

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

أطروحة دكتوراه مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتوراه، الطور الثالث
ميدان: علوم اقتصادية، والتسيير وعلوم تجارية
شعبة: علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

الموضوع:

آليات الحد من الإنحرافات في الأسواق المالية

دراسة تحليلية تقييمية لعدد من الأسواق المختارة

إشراف الأستاذ الدكتور :

© موسى بن منصور

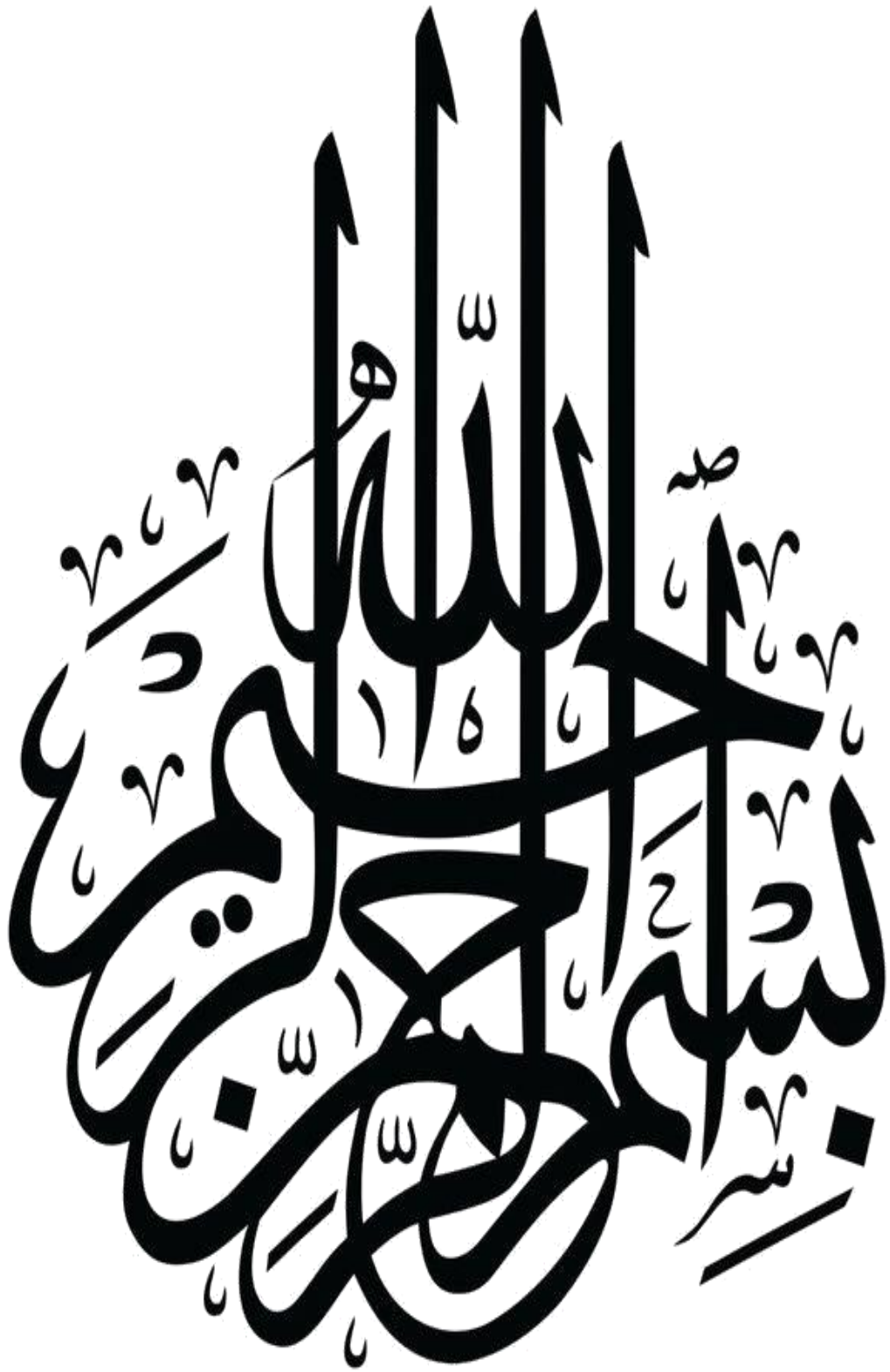
إعداد الطالب:

© جمال الدين عباس

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب العائلي	الرتبة العلمية	مؤسسة الانتماء	الصفة
عبد السلام عقون	أستاذ	جامعة برج بوعريريج	رئيسا
موسى بن منصور	أستاذ	جامعة برج بوعريريج	مشرفا ومقررا
زويبر العمرروي	أستاذ محاضراً	جامعة برج بوعريريج	ممتحنا
عبد الرزاق بوعيطه	أستاذ محاضراً	جامعة برج بوعريريج	ممتحنا
جمال خاسف	أستاذ	جامعة سطيف 1	ممتحنا
عبد الرزاق كبوط	أستاذ	جامعة باتنة 1	ممتحنا

السنة الجامعية: 2024/2023



قال القاضي الفاضل عبد الرحيم البيساني "...إني رأيت أنه لا يكتب أحداً كتاباً في يومه إلا قال في غده: لو غُيِّر هذا لكان أحسن، ولو زيد هذا لكان يُستحسن، ولو قَدِّم هذا لكان أفضل، ولو تُرِكَ هذا لكان أجمل وهذا أعظم العبر، وهو دليل على استيلاء النقص على جملة البشر"

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

أطروحة دكتوراه مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتوراه، الطور الثالث
ميدان: علوم اقتصادية، والتسيير وعلوم تجارية
شعبة: علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

الموضوع:

آليات الحد من الإنحرافات في الأسواق المالية

دراسة تحليلية تقييمية لعدد من الأسواق المختارة

إشراف الأستاذ الدكتور :

© موسى بن منصور

إعداد الطالب:

© جمال الدين عباس

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب العائلي	الرتبة العلمية	مؤسسة الانتماء	الصفة
عبد السلام عقون	أستاذ	جامعة برج بوعريريج	رئيسا
موسى بن منصور	أستاذ	جامعة برج بوعريريج	مشرفا ومقررا
زوبير العمرواي	أستاذ محاضراً	جامعة برج بوعريريج	ممتحنا
عبد الرزاق بوعبيطة	أستاذ محاضراً	جامعة برج بوعريريج	ممتحنا
جمال خاسف	أستاذ	جامعة سطيف 1	ممتحنا
عبد الرزاق كبوط	أستاذ	جامعة باتنة 1	ممتحنا

شكر وتقدير

بسم الله وحده والصلاة والسلام على من لا نبي بعده

يقول الله تعالى بعد بسم الله الرحمن الرحيم: "وَإِذْ تَأَذَّنَ رَبُّكُمْ لَئِنْ شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ وَلَئِنْ كَفَرْتُمْ إِنَّ عَذَابِي لَشَدِيدٌ"
سورة إبراهيم الآية 07.

ويقول النبي صلى الله عليه وسلم: "من لا يشكر الناس لا يشكر الله".

بادئ ذي بدء أشكر الله عز وجل الذي تعجز عن وصفه عباراتي وكلماتي والذي وفقني بإذنه ويسر لي سبل الصبر لإتمام هذه الأطروحة وأحمده سبحانه تعالى على تمكيني لإتمام هذه المرحلة من مساري الدراسي راجيا منه مزيدا من التوفيق إلى ما يحب ويرضى فلك الحمد ربي حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه ولك الحمد حتى ترضى ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضى لك الحمد حتى يبلغ الحمد منتهاه.

انطلاقا من العرفان بالجميل، وعرفانا بالفضل لأهل الفضل، فإنه ليسرني أن أتقدم بالشكر والامتنان إلى أستاذي ومشرفي الأستاذ الدكتور بن منصور موسى الذي أمدني من منابع علمه بالكثير، والذي لم يتوان يوما عن مد يد المساعدة لي، ولم يبخل علي بتوجيهاته وكان لي نعم المشرف، حفظك الله أستاذي ورعاك. وإقرارا بالفضل لأهله فإنني أسجل شكرا خالصا لكل أعضاء لجنة المناقشة نظير قبولهم قراءة ومناقشة هذه الأطروحة، وعلى كل توجيهاتهم وتقييماتهم من أجل إثرائها وإثراء محتواها.

شكري موصول لكل من: أساتذتي الأفاضل، أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير كل باسمه ومقامه، كل عمال مكتبة الكلية لما قدموه لي من يد العون والمساعدة في سبيل إتمام هذا العمل، إلى كل الأيادي التي امتدت لمساعدتي من قريب أو بعيد، في السر والعلن ولو بكلمة طيبة.

أسجل شكرا خاصا وخالصا للدكتورة مروى بلدي على كل المساعدات والتسهيلات المقدمة.

وفي الأخير لا يسعني إلا قول: إن الكمال لله وحده، فإن وفقت فمن الله وحده وإن قصرت فمني ومن الشيطان.

إهداء

الحمد لله الذي نفتتح بحمده الكلام والحمد لله الذي حمده أفضل ما جرت به الأقلام، سبحانه لا نحصي له ثناء هو كما أثنى على نفسه وهو ولي كل إنعام، والحمد لله الذي فاوت بحكمته بين المخلوقات، ورفع الذين أوتوا العلم درجات، قل هل يستوي الذين يعلمون والذين لا يعلمون، كما لا تستوي الأنوار والظلمات، وأشهد أن لا إله إلا الله وحده لا شريك له وأشهد أن محمدا عبده ورسوله الذي بلغ العلى بكماله كشف الدجى بجماله كملت جميع خصاله، صلوا عليه وآله.

أهدي ثمرة جهدي إلى:

أمي: المرأة التي تفانت في تربيتي وكانت وراء كل نجاحاتي، فأنت نبراس حياتي ومصدر قوتي، وقلعتي التي بها أتحصن إلى قمة التضحية والوفاء، إلى التي تحملت الشقاء يسرا من أجل تعليمي، إلى التي كانت شمعة صامتة تحترق من أجل أن تتير دربي، إليك يا أمي حفظك الله ورعاك.

أبي: من كان سيدا لي وتاجا أرفع به رأسي، إلى من اكتوى بلسعات الدهور وذاق مرارة الحياة ليحيى أولاده، إلى من ثابر ليلا نهارا وحرا وبردا من أجل تربيتي، إلى من وفر كل الإمكانيات الضرورية لمواصلة الدراسة وقدم لي النصائح والتشجيعات الهادفة التي كانت حافز النجاح، إليك يا أبي حفظك الله ورعاك.

إخوتي: سندي وقوتي وملاذي بعد الله، إلى من آثروني على أنفسهم، إلى من علموني معنى الحياة، إلى من أظهروا لي ما هو أجمل من الحياة، إليكم: **يونس وزوجته، عبد الرحيم وزجته، ياسين،** ولا أنسى الكتاكيت **زكرياء - أكرم - مروان.**

أختي: اللهم إن لي أختا هي بحر الندى ومنازة بها يهتدى، اللهم قها سوء الردى واكفها شر العدى واحفظها بعنايتك طول المدى، واجعل لي ولها الجنة موعدا نرافق فيها الحبيب محمدا، إليك يا من أخذت مكاني، فقد كنت صغير البيت ومدلها لتصبحي أنت، إليك يا **أميرة العائلة.**

أمي الثانية: التي ربتي والتي كبرت في حضنها ولا ولن أنسى فضلها علي: **يمينة.**

كل أقاربي وأفراد عائلتي وأخص بالذكر: **لويضة** فلها مكانة خاصة في قلبي، ولها أهدى هذا العمل.

كل أصدقائي الذين وسعهم قلبي ولم يسعهم قلبي ووسعتهم ذاكرتي ولم تسعهم أطروحتي.

من جمعني بهم القدر وكانوا خير رفقة لي، إلى من عشت معهم أجمل أيامي وتقاسمت معهم متاعب الحياة الجامعية: **بلقربي محمد الأمين، طاوي فؤاد.**

إلى **فوج الوحدة** للكشافة الإسلامية الجزائرية من أصغر شبل وزهرة إلى أكبر قائد.

إلى كل أعضاء **فريق الغالية** لكرة القدم داخل القاعة لاعبين وإدارة.

جمال السن

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر الانحرافات في الأسواق المالية والآليات المتخذة للحد منها في بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك، ركزت الدراسة على الانحرافات المقصودة والتي تمثل التلاعبات في الأسواق المالية، حيث تمت دراسة التلاعب عن طريق إستغلال المعلومات الداخلية كتلاعب من التلاعبات التي تحدث في الأسواق المالية وأثره على الكفاءة وأهم الآليات المتخذة للحد منها، ولتحقيق ذلك أُستخدم المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري للدراسة أما في الجانب التطبيقي فقد أُستخدم منهج دراسة الحالة وأسلوب دراسة الحدث.

توصلت الدراسة إلى أن إستغلال المعلومات الداخلية يحقق عوائد أعلى من عوائد مؤشر البورصة وأن إستغلال المعلومات الداخلية يؤثر تأثيرا جوهريا على أسعار الأوراق المالية وعلى أحجام التداول ويحقق للمتلاعبين عوائد غير عادية، كما توصلت هذه الدراسة إلى أن بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك غير كفؤة عند المستوى القوي، إضافة إلى ذلك توصلت الدراسة إلى أنه يمكن للآليات القانونية والمتمثلة في قوانين أسواق الأوراق المالية أن تحد وتقلل من التلاعبات في الأسواق المالية.

الكلمات المفتاحية: كفاءة الأسواق المالية، تلاعبات، إستغلال المعلومات الداخلية، بورصة عمان للأوراق المالية، بورصة ناسداك.

This study aims to know the impact of deviations in financial markets and the mechanisms taken to reduce them in the Amman Stock Exchange and Nasdaq Stock Exchange, the study focused on the intended deviations that represent manipulations in financial markets, where manipulation was studied by exploiting inside information as one of the manipulations that occur in financial markets and its impact on efficiency and the most important mechanisms taken to reduce it. To achieve this, the descriptive and analytical method was used in the theoretical aspect of the study, while in the applied aspect, the case study approach and the event study method were used.

The study reached that the exploitation of inside information achieves higher returns than the returns of the stock market index and that the exploitation of inside information has a significant impact on securities prices and trading volumes and achieves extraordinary returns for manipulators. This study also reached that the Amman Stock Exchange and Nasdaq Stock Exchange are inefficient at the strong level, in addition, the study reached that legal mechanisms represented in securities markets laws can limit and minimize manipulations in the financial markets.

Keywords: efficiency of financial markets, manipulations, exploiting inside information, Amman Stock Exchange, Nasdaq Stock Exchange.

Cette étude vise à connaître l'impact des déviations sur les marchés financiers et les mécanismes mis en place pour les réduire à la Bourse d'Amman et à la Bourse du Nasdaq. L'étude s'est concentrée sur les déviations prévues qui représentent des manipulations sur les marchés financiers, où la manipulation a été étudiée en exploitant l'information privilégiée comme l'une des manipulations qui se produisent sur les marchés financiers et son impact sur l'efficacité ainsi que les mécanismes les plus importants mis en place pour la réduire. Pour ce faire, la méthode descriptive et analytique a été utilisée dans l'aspect théorique de l'étude, tandis que dans l'aspect appliqué, l'approche de l'étude de cas et la méthode de l'étude d'événement ont été utilisées.

L'étude a conclu que l'exploitation d'informations privilégiées permet d'obtenir des rendements supérieurs à ceux de l'indice boursier et que l'exploitation d'informations privilégiées a un impact significatif sur les prix des actions et les volumes de transactions et génère des rendements extraordinaires pour les manipulateurs. Cette étude a également conclu que la Bourse d'Amman et la Bourse du Nasdaq sont inefficaces au niveau fort. En outre, l'étude a conclu que les mécanismes juridiques représentés dans les lois sur les marchés de valeurs mobilières peuvent limiter et minimiser les manipulations sur les marchés financiers.

Mots clés: efficacité des marchés financiers, manipulations, exploitation d'informations privilégiées, Bourse d'Amman, Bourse du Nasdaq.

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
—	شكر وتقدير
—	إهداء
—	ملخص
—	Abstract
—	Résumé
—	فهرس المحتويات
—	قائمة الجداول
—	قائمة الأشكال
—	قائمة الملاحق
—	قائمة الإختصارات والرموز والمصطلحات
أ - هـ	مقدمة
	الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية
02	تمهيد.....
03	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية.....
03	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية.....
03	أولاً: نشأة وتعريف الأسواق المالية.....
06	ثانياً: شروط قيام الأسواق المالية.....
07	ثالثاً: عوامل نجاح الأسواق المالية.....
08	المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية.....
08	أولاً: الأسواق النقدية.....
10	ثانياً: أسواق رأس المال.....
15	المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية ووظائفها.....
15	أولاً: أهمية الأسواق المالية.....
15	ثانياً: وظائف الأسواق المالية.....
18	المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية -البورصة-.....
18	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية -البورصة-.....
18	أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية -البورصة-.....
19	ثانياً: تعريف سوق الأوراق المالية -البورصة-.....
20	ثالثاً: خصائص سوق الأوراق المالية -البورصة-.....

21	المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية -البورصة-.....
21	أولاً: أدوات الملكية -الأسهم-.....
24	ثانياً: أدوات الدين -السندات-.....
26	ثالثاً: مقارنة بين أدوات الملكية وأدوات الدين.....
27	المطلب الثالث: تقييم الأوراق المالية.....
27	أولاً: العوامل المؤثرة في تحديد أسعار الأوراق المالية.....
28	ثانياً: المداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية.....
34	المبحث الثالث: تنظيم وسير سوق الأوراق المالية -البورصة-.....
34	المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية -البورصة-.....
34	أولاً: اللجنة العليا لسوق الأوراق المالية -البورصة-.....
35	ثانياً: اللجان الفرعية لسوق الأوراق المالية -البورصة-.....
35	ثالثاً: الأركان الرئيسية لسوق الأوراق المالية -البورصة-.....
36	المطلب الثاني: المتعاملون في سوق الأوراق المالية -البورصة-.....
36	أولاً: المستثمرون.....
36	ثانياً: المستثمرون التأسيسيون.....
37	ثالثاً: البنوك المركزية.....
37	رابعاً: القطاع الحكومي.....
37	خامساً: القطاع الأجنبي.....
37	سادساً: الوسطاء الماليين.....
38	المطلب الثالث: آليات التعامل والتسعير في سوق الأوراق المالية -البورصة-.....
38	أولاً: أوامر سوق الأوراق المالية.....
41	ثانياً: تكاليف تنفيذ الأوامر.....
41	ثالثاً: تقنيات التسعير في سوق الأوراق المالية.....
43	خلاصة.....
	الفصل الثاني: المعلومات وكفاءة الأسواق المالية وعلاقتها بحوكمة الشركات
45	تمهيد.....
46	المبحث الأول: مدخل نظري إلى كفاءة الأسواق المالية.....
46	المطلب الأول: ماهية كفاءة الأسواق المالية.....
46	أولاً: مفهوم كفاءة الأسواق المالية.....
48	ثانياً: شروط كفاءة الأسواق المالية.....

49	ثالثا: أسباب عدم كفاءة الأسواق المالية.....
50	المطلب الثاني: أنواع ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية.....
50	أولا: أنواع كفاءة الأسواق المالية.....
52	ثانيا: متطلبات كفاءة الأسواق المالية.....
53	المطلب الثالث: صيغ كفاءة الأسواق المالية واختباراتها.....
53	أولا: الصيغة الضعيفة للكفاءة.....
55	ثانيا: الصيغة المتوسطة للكفاءة.....
56	ثالثا: الصيغة القوية للكفاءة.....
59	المبحث الثاني: المعلومات في الأسواق المالية.....
59	المطلب الأول: مفهوم المعلومات.....
59	أولا: تعريف المعلومات.....
62	ثانيا: الإفصاح والشفافية عن المعلومات في الأسواق المالية.....
65	ثالثا: خصائص المعلومات المفصح عنها في الأسواق المالية.....
66	المطلب الثاني: مصادر الحصول على المعلومات ومستخدميها.....
66	أولا: مصادر الحصول على المعلومات.....
68	ثانيا: مستخدمو المعلومات.....
69	المطلب الثالث: دور المعلومات في الأسواق المالية.....
69	أولا: دور المعلومات في تسعير الأوراق المالية.....
71	ثانيا: أثر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية.....
72	المبحث الثالث: الحوكمة داخل الأسواق المالية.....
72	المطلب الأول: مفاهيم متعلقة بحوكمة الشركات.....
72	أولا: النشأة وأسباب الظهور.....
74	ثانيا: مفهوم حوكمة الشركات.....
77	ثالثا: أهمية وأهداف حوكمة الشركات.....
78	المطلب الثاني: مبادئ ومحددات حوكمة الشركات والأطراف ذات العلاقة.....
78	أولا: مبادئ حوكمة الشركات.....
80	ثانيا: محددات حوكمة الشركات.....
81	ثالثا: الأطراف المعنية بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات.....
82	المطلب الثالث: حوكمة الشركات وعلاقتها بالمعلومات وكفاءة الأسواق المالية.....
82	أولا: أثر مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية.....

85	ثانيا: العلاقة المتكاملة بين حوكمة الشركات والمعلومات وكفاءة الأسواق المالية.....
87	خلاصة.....
	الفصل الثالث: الانحرافات في الأسواق المالية
89	تمهيد.....
90	المبحث الأول: إنحرافات فرضية كفاءة الأسواق المالية.....
90	المطلب الأول: إنتقادات فرضية كفاءة الأسواق المالية.....
90	أولا: تناقض فرضيات الكفاءة أو تناقض غروسمان وستيجليتز.....
91	ثانيا: التقلبات المفرطة في الأسعار وظهور الفقاعات السعرية.....
92	المطلب الثاني: الانحرافات الموسمية.....
92	أولا: أثر نهاية الأسبوع.....
93	ثانيا: أثر نهاية السنة.....
93	ثالثا: أثر شهر رمضان.....
94	المطلب الثالث: إنحرافات متعلقة بخصائص المؤسسات.....
94	أولا: أثر الحجم.....
94	ثانيا: أثر القيمة.....
95	ثالثا: أثر الدخول إلى البورصة.....
95	المطلب الرابع: إنحرافات أخرى.....
95	أولا: أثر الزخم.....
96	ثانيا: أثر الانعكاس.....
96	ثالثا: أثر الطقس.....
99	المبحث الثاني: مدخل نظري للمالية السلوكية.....
99	المطلب الأول: ماهية المالية السلوكية.....
99	أولا: نشأة المالية السلوكية.....
102	ثانيا: مفهوم المالية السلوكية.....
107	المطلب الثاني: الفرضيات الرئيسية للمالية السلوكية.....
107	أولا: لاعقلانية المستثمرين.....
108	ثانيا: محدودية التحكيم.....
109	المطلب الثالث: التحيزات السلوكية في الأسواق المالية.....
110	أولا: التحيزات الإدراكية.....
114	ثانيا: التحيزات العاطفية.....

116	المطلب الرابع: تفسير المالية السلوكية لبعض انحرافات الأسواق المالية.....
117	المبحث الثالث: التلاعبات في الأسواق المالية.....
118	المطلب الأول: مفاهيم متعلقة بالتلاعبات.....
118	أولاً: تعريف التلاعب في الأسواق المالية.....
120	ثانياً: مفاهيم ذات علاقة.....
121	ثالثاً: المتلاعبون في الأسواق المالية.....
122	المطلب الثاني: أنواع وتقنيات التلاعب في الأسواق المالية.....
122	أولاً: أنواع التلاعبات في الأسواق المالية.....
123	ثانياً: تقنيات التلاعب في الأسواق المالية.....
129	المطلب الثالث: أهداف التلاعبات في الأسواق المالية وآثارها.....
130	أولاً: أهداف التلاعبات في الأسواق المالية.....
130	ثانياً: آثار التلاعبات في الأسواق المالية.....
132	المطلب الرابع: آليات الحد من التلاعبات في الأسواق المالية.....
132	أولاً: تحديات الكشف عن التلاعبات في الأسواق المالية.....
132	ثانياً: أدوات مساعدة للكشف عن التلاعبات في الأسواق المالية.....
133	ثالثاً: آليات الحد والتقليل من التلاعبات في الأسواق المالية.....
136	خلاصة.....
	الفصل الرابع: دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك
138	تمهيد.....
139	المبحث الأول: الدراسات السابقة.....
139	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية.....
143	المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية.....
148	المطلب الثالث: الفرق بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية.....
149	المبحث الثاني: تقديم البورصات محل الدراسة.....
149	المطلب الأول: ماهية سوق عمان للأوراق المالية.....
149	أولاً: التطور التاريخي لسوق المال في الأردن.....
153	ثانياً: الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني.....
155	ثالثاً: بورصة عمان للأوراق المالية.....
159	المطلب الثاني: بورصة ناسداك.....
160	المبحث الثالث: دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك.....

161	المطلب الأول: وصف متغيرات الدراسة.....
161	أولاً: بالنسبة لبورصة عمان للأوراق المالية.....
162	ثانياً: بالنسبة لبورصة ناسداك.....
163	المطلب الثاني: دراسة التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية في البورصات محل الدراسة.....
163	أولاً: دراسة بورصة عمان للأوراق المالية.....
171	ثانياً: دراسة بورصة ناسداك.....
191	المطلب الثالث: الآليات المتخذة لمواجهة التلاعبات في الأسواق المالية.....
191	أولاً: بورصة عمان للأوراق المالية.....
196	ثانياً: بورصة ناسداك.....
198	المطلب الرابع: مناقشة الفرضيات.....
198	أولاً: الفرضية الرئيسية الأولى.....
199	ثانياً: الفرضية الرئيسية الثانية.....
200	ثالثاً: الفرضية الرئيسية الثالثة.....
201	خلاصة.....
203	خاتمة.....
208	قائمة المراجع.....
231	قائمة الملاحق.....

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	مقارنة بين أدوات الملكية وأدوات الدين	26
02	الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني	34
03	مستويات كفاءة الأسواق المالية والمعلومات	57
04	نظريات المالية السلوكية	101
05	تفسيرات بعض انحرافات الأسواق المالية	116
06	الفرق بين الانحرافات والتلاعبات	119
07	تغيرات عوائد متغيرات الدراسة	163
08	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	165
09	إختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة Jarque-Bera	166
10	مصفوفة معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة	167
11	نتائج تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى	168
12	إختبار Breusch-Pagan-Godfrey للكشف عن مشكلة عدم ثبات تباين بواقي النموذج	170
13	إختبار Breusch-Godfrey للارتباط الذاتي بين البواقي من الدرجة الأولى والدرجة الثانية	171
14	تغيرات سعر سهم وحجم التداول اليومية لشركة Acacia Communications	173
15	الإحصاءات الوصفية لسعر سهم وحجم التداول لشركة Acacia Communications	174
16	تغيرات سعر سهم وحجم التداول اليومية لشركة TravelCenters America	177
17	الإحصاءات الوصفية لسعر سهم وحجم التداول لشركة TravelCenters America	178
18	تغيرات سعر سهم وحجم التداول اليومية لشركة Ontrak Inc	181
19	الإحصاءات الوصفية لسعر سهم وحجم التداول لشركة Ontrak Inc	182
20	تغيرات سعر سهم وحجم التداول اليومية لشركة Five Prime Therapeutics	185
21	الإحصاءات الوصفية لسعر سهم وحجم التداول لشركة Five Prime Therapeutics	186
22	الإحصاءات الوصفية لأسعار الأسهم للشركات محل الدراسة	189
23	الإحصاءات الوصفية لأحجام التداول في الشركات محل الدراسة	190

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
01	تقسيمات الأسواق المالية	14
02	آلية إنتقال الأموال في الأسواق المالية	17
03	رسم بياني خطي لسهم شركة افتراضية	30
04	تمثيل بياني لتغيرات سعر سهم واحد	30
05	خريطة أعمدة لسهم شركة افتراضية	31
06	الشموع اليابانية	31
07	تغيرات سعر سهم شركة افتراضية وفق طريق الشموع اليابانية	32
08	تغير سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (حالة معلومات غير سارة)	51
09	تغير سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (حالة معلومات سارة)	52
10	العلاقة بين صيغ كفاءة الأسواق المالية	58
11	تحويل البيانات إلى معلومات	60
12	دور وأهمية الإفصاح والشفافية عن المعلومات في الأسواق المالية	64
13	دور المعلومات في تسعير الورقة المالية	70
14	محددات حوكمة الشركات	81
15	أثر مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية	84
16	علاقة حوكمة الشركات بالمعلومات وكفاءة الأسواق المالية	85
17	تناقض غروسمان وستيجليتز	91
18	ملخص لأهم انحرافات الأسواق المالية	98
19	مفهوم المالية السلوكية	104
20	علاقة المالية السلوكية بمختلف العلوم	105
21	أثر التلاعبات في الأسواق المالية	131
22	تغيرات عوائد استغلال المعلومات الداخلية	164
23	تغيرات عوائد مؤشر بورصة عمان العام	164
24	تغيرات عوائد استغلال المعلومات الداخلية وعوائد مؤشر بورصة عمان العام مجتمعة	165
25	إختبار التوزيع الطبيعي لعوائد استغلال المعلومات الداخلية	166
26	إختبار التوزيع الطبيعي لعوائد مؤشر بورصة عمان العام	166

169	إختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج	27
175	تغيرات سعر سهم شركة Acacia Communications	28
175	تغيرات حجم التداول في شركة Acacia Communications	29
179	تغيرات سعر سهم شركة TravelCenters America	30
179	تغيرات حجم التداول في شركة TravelCenters America	31
182	تغيرات سعر سهم شركة Ontrak Inc	32
183	تغيرات حجم التداول في شركة Ontrak Inc	33
186	تغيرات سعر سهم شركة Five Prime Therapeutics	34
187	تغيرات حجم التداول في شركة Five Prime Therapeutics	35

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
01	قائمة الشركات المدرجة في المؤشر محل الدراسة	231
02	نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	233
03	نتائج إختبار التوزيع الطبيعي لعوائد إستغلال المعلومات الداخلية	234
04	نتائج إختبار التوزيع الطبيعي لعوائد مؤشر بورصة عمان العام	234
05	نتائج مصفوفة معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة	235
06	نتائج تقدير النموذج بطريقة المربعات الصغرى	235
07	نتائج إختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج	235
08	نتائج إختبار Breusch-Pagan-Godfrey لثبات التباين	236
09	نتائج إختبار الارتباط الذاتي بين البواقي من الدرجة الأولى	236
10	نتائج إختبار الارتباط الذاتي بين البواقي من الدرجة الثانية	237

قائمة الاختصارات والرموز والمصطلحات

قائمة الاختصارات والرموز

الإختصار/الرمز	شرح المختصر/الرمز
E	القيمة المتوقعة
$P_{j,t}$	سعر السهم j في الفترة t
$P_{j,t+1}$	سعر السهم j في الفترة $(t+1)$ بعد إعادة استثمار أي دخل نقدي متوسط من السهم
$R_{j,t+1}$	العائد النسبي (النسبة المئوية) خلال فترة زمنية واحدة $(P_{j,t+1}-P_{j,t})/P_{j,t}$
ϕ_t	جميع المعلومات المتوفرة والتي يفترض أن تنعكس في سعر السهم في الفترة (t)
ASEGI	مؤشر بورصة عمان العام

قائمة المصطلحات

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الإنجليزية
الأسواق المالية	Financial markets
الأسواق النقدية	Money markets
أسواق رأس المال	Capital markets
الأسواق العاجلة	Spot markets
الأسواق الأولية	Primary markets
الأسواق الثانوية	Secondary markets
الأسواق الآجلة	Forward markets
الأسهم	Stocks
الأسهم العادية	Common stocks/Ordinary shares
الأسهم الممتازة	Preferred stocks
السندات	Bonds
التحليل الفني	Technical analysis
الرسوم البيانية الخطية	Line charts
التحليل الأساسي	Fundamental analysis
الأوامر المحددة لسعر التنفيذ	Price limit of orders

Market order	أوامر السوق
Limit order	أوامر محددة
Time limit of orders	الأوامر المحددة لوقت التنفيذ
Day order	أوامر محددة بيوم
Week order Or Month order	أوامر محددة بأسبوع أو شهر
Open order Or Good-till canceled order	الأوامر المفتوحة
Stop order	أوامر الإيقاف
Stop-limit order	أوامر الإيقاف المحددة
Discretionary order	أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال
Perfectly efficient market	الكفاءة الكاملة
Economically efficient market	الكفاءة الاقتصادية
Operational efficiency/ Internal efficiency	كفاءة التشغيل/الكفاءة الداخلية
Price efficiency/ External efficiency	كفاءة التسعير/الكفاءة الخارجية
Weak-form efficiency	الصيغة الضعيفة للكفاءة
Serial correlation test	إختبار سلاسل الارتباط
Run test	إختبار الأنماط الطارئة
Semi strong-form efficiency	الصيغة المتوسطة للكفاءة
strong-form efficiency	الصيغة القوية للكفاءة
Relevance	الملائمة
Reliability	الموثوقية
Comparability	القابلية للمقارنة
Intelligibility	القابلية للفهم
Completeness	الشمول/الإكتمال
Corporate governance	حوكمة الشركات
Transparency	الشفافية
Discipline	الإنضباط
Responsibility	المسؤولية
Independence	الاستقلالية
Accountability	المساءلة
Justice	العدالة

Social Responsibility	المسؤولية الاجتماعية
The weekend effect/ The Monday effect	أثر نهاية الأسبوع/أثر يوم الإثنين
End of year effect/January effect	أثر نهاية السنة/أثر جانفي
Ramadan effect	أثر شهر رمضان
Size effect	أثر الحجم
value effect	أثر القيمة
Initial public offering effect	أثر الدخول إلى البورصة
Momentum effect	أثر الزخم
Reverse effect	أثر الإنعكاس
Weather effect	أثر الطقس
Puzzles	الألغاز
Overreaction	لغز الاستجابة البطيئة والمبالغ فيها
Winer/Loser	لغز الراجح/الخاسر
Behavioral finance	المالية السلوكية
Behavioral finance micro (BFMI)	المالية السلوكية الجزئية
Behavioral finance macro (BFMA)	المالية السلوكية الكلية
Cognitive biases	التحيزات الإدراكية
Belief biases	تحيزات الاعتقاد
Cognitive dissonance bias	تحيز التنافر المعرفي
Conservatism bias	تحيز المحافظة
Confirmation bias	تحيز التأكيد
Representativeness bias	التحيز التمثيلي
Illusion of control bias	تحيز وهم السيطرة
Hindsight bias	تحيز الإدراك المتأخر
Information processing biases	تحيزات معالجة المعلومات
Mental accounting bias	تحيز المحاسبة العقلية (الذهنية)
Anchoring and adjustment bias	تحيز التثبيت والتعديل (التكيف)
Framing bias	تحيز التأطير
Availability bias	تحيز الإتاحة (التوفر)
Self-attribution bias	تحيز الإسناد الذاتي

Outcome bias	تحيز النتائج
Emotional biases	التحيزات العاطفية
Overconfidence	الثقة المفرطة
Loss aversion bias	تحيز النفور من الخسارة
Regret aversion bias	تحيز النفور من الندم
Optimism bias	تحيز التفاؤل
Ambiguity aversion bias	تحيز تجنب الغموض
Herd behavior	سلوك القطيع
Information based manipulations	التلاعبات القائمة على المعلومات
Action based manipulations	التلاعبات القائمة على الفعل
Trade based manipulations	التلاعبات القائمة على التداول
Order based manipulations	التلاعبات القائمة على أساس الطلب (الأوامر)
Submission based manipulations	التلاعبات القائمة على أساس التقديم
Wash sale	البيع الصوري
Pools	إتفاقيات التلاعب
Trading pools	إتفاقيات التداول
Pools option	إتفاقيات الخيار
Corner the market	الشراء بنية الاحتكار
Rumors	الإشاعات
Hype and Dump	الضجيج والتفريغ
Slur and Dump	الإفتراء (الدعاية) والتفريغ
Insider trading	إستغلال المعلومات الداخلية (التداول الداخلي)
Insider information	المعلومات الداخلية
Amman Stock Exchange	بورصة عمان للأوراق المالية
Securities and Exchange Commission	هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية

مقدمة

تمهيد

تعد الأسواق المالية في العصر الحالي مظهرا من مظاهر القوة الاقتصادية للدول وتلعب دورا محوريا وهاما في مختلف الاقتصاديات فهي توفر مصدرا تمويليا لمختلف الفاعلين الإقتصاديين سواء حكومات أو خواص، كما أنها تعتبر مكانا استثماريا مناسباً ومشجعا يستقطب العديد من المستثمرين الذين يرغبون في زيادة أموالهم وتوظيفها وذلك من خلال ما توفره من أدوات استثمارية خاصة الأوراق المالية المختلفة كالأسهم والسندات.

