسبة المئوية	المستثمرين تجعلهم قادرين على اتخاذ قراراتهم الرشيدة .
١٣٣	٣٥	٨١	١٣	٢	٢	العدد	تقوم الهيئة بمراقبة سير عمل سوق دمشق للأوراق المالية .
١٠٠٠٠٠٪	٢٦.٣٢٪	٦٠.٩٠٪	٩.٧٧٪	١.٥٠٪	١.٥٠٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٢١	٨٢	٢٢	٨	٠	العدد	تعمل الهيئة على تنظيم عملية افصاح الشركات عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية الخاصة بهم .
١٠٠٠٠٠٪	١٥.٧٩٪	٦١.٦٥٪	١٦.٥٤٪	٦.٠٢٪	٠.٠٠٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٢٨	٧٧	١٥	٨	٥	العدد	تعمل الهيئة على مراقبة اصدار الأوراق المالية و التعامل بها .
١٠٠٠٠٠٪	٢١.٠٥٪	٥٧.٨٩٪	١١.٢٨٪	٦.٠٢٪	٣.٧٦٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٢٦	٧٦	١٩	١٢	٠	العدد	تعمل الهيئة على مراقبة أعمال و نشاطات الجهات الخاضعة لرقابتها و اشرافها .
١٠٠٠٠٠٪	١٩.٥٥٪	٥٧.١٤٪	١٤.٢٩٪	٩.٠٢٪	٠.٠٠٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٢٢	٩١	١٤	٠	٦	العدد	تحاول الهيئة منع أي محاولة للغش أو التدليس من قبل العملاء .
١٠٠٠٠٠٪	١٦.٥٤٪	٦٨.٤٢٪	١٠.٥٣٪	٠.٠٠٪	٤.٥١٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٣٢	٦٧	٢٦	٨	٠	العدد	تعمل الهيئة على خلق جو من الثقة بين المتعاملين في السوق المالي .
١٠٠٠٠٠٪	٢٤.٠٦٪	٥٠.٣٨٪	١٩.٥٥٪	٦.٠٢٪	٠.٠٠٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٢٦	٥٩	٣١	١٥	٢	العدد	تقوم الهيئة بفرض غرامات على مرتكبي المخالفات .
١٠٠٠٠٠٪	١٩.٥٥٪	٤٤.٣٦٪	٢٣.٣١٪	١١.٢٨٪	١.٥٠٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٢٢	٨٩	١٠	٤	٨	العدد	إعداد التشريعات و الأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية و التي تنظم عمل السوق .
١٠٠٠٠٠٪	١٦.٥٤٪	٦٦.٩٢٪	٧.٥٢٪	٣.٠١٪	٦.٠٢٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٢	٤٣	٣٠	٤٦	١٢	العدد	يوجد عدد كبير من المستثمرين المتعاملين في سوق دمشق للأوراق المالية .
١٠٠٠٠٠٪	١.٥٠٪	٣٢.٣٣٪	٢٢.٥٦٪	٣٤.٥٩٪	٩.٠٢٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٨	٥٧	٣٧	٢٩	٢	العدد	المستثمرين في سوق دمشق للأوراق

١٠٠٠٠٠٪	٦.٠٢٪	٤٢.٨٦٪	٢٧.٨٢٪	٢١.٨٠٪	١.٥٠٪	النسبة المئوية	المالية لا يعرفون بعضهم البعض .
١٣٣	١٣	٤٠	٤٠	٣٤	٦	العدد	لا يمكن لأي أحد من المتعاملين في السوق أن يؤثر تأثيراً ملموساً على السوق .
١٠٠٠٠٠٪	٩.٧٧٪	٣٠.٠٨٪	٣٠.٠٨٪	٢٥.٥٦٪	٤.٥١٪	النسبة المئوية	لا يمكن لمستثمر واحد التلاعب في السوق المالي من خلال شراء و بيع الأوراق .
١٣٣	١٦	٤٢	٤٥	٢٦	٤	العدد	المستثمرين في السوق السورية لا يضعون إلا جزء بسيط من أموالهم في استثمارات الأوراق المالية .
١٠٠٠٠٠٪	١٢.٠٣٪	٣١.٥٨٪	٣٣.٨٣٪	١٩.٥٥٪	٣.٠١٪	النسبة المئوية	
١٣٣	٢٩	٧٠	٢٠	١٠	٤	العدد	
١٠٠٠٠٠٪	٢١.٨٠٪	٥٢.٦٣٪	١٥.٠٤٪	٧.٥٢٪	٣.٠١٪	النسبة المئوية	

## Abstract

Growth in world economic activity began to decelerate during the course of last year, although for the year as a whole as stock market and securities commission it increased at its fastest rate for more than a decade. Investment growth in the securities commission is forecast to moderate to less than data and information both this year and next U.S. economic growth was slow sharply to that year (2002), but (WORLD COM) is unexpected to strengthen next year. Due to the imbalances to the U.S. economy, there is a risk of a sharper, and more prolonged, slowdown. US companies was continue to enjoy rapid export growth over the next two years, albeit at a considerably slower pace than that observed in 2002. The communication industry was continue to be the top exporting industry. Weaker external demand was depress dispet growth in many other industries during the forecast period.

Our stndy is focusing on the : IMPORTANCE OF THE RISK MANAGEMENT AND CONTROL DEVELOPMENT OF SECURITES COMMISSION BY stock MARKETS EFFECTIVENESS (STUDYING A CASE OF AMERICAN COMPANY- WORLD COM-) consumption growth was strengthen owing to rapid growth in real disposable income and widespread securities commission optimism.

Industrial investment particularly machinery and equipment investment is increasing strongly.