تعتبر الأدوات السابقة من أهم وأبرز أدوات الاستثمار في الأسواق المالية فهي توفر العديد من المزايا للمستثمرين كما أنها مكون رئيسي للأسواق المالية، يتم الاستثمار فيها عن طريق التداول بيعا وشراء وفق آلية العرض والطلب مما يحقق للمستثمرين أرباحا رأسمالية ناتجة عن تغيرات الأسعار صعودا ونزولا، حيث تخضع تغيرات هذه الأخيرة وتتبع المعلومات الواردة إلى السوق فإذا كانت المعلومات سارة فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع الأسعار أما إذا كانت عكس ذلك فإن ذلك يؤدي إلى انخفاضها.

منطق عمل الأسواق المالية يسير وفق ما سبق، إلا أنه في كثير من الأحيان يتم التأثير على قاعدة العرض والطلب سواء بطريقة غير مقصودة ما ينتج عنها إنحرافات تتبع من السلوكيات المتحيزة لبعض المستثمرين خاصة قليلي الخبرة لكن سرعان ما تزول، أو قد يكون التدخل في آلية عمل الأسواق المالية بطريقة مقصودة ومتعمدة، فمن أجل تحقيق الربح السريع يعتمد الكثير من المستثمرين (خاصة كبار المستثمرين) إلى سلوكيات منافية لأخلاقيات الاستثمار من خلال القيام بمجموعة من التلاعبات والممارسات الغير المشروعة التي من شأنها تعطيل تلك الآلية أو التأثير على وظائف الأسواق المالية وذلك باتباع أساليب وطرق احتيالية تنطوي على الخداع والغش، مما يؤدي إلى التلاعب بأسعار الأوراق المالية وإحداث أسعار مصطنعة لها مما يتيح لهم تحقيق أرباح سريعة وعوائد غير طبيعية على حساب بقية المستثمرين، إضافة إلى ذلك فإن مثل هذه التلاعبات تترك أثارا سلبية عديدة على الأسواق المالية وعلى كفاءتها وعلى المستثمرين والاقتصاد الوطني بصورة مجتمعة.

نظرا للأهمية الاقتصادية الكبيرة للأسواق المالية ونظرا لظهور العديد من الانحرافات والتلاعبات السابقة فقد أدى ذلك إلى ضرورة التدخل من أجل تنظيمها وتسييرها والعمل على حمايتها ضد مختلف أشكال التلاعب وحماية المتداولين فيها وذلك عن طريق إيجاد آليات من شأنها أن تحد وتقلل من هذه التصرفات، فقد عمدت

عديد الدول إلى تنظيم عمل الأسواق المالية عن طريق إحداث هيئات للأسواق المالية تسهر على مراقبتها ومراقبة المتعاملين وتنفيذ مختلف القوانين والعقوبات الصادرة عنها في كل من يخالف نظام عملها.

❖ إشكالية الدراسة:

تعتبر الانحرافات لاسيما المقصودة منها (التلاعبات) مشكلة تعرضت لها العديد من الأسواق المالية على اختلاف تطورها وتصنيفها سواء متقدمة أو ناشئة، وكغيرها من الأسواق المالية فقد تعرضت بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك للعديد من التلاعبات التي أدت إلى انحرافات واضحة في أسعار الأوراق المالية، ما دفعها إلى السعي نحو إيجاد حلول لها ومحاولة سن قوانين تحد منها عن طريق الهيئات التابعة لها والتي تخضع لها.

إذن انطلاقا مما سبق فإن ذلك يقودنا إلى طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

ما هي آليات الحد من الانعكاسات السلبية للانحرافات في الأسواق المالية على ضوء تجربة كل من بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك الأمريكية؟

❖ الأسئلة الفرعية:

ينبثق عن هذه الإشكالية الرئيسية مجموعة من التساؤلات الفرعية، يمكن صياغتها على النحو التالي:

- ما المقصود بالانحرافات في الأسواق المالية؟ وماهي أبرز الانحرافات التي تحدث فيها؟
- ما المقصود بالتلاعبات في الأسواق المالية؟ وماهي صورها؟
- ما الفرق بين الانحرافات والتلاعبات في الأسواق المالية؟
- ماهي الآثار والانعكاسات المترتبة عن الانحرافات والتلاعبات في الأسواق المالية؟
- ما المقصود بالانحرافات في الأسواق المالية الناتجة عن التلاعب باستغلال المعلومات الداخلية؟
- هل تؤثر التلاعبات عن طريق استغلال المعلومات الداخلية على أسعار الأسهم وأحجام التداول؟
- ما هي أهم أشكال الانحرافات في الأسواق المالية على ضوء تجربة كل من بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك الأمريكية؟ وما هي أهم الآليات المعتمدة للحد من الانعكاسات السلبية لها؟

❖ فرضيات الدراسة:

بناء على ما تم طرحه وصياغته من إشكالية رئيسية وتساؤلات فرعية حول الموضوع، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة، تمت صياغة مجموعة من الفرضيات نوردتها فيما يلي:

• الفرضية الرئيسية الأولى:

التلاعب باستغلال المعلومات الداخلية يعتبر أهم مصدر للانحرافات في الأسواق المالية.

ويمكن صياغة هذه الفرضية الرئيسية في خمس فرضيات فرعية قابلة للاختبار هي:

1. الفرضية الفرعية الأولى: لا تؤثر المعلومات الداخلية على أسعار الأسهم؛
2. الفرضية الفرعية الثانية: لا تؤثر المعلومات الداخلية على أحجام التداول؛
3. الفرضية الفرعية الثالثة: لا يؤدي التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية إلى تحقيق أرباح غير عادية؛
4. الفرضية الفرعية الرابعة: لا يؤدي التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية إلى تجنب خسائر محتملة الحدوث؛
5. الفرضية الفرعية الخامسة: لا يمكن للتلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية أن يحقق عوائد أعلى من عائد مؤشر السوق؛

• الفرضية الرئيسية الثانية:

تعتبر القوانين المنظمة للأسواق المالية أهم آلية من آليات الحد من الانحرافات في الأسواق المالية محل الدراسة.

❖ أهمية الدراسة:

ترجع أهمية الدراسة إلى أهمية الأسواق المالية في حد ذاتها ودورها في إحداث التنمية الاقتصادية، فقد أصبحت القلب النابض والمحرك للإقتصاد، مما فرض دراستها بشكل جدي في محاولة للتخلص من أحد أكثر المشكلات والعوائق التي تواجهها وهي الانحرافات، كما تستمد الدراسة أهميتها أيضا من خلال تطرقها لأحد أكثر المواضيع انتشارا في السنوات الأخيرة في مجال الأسواق المالية وهو موضوع التلاعبات ومدى تأثيرها على الإقتصاد والمستثمرين والكفاءة، إضافة إلى ذلك بحثها وتطرقها إلى أهم الآليات المتبعة والمتخذة للحد والتقليل منها في بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك.

❖ أهداف الدراسة:

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى ما يلي:

- التعرف على مفهوم الانحرافات في الأسواق المالية؛
- التعرف على مفهوم التلاعبات في الأسواق المالية، وأهم صورها؛
- توضيح الفروقات بين مفهوم الانحرافات والتلاعبات في الأسواق المالية؛
- التعرف على مفهوم المعلومات الداخلية والتلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية؛
- دراسة التلاعبات على مستوى بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك؛
- التعرف على أهم الآليات المتخذة للحد من التلاعبات في البورصتين.

❖ منهج الدراسة والأدوات المستخدمة:

بناء على إشكالية الدراسة المطروحة وبغية الوصول إلى الأهداف المسطرة في هذه الدراسة، فقد استخدمنا المناهج المعتمدة في الدراسات المالية والاقتصادية، ففي الجانب النظري استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي من أجل الإلمام بمختلف الجوانب النظرية للموضوع، أما في الجانب التطبيقي فقد استخدمنا منهج دراسة الحالة بالإضافة إلى منهج دراسة الحدث، إضافة إلى ذلك فقد اعتمدنا في الدراسة على بعض الأدوات المساعدة في التحليل الإحصائي والمتمثلة في برنامج Eviews12 وبرنامج Excel2016.

❖ هيكل الدراسة:

قصد الإلمام بمختلف جوانب الموضوع تم تقسيم هذه الدراسة إلى أربعة فصول، شملت ثلاثة منها الجوانب النظرية وذلك بغية إعطاء خلفية نظرية شاملة حول الموضوع، تناولنا في الفصل الأول الإطار النظري للأسواق المالية، أما في الفصل الثاني فقد خصصناه لجزئية مهمة لا يمكن إهمالها في مجال الأسواق المالية وهي كفاءتها وعلاقتها بالمعلومات وحوكمة الشركات، في حين خصصنا الفصل الثالث للانحرافات في الأسواق المالية، أما الفصل الرابع فقد تطرقنا فيه إلى دراسة حالة البورصات محل الدراسة.

❖ أسباب اختيار الموضوع:

يمكن أن نورد أهم الأسباب التي كانت وراء اختيار هذا الموضوع فيما يلي:

- تخصص الباحث من جهة، ورغبته وميوله الشخصي إلى مثل هذه المواضيع التي تخص الأسواق المالية؛
- محاولة تقديم مساهمة جديدة حول الموضوع تضاف إلى مختلف الدراسات السابقة التي تطرقت إلى الموضوع أو بعض جوانبه؛
- إثراء الرصيد المعرفي للباحث؛
- الحداثة النسبية للموضوع كمحور بحث إستراتيجي وقابلية البحث والتوسع فيه.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية عصب الاقتصاديات الرأسمالية الحديثة، ومرآة عاكسة لتقدم الدول وتطورها، وأضحى وجودها في النظم الاقتصادية لا بد منه، فهي تلعب دورا هاما ومحوريا في العملية الاقتصادية من خلال توفيرها لأهم عنصر في العملية الاستثمارية وهي الأموال، فهي تجمع بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، مما يؤدي إلى تفعيل الموارد المالية غير المفعلة وتوجيهها نحو استثمارات حقيقية تعود بالنفع والفائدة على الاقتصاد ككل.

نظرا للدور المحوري الذي تؤديه ازداد اهتمام الدول بها وعمل الكل على تطويرها وعصرنتها بما يتلاءم مع مختلف النظم، وذلك من خلال سن القوانين والتشريعات المختلفة والمنظمة للأسواق المالية، وكذا تنظيم طرق التعامل داخل هذه الأسواق على اختلاف تقسيماتها واختلاف أدواتها المتداولة فيها.

ونتيجة لأهميتها كان لا بد لنا من التطرق في فصل نظري إلى هاته الأسواق ومحاولة التعرف عليها وعلى آلية عملها، وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية -البورصة-

المبحث الثالث: تنظيم وسير سوق الأوراق المالية -البورصة-

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

سنحاول من خلال هذا المبحث المعنون بمفاهيم عامة حول الأسواق المالية، التطرق إلى أهم ما يتعلق بالأسواق المالية من تعريفات وتقسيمات وكذا مختلف الأدوات المالية المتداولة، إضافة إلى توضيح آلية عمل الأسواق المالية وأهم المتعاملين فيها وذلك من خلال ثلاث مطالب يتناول الأول مفهوم الأسواق المالية، في حين تطرقنا في المطلب الثاني إلى تقسيمات الأسواق المالية، وشمل المطلب الثالث أهمية الأسواق المالية ووظائفها.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

أولاً: نشأة وتعريف الأسواق المالية

1. نشأة الأسواق المالية:

تستند فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق، ويعتمد كبر حجم السوق على الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصيص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية وهو ما يطلق عليه بـ "تخصيص الموارد"¹. وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية وبشكل أدق على تطور الأسواق المالية، مما ترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية، أطلق عليها سوق الأوراق المالية، وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بصورة عامة والوسيلة التي يتم التعامل بها في تلك السوق². حيث مرت فكرة الأسواق المالية خلال نشأتها بالمراحل التالية³:

أ. المرحلة الأولى: تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية، وزراعية، وعقارية، وغيرها من المشاريع، مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية، وأدى أيضاً إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها؛

¹: محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، جامعة العلوم والتكنولوجيا، ط2، صنعاء، اليمن، 2013، ص83.

²: عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي-دراسة سوق عمان للأوراق المالية من: 2002 إلى 2013-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014، ص3.

³: ياسمينه عامرة، دور عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية -دراسة حالة البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2014-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الدكتور يحيى فارس، المدينة، الجزائر، 2015، ص4.

ب. **المرحلة الثانية:** امتازت هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت هذه الأخيرة تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في هذه المرحلة فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهو خصم الأوراق التجارية وتقديم الإئتمان وفقاً لقواعد البنك المركزي؛

ج. **المرحلة الثالثة:** ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل، مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمار... إلخ، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعملية إصدار السندات المتوسطة والطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال، ولكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة؛

د. **المرحلة الرابعة:** في هذه المرحلة ظهرت الأسواق النقدية وازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي؛

هـ. **المرحلة الخامسة:** في هذه المرحلة اندمجت الأسواق المالية مع الأسواق النقدية، واندمجت الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية، وذلك نتيجة لتطور وسائل الإتصال المختلفة، وظهور البورصات المالية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

2. تعريف الأسواق المالية Financial markets:

أعطيت عدة تعريفات للأسواق المالية من قبل الاقتصاديين، لكن مجملها تصب في معنى واحد.

أ. **التعريف الأول:** تعرف بأنها الإطار أو النظام الذي تتجمع فيه طلبات الشراء والبيع للأدوات المالية والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عملية التداول في الأسواق المالية، ويعتبر وجود الأسواق المالية من الشروط الضرورية لإتمام المبادلات المالية بسرعة وبسعر عادل¹.

ب. **التعريف الثاني:** تعرف الأسواق المالية بأنها الأماكن التي يتم فيها تدفق الأموال من تلك الوحدات المدخنة إلى الوحدات المستثمرة، حيث تنتقل الأموال من الوحدات التي تقوم بالادخار ولديها فائض مالي وليس لديها فرص استثمارية كافية لاستخدام هذه الأموال إلى الوحدات التي لديها فرص استثمارية، ولكن لا تتوافر لديها الأموال الكافية لاستغلال هذه الفوائض، ويتم ذلك بطرق عديدة تتلائم مع معتقدات الأفراد وفي إطار السياسة العامة للدولة وما تستهدف تحقيقه من المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل الدخل القومي ومستوى الأسعار².

¹: عزيزة بن سميحة، البورصة والأسواق المالية دراسة تحليلية، دار الأيام للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2019، ص20.

²: عبد الصمد سعودي، الاقتصاد النقدي والأسواق المالية، الابتكار للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018، ص248.

ج. **التعريف الثالث:** تعرف أيضا بأنها عبارة عن تنظيم يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. وقد تكون موجودة في موقع مادي أو تكون ببساطة عبارة عن شبكة حاسوبية وهاتفية أي أنه وجودها يكون افتراضي¹.

د. **التعريف الرابع:** الأسواق المالية هي تلك الأسواق التي تحتوي على العديد من المؤسسات وبيوت السماسرة المالية أو مجموعاتهما المختلفة التي توفر الخدمات المالية للمقرضين والمقترضين².

اعتبر التعريف الأول الأسواق المالية بأنها نظام وظيفته جمع طلبات الشراء والبيع في ظل وجود شرط رئيسي وهو البيئة العادلة، في حين اعتبر التعريف الثاني أن وظيفة الأسواق المالية هي نقل الأموال وذكر فئة المدخرين والمستثمرين، مشيراً إلى أن هذه العملية تتم وفق مبادئ وأطر السياسة العامة للدولة، أما التعريف الثالث فقد أضاف فئة الوسطاء في الأسواق المالية ودورها في نقل الفوائض المالية، كما اعتبر أن الأسواق المالية قد تكون لها أماكن مادية أو قد تكون أسواق مالية افتراضية في ظل التطور التكنولوجي، بينما التعريف الأخير لم يتطرق إلى الوظيفة الأساسية للأسواق المالية وهي نقل أو توفير السيولة ولكن ركز على المؤسسات المالية الوسيطة فقط.

إذن، الأسواق المالية هي عبارة عن أنظمة منظمة لتداول الأدوات المالية، وذلك عن طريق تجميع طلبات البيع والشراء، سواء بواسطة الوسطاء أو بدونهم، حيث يؤدي ذلك إلى تحقيق السعر العادل للأدوات المالية، أو هي تلك الآلية التي يتم من خلالها انتقال الأموال بين المدخرين والمقرضين، وفي ظل التطور التكنولوجي الحاصل في الوقت الحالي يمكن تعريف الأسواق المالية بأنها تلك المنصات والمواقع الإلكترونية لتداول الأدوات المالية عن طريق شبكة الأنترنت.

3. خصائص الأسواق المالية:

من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص الخصائص التالية للأسواق المالية³:

أ. تتسم الأسواق المالية بتداول الأدوات المالية، هذا ما أكسبها أهمية بالغة خاصة من الناحية التمويلية للمشروعات قيد التأسيس أو القائمة، والتي تحتاج إلى السيولة؛

¹: مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، ألفا للوثائق، ط1، قسنطينة، الجزائر، 2018، ص34، 33.

²: مونية سلطان، السندات والأسهم والأوراق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2019، ص15.

³: سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية - دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص15.

- ب. تتميز الأسواق المالية بعوائد مرتفعة نسبيا، وبذلك فهي محل اهتمام العديد من المستثمرين بهدف الحصول على فوائد أكبر من خلال فروق الأسعار؛
- ج. تتسم بأنها سوق أكثر تنظيما من باقي الأسواق الأخرى، نظرا لوجود شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية؛
- د. توفر وسطاء ماليين متخصصين ومؤهلين؛
- هـ. تتميز هذه الأسواق بالمرونة وإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصال، وهذا ما يجعلها تتميز عن أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وقد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من العالم في نفس الوقت¹؛

ثانيا: شروط قيام الأسواق المالية

يقتضي إنشاء الأسواق المالية توفر جملة من الشروط نذكرها فيما يلي²:

1. **زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة:** حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد والمستثمرين، حيث تقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة، والتي تساهم بدورها في عملية التنمية الاقتصادية، والتي لا يمكن الاستغناء عنها، لذلك فإن تشجيع الأسواق المالية يتطلب تشجيع الادخار الذي تتحول بدوره إلى عملية استثمارية منتجة، وهذه الحلقة لا يمكن أن تتم إلا بوجود وزيادة المؤسسات المالية.
2. **تحويل المدخرات إلى استثمارات:** حيث تعد الأسواق المالية المكان الملائم لتحويل ما يدخره الأفراد ومختلف المؤسسات إلى استثمارات، وذلك عن طريق شراء حصص من رأس مال المؤسسات سواء صناعية كانت أو تجارية أو عقارية، في شكل أوراق مالية.
3. **إنشاء بورصات للأوراق المالية:** فبورصة الأوراق المالية هي جزء من النظام المالي ككل، وجزء من الأسواق المالية، وتعد أيضا جهازا فعالا ومهما من أجهزة الادخار والاستثمار سواء في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط، حيث لكل من القطاع العام والخاص دور في هذا الشأن.

¹: ربيعة عبو، دور نماذج التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية -دراسة حالة الأسواق المالية العربية الناشئة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2020، ص35.

²: سعاد يحيى، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وآفاق تطويرها -دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015)-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2019، ص6-8.

4. الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها: إنشاء الشركات أو إصدار الأسهم والسندات يجب أن يصاحبه الإعلان والإعلام المناسب حتى يكون المستثمر والمدخر على اطلاع بالفرص الاستثمارية المناسبة لتوظيف أموالهم، كما يجب مراقبة وفحص البيانات المعلنة وذلك من أجل حماية صغار المدخرين وحفظ مصلحتهم وحتى تكون هذه الإعلانات موثوقة.

5. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة: فالاستقرار السياسي يعد نقطة مهمة ورئيسية، فهو يساهم ويساعد في جذب واستقطاب رؤوس الأموال، وتحويلها من إدخارات خاصة إلى استثمارات طويلة الأجل.

ثالثاً: عوامل نجاح الأسواق المالية

حتى تكون هذه الأسواق المالية ناجحة ويزداد نشاطها، يقتضي توفر مجموعة من العوامل بعضها موضوعي والبعض الآخر شكلي نوجزها فيما يلي¹:

1. العوامل الموضوعية: وتتضمن العناصر التالية:

- أ. تنظيم الأسواق المالية؛ ويكون عن طريق الحكومات وخاصة ما تعلق ب:
 - عدم إفشاء المعلومات للمستثمرين وذلك من أجل المحافظة على استقرار الأسعار في الأسواق المالية، بحيث تصبح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية؛
 - تنظيم المعاملات التجارية ويكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية؛
 - تنظيم الأوجه المختلفة للمؤسسات المالية وذلك بالتزامها بالأنظمة والقوانين.
- ب. إنشاء بورصات للأوراق المالية داخل الدولة تمهيدا لخلق السيولة الكافية لكل من المستثمر والمدخر؛
- ج. تتبع سياسية إعلامية لفائدة المدخرين عن وضعية المؤسسات وهذا ما يساهم في توليد الثقة بين المتعاملين؛
- د. جعل الادخار إختياري وليس إجباري؛
- هـ. تمكين المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته، وذلك من خلال رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للاكتتاب أو إعفاء العوائد من الضريبة.

2. العوامل الشكلية: إضافة إلى العوامل السابقة، يمكن إضافة العوامل التالية:

- أ. الوضع الجغرافي، موقعه الجغرافي ومدى بعده أو قربه من الأسواق المالية الدولية؛

¹: حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2010، ص22-

- ب. الاهتمام بالمرافق العامة وفي مقدمتها سهولة المواصلات والاتصالات السلكية واللاسلكية والمساكن...إلخ؛
- ج. وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار؛
- د. ارتفاع نسبة الإيداع عند الأفراد؛
- هـ. عدم وجود رقابة على الصرف؛
- و. وجود نظام ضريبي مرن وغير مغالي في أسعاره.

المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية

تختلف أصناف الأسواق المالية باختلاف وتنوع المعايير التي تميز مختلف أنواع الأسواق عن بعضها البعض، كما أنها تفيد المتعاملين في التوجه إلى السوق المناسبة للتزود بالأموال أو عرضها، كما تفيد السلطات العمومية سواء كانت نقدية أو مالية في تنظيم ومراقبة الأسواق والحرص على توازنها بكل تفرعاتها¹.

فمثلا على صعيد حقوق المستثمرين تصنف الأسواق إلى أسواق المديونية وأسواق الملكية، ووفق معيار الاستحقاق نجد أسواق النقد وأسواق رأس المال، كما تقسم حسب معيار توقيت الإصدار فنجد الأسواق الأولية والأسواق الثانوية...إلخ من المعايير²، حيث سنعتمد في تقسيمنا على معيار أجل الاستحقاق.

أولاً: الأسواق النقدية Money markets

1. تعريف الأسواق النقدية Money markets:

عرفت الأسواق النقدية على أنها:

أ. **التعريف الأول:** الأسواق النقدية هي جزء من الأسواق المالية، والتي تشمل الأدوات المالية التي لها تاريخ استحقاق يبلغ سنة واحدة أو أقل³.

ب. **التعريف الثاني:** الأسواق النقدية هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل، من خلال السماسرة والبنوك التجارية، وكذا من خلال الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة. كما تعتبر بمثابة سوق القروض قصيرة الأجل

¹: ياسمينة عامرة، مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية، دار الوفاء للطباعة والنشر، ط1، الإسكندرية، مصر، 2019، ص24.

²: ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص28-29.

³: Frank j. fabozzi and Pamela peterson drake, Finance capital market financial management and investment management, John wiley and Sons, New Jersey, USA, 2009, p123.

فيما بين المؤسسات المالية، أو كما تعرف بسوق السيوليات أو سؤوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل¹.

ج. التعريف الثالث: وهو الشق الثاني لسوق المال ويتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، حيث تعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، وعادة لا تزيد مدة الأوراق عن سنة غير أنه يمكن التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر على الإطلاق وذلك نظرا لضمان عملية السداد².

بيّن التعريف الأول أن الأسواق النقدية جزء من كل، كما تطرق إلى فترة استحقاق الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق، في حين أضاف التعريف الثاني أهم المتعاملين في هذه الأسواق وقدم خاصية من خصائصها وهي السيولة، بينما التعريف الثالث بين أن المخاطر منخفضة نوعا ما في هذه الأسواق.

إذن فالأسواق النقدية تعتبر جزء لا يتجزأ من الأسواق المالية، يتم التعامل فيها بأوراق مالية لا تزيد فترة استحقاقها عن السنة الواحدة، وتعد البنوك التجارية والجهات الحكومية أهم فاعل في هذه الأسواق.

2. خصائص الأسواق النقدية:

تبعاً للتعريفات السابقة للأسواق النقدية، تتميز هذه الأخيرة ب³:

- أ. تتداول فيها أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترة استحقاقها بين يوم وسنة واحدة؛
- ب. السيولة المرتفعة، وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة إلى نقد؛
- ج. تتميز الأسواق النقدية بمخاطر منخفضة مقارنة بأسواق رأس المال؛
- د. تتعامل غالبية الأسواق النقدية بأدوات ذات قيم كبيرة؛

¹: جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل الأدوات والاستراتيجيات، الجزء 02، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، عين مليلة، الجزائر، 2011، ص558-559.

²: عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية بنوك تجارية أسواق الأوراق المالية شركات التأمين شركات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص244.

³: عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2016، ص14، 13.

هـ. غالبية الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية قابلة للخصم، وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمتها المحددة؛

و. لا يوجد للأسواق النقدية هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد، حيث تشكل مجموعة المؤسسات المصرفية والمالية هيكل السوق.

3. تقسيمات الأسواق النقدية:

تنقسم الأسواق النقدية إلى سوقين هما¹:

أ. **السوق ما بين البنوك:** البنوك التجارية هي تلك البنوك التي رخص لها بتعاطي الأعمال المصرفية والتي تشمل تقديم الخدمات المصرفية لا سيما قبول الودائع بأنواعها المختلفة واستعمالها مع الموارد الأخرى للبنك في الاستثمار كلياً أو جزئياً أو بأية طريقة أخرى يسمح بها القانون.

إن البنوك التجارية يطلق عليها أحياناً بنوك الودائع هي تلك التي تتعامل بالائتمان (المباشر والغير مباشر) وأهم ما يميزها قبولها للودائع تحت الطلب والحسابات الجارية. وينتج عن ذلك ما يسمى بخلق النقود.

ب. **السوق المفتوحة:** وهي عبارة عن سوق نقدية فرعية مفتوحة لكل الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم سيولة لكي يقدموها لأعوان آخرين هم بحاجة إليها، وعادة ما يتم التفاوض في هذه السوق على أدونات الخزينة وسندات الخزينة العمومية المتداولة وكذا سندات المؤسسات والهيئات المالية.

ثانياً: أسواق رأس المال Capital markets

1. تعريف أسواق رأس المال Capital markets:

تعتبر أسواق رأس المال من أهم مكونات الأسواق المالية ومن النظام المالي ككون وقد عرفت عدة تعريفات نذكرها بعضها فيما يلي.

أ. **التعريف الأول:** أسواق رأس المال هي التي يتم فيها إصدار وتداول أدوات الدين أو الأوراق المالية التي تزيد فترات استحقاقها عن سنة واحدة².

¹: بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013، ص13-14.

²: Ronald w. melicher, Edgar a. norton, Introduction to finance, John wiley and Sons, 16th edition, New Jersey, USA, 2017, p15.

ب. **التعريف الثاني:** أسواق رأس المال هي قطاع من الأسواق المالية، والذي يتم فيه تداول الأدوات المالية طويلة الأجل التي تصدرها الشركات والحكومات. ويقصد بكلمة "طويلة الأجل" هنا إلى الأدوات المالية ذات تاريخ استحقاق أصلي يزيد عن سنة واحدة. هناك نوعان من الأوراق المالية في سوق رأس المال: تلك التي تمثل حصص ملكية، وتسمى أيضًا حقوق الملكية، الصادرة عن الشركات، وتلك التي تمثل المديونية، والتي تصدر عن الشركات والحكومات¹.

ج. **التعريف الثالث:** تسمى أيضا سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، وهي تلك السوق التي يتم فيها التعامل على مساهمات وقروض طويلة الأجل حيث تقصدها المؤسسات للتزود بأموال إضافية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها وهي شركات المساهمة وذلك بطرح أسهمها للاكتتاب العام، أو قد تجمع تلك الأموال في صورة دين وذلك بطرح السندات ونفس الشيء يقال عن الحكومة عندما تريد أن تتزود بالأموال لتغطية العجز أو لتمويل المشاريع الجديدة أو لأي غرض آخر².

ركز التعريف الأول على نوع الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال وفترة استحقاقها، في حين بين التعريف الثاني أن أسواق رأس المال هي أيضا جزء من الأسواق المالية وأن هناك نوعين من الأدوات المتداولة فيها أدوات الدين وأدوات الملكية، بينما التعريف الثالث وضح أن التزود في بالأموال في هذه الأسواق يقابله التخلي عن جزء من الملكية.

أسواق رأس المال هي تلك الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل ممثلة في الأسهم والسندات.

2. خصائص أسواق رأس المال:

تتميز أسواق رأس المال بما يلي³:

أ. أسواق رأس المال تتسم بأنها أكثر تنظيما من الأسواق النقدية، نظرا لأن المتعاملين فيها من الوكلاء المتخصصين، ويرتبط بالأدوات طويلة الأجل، مما يكسبها أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على الأمد الطويل؛

¹: Pamela peterson drake, Frank j. fabozzi, **The basics of finance an introduction to financial markets business finance and portfolio management**, John wiley and Sons, New Jersey, USA, 2010, p28.

²: جبار محفوظ، **الأسواق المالية الأسواق: والأدوات المالية**، الجزء 02، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017، ص146.

³: خديجة عراب هريش، **التعامل في الأسواق المالية من منظور إسلامي وانعكاساته على الاقتصاد الوطني**، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة المدية، المدية، الجزائر، 2011، ص15.

ب. الاستثمار في أسواق رأس المال قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في الأسواق النقدية، كون أن الأدوات الاستثمارية المتداولة فيها طويلة الأجل، وتحتل مخاطر سوقية وسعرية مختلفة؛

ج. تتطلب أسواق رأس المال وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات الاستثمارية المختلفة، حتى يتم تنشيط الاستثمار في هذه السوق، وتوفير سيولة نقدية ملائمة للأدوات المالية الطويلة الأجل، الأمر الذي يزيد من سرعة تداولها؛

د. التداول في سوق رؤوس الأموال الثانوية يتم من خلال وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية؛ هـ. اهتمام المستثمرين في أسواق رأس المال بالعوائد يكون أكثر من اهتمامهم بالسيولة والمخاطرة، حيث أن الاستثمار في هذه السوق يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً.

3. تقسيمات أسواق رأس المال:

تنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق عاجلة (حاضرة أو فورية) وأسواق آجلة (مستقبلية) وكل منهما ينقسم إلى عدة أقسام نوضح ذلك فيما يلي:

أ. **الأسواق العاجلة Spot markets**: يتم التعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل ممثلة في الأسهم والسندات، وسميت بالفورية أو العاجلة لأنها تنتقل فيها ملكة الورقة المالية من البائع إلى المشتري فور إتمام الصفقة، وذلك بعد دفع قيمة الورقة المالية أو جزء منها¹. تنقسم الأسواق العاجلة بدورها إلى:

- **الأسواق الأولية Primary markets**: الأسواق الأولية هي الأسواق التي يقوم فيها مستخدمو الأموال (مثل الشركات) بجمع الأموال من خلال الإصدارات الجديدة من الأدوات المالية، مثل الأسهم والسندات².
- **الأسواق الثانوية Secondary markets**: الأسواق الثانوية هي الأسواق التي يتم فيها إعادة بيع الأدوات المالية بين المستثمرين³، حيث تسهل الأسواق الثانوية تداول الأوراق المالية الموجودة، مما يسمح بتغيير ملكية الأوراق المالية⁴.

¹: بوتة نسرين، **الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة -دراسة لواقع التجربة المغربية-**، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص32.

²: Anthony saunders, Marcia millon cornett, **Financial markets and institutions**, McGraw-Hill/Irwin, 05th edition, New York, USA, 2011, p3.

³: Valdoné darskuvienė, **Financial markets**, Vytautas Magnus University, Kaunas, Lituanie, 2010, p14.

⁴: Jeff Madura, **Financial markets and institutions**, South-Western College Pub, 09th, USA, 2009, p4.

حيث تنقسم الأسواق الثانوية إلى¹:

✓ **السوق المنظمة:** وتسمى أيضا ب: بورصة الأوراق المالية أو سوق الأوراق

المالية، تتصف بالتنظيم وتخضع لقوانين وقواعد وإجراءات تضعها وتسنها الجهات المختصة، حيث سيأتي تفصيلها لاحقاً

✓ **السوق غير المنظمة:** وتسمى بالسوق الموازية، وهي عكس السوق المنظمة

لا تحكمها أية قوانين، يسهل التعامل فيها نظراً لتحررها من كل القيود المفروضة في السوق المنظمة، وتنقسم هذه الأخيرة بدورها إلى:

▪ **السوق الثالثة:** تمثل جزء من السوق غير المنظم، والذي يضم بيوت

سمسة من غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، ولهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة.

▪ **السوق الرابعة:** هي سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة

مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، يتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة.

ب. **الأسواق الآجلة Forward markets:** وهي عكس الأسواق العاجلة، حيث يتم التعامل فيها

بعقود يتم تنفيذها في المستقبل، حيث يتم الاتفاق على سعر الأوراق المالية الآن لكن عملية التسليم ليست فورية بل تتم في المستقبل وكذلك عملية سداد قيمة الورقة المالية، والهدف من هذه النوع من العقود هو التحوط من مخاطر ارتفاع قيمة الأصل المالي في المستقبل فيتم الاتفاق على السعر ويحصل التسليم والاستلام مستقبلاً².

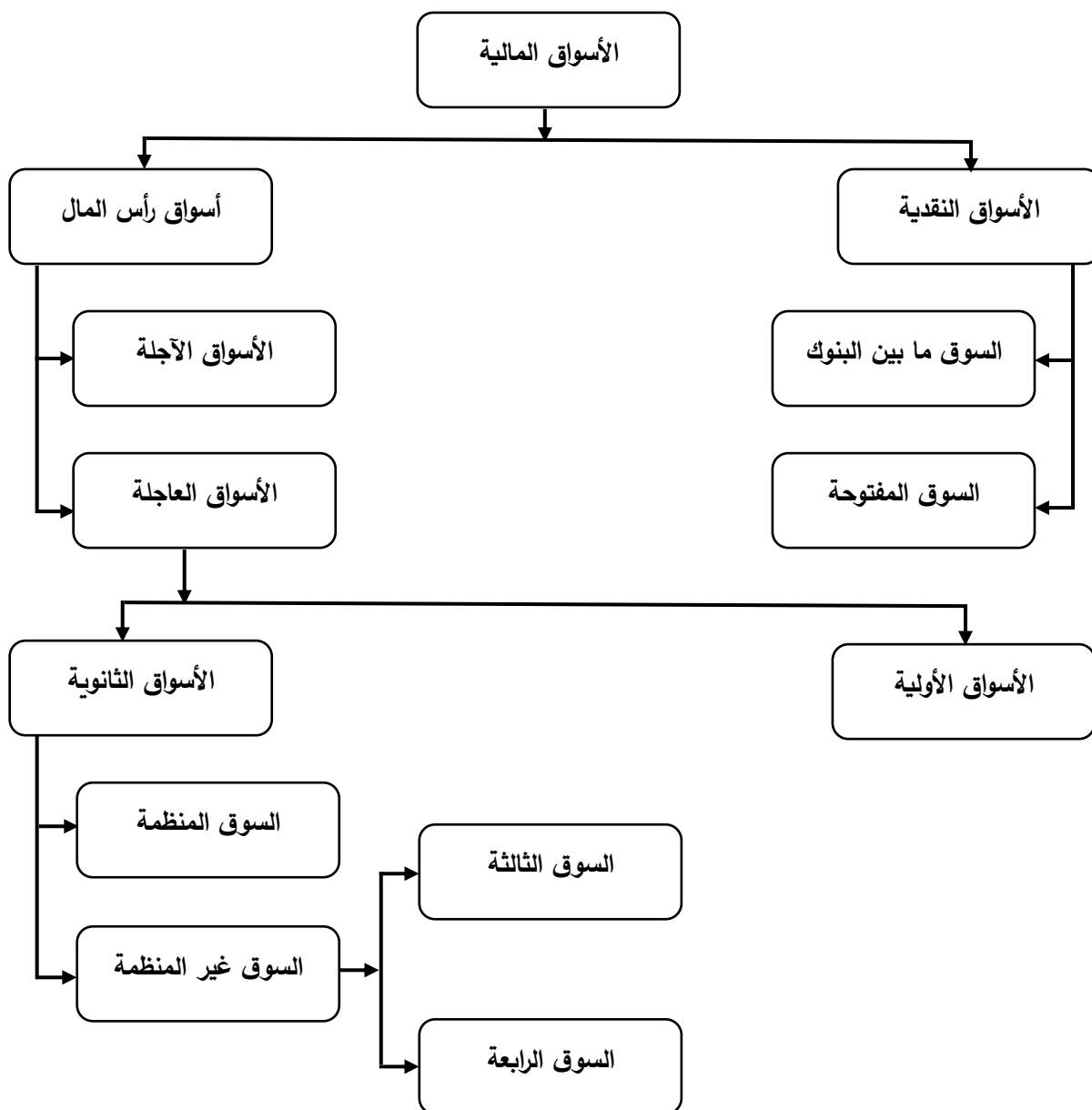
والشكل التالي يوضح التقسيمات السابقة:

¹: حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية -دراسة

عينة من الأسواق المالية الناشئة-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2018، ص 108-109.

²: مصطفى يوسف كافي وآخرون، أسواق مالية ونقدية، دار الاعصار العلمي للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2017، ص 47.

الشكل رقم (01): تقسيمات الأسواق المالية



المصدر: دريش زهرة، أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية الناشئة -دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي ليايس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2020، ص39.

المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية ووظائفها

أولاً: أهمية الأسواق المالية

تظهر أهمية الأسواق المالية وتتجلى فيما يلي¹:

1. **بالنسبة للفرد:** وذلك من خلال تمكين الأشخاص من استثمار مدخراتهم في الأسواق المالية وتوظيفها عن طريق شراء مختلف الأصول المالية وهو ما يعود عليهم بعوائد مستقبلية.

2. **بالنسبة للشركات:** من خلال الأسواق المالية تستطيع الشركات الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها في تنمية وتوسيع استثماراتها وذلك بكل سهولة ويسر من خلال طرحها للأوراق المالية (سواء أسهم أو سندات)، كما أنها تساهم في توجيهها إلى الاستثمارات الناجحة والتي من شأنها أن ترفع قيمتها وقيمة أصولها المالية، كما تعتبر الأسواق المالية وسيلة ومهمة ومساعدة في تقييم الشركات وتصنيفها.

3. **بالنسبة للاقتصاد:** تظهر أهمية الأسواق المالية بالنسبة للاقتصاد وذلك من خلال تحريكها ونقلها للموارد والمدخرات المالية السالبة والغير موظفة إلى موارد مالية موجبة توظف في استثمارات حقيقية (سواء من خلال استفادة الشركات من هذه الموارد أو استفادة الحكومات) تعود بالفائدة على الاقتصاد ككل.

4. **بالنسبة للتنمية:** وذلك من خلال المساهمة في تمويل خطط التنمية الاقتصادية التي تسطرها الحكومات، وذلك عن طريق لجوء هذه الأخيرة إلى الاقتراض العام من الجمهور من خلال طرحها لسندات أو أدونات الخزينة التي تصدر عن الخزينة العمومية، وهذا من شأنه أن يسد النفقات المتزايدة وتمويل المشاريع التنموية.

ثانياً: وظائف الأسواق المالية

تتجلى وظيفة الأسواق المالية فيما يلي²:

¹: حميدي أحمد سعيد، دور حوكمة الشركات في جودة المعلومة المحاسبية وتحسين كفاءة الأسواق المالية -دراسة تحليلية وتقييمية لبورصة الجزائر-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة البليدة 02، البليدة، الجزائر، 2019، ص 165-166.

²: خلفاوي عبد الصمد، دور الأسواق المالية العربية في جذب الاستثمارات -دراسة حالة بورصة قطر بين (2000-2017)-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2020، ص 10.

1. المشاركة في تخطيط السياسة النقدية، وذلك من خلال تدخل البنك المركزي في التحكم في أسعار الفائدة؛
 2. توفير وتنويع مصادر التمويل طويلة الأجل عن طريق سوق رأس المال وقصيرة الأجل عن طريق السوق النقدية؛
 3. تشجيع وتنمية الإدخار وهو ما يعود بالأثر على الاستثمار؛
 4. المساهمة في تنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية الجديدة؛
 5. يساهم وجود الأسواق المالية في التسعير العادل للأوراق المالية، وذلك عن طريق توافق العرض والطلب؛
 6. تساهم الأسواق المالية في توجيه المدخرات نحو القطاعات ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة والتي تعطي قيمة مضافة للاقتصاد ككل.
- بالإضافة إلى الوظائف السابقة تقوم الأسواق المالية بما يلي¹:

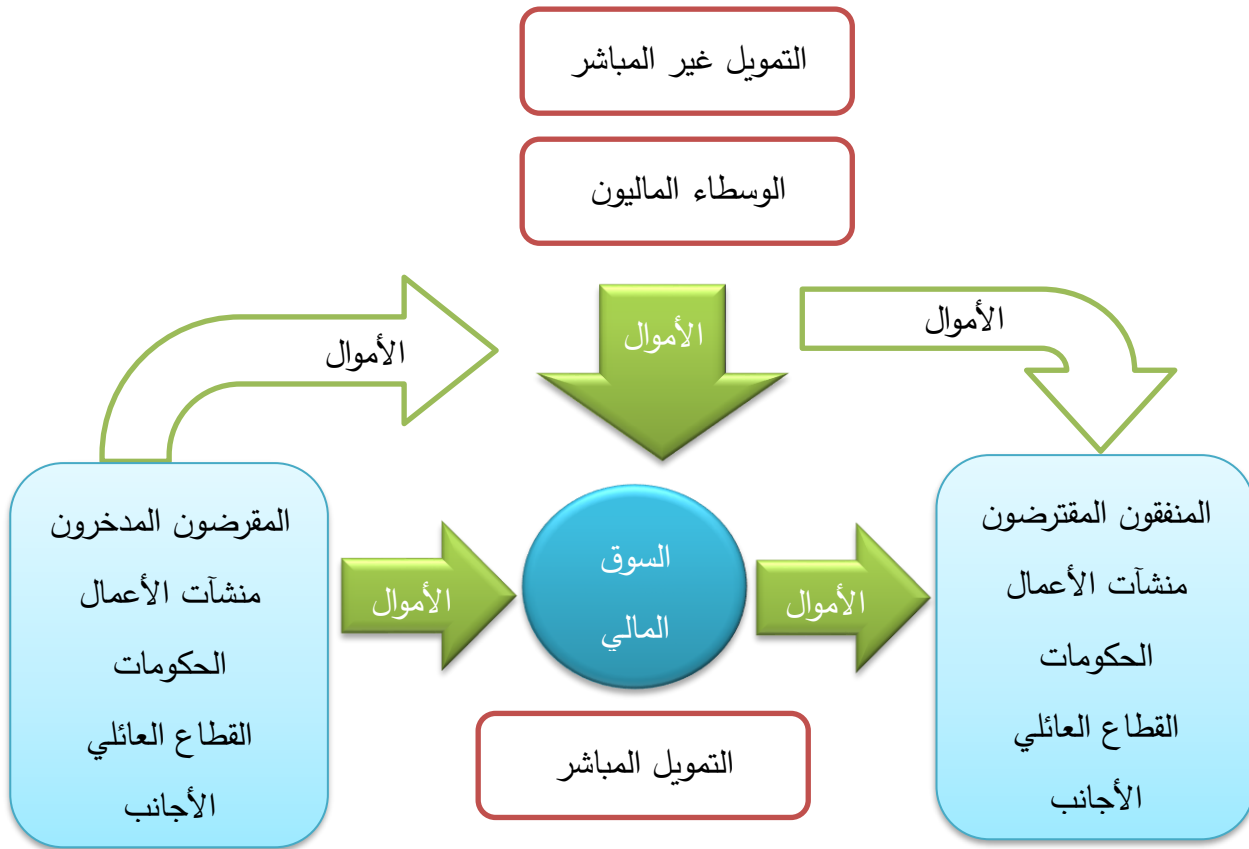
1. توفير السيولة: وذلك من خلال تمكين مالكي الأدوات المالية من البيع والشراء بكل سهولة؛
 2. توفير المعلومات: حيث تقوم الأسواق المالية بتجميع المعلومات حول مصدري الأوراق المالية، وتوصيلها وتلخيصها في شكل أسعار؛
 3. تحويل المخاطر: في حين أن الأدوات المالية هي وسيلة لتحويل المخاطر، فإن الأسواق المالية هي المكان الذي يمكن للمستمر أن يفعل فيه ذلك، حيث تسمح بشراء وبيع المخاطر، أو الاحتفاظ بالمخاطر المرغوب فيها والتخلص من المخاطر الغير مرغوب فيها.
 4. تخفيض التكاليف: حيث تقلل الأسواق المالية من تكاليف المعاملات عندما يرغب المستثمرون في تداول الأدوات المالية، سواء تكاليف البحث والتي تقل عادة في وجود سوق منظمة أو تكاليف المعلومات والتي تنعكس جميعها في الأسعار في حالة الأسواق ذات الكفاءة².
- حيث يوضح الشكل رقم (02)، دور الأسواق المالية في تحويل الأموال وتوجيهها بين القطاعات الاقتصادية، ومن وحدات الفائض المالي نحو وحدات العجز المالي³.

¹: Stephen g. cecchetti, Kermit l. schoenholtz, **Money banking and financial markets**, McGraw-Hill, 05th edition, New York, USA, 2017, p55-56.

²: Pamela peterson drake, Frank j. fabozzi, **The basics of finance an introduction to financial markets business finance and portfolio management**, p18.

³: دريد كامل آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، الأردن، 2012، ص36.

الشكل رقم (02): آلية إنتقال الأموال في الأسواق المالية



المصدر: دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، الأردن، 2012، ص37.

يتضح من خلال الشكل السابق أن انتقال الأموال في الأسواق المالية بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي يتم بطريقتين:

- **التمويل المباشر:** وفيه تحصل وحدات العجز المالي على ما تحتاجه بشكل مباشر من وحدات الفائض المالي، إما عن طريق الاقتراض المباشر، وإما عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة مثل: الأسهم والسندات¹.
- **التمويل غير المباشر:** أو التمويل عن طريق الوسطاء، وفي هذه الحالة قد يحدث تدفق الأموال عن طريق وسيط مالي مثل البنك، حيث يلعب الوسيط دوراً نشطاً في العلاقة، فهو يكتسب الأداة المالية التي تعد جزءاً من الصفقة وهو بذلك يتحمل معها المزايا والمخاطر المتعلقة بها².

¹: Frederic s. mishkin, Stanley g. eakins, Financial markets and institutions, Prentice Hall, 7th edition, USA, 2012, p16.

²: Christopher viney, Peter phillips, Financial institution instrument and markets, McGraw-Hill, Sydney, Australia, 2019, p16-17.

المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية -البورصة-

باعتبار البورصة أهم مكون من مكونات الأسواق المالية، سنحاول في هذا المبحث تسليط الضوء عليها أكثر فأكثر، من خلال التطرق لمفهومها ونشأتها وأهم ما يميزها في المطلب الأول، لننتقل في المطلب الثاني إلى أساس الاستثمار في الأسواق المالية ألا وهي الأدوات المالية لسوق الأوراق المالية، ثم في المطلب الثالث سنتناول طرق تقييم هذه الأوراق المالية من أجل الاستثمار.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية -البورصة-

أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية -البورصة-

تعددت الآراء واختلفت في تاريخ ونشأة سوق الأوراق المالية وكذلك في أصل كلمة البورصة وتاريخها، حيث يطلق المصطلح المعرب "بورصة" على سوق الأوراق المالية، والتي يُقال أن أصل الكلمة لاتيني ويُقصد بها الصرة أو الكيس الذي يتم فيه جمع الأموال¹، في حين يوجد رأي آخر يقول أن أصل كلمة "بورصة" يعود إلى القرن 15 وهو اسم أحد أكبر الصيارفة في مدينة بريج البلجيكية وإسمه فاندير بورس VAN DER BOURSE والذي كان يقصده التجار من كافة المناطق، ثم مع مرور الوقت أصبحت كلمة "بورصة" تدل على مكان الاجتماع وإبرام العقود²، كما يرى آخرون أن كلمة "بورصة" استخدمت لأول مرة عن طريق الأمر الملكي الفرنسي الصادر عن هنري الثامن وكان ذلك سنة 1549م ومن خلاله تم إنشاء بورصة "تولوز"³.

وعلى مر التاريخ، يُقال أنه كانت توجد العديد من الأماكن التي كان التجار يجتمعون فيها، فمثلا في مصر كان الفراغة يعرضون سلعهم ويبرمون صفقاتهم عند "عزيز مصر"، أما العرب فعرف عندهم نظام بورصات السلع من خلال "شيخ بندر التجار"⁴.

¹: زموري مونية، التأثيرات الاقتصادية للأزمات المالية على الأسواق المالية العربية -دراسة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2019، ص09.

²: ياسمينه عامرة، دور عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية -دراسة حالة البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2014-، ص19.

³: خلفاوي عبد الصمد، مرجع سابق، ص04.

⁴: بدروني هدى، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية -دراسة تجارب دولية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2017، ص13.

ومرت سوق الأوراق المالية بعدة مراحل حتى وصلت إلى ما هي عليه اليوم¹:

1. مرحلة إنشاء أسواق البضائع: تميزت هذه المرحلة بإنشاء ما يسمى ببورصة البضائع، وهي عبارة عن أماكن للتجارة بالمحاصيل الزراعية، وقد نشأت هذه البورصة نتيجة لظهور الثورة الصناعية في أوروبا وما صاحبها من انتقال وهجرة الأيدي العاملة إلى المدن وتخليها عن الزراعة، أدى ذلك إلى ازدياد المدن ونقص تمولينها بالأغذية والحبوب والمحاصيل الزراعية، مما فرض وجود مثل هاته السوق، وتعتبر بورصة باريس سنة 1724م من أوائل البورصات الخاصة بالبضائع.

2. مرحلة التعامل بالأوراق التجارية: كان أول ظهور لهذا النوع من التعاملات بالأوراق التجارية في فرنسا في القرن الثالث عشر، حيث بدأ التعامل بالكمبيالات والسحوبات الأذنية، وظهر بما يسمى بمهنة سمسرة الصرف والتي اهتمت بتنظيم هذه التعاملات.

3. مرحلة التعامل بالأوراق المالية: كانت تتم عمليات هذا النوع من التعاملات في بداياتها في الطرقات والمقاهي وذلك بعد خروج المتعاملين في هذا النوع من الأوراق من بورصة البضائع، ففي لندن مثلاً كان يجتمع المتعاملون في الأوراق المالية في ممر بورصة البضائع وهو ممر غير مسقوف، أما في أيام الشتاء فكانت تتم العمليات في مقهى "جوناثان".

4. مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية: نتيجة للتطور الصناعي آنذاك والثورة الصناعية وما صاحبها من تطور الاستثمارات ونمو الاقتصاد وزيادة الدخل من جهة ورواج التعامل بالأوراق المالية من جهة أخرى، حتم هذا لضرورة إنشاء أسواق أوراق مالية مستقلة ومنظمة، حيث ظهرت بورصة لندن 1773، بورصة باريس 1826، نيويورك 1861... إلخ.

ثانياً: تعريف سوق الأوراق المالية -البورصة-

تبعاً لمختلف التقسيمات التي تطرقنا إليها فيما يتعلق بالأسواق المالية، ولما له من أهمية، تعد البورصة أو سوق الأوراق المالية قلب الأسواق المالية والمحرك الرئيسي لها، إذن يمكن تعريفها على أنها:

1. التعريف الأول: سوق الأوراق المالية هي المكان الذي تتم فيه التعاملات في الأوراق المالية، ويحدث ذلك وفق نظم ولوائح وقوانين وإشراف هيئة وإدارة محددة، وتتم الاستفادة فيها من خلال تقلبات الأسعار صعوداً وهبوطاً لتحقيق أرباح تسمى عوائد على الاستثمار².

¹: محمد حسن عبد المجيد الحداد، الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، مصر، 2015، ص24-26.

²: حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، ط1، الإسكندرية، مصر، 2012، ص8.

2. **التعريف الثاني:** بورصة الأوراق المالية هي نظام تداول منظم، يتفاعل فيها المتداولون عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية¹.

3. **التعريف الثالث:** سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مؤسسة مالية بسيطة وجزء من الأسواق المالية، ولها موقع (قد يكون جغرافي أو غير جغرافي) من أجل عرض وطلب الأوراق المالية، يتم فيها التداول بيعا وشراء².

4. **التعريف الرابع:** سوق الأوراق المالية هي سوق دائمة ومستقرة المكان، لها مواعيد محددة غالبا ما تكون يومية وتقام في مراكز التجارة والمال، يلتقي فيها السماسرة وأصحاب الفوائض المالية من أجل التعامل في الأوراق المالية تبعا لنظام محدد وقوانين ثابتة³.

يعتبر التعريف الأول أن سوق الأوراق المالية هي مكان يخضع لقوانين وتشرف عليه هيئة ويتم التعامل والاستفادة منه من خلال تقلبات الأسعار للحصول على ما يعرف بـ "عوائد الاستثمار"، بينما التعريف الثاني وضح أن لسوق الأوراق المالية تسمية أخرى وهي البورصة وأنها عبارة عن نظام لتداول الأوراق المالية، في حين يعتبر التعريف الثالث أن سوق الأوراق المالية هي مؤسسة مستقلة بحد ذاتها وتلعب دور الوسيط في الأسواق المالية، واعتبر التعريف الأخير أن هذه السوق مستمرة ويومية.

سوق الأوراق المالية "البورصة" هي عبارة عن نظام لتداول الأوراق المالية بصورة يومية، تشرف عليه وتديره هيئة مختصة، يحقق المتعاملون فيه عوائد على الاستثمار نتيجة تقلبات الأسعار.

ثالثا: خصائص سوق الأوراق المالية -البورصة-

تتميز سوق الأوراق المالية -البورصة- بجملة من الخصائص نذكرها فيما يلي⁴:

1. **التنظيم:** تعتبر سوق الأوراق المالية سوقا منظمة عن غيرها من الأسواق ذلك لأن لها إدارات مستقلة تدير عمليات التداول وتراقبها؛

2. **التخصص:** لكون المتعاملين فيها متخصصين وذوي خبرة في الشؤون المالية؛

3. **المنافسة التامة:** نظرا لكونها أكثر تنظيما، فإن أسعار الأصول المالية المتداولة فيها تخضع لقانون العرض والطلب وعلى أساسه تتحدد الأسعار العادلة؛

¹: Sunil parameswaran, **Fundamentals of financial instruments**, John Wiley & Sons, Singapore, 2011, p24.

²: محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات**، دار الشروق للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2005، ص239.

³: محمد الصيرفي، **البورصات**، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، مصر، 2006، ص12.

⁴: الجوزي غنية، **انعكاسات العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة -دراسة حالة سوق أوراق ماليزيا**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2019، ص69.

4. الشفافية المعلوماتية: حيث يتم توفير جميع البيانات والمعلومات اللازمة للمستثمرين والمتداولين عن الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية؛
 5. العمق والتنوع: وذلك من خلال وجود العديد من البائعين والمشتريين داخل سوق الأوراق المالية هذا من جهة، وكذا تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها من جهة أخرى؛
 6. السهولة والمرونة: خاصة فيما يتعلق بإجراءات تنفيذ وإجراء الصفقات وانتقال ملكية الأدوات المالية.
- المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية -البورصة-
- أولاً: أدوات الملكية -الأسهم-

1. تعريف الأسهم Stocks:

- تتنوع الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية ولعل الأسهم من أهم هذه الأدوات وأكثرها شيوعاً واستعمالاً لدى المستثمرين، وقد عرفت الأسهم كالتالي:
- أ. **التعريف الأول:** الأسهم هي عبارة عن حصص في ملكية الشركة¹.
 - ب. **التعريف الثاني:** تعرف الأسهم على أنها حق المساهم في شركة الأموال، وهي عبارة عن صك يُثبت من خلاله هذا الحق².
 - ج. **التعريف الثالث:** تعرف الأسهم على أنها أداة ملكية، فهو وثيقة تُثبت وتدخل لصاحبها ملكية جزء من أصول الشركة المصدرة له، له قيمة إسمية ويصدر بقيمة متساوية وقابل للتداول بمختلف الطرق التجارية في بورصة الأوراق المالية³.
- اعتبر التعريف الأول الأسهم بأنها حصص، بينما اعتبرها التعريف الثاني بأنها صك يوضح حق المساهم في الشركة، وأضاف التعريف الثالث بعض القيم المختلفة لهذا الصك وإمكانية تداوله بيعاً وشراءً وانتقال ملكيته.
- يمكن تعريف الأسهم بأنها مساهمة المستثمر في الشركة، وتُثبت من خلال امتلاكه لصك أو وثيقة توضح نسبة المساهمة.

¹: Karthikeyan, **Introduction to stock market**, Self Publishing, Pondicherry, inde, 2020, p22.

²: سالم صلال راهي الحساوي، **الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط1، القاهرة، مصر، 2017، ص92.

³: بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، **الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات**، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، ط1، بسكرة، الجزائر، 2019، ص50.

2. خصائص الأسهم:

للاسهم جملة من الخصائص يمكن استخلاصها من التعاريف السابقة¹:

أ. **تساوي القيمة:** ويقصد بها أن رأس مال الشركة يقسم إلى أسهم بحيث تكون متساوية في

القيمة الإسمية عند إصدارها، ويمنح لحاملها نفس الحقوق؛

ب. **قابلية التداول:** ومعنى هذا هو إمكانية انتقال ملكية السهم من شخص لآخر بأي طريقة من

طرق التداول المشروعة؛

ج. **عدم قابلية السهم للتجزئة:** أي أنه لا يمكن أن يتعدد مالكو السهم أمام الشركة، حتى وإن

كانت صحيحة لكنها لا تسري في مواجهة الشركة، حيث يتعين اختيار ممثل واحد أمام الشركة.

3. أنواع الأسهم:

تتعدد أنواع الأسهم وذلك حسب المعايير المعتمدة، حيث نجد على أساس معيار الشكل الأسهم الإسمية

والأسهم لحاملها والأسهم لأمر، وحسب معيار الحصة المدفوعة نجد الأسهم النقدية والأسهم العينية،

أما حسب معيار الحقوق الممنوحة فهناك الأسهم العادية والأسهم الممتازة².

وسنعمد في تقسيمنا على معيار الحقوق الممنوحة فنجد:

أ. **الأسهم العادية Common stocks:** تعرف في الولايات المتحدة الأمريكية Common stocks،

وفي المصطلحات البريطانية Ordinary shares، وتعتبر أهم أشكال الاستثمار في الأسهم³،

تمنح لحملة الأسهم العادية العديد من الحقوق وتتمثل في الحق في الحصول على الأرباح،

الحق في الحصول على صافي قيمة أصول الشركة في حالة التصفية وسداد الدائنين، الحق

في التصويت والقدرة على تغيير إدارة الشركة، كما لهم الحق أيضا والأولوية في شراء الأسهم

الجديدة في حالة طرحها من قبل الشركة⁴.

¹: سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط1، القاهرة، مصر، 1996، ص267-268.

²: صلاح عبد الحميد، البورصة والأسواق المالية أهميتها ودورها وتأثيرها، مؤسسة طبعة للنشر والتوزيع، ط1، القاهرة، مصر، 2018، ص82-84.

³: Marc levinson, Guide to financial markets, the economist, 4th edition, London, USA, 2006, p132.

⁴: Keith pilbeam, Finance and financial markets, palgrave macmillan, 2nd edition, New York, USA, 2005, p219.

وتنقسم هذه الأخيرة إلى عدة أقسام حيث نجد الأسهم المرتفعة الجودة، وأسهم النمو، أسهم الدخل، الأسهم المرتبطة بدورة الأعمال¹، وظهرت مؤخرا أنواع جديدة من الأسهم العادية نوردها باختصار كما يلي²:

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** حيث ترتبط التوزيعات فيها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي ما.
- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** حيث يتم خصم التوزيعات لهذه الأسهم قبل حساب الفائدة والضريبة، وجاءت هذه الفكرة من أجل تشجيع مشاركة العاملين في ملكية الشركة.
- **الأسهم العادية المضمونة:** وهي تلك النوع من الأسهم التي تعطي لحاملها الحق ومطالبة الشركة بالتعويض إذا انخفضت قيمة الأسهم إلى حد معين وخلال فترة زمنية محددة.

ب. **الأسهم الممتازة Preferred stocks:** تمثل الأسهم الممتازة مستند ملكية (لكنها تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي)، وتعتبر في بعض الأحيان من الأدوات المالية الهجينة، أي تلك التي تجمع بين أدوات الملكية وأدوات الدين، لحامل السهم الممتاز أولوية في حالة وصول الشركة إلى التصفية، لها معدل توزيعات أرباح ثابت، ليس لها تاريخ استحقاق (إلا أن بعض الشركات لحق الحق في إستدعائها في بعض الحالات)، لها الحق في توزيعات الأرباح التراكمية (أرباح سنوات سابقة)، قبل أن توزع على حملة الأسهم العادية³. وتنقسم هذه الأخيرة إلى عدة أقسام حيث نجد أسهم ممتازة من ناحية الدخل، الأسهم الممتازة من ناحية الأصول، أسهم ممتازة من ناحية حق التصويت، الأسهم المضمونة، أسهم قابلة للسداد، أسهم ممتازة من ناحية حق التحويل⁴، إلى جانب هذه الأسهم الممتازة التقليدية ، نجد

¹: أوكيل نسيم، تحليل الاستثمار في سوق الأوراق المالية مع دراسة حالة الأسواق المالية الناشئة، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2003، ص30-31.

²: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، ط6، الإسكندرية، مصر، 2007، ص538-540.

³: منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص28-29.

⁴: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص41-43.

الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت وهي اتجاهات حديثة بشأن الأسهم الممتازة¹:

- **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** من مزايا أو حقوق الأسهم الممتازة أن لها معدل توزيعات أرباح ثابتة، لكن هذا النوع من الأسهم ترتبط توزيعات بمعدل العائد على السندات الحكومية (سندات الخزنة)، حيث يتم تعديل معدل توزيعات الأرباح للأسهم الممتازة بناء على التغيرات التي تحدث على معدل العائد على السندات الحكومية.
- **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** هذا النوع من الأسهم ظهر كتعويض لحملة الأسهم العادية المضمونة، ففي حالة انخفاض في قيمة السهم يمنح هذا النوع من الأسهم لحملة الأسهم العادية، ومن خصائص الأسهم العادية أن لها حق التصويت فلذلك حملت هذه الصفة.

ثانيا: أدوات الدين - السندات -

1. تعريف السندات Bonds:

تعرف السندات على أنها:

- أ. **التعريف الأول:** السند هو عقد طويل الأجل، يقوم بموجبه حامل السند بإقراض أمواله لشركة أو حكومة أو منظمة ما، وتلتزم هذه الأخيرة بتقديم دفعات محددة مسبقا (عادة ما تكون منتظمة) في المستقبل، والتي قد تتكون من فائدة ومبلغ رأسمالي في نهاية عمر السند².
- ب. **التعريف الثاني:** يمثل السند صك مديونية، ويتمثل عائده في معدل الفائدة المقرر على السند، حيث يحصل حامله على الفوائد المقررة بغض النظر عن تحقيق المنشأة أرباحا أو خسائر³.
- ج. **التعريف الثالث:** هو أداة اقتراض قابلة للتداول، باعتباره ورقة مالية تصدر في المعتاد في صورة إسمية أو لحاملها، ويستخدم في الحصول على التمويل اللازم وذلك من خلال إقبال المستثمرين على اقتناؤه سواء كانوا أفراد أو شركات أو مؤسسات مالية⁴.

¹: محمد الفاتح محمود بشير المغربي، **مؤسسات مالية**، دار الجنان للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2016، ص91-92.

²: Glen arnold, **Modern financial markets and institutions a pratical perspective**, Pearson education limited, 1st edition, Harlow, United Kingdom, 2012, p221.

³: مداني أحمد، **الأزمات المالية لأسواق الأوراق المالية العربية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2018، ص130.

⁴: محب خلة توفيق، **الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار**، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، مصر، 2015، ص130.

اختلفت هذه التعريفات في تعريف مصطلح "السند" فمنهم من اعتبرها عقد وآخر اعتبرها صك والبعض الآخر اعتبرها أداة، لكن مجملها تصب في معنى واحد، وتؤدي إلى نفس المفهوم، فالسند هو وثيقة يثبت من خلالها دين طرف لطرف آخر، له تاريخ استحقاق ويتحصل حامله في نهاية فترة استحقاقه على فوائد ومبلغ رأسمالي.

2. خصائص السندات:

للسندات خصائص تميزها عن الأدوات المالية الأخرى نذكرها فيما يلي¹:

- أ. لحامل السند فائدة سنوية ثابتة ومضمونة مهما كانت نتائج الشركة؛
- ب. لا يحق لحامل السند التصويت أو المشاركة في إدارة الشركة باعتبار السندات ليست من أدوات الملكية؛
- ج. امتياز حاملي السندات بالأولوية في الحصول على كامل مستحقاتهم في حالة تصفية الشركة وذلك قبل حملة الأسهم؛
- د. في حالة إفلاس الشركة يشترك حاملي السندات مع جميع الدائنين.

3. أنواع السندات:

تختلف السندات على حسب المعايير المعتمدة في تصنيفها²:

- أ. **حسب جهة الإصدار:** حسب هذا المعيار نجد السندات العامة أو ما يعرف بالسندات الحكومية والتي تصدرها الحكومات مثل سندات الخزينة، ونجد السندات الخاصة والتي تصدر عن المؤسسات المالية الخاصة مثل السندات العادية.
- الفرق بين السندات العامة والخاصة، أن الأولى أكثر أمانا وسيولة بالنسبة للمستثمر كما أنها مضمونة، أما الثانية فمخاطرها مرتفعة.
- ب. **حسب الضمان المقدم:** وفقا لهذا المعيار، تنقسم إلى السندات المضمونة والتي تكون مرهونة بأصول معينة في حالة التخلف عن السداد أو تصفية الشركة، والسندات الغير مضمونة والتي تعتمد على مقدرة الشركة على توليد الأرباح.

¹: مختار حميدة، دور الأسواق المالية في تفعيل عملية الخصخصة -دراسة حالة الجزائر-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2001، ص20.

²: بن قنجة زهرة، أثر فعالية أداء أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي (دراسة قياسية مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2000-2013)، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2014، ص35-36.

ج. حسب آجال الإستحقاق: تبعا لهذا المعيار نجد السندات قصيرة الأجل (تداول عادة في الأسواق النقدية) والتي لا تتجاوز مدة استحقاقها السنة الواحدة أو أقل، والسندات طويلة الأجل والتي يُختلف في فترة استحقاقها وعادة تتجاوز ال 07 سنوات.

د. حسب قابليتها للتحويل: فنجد السندات القابلة للتحويل والتي تتضمن بنودها قابلية تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة حسب اختيار حاملها وذلك ضمن مدة محددة، أما السندات الغير قابلة للتحويل وهو الأصل الرئيسي في السندات، والفرق بينهما أن هذه الأخيرة تصدر بمعدل فائدة أعلى من السندات القابلة للتحويل.

هـ. حسب قابليتها للإستدعاء: وتصنف إلى سندات غير قابلة للإستدعاء والتي لا يحق فيها للجهة المصدرة إستدعاؤها ويحق لحاملها الاحتفاظ بها إلى غاية نهاية أجلها، والسندات القابلة للإستدعاء والتي تتضمن شروطها شرط الاستدعاء وتصدر عادة بعلاوة إستدعاء.

ثالثا: مقارنة بين أدوات الملكية وأدوات الدين

يمثل الجدول التالي الذي يوضح أهم الفروق بين أدوات الملكية وأدوات الدين.

الجدول رقم (01): مقارنة بين أدوات الملكية وأدوات الدين

أوجه المقارنة	الورقة المالية	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
1. الحق في الدخل: أ. من حيث الأسبقية ب. مبلغ الدخل والعائد		الدرجة الأولى في السداد	الدرجة الثانية في السداد	الدرجة الثالثة في السداد
		ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	المتبقي وغير محدد
2. الحق في الأصول عند التصفية: أ. درجة الأسبقية ب. المبلغ		المرتبة الأولى	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
		محدد	محدد	المتبقي وغير محدد
3. الحق في استرداد القيمة		إجباري محدد مسبقا	"القيمة الإسمية" غير ملزم	المتبقي وغير ملزم
4. تاريخ الاستحقاق		له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية: أسهم-سندات-وثائق الإستثمار-الخيارات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003، ص37.

المطلب الثالث: تقييم الأوراق المالية

أولاً: العوامل المؤثرة في تحديد أسعار الأوراق المالية

1. العوامل الاقتصادية: ونجد ضمنها¹:

أ. **السياسة النقدية:** فقدت بينت الدراسات أن السياسة النقدية الإنكماشية والتي يرافقها ارتفاع في

معدلات الفائدة يؤثر على أسعار الأوراق المالية ويؤدي إلى انخفاضها؛

ب. **مستوى العرض النقدي:** يؤدي زيادة المعروض النقدي إلى التضخم، والذي يؤثر بدوره على

زيادة في أسعار الخصم، مما يؤثر على أسعار الأوراق المالية سلباً ويؤدي إلى انخفاضها؛

كما أن الزيادة في المعروض النقدي قد يكون له أثر إيجابي على أسعار الأوراق المالية إذا

صاحبه توسع ونمو إقتصادي وزيادة في أرباح الشركات وبالتالي زيادة في توزيعات الأرباح

وبالتالي زيادة في أسعار الأسهم؛

ج. **التضخم:** تباينت الآراء بشأن التضخم وتأثيره على أسعار الأوراق المالية، فهناك طرح يقول

أن التضخم يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية على اعتبار أن الأصول المالية هي حقوق

مباشرة على الأصول الحقيقية وقد تكون تحوط ضد التضخم، ففي حالة وقوع التضخم فبإمكان

المستثمرين بيع أصولهم المالية مقابل الحصول على الأصول الحقيقية وبذلك تكون العلاقة

طردية وتعكس الأسعار فعليا التضخم المتوقع، في حين يوجد طرح يقول أن العلاقة بين

التضخم وأسعار الأوراق المالية هي علاقة عكسية، على اعتبار أن التضخم يندرج ضمن عدم

اليقين والذي يؤثر على النشاط الاقتصادي ككل مما يدفع بأسعار الأوراق المالية إلى

الانخفاض.

إضافة إلى العوامل الاقتصادية السابقة نجد²:

2. **العوامل المالية:** حيث تخضع سوق الأوراق المالية لقانون العرض والطلب، فكلما ازدادت كمية رؤوس

الأموال المتداولة كلما ارتفعت أسعار الأوراق المالية، والعكس كلما انخفضت كمية رؤوس الأموال

المتداولة كلما انخفضت أسعار الأوراق المالية.

3. **العوامل النفسية:** حيث يعتمد المتعاملون في سوق الأوراق المالية على المعلومات اليومية الواردة في

تداولهم، ففي حالة المعلومات السارة يعمد المتعاملون إلى الشراء وهو ما يزيد من الطلب على الأوراق

¹: خيارى إيمان، قياس أداء وتكامل الأسواق شبه الناشئة للأوراق المالية: دراسة حالي تونس والمغرب، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات

نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة

عبد الحميد مهري، قسنطينة، الجزائر، 2017، ص 63-64.

²: الجوزي غنية، مرجع سابق، ص 95-96.

المالية ويؤدي إلى ارتفاع أسعارها، أما في حالة الأخبار الغير سارة فإن معروض الأوراق المالية يرتفع وبالتالي تنخفض أسعار الأوراق المالية، ونظرا لحساسية السوق والمتعاملين اتجاه المعلومات يلجأ بعض المضاربين إلى ترويج الشائعات من أجل توجيه السوق في اتجاه معين والاستفادة من هذا التوجيه.

ثانيا: المداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية

يعتمد المستثمرون والمتداولون في سوق الأوراق المالية في تحليل الأوراق المالية بغية الاستثمار على مدخلين أساسيين، مدخل أو أسلوب التحليل الفني وأسلوب التحليل الأساسي.

1. التحليل الفني Technical analysis:

أ. تعريف التحليل الفني:

- **التعريف الأول:** يقصد بالتحليل الفني دراسة حركة السوق، من خلال الرسوم البيانية، بغرض التنبؤ باتجاهات الأسعار المستقبلية¹.
- **التعريف الثاني:** التحليل الفني هو فن التعرف المبكر على اتجاهات الأسعار وتغيراتها وذلك من أجل الحفاظ على الوضع الاستثماري الحالي المتوافق مع الاتجاه الساري إلى غاية تحول اتجاه الأسعار إلى مسار آخر².
- **التعريف الثالث:** التحليل الفني هو علم رصد وتسجيل لكل المعلومات الخاصة بالتداول (سعر التداول، حجم التداول، تاريخ التداول... إلخ) لسهم ما وعادة ما تكون هذه التسجيلات في شكل رسم بياني، والهدف من وراء هذه العملية هو الوصول إلى أسعار الأسهم في المستقبل³.
- التحليل الفني هو ذلك العلم الذي يدرس ويحلل معلومات التداول وكل ما يتعلق بها، من أجل التنبؤ بتغير الأسعار في المستقبل، مستعينا في ذلك بالرسوم البيانية المختلفة.

ب. أدوات التحليل الفني: حيث يوجد نوعين من الأدوات⁴:

- **أدوات التحليل الفني لمؤشرات السوق:** حيث تهدف هذه المؤشرات إلى قياس القوة النسبية للسوق، ومن ثم تحديد اتجاه الأسعار سواء صعودا أو هبوطا ونجد:

¹: John j. murphy, **Technical Analysis of the Financial Markets: A Comprehensive Guide to Trading Methods and Applications**, New york institute of finance, New York, USA, 1999, p1.

²: Martin j. pring, **Technical Analysis explained**, McGraw-Hill, 5th edition, USA, 2014, p1.

³: Robert d. edwards, John magee, **Technical analysis of stock trends**, Amacom, 8th edition, New york, USA, 2001, p4.

⁴: جبار محفوظ، **الأسواق المالية: استراتيجيات الاستثمار والتحوط**، الجزء 03، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017، ص230-227.

_ **مؤشرات ميل أو اتجاه السوق:** تستعمل من أجل التنبؤ باتجاه الأسعار في السوق وأهمها: مؤشرات الثقة ل Barron، مؤشرات المستويات العليا والدنيا، مؤشرات الارتفاع والانخفاض وغيرها.

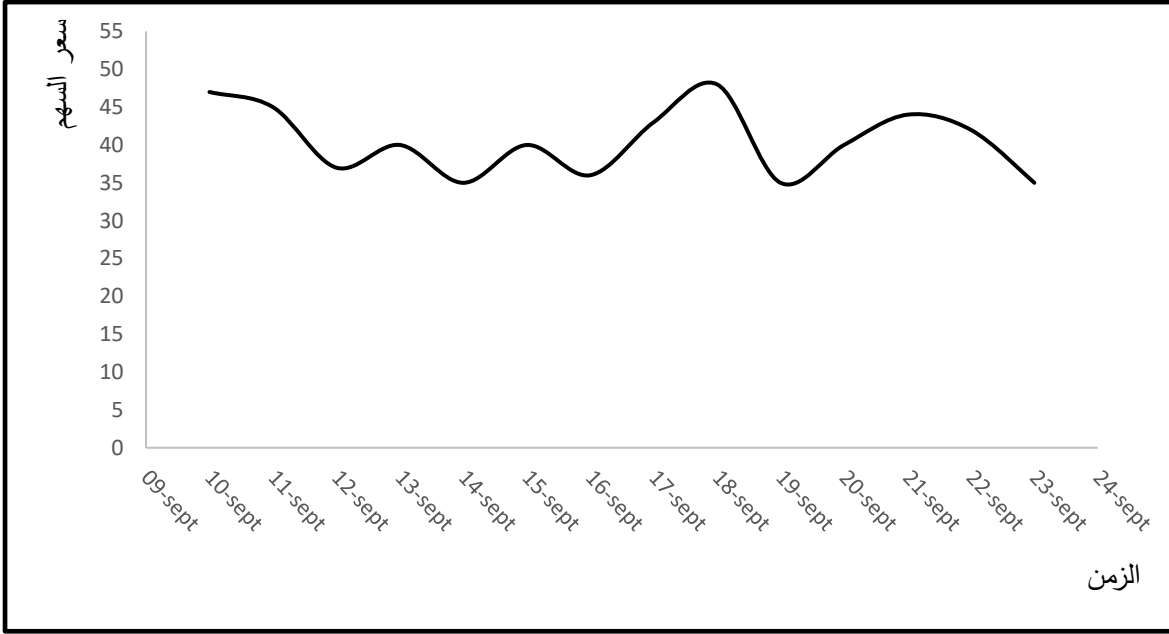
_ **مؤشرات وجهة النظر المضادة:** ومبدأ فكرة هذه المؤشرات هو القيام باستثمارات عكسية للاستثمار التي يقوم بها صغار المستثمرين، حيث يقوم بهذه الخطوة أو بهذا النوع من الاستثمارات كبار المستثمرين وذلك لعلمهم أن صغار المستثمرين قليلي خبرة وعادة ما يتخذون قرارات خاطئة نظرا لقلة المعلومات أو نظرا لقلة خبرتهم في تحليل المعلومات.

_ **مؤشرات المستثمر المحترف:** تعتبر الصفقات التي يبرمها كبار المستثمرين والمتخصصين وكذلك صفقات الداخلين عادة مربحة وتجلب عوائد عادية وغير عادية، لذا يقتدي بعض المستثمرين بهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

- **أدوات التحليل الفني لسعر السهم:** ويتم ذلك من خلال المخططات والرسوم البيانية، والتي تعد الركيزة الأساسية في هذا النوع من التحليل، نذكر أهمها:

_ **الرسوم البيانية الخطية Line charts:** تعتبر من أسهل الطرق المستخدمة في تحليل أسعار الأسهم خلال فترة زمنية معينة، فهي تعطي على المحور العمودي أسعار الإقبال (هي الأهم بالنسبة للمستثمر) وعلى المحور الأفقي تغيراته بدلالة الزمن، حيث تمتاز هذه الرسوم بسهولة التفسير وبالتالي سهولة اتخاذ القرار الاستثماري.

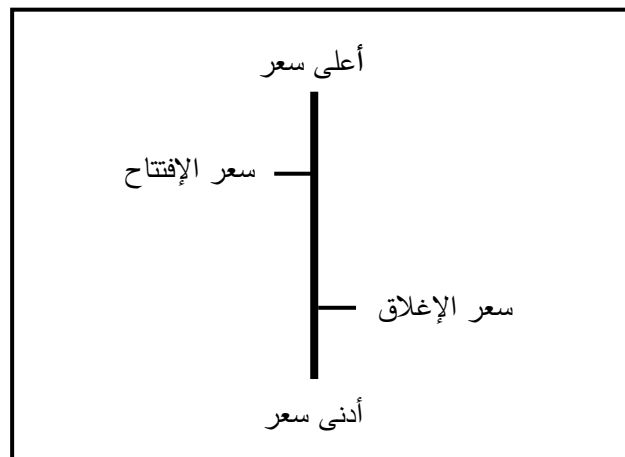
الشكل رقم (03): رسم بياني خطي لسهم شركة افتراضية



المصدر: جبار محفوظ، الأسواق المالية: استراتيجيات الاستثمار والتحوط، الجزء 03، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017، ص 228.

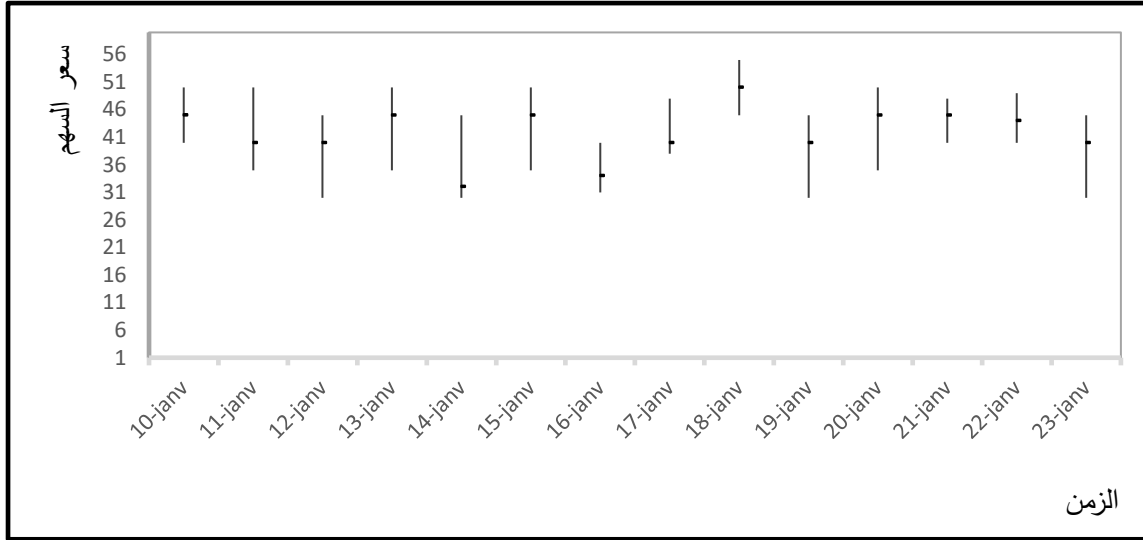
— **الأعمدة:** ميزتها الأساسية أنها تقدم معلومات أكثر وأوسع حول تطورات سعر السهم، مثل أعلى سعر، وأدنى سعر، سعر الإفتتاح وسعر الإقفال. يظهر المحور العمودي أسعار السهم السابقة بدلالة الزمن (المحور الأفقي) مقاسا بالدقائق أو الساعات أو الأيام أو الأشهر أو السنوات.

الشكل رقم (04): تمثيل بياني لتغيرات سعر سهم واحد



المصدر: جبار محفوظ، الأسواق المالية: استراتيجيات الاستثمار والتحوط، الجزء 03، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017، ص 229.

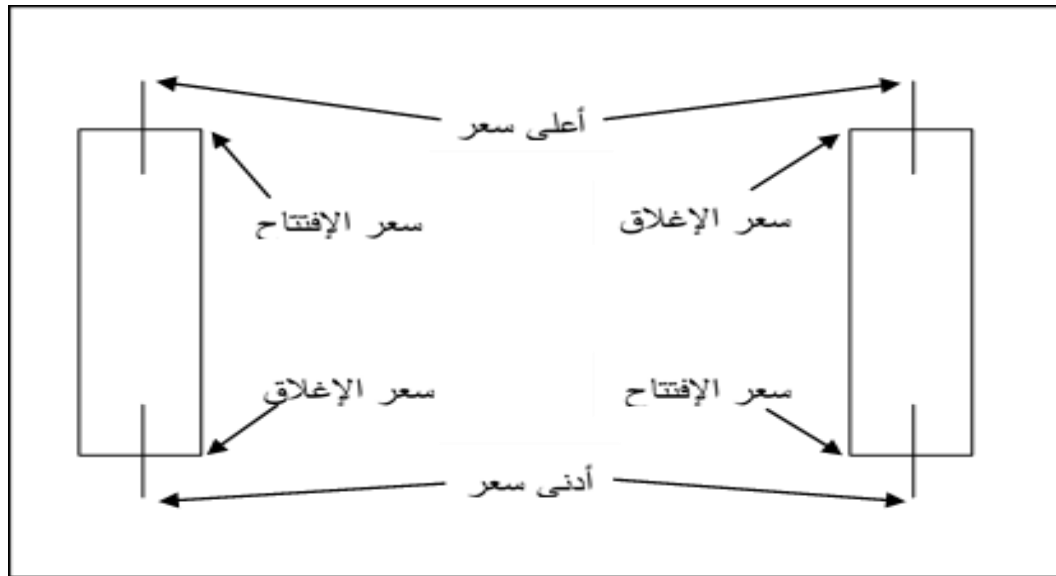
الشكل رقم (05): خريطة أعمدة لسهم شركة افتراضية



المصدر: جبار محفوظ، الأسواق المالية: استراتيجيات الاستثمار والتحوط، الجزء 03، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017، ص 229.

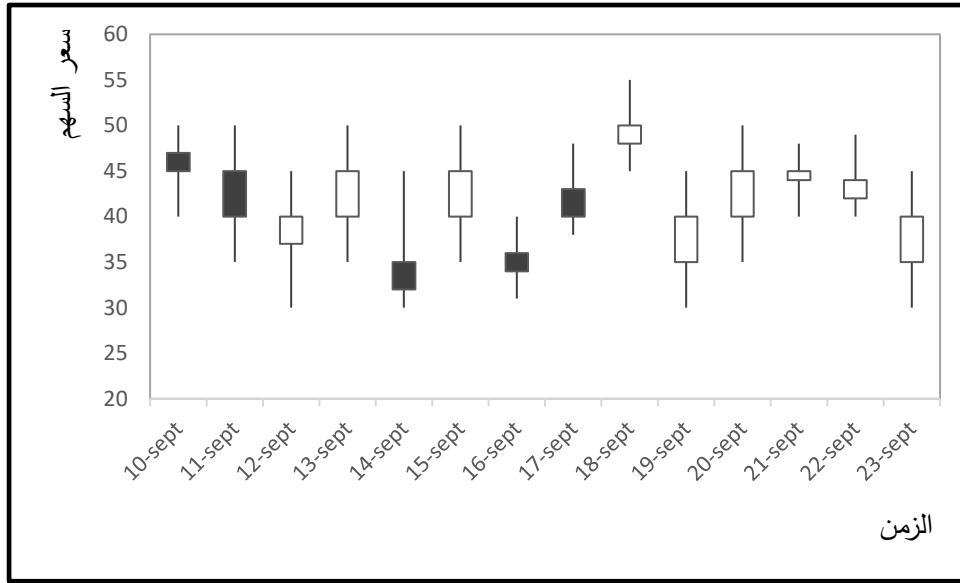
الشموع اليابانية: توفر الشموع اليابانية نفس المعلومات السابقة التي توفرها الأعمدة بشأن سعر السهم، وتختلف عنها فيما يعرف بالظل وهو خيط رفيع يخترق الشمعة، كما أن الشمعة قد تلون بالأسود أو الأحمر دلالة على انخفاض السعر في ذلك اليوم، أو قد تلون بالأبيض أو الأخضر دلالة على ارتفاع السعر في ذلك اليوم.

الشكل رقم (06): الشموع اليابانية



المصدر: جبار محفوظ، الأسواق المالية: استراتيجيات الاستثمار والتحوط، الجزء 03، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017، ص 230.

الشكل رقم (07): تغيرات سعر سهم شركة افتراضية وفق طريق الشموع اليابانية



المصدر: جبار محفوظ، الأسواق المالية: استراتيجيات الاستثمار والتحوط، الجزء 03، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017، ص 230.

إضافة إلى هذه الأدوات، تزرخ الأدبيات المالية بالعديد من الأشكال الأخرى التي يستخدمها التقنيون في تنبؤاتهم مثل: الشكلان M و W، المثلثات، المستطيلات وغيرها من الأدوات.

2. التحليل الأساسي Fundamental analysis:

أ. تعريف التحليل الأساسي:

- **التعريف الأول:** يقصد به تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية، من أجل التنبؤ بربحية المنشأة، وكذلك التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها¹.
- **التعريف الثاني:** هو دراسة الظروف الخارجية المحيطة بالشركة والتي تشمل الظروف الاقتصادية العامة، ظروف الشركة، ظروف الصناعة، وذلك من أجل التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح في المستقبل².

¹: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1993، ص 283.

²: بن عيشوش محمد، أثر التحليل في السوق المالي على كفاءة الأسواق المالية -دراسة حالة الأسواق المالية العربية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة2، البليدة، الجزائر، 2017، ص 184.

- **التعريف الثالث:** هو ذلك التحليل الذي يهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، والتي ترتبط بعدة عوامل هي: ظروف المنشأة والقطاع الذي تنتمي إليه والاقتصاد الوطني والدولي¹.

التحليل الأساسي هو دراسة مختلف الظروف (الاقتصادية العامة، ظروف الشركة والصناعة) بغية معرفة القيمة الحقيقية للورقة المالية والتنبؤ بالأرباح المستقبلية.

ب. **أدوات التحليل الأساسي:** استناداً إلى التعريفات السابقة يقوم التحليل الأساسي على تحليل الظروف الاقتصادية العامة، ظروف الصناعة وظروف المنشأة أو الشركة².

- **تحليل الظروف الاقتصادية العامة:** مما لاشك فيه أن الأسواق المالية تؤثر وتتأثر بالظروف الاقتصادية، وبالتالي تؤثر أسعار الأسهم، ولذلك يهتم الأساسيون بتحليل هذه الظروف خاصة ما تعلق بالسياسة المالية والنقدية، معدلات التضخم، حجم الناتج الوطني... إلخ من المؤشرات المتعلقة بالظروف الاقتصادية العامة.

- **تحليل ظروف الصناعة:** وذلك من خلال تحليل دورة حياة المنتج الذي تقدمه الصناعة إضافة إلى تحليل معدل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة والذي من خلاله يمكن التنبؤ بمبيعات الصناعة، وكذا تحليل البيانات التاريخية المتعلقة بربحية الصناعة من أجل التنبؤ بمعدل نموها في المستقبل.

- **تحليل ظروف الشركة:** ويكون ذلك عن طريق تحليل القوائم المالية للشركة، سواء باستخدام التحليل الساكن أو المتحرك أو التحليل بالنسب المالية، إضافة إلى تحليل المخاطرة بغية التعرف على المخاطر التي تتعرض لها الشركة.

3. مقارنة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني:

انطلاقاً مما تم التطرق إليه في العنصرين السابقين حول التحليل الفني والتحليل الأساسي يمكن استخلاص أهم الفروق بينها في الجدول التالي.

¹: عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر

والتوزيع، ط1، بيروت، لبنان، 2015، ص64.

²: عمر عبو، مرجع سابق، ص105-106.

الجدول رقم (02): الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

أوجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
الهدف من التحليل	اتخاذ القرار الاستثماري بعد دراسة المخاطر المتوقعة ومقدار العائد	التنبؤ باتجاهات السوق المستقبلية في مرحلة مبكرة من أجل الاستثمار
البيانات المستخدمة في التحليل	معلومات حول الاقتصاد الكلي، ظروف الصناعة، ظروف الشركة	معلومات حول أسعار التداول، أحجام التداول، عدد الصفقات...إلخ
الأدوات المستخدمة في التحليل	تحليل دورة حياة المنتج، المؤشرات الاقتصادية العامة، تحليل القوائم المالية للشركة، التحليل بالنسب المالية...إلخ	الرسوم البيانية، الأعمدة، الشموع اليابانية، مؤشرات ميل أو اتجاه السوق، مؤشرات المستثمر المحترف، مؤشرات وجهة النظر المضادة...إلخ
الجهد والتكلفة	تحتاج إلى جهد وتكلفة	تحتاج إلى جهد وتكلفة أقل مقارنة بالتحليل الأساسي

المصدر: أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2017،

ص133-134

المبحث الثالث: تنظيم وسير سوق الأوراق المالية -البورصة-

لضمان سير سوق الأوراق المالية لا بد من وجود هيكل تنظيمي يحكم عمل هذه الأسواق ويوزع المهام داخلها وهذا ما سنتطرق إليه في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني سنحاول التمييز بين أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية، في حين تطرقنا في المطلب الثالث والأخير إلى آليات التعامل في الأسواق المالية وكيف يتم تنفيذ مختلف العمليات وكيف تسعر مختلف الأوراق المالية.

المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية -البورصة-

أولاً: اللجنة العليا لسوق الأوراق المالية -البورصة-

تعد اللجنة العليا لسوق الأوراق المالية أحد الركائز الأساسية لسوق الأوراق المالية، ولها دور رئيسي ومهم في تسيير البورصة وتنظيمها، تضم تحت قيادتها عدة لجان تساعد في السير الحسن والمحكم للسوق، تطلع هذه اللجنة بجملة من المهام نذكرها فيما يلي¹:

1. السهر والإشراف على سير العمل في البورصة ومختلف العمليات الجارية؛

¹: شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، ط1،

2. مراقبة مدى التزام الأعضاء بالقوانين واللوائح وتطبيقها؛

3. مراقبة أسعار الأوراق المالية؛

4. قبول ورفض السماسرة للعمل في بورصة الأوراق المالية.

ثانياً: اللجان الفرعية لسوق الأوراق المالية -البورصة-

تختلف أسماء هذه اللجان من بورصة إلى أخرى كما تختلف تقسيماتها وكذا المهام المنوطة بها والموكلة إليها ومن ضمن هذه اللجان نجد¹:

1. لجنة البورصة: تنظيم أعمال اللجان الفرعية وبرمجة الاجتماعات الدورية.

2. لجنة التأديب: تعمل هذه اللجنة على النظر في الشكاوي المرفوعة إليها، والفصل في المخالفات المرتكبة.

3. لجنة التحكيم: تفصل في المنازعات الواقعة بين مختلف الفاعلين في سوق الأوراق المالية (وسطاء، سماسرة، مندوبين، عملاء... إلخ).

4. لجنة التسعيرة: تقوم بتحديد جدول الأسعار ونشره في وسائل الإعلام المختلفة.

5. لجنة قيد الأوراق المالية: تختص بقبول أو رفض إدراج الأوراق المالية في جدول التسعيرة، وذلك وفقاً للشروط والقواعد العامة.

6. لجنة المقاصة: تعمل على تسوية جميع المعاملات التي تمت داخل سوق الأوراق المالية بين البائعين والمشتريين أو الدائنين والمدينين.

7. لجنة السماسرة: تختص بقبول السماسرة وفقاً لشروط سوق الأوراق المالية.

8. الجمعية العامة: تختص بالتصديق على الميزانية، وإبداء الرأي في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة وأعضائها.

9. مندوب الحكومة: حيث تشرف جميع الحكومات على البورصة، وذلك من خلال مندوبها، والذي يعمل على مراقبة القوانين واللوائح ومن حقه حضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات مختلف اللجان وله الحق في الاعتراض على مختلف القرارات إذا كانت مخالفة للقوانين².

ثالثاً: الأركان الرئيسية لسوق الأوراق المالية -البورصة-

يتطلب سير سوق الأوراق المالية توفر ثلاث أركان رئيسية أو ثلاث فئات تتمثل في³:

¹: شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 51-53.

²: ضياء مجيد، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 19-20.

³: زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2007، ص 132-133.

1. **الركن الأول: فئة المستثمرون:** وتمثل هذه الفئة أصحاب الفوائض المالية، والذين يرغبون في توظيف هذه الفوائض في سوق الأوراق المالية وذلك من خلال عملية الإقراض أو المتاجرة في الأوراق المالية وتشمل المستثمرين من الأفراد والمؤسسات من مختلف القطاعات.
 2. **الركن الثاني: فئة المصدرون:** وهي فئة أصحاب العجز المالي، والذين يحتاجون إلى الأموال من أجل تمويل مشروعاتهم، ويتم ذلك إما عن طريق الإقراض أو عن طريق إصدار الأوراق المالية.
 3. **الركن الثالث: فئة الوسطاء الماليين:** يقومون بدور الوسيط بين الفئتين السابقتين، فئة المستثمرين وفئة المصدرين، إضافة إلى تنفيذ مختلف العمليات لعملائهم مقابل الحصول على عمولة.
- المطلب الثاني: المتعاملون في سوق الأوراق المالية -البورصة-**

أولاً: المستثمرون

وهم الأفراد الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم في سوق الأوراق المالية، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر من خلال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار¹.

ثانياً: المستثمرون التأسيسيون

وتعد هذه الفئة من أهم المتعاملين والمتدخلين في سوق الأوراق المالية، وذلك لما تجلبه من مدخرات نظير تميزها بنوع من الاستقرار والثبات في قدرتها الادخارية والاستثمارية، وتضم هذه الفئة عادة البنوك، مؤسسات التأمين، صناديق التقاعد والضمان الاجتماعي، صناديق الودائع، هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية (شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت، شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، الصناديق الجماعية للتوظيف، نوادي الاستثمار)².

¹: شيخي بلال، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع والآفاق، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2011، ص51.

²: أنظر:

— شيخي بلال، مرجع سابق، ص52-54.
 — عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص46-47.
 — ربيعة عبو، مرجع سابق، ص37-38.

ثالثاً: البنوك المركزية

تعد البنوك المركزية أحد الفاعلين في سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال قيامها بعمليات السوق المفتوحة، كما قد تقوم أيضاً بتداول بعض الأوراق المالية مثل أدونات الخزينة، شهادات الإيداع... إلخ وذلك للتخفيف من حدة التضخم أو الكساد¹.

رابعاً: القطاع الحكومي

يظهر نشاط الحكومة في سوق الأوراق المالية من خلال الإقراض والإقتراض، ويرتبط ارتباطاً وثيقاً بميزانياتها (الإيرادات والنفقات)، فإذا كان هناك فائض في الميزانية تعد الحكومة في هذه الحالة من المقرضين، وإذا حدث عجز تعتبر الحكومة ضمن المقرضين وذلك من أجل تمويل هذا العجز وذلك عن طريق إصدار السندات².

خامساً: القطاع الأجنبي

يرتبط دور القطاع الأجنبي في الأسواق المالية ارتباطاً وثيقاً ومباشراً بميزان المدفوعات، والذي يمثل المطلوبات من المدفوعات المستحقة على البلد لصالح البلدان الأخرى، والموجودات في الحالة العكسية، حيث إذا حصل عجز في الميزان فإن ذلك يتطلب بيع أدوات مالية (أسهم أو سندات أو حسابات جارية) للشركات الأجنبية لتغطية العجز، أما إذا حصل فائض، فإنه سيستخدم لتمويل العجز أو شراء أدوات مالية من الشركاء الأجانب، أي الاستثمار في الأسواق المالية للبلدان الأخرى³.

سادساً: الوسطاء الماليين

هم أشخاص طبيعيين أو معنويون، ينشطون داخل سوق الأوراق المالية ومرخص لهم بموجب قانون السوق، يشكلون حلقة وصل بين المدخرين والمقرضين لقاء عمولة محددة متفق عليها مقابل تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بالعملاء⁴، ويمكن تقسيم هؤلاء إلى⁵:

¹: حسين بن هاني، الأسواق المالية: طبيعتها-تنظيمها-أدواتها المشتقة، دار الكندي للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2013، ص31.

²: سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية: دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص9-10.

³: عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2004، ص78-79.

⁴: بن قمجة زهرة، مرجع سابق، ص26.

⁵: أنظر:

— فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2006، ص115-117.

1. السماسرة بالعمولة: ينفذون أوامر العملاء الخاصة ويحصلون مقابل ذلك على عمولة محددة.
 2. سامسرة الصالة: يتم الاستعانة بهم من أجل إجراء مختلف التعاملات وذلك في حالة عجز سماسرة العمولة عن القيام بها سواء بسبب عدد الأسهم أو بسبب نشاط السوق وضعف إمكانيات سماسرة العمولة، يتم اقتسام العمولة بينهم.
 3. تجار الطلبيات الصغيرة: يقوم تجار الطلبيات الصغيرة بشراء الأوراق المالية وتوفيرها للمشتريين بكميات صغيرة ويحصلون على فرق السعر بين البيع والشراء.
 4. تجار الصالة: يختلفون عن سماسرة الصالة فهم يعملون لحسابهم الخاص فقط، وذلك من خلال البحث والتصيد الفرص المربحة، وعادة ما يقومون ببيع وشراء الأوراق المالية عدة مرات في اليوم والاستفادة من خلال التغيرات الطفيفة في الأسعار.
 5. المتخصصون: يجمعون بين نشاط الاتجار ونشاط السمسرة، حيث ينفذون عمليات لصالح سماسرة مقابل عمولة، ويعملون لحسابهم الخاص، ويتميزون بالتعامل والتخصص في نوع معين من الأوراق المالية.
- المطلب الثالث: آليات التعامل والتسعير في سوق الأوراق المالية -البورصة-

أولاً: أوامر سوق الأوراق المالية

1. تعريف أوامر السوق:

- تتطلب العلاقة بين المستثمر والوسيط، إصدار المستثمر لوسيطه تعليمات تدعى "أوامر السوق" يقوم من خلالها الوسيط بتنفيذ ما طلب منه، حيث تعرف:
- أ. **التعريف الأول:** هي تلك التي تصدر عن وسطاء سوق الأوراق المالية وهم يباشرون أعمالهم الموكلة إليهم من طرف زبائنهم، ولا يحق لهم رفضها¹.
 - ب. **التعريف الثاني:** عبارة عن وكالة تقدم للوسطاء من طرف موكلهم (زبائنهم) من أجل بيع أو شراء الأوراق المالية².

ـ لعجالي زكية، الاستثمار في الأسواق المالية مع دراسة حالة الأسواق المالية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2010، ص 25-26.

¹: محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، ط2، العبدلي، الأردن، 2009، ص 59.

²: وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008، ص 232.

ج. التعريف الثالث: هو عبارة عن وثيقة مكتوبة تتضمن طلب من العميل إلى الوسيط المؤهل ببيع وشراء الأوراق المالية¹.

ينظر إليها التعريف الأول على أنها أوامر لفظية ملزمة للوسيط بتنفيذها، بينما التعريف الثاني اعتبرها وكالة أي أنها دائمة بين المستثمر والوسيط وقد تكون مكتوبة، في حين التعريف الثالث ينظر إليها ويعتبرها وثيقة مكتوبة يوضح فيها أوامر من العميل إلى الوسيط.

أوامر السوق المالي هي تلك التعليمات التي يصدرها المستثمر للوسيط من أجل القيام بعملية التداول على الأوراق المالية، قد تكون مكتوبة أو لفظية فقط، وهي ملزمة لا يمكن رفضها.

2. خصائص أوامر سوق الأوراق المالية:

بما أن عملية التداول داخل سوق الأوراق المالية تتم عادة عن طريق الوسطاء وبواسطة الأوامر التي يليها العميل (المستثمر) على وكيله (الوسيط)، فيجب أن تتوفر هذه الأوامر على مجموعة من الخصائص أو المعلومات نذكرها فيما يلي²:

أ. **إسم الشركة:** بحيث يجب تبيان إسم الشركة أو إسم الورقة المالية التي يرغب المستثمر في التداول عليها؛

ب. **نوع الصفقة:** يجب أن يوضح المستثمر لوكيله نوعية الصفقة (هل يريد الشراء أم البيع)، كذلك طريق تنفيذ الصفقة (الدفع نقدا أم شراء هامشي أم بيع على الكشوف)؛

ج. **حجم الأمر:** ويقصد بها عدد الأوراق المالية التي يرغب المستثمر في شراؤها أو بيعها؛

د. **المدة الزمنية للأمر:** وهي الفترة التي ينفذ خلالها الأمر.

3. أنواع الأوامر:

يمكن تقسيم الأوامر التي يتلقاها الوسيط في سوق الأوراق المالية إلى³:

أ. **الأوامر المحددة لسعر التنفيذ Price limit of orders:** في هذا النوع من الأوامر يكون السعر هو الفاصل في تنفيذ الصفقة أو إلغاؤها ونميز بين:

- **أوامر السوق Market order:** وهو أكثر أنواع الأوامر استخداما، حيث يتم فيه تنفيذ الصفقة بأفضل سعر وبسرعة.

¹: سليمة نشنش، الأنظمة المحاسبية ودورها في تنشيط الأسواق المالية -دراسة حالة الجزائر-، أطروحة مقدمة ضمن منكرات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2015، ص52.

²: جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، ط1، الإسكندرية، مصر، 2003، ص65-66.

³: منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002، ص521-531.

- **أوامر محددة Limit order:** أي تتحدد الأوامر هنا بسعر معين من طرف العميل حتى تنفذ الصفقة سواء بالبيع أو الشراء.
- ب. **الأوامر المحددة لوقت التنفيذ Time limit of orders:** على عكس الأوامر المحددة لسعر التنفيذ، في هذه الحالة يكون الوقت هو الفاصل في تنفيذ الصفقة أو إلغاؤها، وتنقسم إلى:
 - **أوامر محددة بيوم Day order:** وهي تلك الأوامر التي تظل سارية ليوم واحد، أي من ساعة افتتاح البورصة صباح إلى غاية إغلاقها.
 - **أوامر محددة بأسبوع أو شهر Week order Or Month order:** فإذا تعلق الأمر بالأوامر المحددة بأسبوع فإنه تنتهي صلاحيتها بنهاية الأسبوع الذي صدرت فيه وذلك تبعاً لنظام عمل البورصة، أما بالنسبة للأوامر المحددة بشهر فصلاحيته تنتهي بنهاية الشهر الذي صدرت فيه.
 - **الأوامر المفتوحة Open order Or Good-till canceled order:** هذا النوع من الأوامر غير محدد بفترة زمنية ويظل مفتوحاً وساري المفعول إلى حين أن يقرر المستثمر إلغاؤه أو يتم تنفيذه.
- ج. **الأوامر الهجينة:** هي تلك الأوامر التي تجمع بين الأوامر المحددة لسعر التنفيذ والأوامر المحددة لوقت التنفيذ، حيث نجد:
 - **أوامر محددة للسعر خلال فترة زمنية معينة:** يتم في هذا النوع من الأوامر تحديد سعر التنفيذ مع اشتراط فترة زمنية للتنفيذ قد تكون يوم أو أسبوع أو شهر... إلخ.
 - **أوامر مفتوحة في حدود سعر معين:** عكس الأمر السابق، يتم في هذه الحالة اشتراط سعر معين للتنفيذ يحدده المستثمر وبدون تحديد فترة للتنفيذ.
- د. **الأوامر الخاصة:** حيث يتم التمييز بين أهم وأبرز ثلاث أنواع منها:
 - **أوامر الإيقاف Stop order:** يقصد بهذا النوع من الأوامر أنها لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو فاقه، حيث تنقسم إلى أوامر إيقاف تتعلق بالبيع -Stop-loss order وفيها يتم تنفيذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى مستوى محدد أو انخفض عنه، وأوامر إيقاف تتعلق بالشراء -Stop-buy order والتي تلزم الوكيل بتنفيذ أمر الشراء إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها.
 - **أوامر الإيقاف المحددة Stop-limit order:** في هذه الأوامر يحدد المستثمر لوكيله سعر أدنى للبيع وسعر أقصى في حالة الشراء، ولا يتم التعامل إلا بتلك الأسعار أو أفضل منها.

- أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال Discretionary order: تعطى للوكيل حرية التصرف في هذا النوع من الأوامر، سواء في سعر التنفيذ أو وقت التنفيذ أو البيع أو الشراء، فهي أوامر مطلقة، ويقتصر هذا النوع من الأوامر على كفاءة الوكلاء وخبرتهم وكذا ثقة العميل في وكيله.

ثانيا: تكاليف تنفيذ الأوامر

ينجر على عملية التداول داخل سوق الأوراق المالية وتنفيذ الأوامر من طرف الوسطاء نوعين من التكاليف هما التكاليف المباشرة والتكاليف غير المباشرة¹.

1. التكاليف المباشرة: ويشمل هذا النوع من التكاليف:

- أ. عمولة الوسيط والتي تمثل أتعاب الوسيط خلال تنفيذ الأوامر، قد تكون محددة أو قد تكون محل اتفاق بين المستثمر والوسيط؛
- ب. تكلفة المعلومات، لأنها أساس الاستثمار في سوق الأوراق المالية وبالتالي فإنها تكلف من أجل الحصول عليها؛
- ج. الضرائب والرسوم، المفروضة من الحكومة أو من قبل هيئة سوق الأوراق المالية؛
- د. هامش الربح الذي يحققه صانع السوق؛
- هـ. الخصم الممنوح من المشتري للبائع؛
- و. تكاليف أخرى مثل نسبة الفائدة على الأموال المقرضة...إلخ.

2. التكاليف غير المباشرة: وتشمل:

- أ. تكلفة الوقت والجهد المبذول من طرف المستثمر؛
- ب. تكلفة انخفاض قيمة الاستثمار في حالة التأخر في اتخاذ القرار؛
- ج. تكلفة الفرصة البديلة في حالة ضياع فرص استثمارية أخرى.

ثالثا: تقنيات التسعير في سوق الأوراق المالية

تختلف تقنيات التسعير في سوق الأوراق المالية، لكنها تهدف مجملها إلى تسهيل عمليات التبادل، نذكرها فيما يلي²:

1. التسعير بالمناداة: اشتق إسم هذه الطريقة من الفعل "ينادي"، حيث ينادي بائعوا الأوراق المالية بأنه بحوزتهم أوراق مالية للبيع، وينادي المشترون بأعلى صوت أيضا معبرين عن رغبتهم في شراء هذ

¹: دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص142-143.

²: عزيزة بن سمينة، مرجع سابق، ص141-143.

الأوراق المالية، وهو ما يخلق آلية السوق (العرض والطلب) وبالتالي يتحدد سعر التوازن لهذه الأوراق المالية.

2. **التسعير بالإدراج:** وفقا لإسم هذه الطريقة، يتم استعمال أدراج توضع فيها الأوراق المالية، حيث توضع كل ورقة في درج وتكون تحت تصرف مكاتب الوسطاء الماليين، ثم في بداية الجلسة يتم تجميع بطاقات الأوامر المدونة لدى مكاتب الوسطاء الآخرين والمتعلقة بنفس الورقة المالية، ومن خلالها تستخلص العروض والطلبات (من بطاقات الأوامر)، ويحدد السعر التوازني (نقاطع منحني العرض والطلب على هذه الورقة المالية)، وتختلف هذا الطريق عن السابقة في كونها كتابية وليست شفوية.
3. **التسعير بالصندوق:** يتم اللجوء إلى هذه الطريق في حالة وجود مشكل في تسعير الورقة عن طريق الوسطاء أو عندما يصعب عليهم اتخاذ قرار يخل بالتعاملات العادية في سوق الأوراق المالية، حيث يتم وضع هذا النوع من الأوراق المالية في صندوق (جمع أوامر البيع والشراء على الورقة المالية في صندوق) يكون تحت تصرف البورصة، والتي يكون لها قرار فحص هذه الأوامر ومن ثم تحديد السعر التوازني.

إضافة إلى هذه الطرق، يوجد العديد من التقنيات الأخرى المستخدمة في تسعير الأوراق المالية، ومع تطور سوق الأوراق المالية بفضل التطور التقني، أصبحت جميع التسعيرات تتم باستخدام أجهزة الحاسب الآلي الذي يتلقى الأوامر ويحدد الأسعار التوازنية بسرعة وبدقة.

ويتم التمييز بين ثلاث أنواع من التسعيرات¹:

- أ. **سعر الافتتاح:** وهو السعر الذي تفتتح به الورقة المالية عند بداية نشاط البورصة؛
- ب. **سعر التداول:** أو يسمى السعر خلال جلسة العمل، وهو متغير حسب تغير الأوامر؛
- ج. **سعر الإغلاق:** وهو آخر سعر توازن تم التداول على أساسه في نهاية جلسة عمل البورصة.

¹: سعاد يحيى، مرجع سابق، ص 44.

خلاصة:

تعتبر الأسواق المالية في الوقت الحالي ركيزة من الركائز الأساسية والمهمة في مختلف الأنظمة الاقتصادية، فقد تبين من خلال هذا الفصل أهمية الأسواق المالية في نقل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي وأثر ذلك وأهميته بالنسبة للفرد أو بالنسبة للشركات أو للاقتصاد الوطني ككل، كما اتضح أن الأسواق المالية قديمة النشأة فهي ليست وليدة اليوم، فقد مرت بعد مراحل حتى وصلت إلى ما هي عليه الآن وتطورت مع تطور الأنظمة الاقتصادية والثورة الصناعية وما واكبها من تغيرات وكذلك بفضل التطور التكنولوجي.

اتضح من خلال هذا الفصل أن للأسواق المالية عدة تقسيمات بحسب المعايير المختلفة المعتمدة في ذلك، وأن سوق الأوراق المالية أو ما يعرف بالبورصة هي أهم مكون من مكونات الأسواق المالية، ويتم فيها تداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ويحكم عملها هيئات متخصصة، ويتعامل فيها العديد من الهيئات والمستثمرين، وتخضع الأوراق المالية المتداولة فيها لعمليات التحليل الفني والأساسي وذلك بغية الاستثمار.

تتم عمليات التداول في سوق الأوراق المالية عن طريق ما يعرف بوسطاء سوق الأوراق المالية باختلاف أنواعهم، ويكون ذلك من خلال تعليمات تعرف بـ "أوامر السوق" تصدر من المستثمرين إلى الوسطاء من أجل تنفيذها مقابل الحصول على عمولة محددة، كما اتضح أن هناك العديد من تقنيات تسعير الأوراق المالية التي تستخدم داخل البورصة مثل التسعير بالمناداة، التسعير بالإدراج، التسعير بالصندوق.

الفصل الثاني: المعلومات وكفاءة الأسواق المالية وعلاقتها بحوكمة الشركات

تمهيد:

تعتبر المعلومات في الأسواق المالية هي مادة صنع القرار وعلى أساسها يبني المتعاملون قراراتهم الاستثمارية، فحتى يتمكن المستثمرون من اتخاذ القرارات السليمة وجب توفر جملة من المعلومات التي من شأنها التأثير على أسعار الأصول المالية المتداولة، إذن فهي المحرك الأساسي للمدخرات نحو تحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة لدى المستثمرين.

وعند الحديث عن المعلومات في الأسواق المالية فإن ذلك يقودنا مباشرة إلى موضوع كفاءة الأسواق المالية، حيث تعد هذه الأخيرة مقياساً ومؤشراً لقياس مدى نجاح وقوة الأسواق المالية، حيث ترتبط الكفاءة ارتباطاً وثيقاً بالمعلومات ومدى توفرها للمستثمرين ومدى سرعة استجابة الأسعار لأي معلومة جديدة ترد إلى الأسواق المالية، فمن خلال هذا المنطلق تصنف كفاءة الأسواق المالية.

وباعتبار المعلومات هي العنصر الرئيسي في الأسواق المالية، فإن ذلك دفع في بعض الأحيان إلى ظهور العديد من الممارسات السلبية المتعلقة بها مثل عدم الإفصاح عنها في بعض الأحيان أو استغلالها لخدمة مصالح أطراف معينة أحيانا أخرى، أو التلاعب والتضليل فيها أحيانا، وهذا ما أدى إلى حدوث العديد من الإنهيارات والفضائح المالية في الأسواق المالية، وأدى كذلك إلى انخفاض مستويات الكفاءة، الأمر الذي تطلب ظهور آلية حوكمة الشركات لما لها من تأثير وعلاقة على المعلومات وكذلك على كفاءة الأسواق المالية من خلال مختلف المبادئ والآليات التي توفرها.

وعلى هذا الأساس ونظرا للعلاقة المتكاملة والمتراصة بين المعلومات وكفاءة الأسواق المالية من جهة، والمعلومات وحوكمة الشركات من جهة أخرى، وكذلك العلاقة بين حوكمة الشركات والكفاءة، قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: مدخل نظري إلى كفاءة الأسواق المالية

المبحث الثاني: المعلومات في الأسواق المالية

المبحث الثالث: الحوكمة داخل الأسواق المالية

المبحث الأول: مدخل نظري إلى كفاءة الأسواق المالية

تعتبر الكفاءة مهمة بالنسبة للمتعاملين في الأسواق المالية، لما لها من تأثير على الأسعار الحقيقية والعادلة للأوراق المالية، لهذا سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى مختلف المفاهيم المتعلقة بها، حيث شمل المطلب الأول نشأة فرضية كفاءة الأسواق المالية ومختلف التعاريف لها، في حين تطرقنا في المطلب الثاني إلى أنواع ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية، أما في المطلب الثالث فقد تناولنا صيغ أو مستويات كفاءة الأسواق المالية تبعاً للمعلومات الواردة وكذا أهم اختباراتهما.

المطلب الأول: ماهية كفاءة الأسواق المالية

أولاً: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

1. نشأة فرضية كفاءة الأسواق المالية:

تعتبر فرضية كفاءة الأسواق المالية قديمة النشأة، فقد ظهرت ملامحها عندما تطرق إليها عالم الرياضيات الفرنسي Bachelier في أطروحة دكتوراه حملت عنوان "نظرية المضاربة"، حيث طرح فكرة أن أسعار الأسهم تتبع مساراً عشوائياً ومستقلة عن بعضها البعض ولا يمكن التنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية بناءً على أسعاره السابقة وهو ما يلغي فائدة المعلومات السابقة ويجعلها غير مجدية وغير مفيدة.

وفي ذات السياق حول الحركة العشوائية للأسعار جاءت نتائج دراسة Perason سنة 1905 مطابقة لما تناولته دراسة Bachelier، والذي وصف في دراسته الأسعار وحركتها العشوائية بالشخص المخمور، فإذا أردت أن تجده عليك التوجه إلى نفس المكان الذي تركته فيه.

توالت بعدها الدراسات في هذا الصدد، فقد توصل John Burr William سنة 1938 إلى أن الأسعار تعتمد على أسس اقتصادية، لكن كان هناك تناقض لأن تلك الفترة سادها التفكير الكنزي والذي يقول أن الأسعار مبنية على أساس المضاربة أكثر من الأسس الاقتصادية.

دُعمت فرضية السير العشوائي للأسعار بعدها سنة 1953 من خلال الإحصائي البريطاني Maurice Kendall فقد قدم بحثاً شهيراً حمل عنوان "تحليل السلاسل الزمنية الاقتصادية"، والذي أكد فيها عدم إمكانية التنبؤ بالأسعار المستقبلية وأن الأسعار تسير عشوائياً.

وفي سنة 1965 قدم Eugene Fama دعماً لفرضية السير العشوائي للأسعار من حيث الاستقلالية الإحصائية وجدوى التحليل الفني، ووافقه في هذه الطرح بأعمالهم كل من Paul Samuelson سنة 1965 و Benoit Mandelbort سنة 1966، مؤكدين عدم إمكانية التغلب على السوق من قبل

المستثمر إذا لم يكن بحوزته معلومات تدعم توقعاته، ومن هنا تشكل أساس فرضية العقلانية في الأسواق المالية.

بعد هذه الأبحاث لم تظهر بعد صيغة الكفاءة، إلى أن قدم Eugene Fama مقالا مشهورا تحت عنوان "كفاءة سوق رأس المال: استعراض للنظرية واختبار تجريبي" والذي من خلاله تشكل الإطار النظري لفرضية كفاءة الأسواق المالية¹.

2. تعريف كفاءة الأسواق المالية:

تطرق العديد من الإقتصاديين إلى تعريف كفاءة الأسواق المالية، حيث عرفت على أنها:

أ. **التعريف الأول:** تعرف كفاءة الأسواق المالية بأنها تلك الأسواق التي تعكس بشكل كامل وصحيح جميع المعلومات ذات الصلة في تحديد أسعار الأوراق المالية².

ب. **التعريف الثاني:** تبعا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وبصورة سريعة لأي معلومة جديدة تأتي إلى السوق، ومن شأنها تغيير نظرة المتعاملين فيه فيما يتعلق بالشركة المصدرة للسهم مما يدفع بالأسعار للتغير ارتفاعا وانخفاضا وذلك حسب نوعية الأخبار الواردة (جيدة أو غير جيدة)، كما يعكس في السوق الكفاءة سعر السهم جميع المعلومات المتوفرة عن الشركة (قوائم مالية، معلومات إعلامية، الأسعار السابقة لسعر السهم، التحليلات والتقارير الاقتصادية)، إضافة إلى توقعات المستثمرين بشأن الأرباح المستقبلية والمخاطر المحتملة³.

ج. **التعريف الثالث:** تكون سوق الأوراق المالية كفء بالنسبة لنظام معين من المعلومات، إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة⁴.

حيث صاغ فاما المعادلة الرياضية التالية لكفاءة الأسواق المالية⁵:

$$E(P_{j,t+1}/\varphi_t) = P_{j,t}[1 + E(R_{j,t+1}/\varphi_t)]$$

¹: سعيدة بن ثابت، محاولة تقييم أداء أسواق الأوراق المالية في ظل نظريتي كفاءة الأسواق المالية والمالية السلوكية (حالة أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة للفترة 2013-2019)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثلجي، الأغواط، الجزائر، 2021، ص51-53.

²: Roy e. bailey, The economics of financial markets, cambridge university press, 1st edition, USA, 2005, p64.

³: سالم محمد عبود، احمد محمد فهمي سعيد، الاستثمار وأدواته في الأسواق المالية (دراسة تحليلية لواقع السوق المالي العراقي والعربي والأمريكي)، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، ط1، بغداد، العراق، 2014، ص125-126.

⁴: سالم صلال الحسيناوي، الإدارة المالية الحديثة، جامعة القادسية-كلية الإدارة والاقتصاد، ط1، العراق، 2017، ص29.

⁵: Eugene f. fama, efficient capital markets : a review of theory and empirical work, the journal of finance, Vol25, N°02, wiley for the American Finance Association, New York, 1970, p384.

حيث:

E: القيمة المتوقعة؛

$P_{j,t}$: سعر السهم j في الفترة t ؛

$P_{j,t+1}$: سعر السهم j في الفترة $(t+1)$ بعد إعادة استثمار أي دخل نقدي متوسط من السهم؛

$R_{j,t+1}$: العائد النسبي (النسبة المئوية) خلال فترة زمنية واحدة $(P_{j,t+1} - P_{j,t}) / P_{j,t}$ ؛

φ_t : جميع المعلومات المتوفرة والتي يفترض أن تنعكس في سعر السهم في الفترة (t) ؛

اعتبر التعريف الأول كفاءة الأسواق المالية بأنها الأسواق التي تعكس جميع المعلومات، لكن لم يوضح نوعية المعلومات ولم يفصل فيها سوى أنه ذكر علاقتها بأسعار الأوراق المالية وذكر خاصية من خصائص تلك المعلومات أن تكون صحيحة، أما التعريف الثاني فقد تناول شيئاً من التفصيل في المعلومات ومصادرها مثل القوائم المالية، الأسعار السابقة... إلخ، كما ذكر خاصية من خصائص الأسواق الكفوة وهي سرعة الاستجابة للمعلومات، كما أشار إلى التأثير الذي تتركه المعلومات سواء في أسعار الأوراق المالية، أو على المستثمرين، في حين ربط التعريف الثالث كفاءة الأسواق المالية بكفاءة نظام المعلومات في الأسواق المالية.

إذن يمكن تعريف كفاءة الأسواق المالية بأنها مدى وسرعة استجابة أسعار الأوراق المالية المتداولة إلى كل المعلومات الواردة إلى السوق في لحظة زمنية معينة.

ثانياً: شروط كفاءة الأسواق المالية

حتى تتحقق كفاءة الأسواق المالية بالشكل المطلوب وجب توفر جملة من الشروط¹:

1. **رشادة وعقلانية المستثمرين:** ويقضي ذلك أن يتوفر في السوق مستثمرين عقلانيين، يتعاملون في السوق وفق المعلومات الواردة، فإذا كانت معلومات سارة فإنهم يقبلون على الشراء أما إذا كانت المعلومات غير سارة يقبلون على بيع الأصول المالية هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن عقلانية المستثمرين تُثبت من خلال سعيهم نحو تعظيم أرباحهم ومنافعهم من خلال تداولاتهم.
2. **الحرية في انتقال المعلومات:** بما أن كفاءة الأسواق المالية تعتبر دالة في المعلومات، فإن توفر المعلومات في السوق المالي، وانتقالها بكل حرية ووصولها لكل المتعاملين في نفس الوقت ودون

¹: بن زايد مبارك، بن زايد عبد الوهاب، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 3، العدد 1، مارس 2017، ص 88-89.

فاصل زمني يعد شرطاً أساسياً لتحقيق الكفاءة، وليس من الضروري تماثل توقعاتهم وطريقة تعاملهم معها لأن ذلك يعتمد على حنكة المتعاملين وطريقة تحليلهم لها.

3. **مجانية المعلومات:** أي أن المعلومات التي يتحصل عليها المتعاملون يجب أن تكون مجانية دون أي تكاليف إضافية.

4. **عدم وجود تكاليف للصفقات:** ويقضي هذا الشرط خلو السوق المالي من تكاليف الدخول والخروج، وكذلك خلوه من قيود التعامل والمتمثلة في تكاليف المعاملات والضرائب ومختلف رسوم البورصة.

5. **تعدد المستثمرين وتوفر السيولة:** تقتضي كفاءة الأسواق المالية تعدد المستثمرين، مع توفر السيولة اللازمة لإتمام مختلف العمليات والصفقات.

ثالثاً: أسباب عدم كفاءة الأسواق المالية

يوجد العديد من الأسباب التي من شأنها أن تؤدي إلى عدم كفاءة الأسواق المالية¹:

1. **التأخر في نشر البيانات أو عدم نشرها إطلاقاً أو الإفصاح الجزئي فقط لها وعدم دقتها، وهو ما يقلل من قيمتها، بالإضافة إلى عدم كفايتها في القيام بعمليات التحليل المختلفة بغية اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة؛**

2. **المضاربات العشوائية الغير مدروسة، وتنفيذ بعض الصفقات من قبل الوسطاء بدون مبررات وبدون دراسات اقتصادية، وهو ما يؤثر على التداول في السوق وبالتالي التأثير على كفاءة الأسواق المالية؛**

3. **قد يؤدي السبب السابق إلى شح وقلة وانسحاب المتعاملين من السوق المالي، مما يؤدي إلى انخفاض أحجام التداول نتيجة تناقص السيولة؛**

4. **استغلال المعلومات الداخلية من قبل الإدارة العليا وبعض الملاك، وهو ما يخل بشرط توفر المعلومات لكافة المتعاملين في نفس الوقت ودون فاصل زمني، وبالتالي تمكينهم من تحقيق أرباح غير عادية على بقية المستثمرين؛**

5. **التعاملات الصورية المظهرية النشطة والتي تعتبر من التلاعبات في الأسواق المالية ومن شأنها التأثير على كفاءة الأسواق المالية؛**

6. **التضليل الإعلامي:** وذلك عندما يتم تضخيم أرقام المبيعات والأرباح، ثم بعدها يتم اكتشاف ذلك مما يسبب انهيار الثقة بين المستثمرين والشركات ومنه انهيار الأسواق المالية ككل؛

¹: أنظر:

— دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 87.

— حنان عبدلي، مرجع سابق، ص 135-136.

7. **حساسية السعر:** ويتعلق هذا الأمر بالعوامل السلوكية والظروف المحيطة بها، فمثلا قد يؤدي انخفاض في إيرادات الشركة إلى حدوث ردود أفعال قوية وسلبية ينتج عنها انخفاض كبير في أسعار الأوراق المالية للشركة المعنية؛

8. **ضعف التقدير:** إن المعدلات الكامنة للعوائد أو المخاطر تجعل التقديرات عند مستويات أدنى وبالتالي تشهد الأسواق المالية غالبا تقلبات لأسعار الأدوات الاستثمارية بمعدلات أكبر من تلك التي يجري التنبؤ بها عند اعتماد المعلومات الخاصة بالقيم الأساسية؛

9. **القيم المتوسطة:** إن العوائد المتحققة تتقلب في فترات قصيرة بين مستويات عالية ومنخفضة، وبالتالي فإن اعتماد القيم المتوسطة لتحديد الاتجاه المستقبلي جزئيا أو كليا قد يكون مضللا؛

10. **فترات زمنية معينة:** يوجد فترات زمنية خلال السنة تشهد اتجاهات محددة لتقلبات الأسعار، مثل أثر جانفي والذي ترتفع فيه أسعار الأوراق المالية؛

11. **إطلاق الإشاعات:** وهي تلك المعلومات المغالطة والتي لا أساس لها من الصحة وتتسبب في إحداث تغييرات غير مبررة في أسعار الأوراق المالية؛

12. **فشل آلية التصويت:** وهو ما ينجر عنه بقاء الإدارة في موقعها رغم سوء استخدامها للموارد المالية المتاحة لديها.

المطلب الثاني: أنواع ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية

أولا: أنواع كفاءة الأسواق المالية

يتم التمييز بين نوعين من الكفاءة في الأسواق المالية، الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية¹.

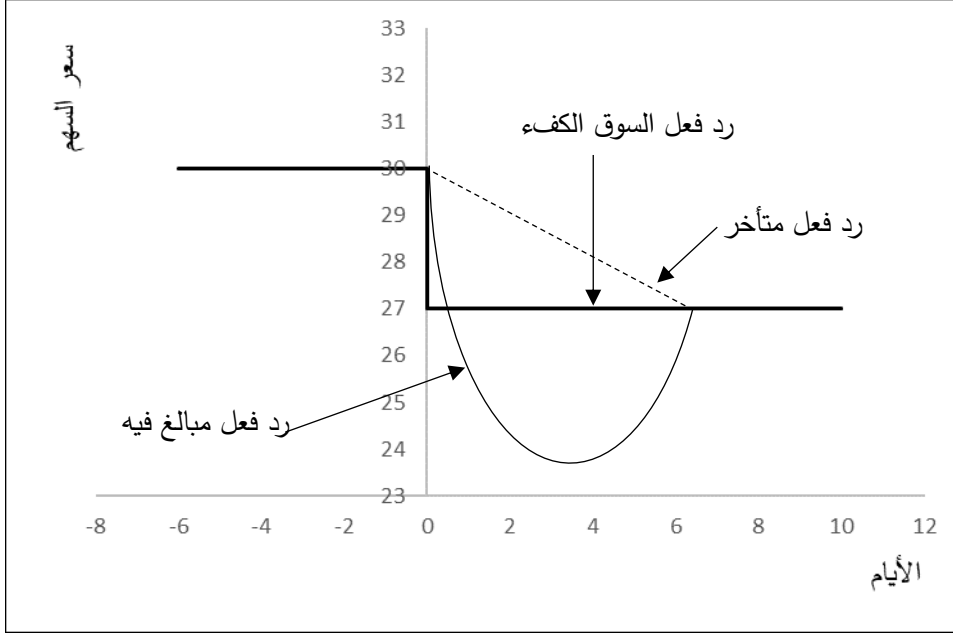
1. **الكفاءة الكاملة** **Perfectly efficient market:** وتعني عدم وجود أي فترة زمنية بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج بشأن سعر السهم، أي الانعكاس الفوري والسريع لتلك المعلومات في سعر السهم، مما لا يتيح فرصة لأي مستثمر على حساب مستثمر آخر لتحقيق عائد غير عادي.

2. **الكفاءة الاقتصادية** **Economically efficient market:** على عكس الكفاءة الكاملة، في هذه الحالة يكون هناك فاصل زمني قصير بين وصول المعلومات وانعكاسها في سعر السهم، أي أن القيمة السوقية للسهم تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، بحيث لن يكون هذا الفرق كبيرا لدرجة تحقيق أرباح غير عادية.

¹: جبار محفوظ وآخرون، أخلاقيات الأعمال والأسواق المالية الكفؤة: بعض التطبيقات على السوق المالية الجزائرية، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 2، العدد 1، ديسمبر 2012، ص 29-30.

من خلال الشكلين رقم (08) و رقم (09)، يمكن توضيح تغيرات أسعار الأسهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية بناء على المعلومات الواردة إلى السوق (سارة وغير سارة).

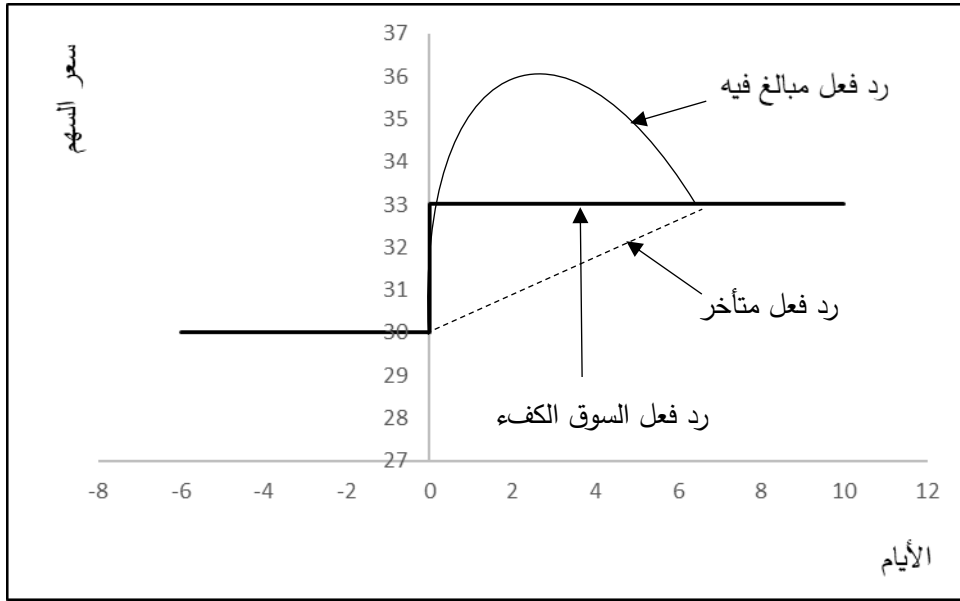
الشكل رقم (08): تغير سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (حالة معلومات غير سارة)



المصدر: أسماء كسري، الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، ط1، عمان، الأردن، 2016، ص52.

يتضح من خلال الشكل السابق الذي يبين رد فعل السوق اتجاه المعلومات الواردة والممثل بتغيرات سعر السهم، حيث في ظل الكفاءة الكاملة ولحظة وصول أنباء غير سارة حصل تغير فوري في سعر السهم من 30 ون إلى 27 ون بدون أي فاصل زمني، بينما في ظل الكفاءة الاقتصادية نلاحظ أن تغير سعر السهم استغرق حوالي 06 أيام حتى وصل إلى قيمته الحقيقية (المنحنى الممثل بالخط المنقطع).

الشكل رقم (09): تغير سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (حالة معلومات سارة)



المصدر: أسماء كسري، الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، ط1، عمان، الأردن، 2016، ص53.

يتضح من خلال الشكل السابق الذي يبين رد فعل السوق اتجاه المعلومات الواردة والممثل بتغيرات سعر السهم، حيث في ظل الكفاءة الكاملة ولحظة وصول أنباء سارة حصل تغير فوري في سعر السهم من 30 ون إلى 33 ون بدون أي فاصل زمني، بينما في ظل الكفاءة الاقتصادية نلاحظ أن تغير سعر السهم استغرق حوالي 07 أيام حتى وصل إلى قيمته الحقيقية (المنحنى الممثل بالخط المنقطع).

ونلاحظ أيضاً من خلال الشكلين السابقين، أن رد الفعل المبالغ فيه سواء بالنسبة للمعلومات السارة أو غير السارة تعود إلى المبالغة في تقدير وتقييم هذه المعلومات الواردة إلى السوق¹.

ثانياً: متطلبات كفاءة الأسواق المالية

إن السوق الكفء هو الذي يضمن تخصيصاً كفواً للموارد المتاحة من خلال توجيهها إلى الاستثمارات الأكثر ربحية، ومن هذا المنطلق يُفترض أن تؤدي السوق دورين، دور مباشر ويقوم على مبدأ الاستثمار بغية تحقيق العوائد، أي أن المستثمرين في الحقيقة يشترون العوائد من خلال شرائهم للأسهم مما يتيح للمؤسسة بزيادة الإصدارات من الأسهم، أما الدور الغير مباشر فيظهر من خلال درجة الأمان التي تظهر عند إقبال

¹: مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، 2010، ص183.

المستثمرين على شراء الأسهم وهو ما يعطي ويوفر للمؤسسة إمكانية الحصول على الموارد المالية سواء من خلال السندات أو الإقترض¹.

ومن أجل تحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية، يجب توفر سمتان أساسيتان هما:

1. كفاءة التشغيل Operational efficiency: ويطلق عليها أيضا الكفاءة الداخلية Internal efficiency،

ويقصد بها قدرة المشاركين في السوق على أداء المعاملات والخدمات بأسعار تتوافق مع التكلفة الفعلية لها، ومن أجل تحقيق ذلك يجب أن تكون المؤسسات المالية الوسيطة متنافسة بدرجة كافية، أي وجود عدد كاف من الخيارات المتاحة أمام المشاركين في السوق².

2. كفاءة التسعير Price efficiency: وتسمى أيضا بالكفاءة الخارجية External efficiency، وتعني أن

المعلومات تصل إلى جميع المتعاملين دون تكلفة وبدون وجود فوارق زمنية، وهو ما يجعل الاستثمار في السوق لعبة عادلة يتساوى فيها الجميع في تحقيق العوائد، ويصعب عليهم التغلب على السوق وتحقيق عوائد غير عادية³.

المطلب الثالث: صيغ كفاءة الأسواق المالية واختباراتها

أولاً: الصيغة الضعيفة للكفاءة Weak-form efficiency

ويقصد بها أن يترجم السعر الحالي للسهم كافة المعلومات التي أسهمت في تقلباته في الماضي، مما يعني أن المعلومات التاريخية لسعر السهم لن تكون ذات أهمية، وبمعنى آخر أي أن سعر السهم قد عكس كافة المعلومات التاريخية السابقة (الأسعار وحجم المعاملات) ولن يتمكن أي مستثمر من تحقيقه لعوائد غير عادية من خلاله تحليله لتلك المعلومات⁴.

ويمكن القول وفق هذه الصيغة أن السعر الحالي للفترة (t) مستقل كلياً عن سعره في الفترات السابقة (t-1)، ويمكن تلخيص الصيغة الضعيفة للكفاءة وفق المعادلة التالية⁵:

¹: محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، ط1، عمان، الأردن، 2009، ص41.

²: Benlakhdar messaouda Asymmertic inforamtion influence on efficiency of capital market -case of Egypt stock exchange-, North African review of economics and management, Vol07, N°02, september2020, p5.

³: هبه عبد الحليم عبد ربه، أحمد على بكرى، علم نفس البورصة وتطوير الأسواق المالية العربية، دار الوفاء لدنيا الطباعة، ط1، الإسكندرية، مصر، 2015، ص172-173.

⁴: أجين برغام، الإدارة المالية مفاهيم أساسية تقييم الأدوات المالية، الجزء 01، ترجمة: محمد فتوح وآخرون، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2018، ص472.

⁵: مبارك بن زايد، دور المعلومات في تعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة دفا تر إقتصادية، المجلد 07، العدد 01، مارس 2016، ص253.

$$\forall \emptyset, E(P_{j,t+1} / \emptyset_t) = P_{j,t}$$

حيث:

$P_{j,t}$: سعر الأصل المالي ز في الفترة t؛

$\emptyset$: معلومات متوفرة حول الأصل.

ويكون أحسن توقع لسعر الأصل المالي في الفترة (t+1) أن يبقى نفس السعر المحدد في الفترة t.

ومن أجل قياس كفاءة الأسواق المالية عند هذا المستوى هناك العديد من الاختبارات التي يمكن الاعتماد عليها أهمها: اختبار سلاسل الارتباط، اختبار الأنماط الطارئة، قواعد التصفية.

1. إختبار سلاسل الارتباط Serial correlation test:

ويقصد به مدى تغير المتغير التابع لمتغير مستقل آخر، وذلك بتغير هذا الأخير على عدة فترات، أي مدى استجابة (ارتباط/توافق) السعر الحالي للأصل المالي مع التغيرات أو أسعاره السابقة، يتم قياسه من خلال معامل يسمى معامل الارتباط، والذي يبين مدى ارتباط أو استقلالية أسعار الأسهم عن بعضها البعض خلال فترات متتالية، وقد قام بهذا الاختبار العديد من الاقتصاديين والماليين مثل Moore سنة 1962، Fama سنة 1965، Solnik سنة 1973... إلخ، وقد توصل الجميع إلى دعم فكرة Osborne و Roberts التي تقول بأن الأسعار تتبع الحركة العشوائية، وأن هناك استقلالية بين تلك التغيرات، وخلاصة القول أنه من خلال الاختبارات السابقة أثبت أنه يستحيل تحقيق عوائد غير عادية باستغلال تلك المعلومات التاريخية¹.

2. إختبار الأنماط الطارئة Run test:

يسمى أيضا باختبار المجاري المتتابعة أو اختبار المجاري المتسلسلة، حيث جاء هذا الاختبار بعد الانتقادات والنقائص التي واجهها الاختبار السابق، ويقوم مبدأ هذا الاختبار على تقسيم التغيرات في أسعار الأسهم إلى ثلاثة أنواع: تغير موجب (+) والذي يقصد به ارتفاع في سعر السهم، تغير سالب (-) والذي يشير إلى انخفاض في سعر السهم، وتغير معدوم أو منعدم (0) والذي يعني استقرار في السعر، ويقصد بالمجرى Run هو ذلك المجال الذي يتم فيه تسجيل نفس الإشارة أو نفس التغير على مدى يوم، يومين أو أكثر، أي مجموعة التغيرات المتتابعة في سعر الأصل المالي في نفس الاتجاه.

¹: جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل الأدوات والاستراتيجيات، الجزء 01، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، عين مليلة، الجزائر، 2011، ص303-304.

وقد أجرى هذا الاختبار العديد من الماليين منهم Courles و Jones سنة 1937، Kendall سنة 1953، Osborne سنة 1959... إلخ، وقد خلصت جميع الدراسات إلى عشوائية الأسعار وأنه لا يمكن التنبؤ بأشكال أو مجاري متكررة في تغيرات الأسعار لاستعمالها في تحقيق أرباح غير عادية¹.

3. قواعد التصفية:

على الرغم من فشل الاختبارين السابقين إلا أن الماليين والمهتمين بمجال الأسواق المالية أنكروا على سوق الأوراق المالية صفة العشوائية محاولين بذلك إيجاد نموذج تتغير وفقه أسعار الأوراق المالية ويمكن من تحقيق أرباح أكبر، وفي هذا الشأن أوجدوا أربع مجموعات للتصفية، تقوم فكرة المجموعة الأولى أن ارتفاع سعر السهم بنسبة معينة ومدروسة يعد مقياسا يعتمد عليه في عملية الشراء، أو أن انخفاض سعر السهم بنسبة محددة يعد مؤشرا لقرار البيع، في حين تقوم المجموعة الثانية على فكرة الموسمية أي يعتبر الصيف هو موسم مناسب لارتفاع الأسعار في حين الشتاء هو موسم انخفاضها، أما المجموعة الثالثة فتدعي القوة النسبية لسعر السهم، والمجموعة الرابعة والأخيرة تتمثل في المتوسط المتحرك. وقد طبق كل من Fama و Blume قواعد التصفية السابقة وأثبتت فشلها في تحقيق أرباح غير عادية وهذا ما يؤكد أيضا على عشوائية الأسعار².

ثانيا: الصيغة المتوسطة للكفاءة Semi strong-form efficiency

وتسمى كذلك بالصيغة الشبه قوية للكفاءة، وفيها تعكس أسعار الأسهم المعلومات التاريخية (أسعار وأحجام التداول) بالإضافة إلى المعلومات الحالية (معلومات متاحة للجميع) ذات الصلة بالأوراق المالية للشركة، فإذا كانت الأسواق كفؤة وفق هذه الصيغة، فإن تحليل البيانات المالية المتاحة للجميع مثل قوائم المركز المالي، قوائم الدخل، إعلان تغير توزيعات الأرباح، أو أية معلومة عامة أخرى حول الشركة... إلخ، باستخدام مختلف أساليب التحليل لن يمكن أي مستثمر من تحقيق عوائد غير عادية على حساب بقية المستثمرين³.

وقد خضعت الصيغة المتوسطة للكفاءة لعدة اختبارات أهمها⁴:

¹: جبار محفوظ، الأسواق المالية: مفاهيم أساسية، الجزء 01، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017، ص 287-289.
²: مزيان محمد توفيق، قياس وتفسير المخاطرة في الأسواق المالية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2017، ص 56.

³: Brian kettell, economics for financial markets, Butterworth-heinemann finance, 1st edition, oxford, united kingdom, 2002, p301.

⁴: سعيدة بن ثابت، أثر كفاءة الأسواق المالية في ترشيد القرار الاستثماري من منظور العائد والمخاطرة -دراسة حالة سوق السعودية للأوراق المالية (2008-2012)-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثلجي، الأغواط، الجزائر، 2014، ص 51-53.

1. المعلومات المحاسبية:

يلجأ العديد من مسيري الشركات إلى تغيير الإجراءات المحاسبية المعمول بها داخل الشركة وذلك بغية تقديم صورة جيدة عن الشركة وإظهارها بأفضل وضعية مالية، لكن هذا النوع من الإجراءات في بعض الأحيان قد يضر بسمعة الشركة أكثر مما يفيدها، كما أن مثل هذا التعاملات المحاسبية سرعان ما تستجيب لها أسعار الأوراق المالية، وهو ما تم تأكيده من خلال الدراسة التي أجراها Sunder سنة 1993، وكذلك الدراسة التي أجراها كل من Kaplan و Roll، ومنه فإن نشر المعلومات المحاسبية أو تغيير القواعد المحاسبية لن يمكن من تحقيق أرباح غير عادية، وهذا ما يعني أن الأسواق المالية كفؤة إلى حد ما عند الصيغة المتوسطة.

2. اشتقاق الأسهم:

يعتبر كل من الرباعي التالي: Fama، Fisher، Jensen و Roll من الأوائل الذين اختبروا الصيغة المتوسطة للكفاءة وفق طريقة اشتقاق الأسهم وكان ذلك سنة 1969 وعرفت أيضا ب FFJR اختصارا لأسمائهم، حيث درسوا سلوك أسعار الأسهم المرافقة للاشتقاق، وقد خلصت دراستهم إلى أن هذا العملية لا تمنح أي فرصة لتحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المستثمرين وهو ما يؤكد مرة أخرى على الصيغة المتوسطة للكفاءة.

ثالثا: الصيغة القوية للكفاءة strong-form efficiency

وفق مفهوم الصيغة القوية لكفاءة الأسواق المالية، فإن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات سواء كانت تاريخية أو تلك المتاحة للجمهور أو الخاصة والتي لها صلة بالأوراق المالية للشركة، وتبعا لهذه الصيغة فإنه حتى في الحالات التي يتمكن فيها المطلعين من الوصول إلى معلومات خاصة فإنهم لن يتمكنوا من تحقيق عوائد غير طبيعية وغير عادية على حساب بقية المستثمرين¹.

وقد اختبرت الصيغة القوية للكفاءة من خلال عدة مؤشرات نذكر أهمها²:

1. المؤسسات المالية:

وتشمل هذه المؤسسات صناديق الاستثمار أو تعاونيات استثمار الأموال، وقد اختير هذا النوع من المؤسسات المالية لاختبار الصيغة القوية للكفاءة وذلك بسبب أن مدراءها لهم علاقات ومعارف خاصة وكثيرو التردد على الأسواق المالية وبذلك يعتبرون بمثابة شبه داخليين وبإمكانهم تحقيق أرباح غير عادية، ومن أهم تلك الاختبارات اختبار Irwin friend الذي درس النتائج التي حققتها المؤسسات

¹: Eugene f. brigham, Michael c. ehrhardt, **financial management theory and practice**, cengage learning, 13th edition, boston, USA, 2010, p291.

²: جبار محفوظ، **الأسواق المالية: مفاهيم أساسية**، ص 299-302.

الاستثمارية المتخصصة، إضافة إلى اختبار W.F Sharpe والذي شمل اختباره حوالي 34 مؤسسة مالية لفترة حوالي 08 سنوات، إضافة إلى عديد الاختبارات الأخرى وقد توصلت جميعها إلى نفس النتيجة والتي مفادها أنه لا يمكن لهذه المؤسسات تحقيق عوائد غير عادية.

2. المتاجرة الداخلية بالأسهم:

يختص هذا الاختبار بدراسة إمكانية المستثمرين الداخليين من تحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المستثمرين، وذلك نظرا لموقعهم المتميز، حيث تتمثل فئة المستثمرين الداخليين في المديرين والمسؤولين في الشركات، وقد أثبتت العديد من الدراسات أنه يمكن لهذه الفئة تحقيق أرباح غير عادية على حساب البقية، مثل دراسة Lorie و Neiderhoffer حيث قامو بتحليل العمليات التي قام بها الداخليين خلال الفترة بين جانفي 1950 و ديسمبر 1960 وقد شمل الاختبار 105 شركة، وقد أثبتوا من خلال هذه الدراسة أن السوق غير كفؤة عند هذا الشكل من أشكال التعامل وأن جميع الداخليين تمكنوا من تحقيق أرباح أعلى من الأرباح التي يحققها المستثمرون العاديون.

خلاصة لما سبق من أشكال الكفاءة والاختبارات المصاحبة لها، يمكن القول أن الباحثين والمهتمين بالشأن المالي متفقون على أن الأسواق المالية كفؤة في صيغتها الضعيفة والمتوسطة، على اعتبار أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية وكذلك تعكس المعلومات المتاحة لدى الجميع، وغير كفؤة عند الصيغة القوية ما دامت هناك فئة قادرة على الوصول إلى المعلومات قبل غيرها من المتعاملين.

حيث يمكن تلخيص مختلف صيغ الكفاءة وعلاقتها بالمعلومات في الجدول التالي:

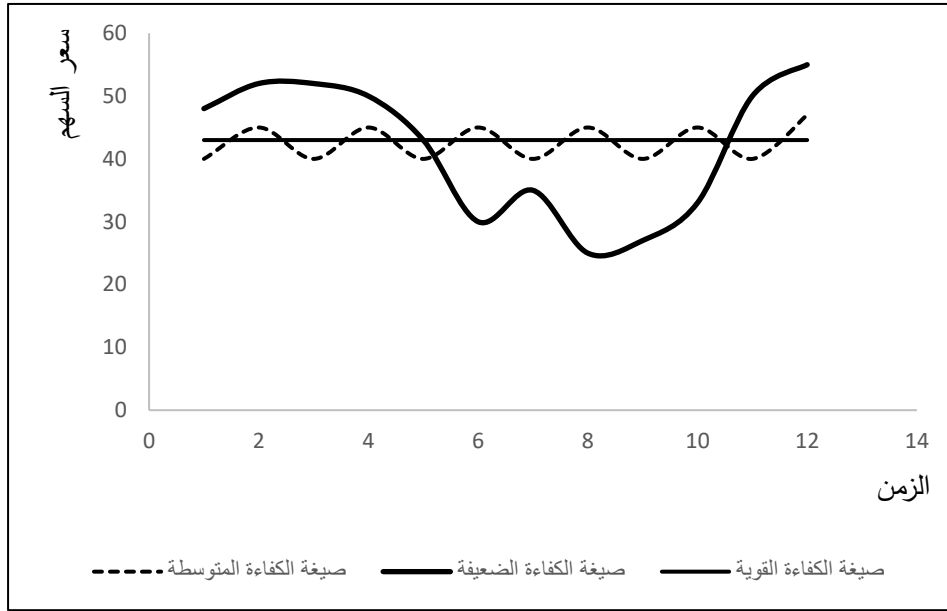
الجدول رقم (03): مستويات كفاءة الأسواق المالية والمعلومات

معلومات خاصة	معلومات عامة متاحة	معلومات تاريخية	المعلومات مستوى الكفاءة
		✓	الصيغة الضعيفة للكفاءة
	✓	✓	الصيغة المتوسطة للكفاءة
✓	✓	✓	الصيغة القوية للكفاءة

المصدر: عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2016، ص51.

ويمكن تلخيص العلاقة بين الصيغ السابقة لكفاءة الأسواق المالية من خلال الشكل الذي وضعه Sharp et Alexander والذي تضمن جميع المعلومات، ابتداء من المعلومات التاريخية وهي المجموعة الضيقة للمعلومات والخاصة بالكفاءة الضعيفة إلى المعلومات الخاصة وهي المجموعة الأوسع والتي تخص الصيغة القوية¹.

الشكل رقم (10): العلاقة بين صيغ كفاءة الأسواق المالية



المصدر: ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 49.

يظهر من خلال الشكل السابق أن أسعار الأوراق المالية ما هي سوى إنعكاس لجميع المعلومات التي تتضمنها مختلف صيغ الكفاءة، معلومات الصيغة الضعيفة للكفاءة والمتمثلة في المعلومات التاريخية، معلومات الصيغة المتوسطة للكفاءة والمتمثلة في المعلومات التاريخية إضافة إلى المعلومات العامة المتاحة، ومعلومات الصيغة القوية للكفاءة والتي تشمل معلومات الصيغة المتوسطة بالإضافة إلى المعلومات الخاصة، ومنه إذا اعتبرنا أن السوق في صيغته المتوسطة فإنه بالضرورة سيكون كفاء عند الصيغة الضعيفة بالدرجة الأولى، وكذلك الحال إذا كان السوق في صيغته القوية للكفاءة فبالضرورة سيكون قد مر بالصيغة المتوسطة والضعيفة للكفاءة، فمن خلال الشكل وفي ظل المستوى الضعيف للكفاءة والممثل بالمنحنى الأسود التخين يكون هناك اختلاف كبير بين سعر الورقة المالية وقيمتها الحقيقية، بينما في المنحنى الممثل بالخط المتقطع والذي يظهر

¹: ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 49.

الصيغة المتوسطة للكفاءة يظهر اختلاف طفيف بين سعر الورقة المالية وقيمتها الحقيقية العادلة، أما الخط المستقيم فهو الذي يعكس الصيغة القوية للكفاءة¹.

المبحث الثاني: المعلومات في الأسواق المالية

تعد المعلومات الركيزة الأساسية للاستثمار في الأسواق المالية، فعلى أساس تحليلها يستطيع المستثمر اتخاذ القرار المناسب من خلال معرفة معدل العائد المتوقع والمخاطر المحتملة الوقوع، وعلى هذا الأساس وباعتبارها عنصرا هاما سنتناولها في هذا المبحث من خلال ثلاث مطالب، حيث تطرقنا في المطلب الأول إلى مفهوم المعلومات، شمل المطلب تعريفا للمعلومات وكيف تتكون أو تتشكل المعلومة انطلاقا من كونها بيانات، إضافة إلى الإفصاح والشفافية عن المعلومات في الأسواق المالية وأهم خصائص المعلومات المفصح عنها، أما في المطلب الثاني فتطرقنا إلى مصادر الحصول عليها وأهم المستخدمين لها، في حين تحدثنا في المطلب الثالث عن دور المعلومات وأثرها في الأسواق المالية.

المطلب الأول: مفهوم المعلومات

قبل التطرق إلى تعريف المعلومات الخاصة بالأسواق المالية، سيتم تعريف المعلومات بشكل عام، وبعدها نعرف المعلومات المحاسبية والمالية، ثم يتم التعريف المعلومات الخاصة بالأسواق المالية.

أولا: تعريف المعلومات

قبل أن نتطرق إلى تعريف المعلومات في مجال الأسواق المالية سنتناول بعض التعاريف الخاصة بالمعلومات بشكل عام، فقد عرفت المعلومات بأنها وليدة البيانات* التي تم جمعها حول موضوع ما، ومن ثم معالجتها بشكل صحيح ومنظم مما يجعلها تؤثر في عملية اتخاذ القرار المناسب²، كما عرفت أيضا بأنها المعطيات الناتجة عن معالجة البيانات يدويا أو حاسوبيا أو بالحالتين معا ويكون لها مساق معين وقدر كبير

¹: ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 49-50.

*: عبارة عن رموز مجردة من المعنى الظاهري، وهي عبارة عن مادة خام يمكن قياسها وحسابها رياضيا أو غير رياضيا، وتتطلب المرور بعمليات معينة من أجل جعلها معلومات قابلة للإفادة. أنظر: ضبيان شمام حسن الزبيدي، نظم المعلومات وأثرها في التخطيط الاستراتيجي، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 17.

²: حسن جعفر الطائي، تكنولوجيا المعلومات وتطبيقاتها، دار البداية ناشرون وموزعون، ط1، عمان، الأردن، 2013، ص 14-15.

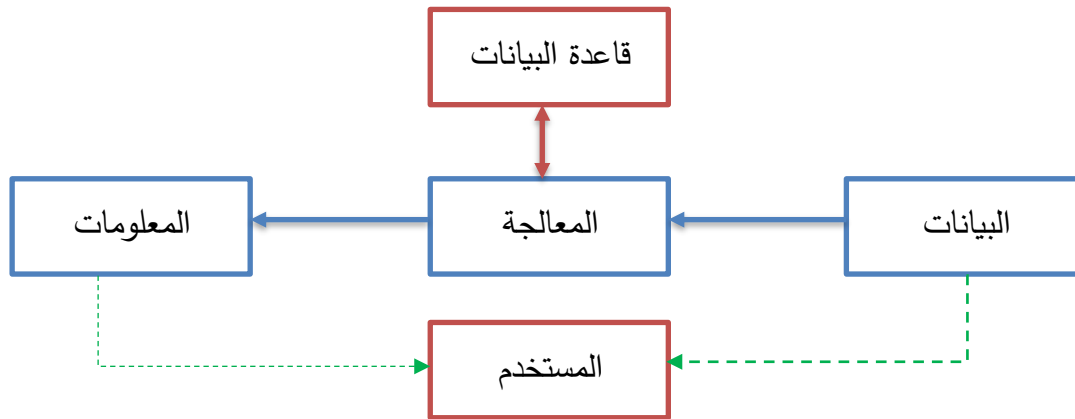
من الموثوقة¹، وعرفت أيضا بأنها ناتج معالجة البيانات عن طريق تمريرها بمراحل مثل التحليل والتركيب بغية استخلاص مضمونها، فالمعلومات هي البيانات التي خضعت للمعالجة².

يعتبر التعريف الأول للمعلومات بأنها عبارة عن بيانات خضعت لعملية معالجة واشتراط الصحة والتنظيم في طريقة المعالجة مما يجعلها مادة مناسبة يبنى عليها القرار، في حين تطرّق التعريف الثاني إلى الأدوات المستخدمة في معالجة تلك البيانات لتصبح في الأخير معلومات تتسم بالموثوقية وهي خاصية رئيسية من خصائص المعلومات، أما التعريف الثالث فقد تناول شيئا من التفصيل في طريقة المعالجة حيث تطرق إلى مختلف المراحل التي تمر بها البيانات حتى تصبح معلومات ذات قيمة وذات فائدة.

إذن من خلال ما سبق فالمعلومات هي عبارة عن بيانات خضعت لعدد المراحل من المعالجة اليدوية أو الآلية، حيث تشمل هذه المراحل التحليل والتركيب والاستخلاص، لنحصل في الأخير على معلومات ذات جودة وقيمة وموثوقة من أجل اتخاذ القرار المناسب بناء عليها.

والشكل التالي يوضح مراحل معالجة البيانات حتى تصل إلى المعلومات³:

الشكل رقم (11): تحويل البيانات إلى معلومات



المصدر: ريشارد ديل وآخرون، نظم المعلومات المحاسبية: أسس إدارة مخاطر المؤسسة، ترجمة: نضال محمود الرمحي، دار الفكر ناشرون وموزعون، ط1، عمان، الأردن، 2015، ص55.

¹: أحمد نافع المداح، عدنان عبد الكريم الزيادات، إقتصاديات المعلومات والمعرفة، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2014، ص101.

²: ربحي مصطفى عليان، إقتصاد المعلومات، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2010، ص101.

³: ريشارد ديل وآخرون، نظم المعلومات المحاسبية: أسس إدارة مخاطر المؤسسة، ترجمة: نضال محمود الرمحي، دار الفكر ناشرون وموزعون، ط1، عمان، الأردن، 2015، ص55.

تعتبر التعريفات السابقة تعريفات شاملة للمعلومات، وبغية التخصص أكثر في مجال المالية والاقتصاد وجب التطرق إلى تعريف المعلومات المحاسبية والمعلومات المالية، حيث تعرف المعلومات المحاسبية بأنها المحصلة النهائية الناتجة عن نظام المعلومات المحاسبي*، والذي تكون مادته الخام الأولى متمثلة في البيانات التي تتم تسجيلها ومعالجتها ومن ثم تقديمها في شكل قوائم مالية لمستخدميها¹، في حين تعرف المعلومات المالية بأنها تلك البيانات التي من شأنها أن تؤثر على متلقيها، وتنقله من حالة عدم التأكد إلى حالة التأكد، ويفترض أن تكون تكلفة الحصول عليها منخفضة مقارنة بقيمتها، ويتوقع من مُستَقبلها اتخاذ القرار بناء عليها، وهي متعلقة بالأوضاع المالية للشركات، وتحمل في طياتها وصفا للوضع التشغيلي والإئتماني والاقتصادي للمؤسسة، وتعتبر أشمل من المعلومات المحاسبية².

أما في مجال المعلومات في الأسواق المالية فيمكن تقديم التعاريف التالية:

1. **التعريف الأول:** تعرف المعلومات الخاصة بالأسواق المالية بأنها عبارة عن بيانات متعلقة بالأدوات المالية محل التداول، وتؤثر في عملية الإستثمار³.
2. **التعريف الثاني:** تعرف بأنها بيانات ترتب وتتسق بطريقة تعطي معنى وقيمة للمستثمر، الذي يعمل على فهمها وفهم فحواها ومضمونها من أجل اتخاذ القرار الاستثماري بناءً عليها⁴.
3. **التعريف الثالث:** تعرف المعلومات المتعلقة بالأسواق المالية بأنها بيانات لها علاقة مباشرة بالأوراق المالية المتداولة وتؤثر عليها (أسعار التداول، أحجام التداول، ظروف السوق...)، ومن شأنها التأثير على المستثمر أثناء التعامل بهذه الأوراق المالية⁵.

*: أحد النظم الفرعية في الشركة يتألف من عدة أقسام فرعية تعمل بصورة مشتركة بهدف توفير المعلومات سواء تاريخية أو حالية أو مستقبلية، مالية أو غير مالية، لجميع الجهات التي يهمها أمر الشركة. أنظر: طلال محمد علي الجاوي، فؤاد عبد المحسن الجبوري، **نظم المعلومات المحاسبية وفاعليتها في ظل الدور الإستراتيجي لمنظمات الأعمال**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص19.

¹: جريو كلتوم، **دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية تقويمية لحالة بورصة الجزائر-**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة2، البليدة، الجزائر، 2019، ص112.

²: بوكليتوم أعر، **دور المالية السلوكية في معالجة نقائص نموذج MEDAF في ظل كفاءة سوق رأس المال -دراسة حالة مجموعة من البورصات مع التركيز على بورصة الجزائر-**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة يحيى فارس، المدينة، الجزائر، 2022، ص71.

³: هدى بورفيس، **تأثير المعلومات على كفاءة الأسواق المالية -دراسة حالة بعض الأسواق المالية الناشئة-**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية (غير منشورة)، قسم العلوم المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2018، ص48.

⁴: مونية سلطان، **مرجع سابق**، ص212.

⁵: حنان عبدلي، **مرجع سابق**، ص139.

من خلال التعاريف السابقة يتضح أن المعلومات في مجال الأسواق المالية هي أيضا عبارة عن بيانات خضعت لعملية المعالجة والتحليل والتركيب، ما يفرقها عن المعلومات بشكل عام أن هذه البيانات أو المعلومات تكون معلومات مالية أو متعلقة بالأدوات أو الأوراق المالية محل التداول، ولها تأثير مباشر على الاستثمار، ويتوقف الاستثمار بناء عليها على مدى فهم المستثمر لها ولمضمونها.

إذن فالمعلومات في مجال الأسواق المالية هي مخرجات نظام المعلومات في الأسواق المالية، أو هي تلك البيانات المالية المتعلقة بالأصول المالية المتداولة والتي خضعت لعملية المعالجة.

ثانيا: الإفصاح والشفافية عن المعلومات في الأسواق المالية

نظرا لأهمية المعلومات في الأسواق المالية ولما لها من تأثير على أسعار الأدوات المالية من جهة، وعلى المستثمرين من جهة أخرى، فإن توفيرها بالشكل المناسب وفي الوقت المناسب وبصورة عادلة وصحيحة يعد أمرا ضروريا، وهو ما يتم من خلال ما يعرف بالإفصاح والشفافية عن المعلومات، الذي من شأنه أن يوفرها بالشروط المناسبة وبالطريقة الصحيحة.

1. تعريف الإفصاح: يعرف الإفصاح على أنه إظهار وتوضيح كل المعلومات التي من شأنها التأثير على متخذ القرار، ويعني ذلك أن تظهر المعلومات في التقارير والقوائم المالية بطريقة بسيطة ومفهومة دون لبس أو تضليل¹، ويعرف أيضا بأنه تبليغ متخذ القرار بالمعلومات الهامة بغية اتخاذ القرار المناسب بكفاءة وفعالية، ويختص الإفصاح بالمعلومات التي في القوائم المالية أو مختلف الأساليب الأخرى لتقديم المعلومات المالية²، أو هو كشف الشركة عن المعلومات المالية وغير المالية المرتبطة بأنشطتها وتطلعاتها وصورتها العامة في مختلف المجالات وقد يتم بطرق مختلفة مثل التقارير السنوية، الإعلانات، الكتيبات، المجموعات المتخصصة... إلخ³.

شمل التعريف الأول في تعريفه للإفصاح كل المعلومات واشترط أن تكون هذه المعلومات المفصح عنها بسيطة ومفهومة وهي خاصية من خصائص المعلومات المفصح عنها، أما التعريف الثاني فتطرق إلى أثر المعلومة في متخذ القرار، بحيث في حال غياب المعلومة فإن ذلك ينقل المستثمر من حالة التأكد

¹: عقبة خضير، دور الإفصاح المحاسبي في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق المال السعودي-، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 05، العدد 01، 2021، ص 110.

²: جريو كلتوم، يدو محمد، دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 01، العدد 16، 2017، ص 113.

³: Belgat amira, Hamana kamel, **the transparency and disclosure among the algerian insurance sector and its impact on the corporate social responsibility**, journal of economic sciences institute, Vol32, N°02,2020, p1395.

إلى حالة عدم التأكد وهو ما يجعله ربما يتخذ قرارا عشوائيا بعيدا عن الكفاءة والفعالية، أما التعريف الثالث فقد فصل في المعلومات المالية وغير المالية كما أضاف مختلف طرق ووسائل الإفصاح.

إذن الإفصاح هو عملية توفير المعلومات المالية وغير المالية المهمة والمناسبة والبسيطة والمفهومة للمستثمر أو لمتخذ القرار، عن طريق مختلف الوسائل أو الآليات مثل التقارير المالية، التقارير السنوية، الإعلانات... إلخ

2. تعريف الشفافية: تعني الشفافية في مجال الأسواق المالية توفير المعلومات للمشاركين في السوق بالكامل بشكل دقيق وكاف وفي الوقت المناسب¹، وتعرف كذلك بأنها الكشف عن المعلومات الداخلية أو أية معلومات لها تأثير على أسعار الأسهم والإفصاح عنها في توقيت واحد²، ويقصد بها أيضا قيام الشركة بتوفير المعلومات التي لها علاقة بنشاطها للمساهمين والمستثمرين في السوق وترك الفرصة والمجال لمن يريد الإطلاع عليها وعدم حجبها، على أن تتسم هذه المعلومات بالموثوقية والصدق، إذن فالشفافية هي الاتجاه السائد لتنظيم الإفصاح³.

ركز التعريف الأول على الطريقة التي يجب أن يتم بها توفير المعلومات ويمكن اعتبارها خصائص من خصائص المعلومات وهي الدقة والشمولية والتوقيت المناسب، في حين أضاف التعريف الثاني إضافة إلى مختلف المعلومات التي يجب توفيرها أحد أهم المعلومات التي من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية وهي المعلومات الداخلية، أما التعريف الثالث فقد أضاف خاصية الصدق في المعلومات الواجب توفيرها.

إذن من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن الشفافية هي جزء من الإفصاح، أو يمكن اعتبار الشفافية هي خاصية من خصائص المعلومات المفصح عنها في الأسواق المالية.

3. أهمية الإفصاح والشفافية عن المعلومات في الأسواق المالية:

يعد السبب الرئيسي لحدوث عديد الأزمات في الأسواق المالية عدم احترام الإفصاح والشفافية عن المعلومات في الأسواق المالية، أو القيام بالإفصاح عن معلومات خاطئة، وباعتبار التداول يتم بناء على المعلومة والتي هي جوهر وأساس الاستثمار، فإن الإفصاح عنها يوفر مناخا ملائما وعادلا

¹: Mohammed diab, Ahmed allache, **the effectiveness of commitment to disclosure and transparency principle and its impact on the Saudi stock exchange performance**, journal of human sciences, Vol08, N°02, juin2021, p1182.

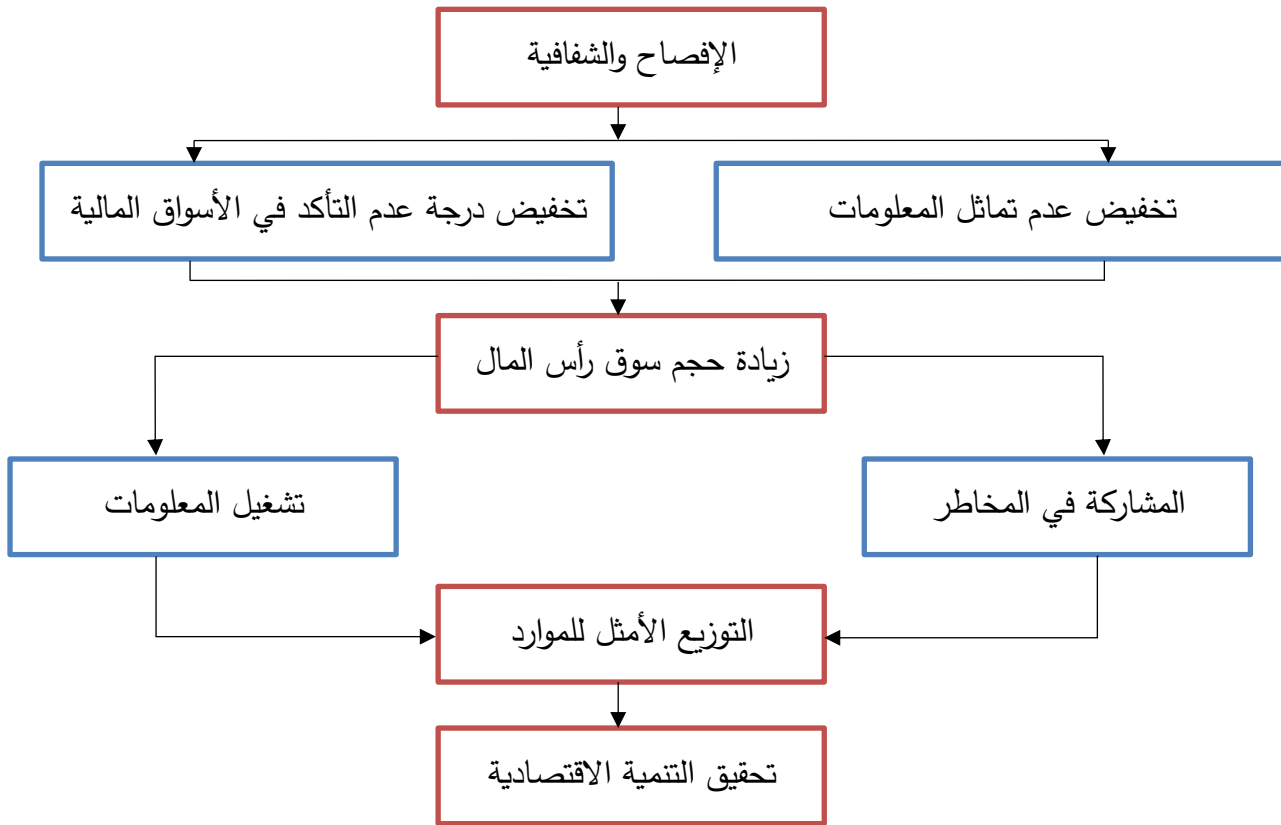
²: سمسم صليحة، **تحليل العلاقة التكاملية بين الشفافية والإفصاح المحاسبي لتفعيل مبادئ حوكمة الشركات على جودة التقارير المالية -دراسة ميدانية-**، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد16، العدد02، 2022، ص315.

³: عزيزة بن سميحة، مريم طنبلي، **دور الإفصاح المحاسبي والشفافية في تفعيل بورصة الجزائر**، مجلة تاريخ العلوم، العدد07، مارس2017، ص328.

للتداول ويعزز من فرص نمو السوق، ومنه زيادة معدل النمو الاقتصادي في البلد. كما أن الإفصاح والشفافية عن المعلومات في الأسواق المالية يحد ويقلل من عدم تماثل المعلومات ويمنع الأطراف الداخليين من استغلال المعلومات الداخلية ذات القيمة الجوهرية ويساهم في توفيرها لكافة المستثمرين في السوق في نفس التوقيت وهذا أيضا من شأنه التأثير على معدلات التداول في البورصة، من خلال زيادة عدد المتعاملين الذين يتعاملون بكفاءة بناء على المعلومة وبالتالي التخصيص الكفء لمواردهم المالية ومنه تحقيق التنمية الاقتصادية¹.

ويمكن توضيح دور وأهمية الإفصاح والشفافية عن المعلومات في الأسواق المالية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (12): دور وأهمية الإفصاح والشفافية عن المعلومات في الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على: بكيجل عبد القادر، النظام المحاسبي ومدى تأثيره في دعم الشفافية والإفصاح ببورصة الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2017، ص131.

¹: بكيجل عبد القادر، النظام المحاسبي ومدى تأثيره في دعم الشفافية والإفصاح ببورصة الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2017، ص130.

حيث يظهر من خلال الشكل السابق أن الإفصاح والشفافية يعملان على توفير المعلومات في الأسواق المالية، ومن خلالها يستطيع المستثمر توقع واحتساب العوائد وقياس درجة المخاطرة، وبالتالي تخفيض درجة عدم التأكد وتخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات، نتيجة لذلك ترتفع ثقة المستثمرين ويزداد عدد المتعاملين وهذا ما يؤدي إلى توزيع المخاطرة وتحقيق التخصيص الكفء والأمثل للموارد ومنه تحقيق التنمية الاقتصادية.

ثالثاً: خصائص المعلومات المفصح عنها في الأسواق المالية

لا يعد الإفصاح والشفافية عن المعلومات في الأسواق المالية شرطاً كافياً، بل يجب أن تتسم المعلومات المفصح عنها في الأسواق المالية بالجودة، وحتى تكون المعلومات ذات جودة وجب توفر جملة من الخصائص الأساسية والثانوية¹:

1. الخصائص الأساسية:

- أ. **الملائمة Relevance**: ويقصد بها وجود علاقة ارتباط وثيقة بين المعلومات والأغراض التي أنجزت وأعدت لأجلها، وأن تكون لهذه المعلومات القدرة على التأثير في القرارات، وحتى تكون هذه المعلومات ملائمة بالشكل المطلوب وجب توفر الخصائص التالية:
- **التوقيت المناسب**: أي يجب أن تتوفر المعلومات في الوقت التي يكون مستخدموها بحاجة إليها حتي يتم اتخاذ القرار السليم وفي الوقت المناسب؛
- **القدرة التنبؤية**: حيث من خلالها يتمكن مستخدمها من التنبؤ المستقبلي بشأن أداء الشركات وتخفيض درجة عدم اليقين؛
- **التغذية العكسية (القدرة الاسترجاعية)**: وتسمى كذلك بالقيمة التأكيدية حيث تعتبر مخرجات القرارات السابقة بناء على المعلومات مدخلات لقرارات لاحقة، وحتتكون ملائمة وجب أن توفر تغذية عكسية تسمح بالمقارنة وتصحيح القرارات.

¹: أنظر:

— بشير أحمد محمد نور، دور المعلومات المحاسبية في الوفاء باحتياجات مستخدمي المعلومات في أسواق المال -دراسة تحليلية تطبيقية-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة (غير منشورة)، كلية الدراسات العليا، جامعة أم درمان الإسلامية، أم درمان، السودان، 2009، ص 25-30.

— سامية شارفي، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية العربية -حالة الأسواق المالية الناشئة-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2018، ص 83-84.

— بكحل عبد القادر، مرجع سابق، ص 142-145.

- ب. **الموثوقية Reliability**: أي أن تكون المعلومات خالية من الأخطاء، وأن تكون متحيزة وأن تتصف بالتمثيل الصادق لما تحمله، حيث يتوقع مستخدمو هذه المعلومات أن تكون على درجة عالية من الأمان والثقة، وحتى تصل إلى ذلك يجب أن تتوفر فيها الخصائص التالية:
- **التمثيل الصادق**: أو يمكن القول الصدق في التعبير أو المضمون قبل الشكل أي تمثل تلك المعلومات حقيقة الأحداث الاقتصادية والمعاملات المالية أي أن يكون مضمونها حقيقيا ومطابقا للواقع ويغلب شكلها؛
 - **الموضوعية**: أو القابلية للتحقق، أي أن يتم التوصل إلى نفس النتائج عند تطبيق نفس الأساليب رغم اختلاف المستخدم؛
 - **الحياد**: أو عدم الحياز، أي لا تكون هذه المعلومات معدة بطريقة تخدم جهة معينة على حساب جهة أخرى، أو اتباع أساليب محاسبية تخدم أهداف معينة أو تعطي نتائج مرغوبة، وإنما تعد بطريقة تسمح بالاستخدام العام لها دون تحيز.

2. الخصائص الثانوية:

- ج. **القابلية للمقارنة Comparability**: وذلك من خلال إمكانية مقارنة معلومات مؤسسة ما بمعلومات مماثلة لمؤسسة أخرى تنشط في نفس المجال وهو ما يعرف بالتوحيد المحاسبي، أو إمكانية عمل مقارنة لمعلومات نفس المؤسسة ولكن باختلاف الفترات الزمنية في ضل استخدام نفس طرق القياس وهو ما يعرف بالثبات، وهذا من شأنه أن يسهل في عملية اتخاذ القرار.
- د. **القابلية للفهم Intelligibility**: ويقصد بها أن تكون المعلومات المفصح عنها تتسم بالوضوح وتكون سهلة الفهم من طرف مستخدميها، ولا يجب أن تحتوي على ألفاظ أو رموز غامضة أو مبهم، فالمعلومات الغامضة تعتبر بدون قيمة وليس لها جدوى.
- هـ. **الشمول أو الاكتمال Completeness**: أي يجب أن تكون المعلومات المقدمة لمستخدميها مكتملة وشاملة لضمان فائدتها، بحيث يجب أن لا تغيب أي معلومة ضرورية لاتخاذ القرار المناسب¹.

المطلب الثاني: مصادر الحصول على المعلومات ومستخدميها

أولاً: مصادر الحصول على المعلومات

تتنوع مصادر الحصول على المعلومات في الأسواق المالية، ويمكن تقسيمها إلى مصادر داخلية وأخرى خارجية.

¹: James a. hall, accounting information system, south-western college pub, 6th edition, USA, 2008, p14.

1. المصادر الداخلية:

تنشأ هذه المصادر من داخل المؤسسة في حد ذاتها، وتشمل مختلف التقارير والمنشورات التي تطرحها، نلخصها فيما يلي¹:

أ. **تقارير مجلس الإدارة:** تعد مصدرا مهما ورئيسيا بالنسبة للمستثمرين في سوق الأوراق المالية ونميز بين:

- **تقارير إلى حملة الأسهم:** يقوم مجلس الإدارة بنشر العديد من التقارير التي يوجهها إلى المساهمين من حملة الأسهم العادية في شكل تقارير سنوية وربع سنوية، مثل قائمة الدخل، الميزانية العمومية، وكذا مختلف التوضيحات التي تشملها هذه التقارير فيما يتعلق بالخطط السنوية والمستقبلية.
- **تقارير إلى حملة الأوراق المالية وهيئات البورصة:** تشمل هذه التقارير العديد من المعلومات المختلفة سواء المالية أو غير المالية، وتشمل هذه التقارير مثلاً بيان الإصدارات المالية الجديدة للشركات.

ب. **القوائم المالية الأساسية:** وتعتبر من أهم مصادر المعلومات التي يمكن الإعتماد عليها وتشمل أربع قوائم رئيسية: قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة تغيرات حقوق الملكية وقائمة التدفقات النقدية.

ج. **إصدارات النتائج الأساسية:** تشرح هذه الوثيقة في صفحاتها مختلف الأحداث الجارية في السداسي الأول.

د. **تقارير مراقبي الحسابات:** تعتبر كذلك من ضمن المصادر المهمة للمعلومات في الأسواق المالية، فهي تحتوي مختلف الملاحظات التي يصدرها مراجعو ومراقبو الحسابات بشأن القوائم المالية للمؤسسات المالية المدرجة في البورصة.

هـ. **منشورات المساهمين:** يوجه هذا النوع من الوثائق للمساهمين ويمكن كذلك للمحللين الحصول عليها، وتضم مختلف الأحداث الجارية.

و. **دليل المساهم:** عبارة عن كتيب تنشره مختلف هيئات الأوراق المالية والبورصات، يضم مختلف التعاريف المالية والتقنية وكذا آلية عمل الأسواق المالية ومختلف الخدمات التي تقدمها المؤسسات للمساهمين.

¹: أنظر:

— بن عيشوش محمد، مرجع سابق، ص 142-143.

— بوكلتوم أعر، مرجع سابق، ص 78-79.

2. المصادر الخارجية:

تنشأ هذه المصادر من خارج المؤسسة، وتتمثل أهم هذه المصادر فيما يلي¹:

أ. **الصحف**: تعد من المصادر المجانية للمعلومات، حيث تستقي الصحف المعلومات من مختلف

المقالات وتحليلات الخبراء وتنشرها في شكل مقالات صحفية وأخبار.

ب. **المجلات المالية المتخصصة**: يحتوي هذا النوع من المجلات على عديد المقالات التي تضم

في طياتها تحليلات وآراء الخبراء والمحللين الماليين ووجهات نظرهم بشأن الشركات وأداء

الأسهم وكل ما يتعلق بهما.

ج. **مطبوعات بيوت السمسة**: يصدر هذا النوع من المطبوعات عن الوسطاء الماليين، وتهدف

لتحقيق منفعتين، الأولى تقديم المعلومات للمستثمرين في الأسواق المالية، والثانية تخدم

مصالحهم من خلال جلب العملاء والحصول على عمولات تقديم الخدمات.

د. **بنوك المعلومات أو قواعد البيانات**: عملها متخصص في جمع وتوفير البيانات التفصيلية

وتقديمها للمستثمرين نظير الحصول على مقابل مادي، إذن تعتبر من المصادر الغير مجانية.

هـ. **المطبوعات الحكومية**: تركز المطبوعات الحكومية عادة في نشرها للمعلومات التي تخص

الأحوال والظروف الاقتصادية العامة والتي من شأنها التأثير في الأسواق المالية، مع الإشارة

إلى الجوانب المالية الخاصة لبعض الشركات.

و. **تقارير هيئات الأوراق المالية**: من بين أهم المصادر الخارجية تلك التقارير التي تنشرها في

شكل نشرات دورية عن أداء البورصات والشركات المدرجة وكذلك عن أداء الأسهم، كما أن

إفصاح مثل هذا الهيئات يساهم في تحسين كفاءة الأسواق المالية.

ثانياً: مستخدمو المعلومات

من أهم الأطراف المهتمة بالمعلومات نجد²:

1. **المستثمرون**: يعتبر المستثمرون من أهم الجهات المهتمة بالمعلومات في الأسواق المالية، حيث تساعد

المعلومات المستثمرين في تقييم العوائد المتوقعة والمخاطر المحتملة نتيجة استثمارهم في شركة ما.

¹: أنظر:

— بن عيشوش محمد، **مرجع سابق**، ص 143-144.

— بوكلتوم أكرم، **مرجع سابق**، ص 79-80.

— سليم جابو، **مرجع سابق**، ص 72-73.

— منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، ص 219-238.

²: John j. wild, **Financial Accounting : Information for Decisions**, McGraw-Hill, 3rd edition, USA, 2004, p16-19.

2. المقرضون: كما أن المعلومات تهم المقرضين من خلال تحليلهم لإمكانية الشركة لسداد قروضها من عدمه.

3. الإدارة: يحتاج مسيرو الشركات إلى المعلومات من أجل استخدامها في الرقابة على أداء الشركة وتقييمها كطرف مستقل، وكذلك من أجل تقدير التعويضات والمنح والمكافآت التي سيحصل عليها المدبرون، كما يتم استخدام المعلومات من طرف الإدارة من أجل تقدير وتقييم وإدارة مخاطر الشركة.

4. الجهات الحكومية: تستخدم الجهات الحكومية المعلومات من أجل اتخاذ ووضع مختلف القرارات الضريبية والتنظيمية ووضع مختلف السياسات الاقتصادية الكلية.

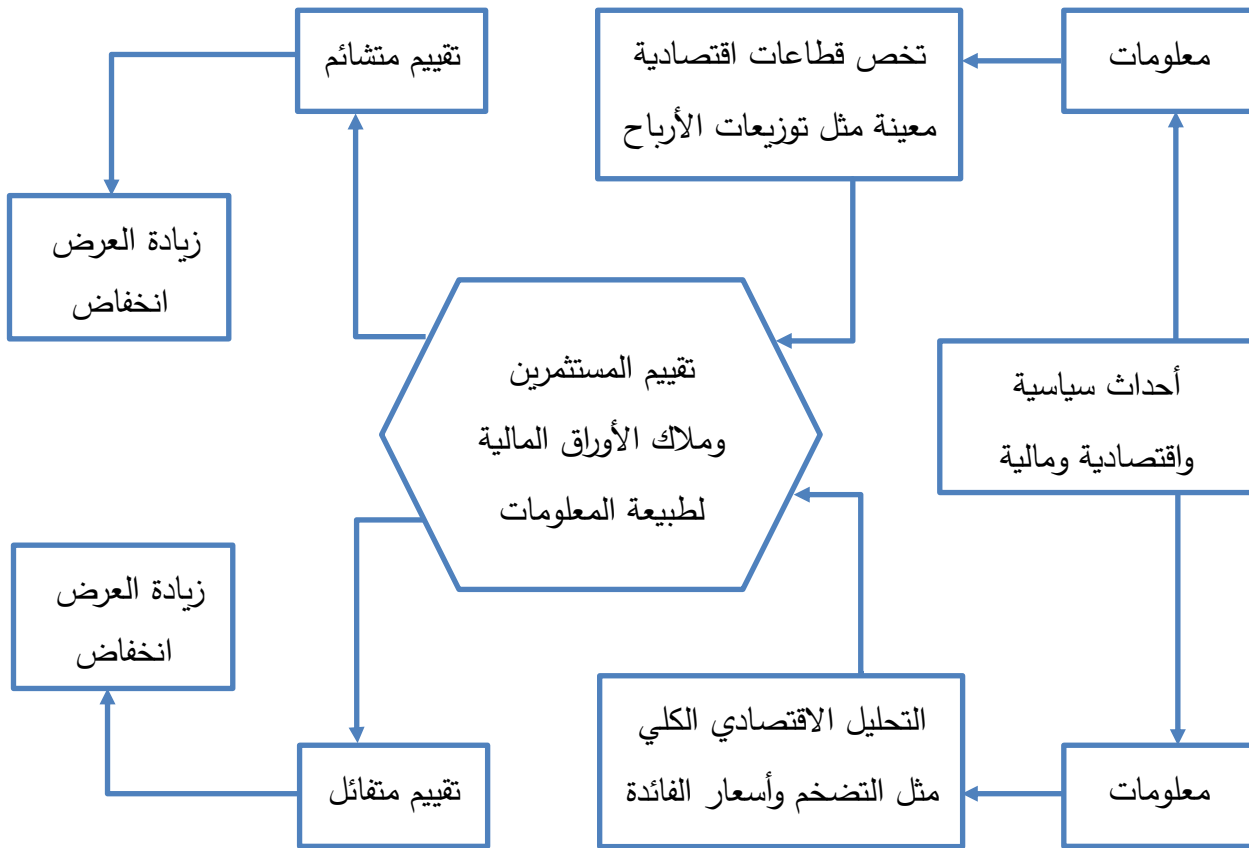
المطلب الثالث: دور المعلومات في الأسواق المالية

يمكن توضيح دور المعلومات في الأسواق المالية من خلال تأثيرها في تسعير الأوراق المالية من جهة، وكذلك من خلال دورها وتأثيرها على كفاءة الأسواق المالية من جهة أخرى.

أولاً: دور المعلومات في تسعير الأوراق المالية

تلعب المعلومات دوراً هاماً في الأسواق المالية، فهي أساس الاستثمار بالنسبة للمتعاملين والمحرك الأساسي لتداولاتهم من عدمها، وبالاكتفاء عليها يتم تقييم وتسعير الأوراق المالية، حيث يوضح الشكل التالي دور المعلومة في تسعير الورقة المالية:

الشكل رقم (13): دور المعلومات في تسعير الورقة المالية



المصدر: حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية -دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2018، ص142.

من خلال تحليل الشكل السابق يظهر لنا أن دراية المستثمرين بمختلف المعلومات سواء المتعلقة بالظروف الاقتصادية العامة مثل التضخم، أسعار الفائدة، الناتج الوطني، الضريبة... إلخ، أو الظروف الاقتصادية الخاصة المتعلقة بالشركة في حد ذاتها مثل توزيعات الأرباح، الهيكل المالي، مجلس الإدارة... إلخ، يلعب دورا محوريا في عملية تقييم وتسعير الأوراق المالية وتحديد معدل العائد المتوقع تبعا للمخاطر المرتبطة به، فإذا كان تقييم المستثمرين تقييم متشائم بناء على المعلومات الواردة في لحظة زمنية معينة فإن ذلك يؤدي إلى عدم جدوى الاستثمار في الورقة المالية مما يدفع إلى زيادة المعروض منها وطرحها بكميات كبيرة الأمر الذي يترك آثار سلبية على أسعار الأوراق المالية (انخفاض الأسعار)، أما في الحالة العكسية وهي الحالة التي يسود فيها التفاؤل بطبيعة الحال نظرا للمعلومات الواردة فإن ذلك يؤدي إلى زيادة الطلب على الورقة المالية

نتيجة جدوى الاستثمار فيها وبالتالي ترتفع أسعارها. كما تجدر الإشارة إلى أن التحليل السابق أيضا يتوقف على مدى قدرة المتعاملين في السوق على تفسير وتحليل المعلومات وسرعة استجابتهم لها¹.

ثانيا: أثر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية

في الأسواق المالية لا يمكن الفصل بين المعلومات والكفاءة، حيث تعتمد هذه الأخيرة على المعلومات ومدى عدالة توفرها بين المستثمرين وقدرتهم على تحليلها وتفسيرها بغية تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمار وفقا لدرجة المخاطرة المرتبطة به. إذن فكفاءة الأسواق المالية تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية، الذي يبنى على جملة من العناصر²:

1. الإفصاح المالي وأهميته ودوره في ضبط حركة الأسواق المالية، وذلك عن طريق توفير القدر الكافي من المعلومات ذات الجودة؛

2. توفر المعلومات المالية والمحاسبية عن الشركات المدرجة في الأسواق المالية؛

3. تنوع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية من حيث الخصائص ودرجة المخاطر وهو ما يعطي توليفة متنوعة للمستثمرين ويلبي احتياجاتهم؛

ونتيجة لما سبق، فإن عدم كفاءة نظام المعلومات المالية يؤدي إلى عدم تكافؤ فرص حصول المستثمرين على المعلومات وهذا من شأنه أن يؤثر على كفاءة الأسواق المالية من جهة وعلى قرارات المستثمرين من جهة أخرى، مما يدفعهم إلى الإحجام عن التعامل في الأوراق المالية وبالتالي ينخفض حجم العمليات وترتفع تكلفتها ويتناقص عدد المتعاملين في السوق ما يجعلها سوقا للمضاربة العشوائية تقود إلى التسعير الخاطئ للأوراق المالية والتخصيص الغير كفء للموارد المالية³.

¹: أنظر:

— بوكلتوم أعر، مرجع سابق، ص 81.
— حنان عبدلي، مرجع سابق، ص 142.
— سامية شارفي، مرجع سابق، ص 85.

²: بداوي مصطفى، دور المعلومة في دعم وتعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة الإبداع، المجلد 05، العدد 05، ديسمبر 2015، ص 246.

³: نوال بن لكحل، دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي: الجزائر - المغرب - تونس - الأبعاد والآفاق، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2014، ص 69-70.

المبحث الثالث: الحوكمة داخل الأسواق المالية

أدى ارتفاع وزيادة الفضائح المالية في الشركات الكبيرة والأزمات والانهيئات التي مست عديد الأسواق المالية العالمية إلى زيادة الاهتمام بحوكمة الشركات لما لها من دور في تخفيض الأزمات، وعلى هذا الأساس سنتطرق في هذا المبحث إلى حوكمة الشركات من خلال المطلب الأول الذي يحوي المفاهيم المتعلقة بحوكمة الشركات كنشأتها وتعريفها إضافة إلى إبراز أهميتها وأهدافها، أما في المطلب الثاني فقد تطرقنا إلى مبادئ حوكمة الشركات التي أقرتهم منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وأهم محدداتها، وفي المطلب الثالث فقد لخصنا علاقة ودور حوكمة الشركات بالمعلومات وكفاءة الأسواق المالية.

المطلب الأول: مفاهيم متعلقة بحوكمة الشركات

أولاً: النشأة وأسباب الظهور

أدى ظهور نظرية الوكالة وما تعلق بها من مشاكل في التسيير وتضارب للمصالح بين أعضاء مجلس الإدارة وبين المساهمين، إلى حتمية وضرورة التفكير في إيجاد وتشريع جملة من القوانين التي تحد من هذا التضارب وتحد من التلاعب المالي والإداري الذي منشأه أعضاء مجلس الإدارة باعتبارهم الجهة الممسكة بزمام الأمور.

ويعد الباحثان Mean و Berl أول من اهتم بموضوع حوكمة الشركات وذلك من خلال الكتاب الذي أصدره سنة 1932 بعنوان "الشركة المعاصرة والملكية الخاصة The modern corporation and private property"، حيث يعتبر هذا الكتاب اللبنة الأولى لفكرة حوكمة الشركات، حيث درسا تركيبة رأسمال كبريات الشركات الأمريكية وتوصلا إلى ضرورة الفصل الملكية عن الإدارة مع فرض رقابة على المسيرين بغية حفظ حقوق المساهمين.

ثم توالى بعدها الدراسات حيث تطرق كل من Jensen و Mechling عام 1976 و Fama عام 1980 إلى مشكلة الوكالة وما صاحبها من صراع في حال الفصل بين الإدارة والمساهمين، وسنة 2001 وفي ذات السياق أكد كل من Monks و Minow و Mitchell إلى إمكانية حل هذه المشكلة وهذا الصراع من خلال

حوكمة الشركات والتي جاءت كرد فعل واستجابة لطلبات المساهمين بغية الحد من التصرفات السلبية للمديرين من خلال فرض الرقابة عليهم وحماية مصالح الجميع¹.

ويمكن تلخيص مراحل الظهور والاهتمام بحوكمة الشركات في المراحل التالية²:

1. حتى مرحلة الكساد (مابعد 1932): بدء الاعتراف بعمق الفجوة بين الإدارة والملاك وتعارض المصالح.
 2. مرحلة ظهور نظرية الوكالة وضبط العلاقات (1976-1990): حيث بدأ الحديث عن ضبط وتنظيم المهام وتحديد الصلاحيات والواجبات لكل من الإدارة والملاك من خلال نظرية الوكالة.
 3. بداية التسعينات (1990): تزايد الاهتمام بالحوكمة حيث وضعت منظمة التجارة العالمية معايير تساعد الشركات على النمو والاستقرار من خلال الالتزام بها.
 4. بدء ظهور إصلاحات الحوكمة (1996-2000): تميزت هذه المرحلة بعدد الدراسات التي اهتمت بدراسة أسباب انهيار أكبر الشركات، وفي هذه المرحلة قامت منظمة التجارة العالمية بصياغة المبادئ العامة للحوكمة.
 5. إصدار منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCED مبادئ حوكمة الشركات.
 6. توجه العديد من المؤسسات والاتحادات الدولية لوضع معايير من أجل تحقيق أهداف حوكمة الشركات.
 7. التأكيد على حوكمة الشركات (2001-2004): في هذه المرحلة تم التأكيد على ضرورة حوكمة الشركات، نتيجة زيادة حالات الفشل المالي والأخلاقي في العديد من الممارسات المالية.
- أما بالنسبة للأسباب التي أدت إلى ظهور وزيادة الاهتمام بموضوع حوكمة الشركات، فأغلبها يرتبط بالمناخ الاقتصادي في الدول الغربية، مثل الأزمة المالية الآسيوية سنة 1997 والتي تعتبر أزمة ثقة في المؤسسات وظهرت معها العديد من المشاكل من إخفاء للمعلومات والتلاعبات المحاسبية والتعامل الداخلي مع الأقارب والأصدقاء، ويمكن تلخيص أهم الأسباب التي أدت إلى ظهور حوكمة الشركات فيما يلي³:

¹: أنظر:

— حدو أمال، دور الحوكمة في إدارة المخاطر والوقاية من الأزمات المالية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي ليايس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2019، ص 02.

— جريو كلثوم، دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2، الجزائر، 2015، ص 85.

— بوكلتوم أمير، مرجع سابق، ص 114.

²: عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، اتحاد المصارف العربية، مصر، 2007، ص 25-27.

³: عبد العظيم بن محسن الحمدي، حوكمة الشركات، دار الكتب الوطنية، ط 1، صنعاء، اليمن، 2020، ص 12-13.

1. الفشل المالي لعدد المؤسسات الكبيرة في أمريكا وروسيا ودول آسيا؛
2. الفجوة بين مكافآت الإدارة وأداء الشركات؛
3. عدم فاعلية إجراءات الرقابة الداخلية، والتي لا يمكنها اكتشاف الثغرات والمشاكل المختلفة؛
4. ضعف مجلس الإدارة، والذي أثر سلباً على أداء الشركات؛
5. عدم توافر الدقة والشفافية في إعداد المسائل الختامية؛
6. عدم خبرة المستثمرين في تحليل الفرص الاستثمارية المختلفة؛
7. ضعف الأطراف الخارجية في رقابتها على الشركات كالقائمين على وضع القوانين ومراجعي الحسابات؛
8. الممارسات غير الأخلاقية من قبل مجلس الإدارة والموظفين.

ثانياً: مفهوم حوكمة الشركات Corporate governance

1. تعريف حوكمة الشركات Corporate governance:

تطرق العديد من الاقتصاديين ومختلف الهيئات الدولية إلى تعريف حوكمة الشركات، وقد عرفت على أنها:

- أ. **التعريف الأول:** عرفت مؤسسة التمويل الدولية حوكمة الشركات بأنها الأسس والعلميات التي تستخدم في توجيه الشركات ومراقبتها¹.
- ب. **التعريف الثاني:** جاء تعريف حوكمة الشركات في تقرير كادبوري Cadbury بأنها النظام الذي يتم بموجبه توجيه الشركات والسيطرة عليها².
- ج. **التعريف الثالث:** عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE حوكمة الشركات بأنها النظام الذي يتم بموجبه إدارة ومراقبة الشركات وذلك عن طريق تقسيم المهام والمسؤوليات بين مختلف الأطراف، كما أنه يحدد قواعد ومختلف الإجراءات المتعلقة باتخاذ القرارات فيما يتعلق بشؤون الشركة، إضافة إلى تحديد أهداف الشركة ووسائل وآليات تحقيقها ومراقبتها³.

¹: International finance corporation, the Russia corporate governance manual, international finance corporation, 1st edition, Moscow, Russia, 2004, p04.

²: Kevin keasey and others, corporate governance: accountability, enterprise and international comparisons, john wiley and sons, England, 2005, p22.

³: قويدري قوشيح بوجمعة وآخرون، حوكمة الشركات ودورها في تنشيط الأسواق المالية، مجلة الحوكمة المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 02، العدد 01، 2020، ص142.

د. التعريف الرابع: حوكمة الشركات هي مجموعة من القواعد والقوانين والمعايير التي توضح وتبين العلاقة بين إدارة الشركات من جهة، وبين أصحاب المصالح والأطراف ذات العلاقة بالشركة من جهة أخرى¹.

يعتبر التعريف الأول الذي أقرته مؤسسة التمويل الدولية الحوكمة الشركات بأنها مجموعة من العمليات التي توجه الشركة، بينما التعريف الثاني لتقرير كادبوري والثالث لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية يتعبران حوكمة الشركات بأنها عبارة عن نظام منظم تدار من خلاله الشركات وذلك عن طريق توضيح المسؤوليات بين مختلف الجهات، في حين أضاف التعريف الأخير مختلف الأطراف ذات العلاقة مع الشركة والتي من شأن حوكمة الشركات أن تنظمها عن طريق قواعدها وأسسها.

إن حوكمة الشركات هي ذلك النظام المنظم الذي يوضح المهام والمسؤوليات لمختلف الأطراف ذات العلاقة مع الشركة، الأمر الذي يساهم في تسيير الشركة ومراقبتها ويدفع بها نحو تحقيق الأهداف المسطرة.

2. خصائص حوكمة الشركات:

تبعاً لما تم التطرق إليه فإن مصطلح حوكمة الشركات يشير إلى الخصائص التالية²:

- أ. **الشفافية Transparency**: ويقصد بها إعطاء صورة صادقة وحقيقية عن كل ما يحدث داخل الشركة وذلك من خلال الإفصاح السليم ونشر التقارير المالية وفي الوقت المناسب وتقديم المعلومات الصحيحة والدقيقة إلى كل الأطراف ذات المصلحة؛
- ب. **الإنضباط Discipline**: وتعني اتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح، وذلك عن طريق الالتزام بالمهام المحددة والتقدير السليم لحقوق الملكية؛

¹: بن عيسى بن عبد الرحمان، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية -دراسة نظرية تطبيقية-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الدكتور يحيى فارس، المدينة، الجزائر، 2009، ص35.

²: أنظر:

— صلاح سعاد، الإفصاح والشفافية في إطار حوكمة الشركات وأثره في تحقيق جودة المعلومات في القوائم المالية -دراسة ميدانية-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية -دراسات اقتصادية-، المجلد6، العدد2، 2012، ص313.

— رشام كهينة، شكري معمر سعاد، انعكاسات حوكمة الشركات على الأسواق المالية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد3، جوان2016، ص144.

- ج. المسؤولية Responsibility: ويقصد بها توفير هيكل تنظيمي واضح تحدد فيه المهم والمسؤوليات ونقاط السلطة؛
- د. الإستقلالية Independence: أي استقلالية مجلس الإدارة بدون وجود أي تأثير من شأنه الضغط على عمل الإدارة أو الجهات الرقابية؛
- هـ. المساءلة Accountability: وتقتضي هذه الخاصية محاسبة أصحاب القرار في الشركة عن نتائج قراراتهم وأعمالهم اتجاه الشركة ومساهميها؛
- و. العدالة Justice: وتعني احترام حقوق جميع الأطراف ذات المصبة مع الشركة؛
- ز. المسؤولية الاجتماعية Social Responsibility: أي رؤية الشركة من منظور أنها مواطن جيد.

3. أبعاد حوكمة الشركات:

- يشمل مفهوم حوكمة الشركات عديد الأبعاد التي تسعى إلى ضبط وتنظيم عمل الشركات بغية تحقيق مصالح الجميع، وتتمثل هذه الأبعاد في¹:
- أ. البعد الإشرافي: يرتبط هذا البعد بدور مجلس الإدارة في الإشراف على الإدارة التنفيذية ومنحه كامل الصلاحيات في المحاسبة والمساءلة عن نتائج أعمالها.
- ب. البعد الأخلاقي: يتعلق هذا البعد بالقواعد الأخلاقية المهنية من نزاهة وأمان وشفافية ومصداقية، فمن خلاله يتم تعزيز فعالية وكفاءة حوكمة الشركات.
- ج. البعد الرقابي: يرتبط هذا البعد بتنفيذ دور الرقابة على المستوى الداخلي من خلال الالتزام بتطبيق المعايير المحاسبية وكذا المراجعة الداخلية، وكذلك على المستوى الخارجي من خلال لجان المراجعة إضافة إلى توسيع نطاق وصلاحيات المراجع الخارجي.

¹: نمديلي بشرى، أثر تطبيق حوكمة الشركات على تحقيق جودة المعلومة المالية -دراسة حالة مؤسسة صيدال-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميله، الجزائر، 2023، ص 57-58.

ثالثاً: أهمية وأهداف حوكمة الشركات

1. أهمية حوكمة الشركات:

يمكن إظهار أهمية حوكمة الشركات من خلال ما يلي¹:

أ. بالنسبة للشركات: تمكن أهمية حوكمة الشركات بالنسبة للشركات فيما يلي:

- الزيادة والرفع من الكفاءة الاقتصادية وذلك من خلال توضيح المسؤوليات ووضع الأسس بين مجلس الإدارة ومديري الشركة والمساهمين؛
- تسطير أهداف الشركة وسبل تحقيقها في ظل توفير الحوافز المناسبة لأعضاء مجلس والإدارة التنفيذية بغية تحقيقها وحفظ مصالح المساهمين؛
- زيادة ثقة المستثمرين في الشركات التي تطبق جيداً مبادئ حوكمة الشركات وبالتالي زيادة الاستثمارات فيها ورفع فرص التمويل.

ب. بالنسبة للمساهمين: وتتجلى من خلال:

- تضمن حوكمة الشركات جميع الحقوق للمساهمين؛
- تساعد حوكمة الشركات المساهمين في تحديد المخاطر المحتملة وذلك من خلال الإفصاح الكامل للشركات عن مختلف القرارات الهامة؛
- سد الفجوة المتوقعة بين المساهمين وملاك الشركات.

ج. بالنسبة للأسواق المالية: حيث يؤدي التطبيق الفعلي والجيد لمبادئ حوكمة الشركات إلى

تعزيز كفاءة الأسواق المالية، وذلك من خلال التخصيص الكفء والأمثل للموارد المالية المتاحة من قبل المستثمرين في الشركات الواعدة والتي تدار بشكل أفضل.

د. بالنسبة للاقتصاد الكلي: حيث يؤدي نجاح وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات في الشركات إلى

النجاح الاقتصادي ككل، ويظهر ذلك من خلال زيادة الاستثمارات وبالتالي ارتفاع المؤشرات الاقتصادية الكلية وما يتبعه من استقرار اقتصادي في الدولة ككل.

¹: أنظر:

— محمد الفاتح محمود بشير المغربي، حوكمة الشركات، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، ط1، القاهرة، مصر، 2020، ص15.

— طالب عبد العزيز، بلمداني محمد، مساهمة حوكمة الشركات في تحسين جودة القوائم المالية، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة، المجلد04، العدد02، أكتوبر 2020، ص99.

2. أهداف حوكمة الشركات:

تهدف حوكمة الشركات إلى ما يلي¹:

- أ. تفعيل الشفافية والوضوح في جميع المعاملات وعمليات الشركات وما يتعلق بها، مما يسهل ضبط الفساد في أي مرحلة؛
 - ب. تطوير إدارة الشركة وتحسين الأداء من خلال المساهمة في وضع الخطط الصحيحة واتخاذ القرارات المناسبة مما يسهم في رفع الكفاءة؛
 - ج. تجنب وقوع الأزمات المالية؛
 - د. ضمان التعامل العادل بالنسبة لجميع الأطراف الذين لديهم مصلحة مع الشركة؛
 - هـ. تحسين وتقوية الكفاءة الاقتصادية للشركات؛
 - و. الفصل بين الملكية والإدارة والرقابة على الأداء؛
 - ز. رفع درجة الثقة وتعزيز المساءلة؛
 - ح. تجنب حدوث مشاكل مالية ومحاسبية وبالتالي تجنب الإنهيارات والفضائح المالية؛
 - ط. تمكين الشركات من الحصول على التمويل المناسب؛
 - ي. زيادة ثقة المستثمرين في الأسواق المالية؛
 - ك. تحسين خاصية المصادقية في البيانات والمعلومات؛
 - ل. تخفيض المخاطر المتعلقة بالفساد الإداري والمالي؛
- المطلب الثاني: مبادئ ومحددات حوكمة الشركات والأطراف ذات العلاقة

أولاً: مبادئ حوكمة الشركات

أقرت العديد من الهيئات مبادئ لحوكمة الشركات مثل مبادئ البنك الدولي، مبادئ صندوق النقد الدولي، مبادئ معهد المراجعين الداخليين... إلخ، وفيما يلي نعرض مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في مجال حوكمة الشركات.

1. المبدأ الأول: ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات: حتى يتم ضمان إطار فعال لحوكمة

الشركات يجب صياغة نص تنظيمي ومؤسسي وقانوني ينظم العلاقات في السوق ويرفع من شفافية

¹: عصام مهدي محمد عابدين، الحوكمة في الشركات والبنوك ودورها في ضبط أعمالها والرقابة عليها، الجزء 01، دار محمود للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2020، ص 46-47.

وكفاءة الأسواق المالية، وأن يحدد بدقة توزيع المهام والمسؤوليات بين مختلف السلطات والفاعلين في الأسواق المالية سواء تنظيمية أو إشرافية أو تنفيذية¹.

2. **المبدأ الثاني: حماية حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية:** تتبنى مبادئ حوكمة الشركات حفظ حقوق المساهمين المختلفة مثل حصولهم على المعلومات المتعلقة بالشركة بصفة دورية ومنتظمة وفي الوقت المناسب، التصويت وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة، تقديم آرائهم فيما يتعلق بالسياسات المتبعة من قبل الشركة والمشاركة في مختلف القرارات... إلخ من الحقوق المنصوص عليها قانوناً².

3. **المبدأ الثالث: المعاملة العادلة والمتكافئة للمساهمين:** أي المساواة بين كل حملة الأسهم سواء صغار المساهمين أو الأجانب، ومنحهم كامل حقوقهم القانونية ومختلف التعويضات في حال انتهاكها، وحمايتهم من مختلف العمليات الاحتيالية كتسريب المعلومات الداخلية وما يتعلق بها والاستحواذ والاندماج، إضافة إلى إعطائهم حق الإطلاع على كل المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة والهيئة التنفيذية³.

4. **المبدأ الرابع: دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات:** في هذا السياق يجب الاعتراف بحقوق أصحاب المصالح والتي يقرها القانون أو تقرها مختلف الاتفاقيات المبرمة، إضافة إلى تشجيع التعاون الفعال بين الشركات وأصحاب المصالح مما يخلق فرص العمل والاستثمار ويساهم في إنشاء الثروة وتحقيق الاستدامة المالية، كما يجب أن تُكفل في نفس السياق مختلف التعويضات في حال انتهاك حقوقهم⁴.

5. **المبدأ الخامس: الإفصاح والشفافية:** يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات الإفصاح السليم والدقيق وفي الوقت المناسب بكل ما يتعلق بالشركة، مثل الأداء المالي، مكافآت أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، طريقة ممارسة السلطة... إلخ، بالإضافة إلى إعداد ومراجعة المعلومات المفصح عنها بطريقة

¹: زبيدي البشير، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة التقارير المالية وتحسين الأداء المالي -دراسة حالة مجمع صيدال-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2017، ص22.

²: دلال العابدي، دور آليات حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية وانعكاسها على السوق المالي، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 08، العدد 01، مارس 2017، ص179.

³: خيرة الداوي، بولرباح غريب، علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 04، العدد 02، ديسمبر 2017، ص158.

⁴: شطارة نبيلة، دور حوكمة الشركات في تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لدخول سوق الأوراق المالية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2023، ص26.

تتفق مع المعايير المحاسبية والمالية مع إخضاعها لعملية التدقيق والمراجعة الخارجية من خلال مراجع مستقل بهدف التدقيق والموضوعية للقوائم المالية¹.

6. المبدأ السادس: مسؤوليات مجلس الإدارة: في هذا الإطار توضح حوكمة الشركات الخطوط الإرشادية لتوجيه وإدارة الشركة، مع ضمان متابعة ومساءلة الإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة عن نتائج قراراتهم، بالإضافة إلى ضمان مساءلة المساهمين لمجلس الإدارة².

ثانيا: محددات حوكمة الشركات

تعتبر هذه المحددات ضوابط رئيسية لضمان التطبيق الفعال لحوكمة الشركات وتشمل على مجموعتين من المحددات، المحددات الداخلية والمحددات الخارجية³:

1. المحددات الداخلية: وتمثل مجموعة القواعد التي توضح طريقة اتخاذ القرارات وتوزيع المهام والمسؤوليات داخل الشركة بين مختلف السلطات مثل مجلس الإدارة والإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح، والتي من شأنها التقليل من تضارب المصالح وحفظ حقوق الجميع.

2. المحددات الخارجية: ويقصد بها المناخ العام للاستثمار في الدولة والذي يشمل على:

أ. مختلف القوانين والأطر المنظمة للاقتصاد (مثلا: قانون سوق الأوراق المالية، قوانين الشركات، قوانين المنافس... إلخ)؛

ب. كفاءة النظام المالي والبنكي في عملية تمويل الشركات؛

ج. كفاءة النظام الرقابي على الشركات في مختلف المستويات؛

د. مستوى تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج؛

هـ. المؤسسات ذاتية التنظيم والتي من شأنها أن تضبط وتنظم عمل الأسواق المالية وترفع من

كفاءتها مثل: المراجعين، المحاسبين، شركات التصنيف الائتماني... إلخ.

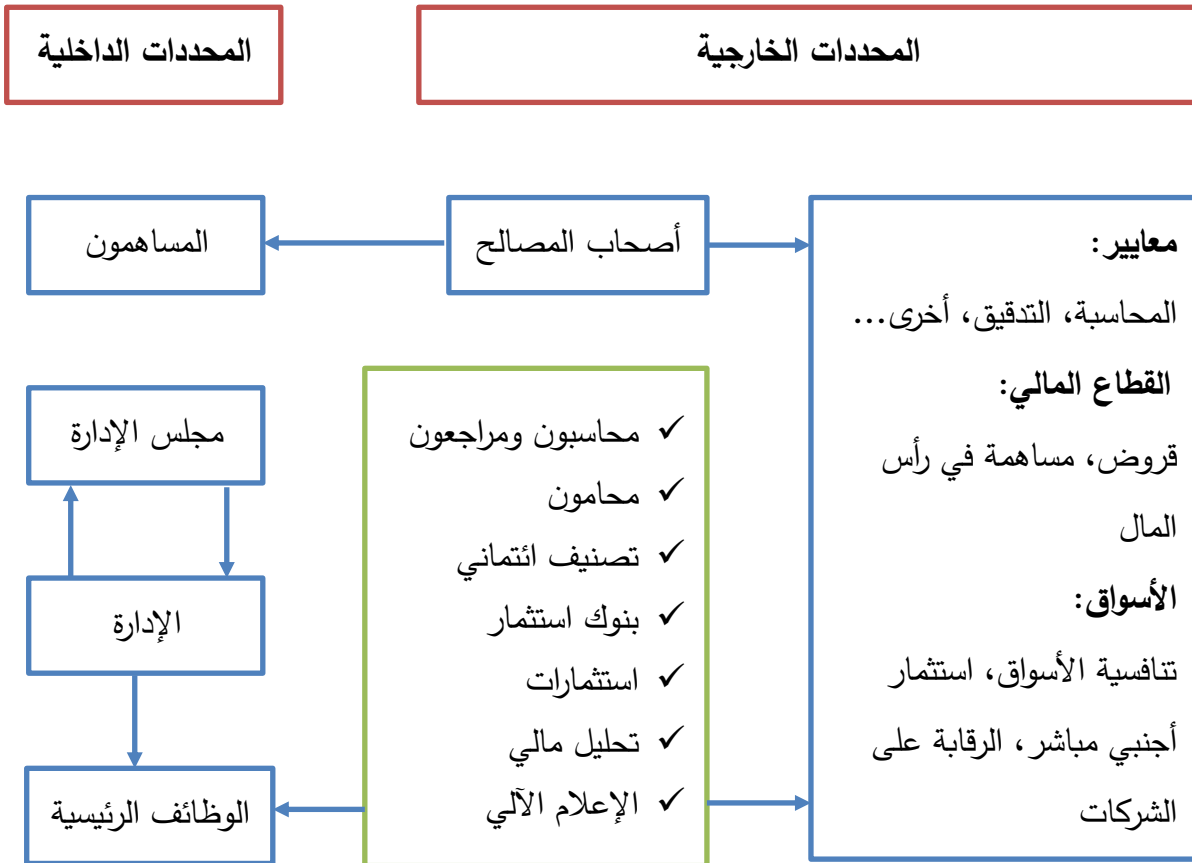
والشكل التالي يوضح أهم المحددات الداخلية والخارجية:

¹: إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية - دليل استرشادي، إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2017، ص14.

²: مصباحي محمد الأمين، حوكمة الشركات ودورها في زيادة مستوى الإفصاح وتقليل الفساد وأثرها على كفاءة الأسواق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 10، العدد 01، 2017، ص191.

³: بسمة نزار، الحوكمة وإدارة المخاطر في الأسواق المالية - دراسة مقارنة لعينة من الشركات المدرجة في بورصتي عمان والجزائر - أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي ليايس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2019، ص52-53.

الشكل رقم (14): محددات حوكمة الشركات



المصدر: بسمة نزار، الحوكمة وإدارة المخاطر في الأسواق المالية - دراسة مقارنة لعينة من الشركات المدرجة في بورصتي عمان والجزائر -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي ليابس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2019، ص52.

ثالثا: الأطراف المعنية بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات

مما تطرقنا إليه سابقا، يتضح أن هناك أربعة أطراف رئيسية معنية بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات، وتؤثر وتتأثر بمبادئها، وتحدد مدى نجاح الحوكمة أو فشلها وهي¹:

1. **المساهمين:** حيث يقومون بتقديم رأس مال الشركة مقابل حصولهم على الأسهم تدر عليهم أرباح رأسمالية وعوائد استثمارية، لذلك لهم الحقوق في اختيار أعضاء مجلس الإدارة بعناية بغية حفظ حقوقهم واستثماراتهم.

¹: سبيعة ناهد، دور حوكمة الشركات في الحد من سلبات المحاسبة الإبداعية على موثوقية البيانات المالية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب -أوماش-بسكرة -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2021، ص39.

2. مجلس الإدارة: يعمل أعضاء مجلس الإدارة على حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح الأخرى، وذلك من خلال الاختيار الأمثل للمدراء التنفيذيين الذين يتولون أعمال الشركة اليومية، بالإضافة إلى رسم السياسة العامة للشركة والرقابة على أداء الإدارة التنفيذية.

3. الإدارة التنفيذية: يدير أعضاء الإدارة التنفيذية الأعمال اليومية للشركة، وهم المسؤولون عن تقديم التقارير اليومية عن أداء الشركة لأعضاء مجلس الإدارة، بالإضافة إلى العمل على رفع قيمة الشركة وتعظيم أرباحها، كما يتحمل أعضاء الإدارة التنفيذية مسؤولية الإفصاح والشفافية في المعلومات.

4. أصحاب المصالح: وهم مختلف الأطراف التي تربطهم مصلحة معينة مع الشركة مثل الدائنين، الموردين، العمال، الموظفين... إلخ، وقد تكون لهم نفس المصالح أحياناً، وقد تتعارض أحياناً أخرى، فمثلاً الدائنون يهتمون بمقدرة الشركة على السداد، في حين يهتم الموظفون بمقدرة الشركة على الاستمرارية.

المطلب الثالث: حوكمة الشركات وعلاقتها بالمعلومات وكفاءة الأسواق المالية

أولاً: أثر مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية

يمكن توضيح أثر مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية من خلال تبين أثر كل مبدأ¹.

1. أثر ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات: حيث يؤدي تحديد مسؤوليات مختلف السلطات سواء التنفيذية أو التنظيمية إلى رفع الشفافية وهو ما يعود بالفائدة على فعالية السوق، وهذا ما يؤكد على العلاقة الطردية بين حوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية.

2. أثر حماية حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية: يظهر أثر هذا المبدأ من خلال تأثيره على ثقة المستثمرين في الشركة في حفظ مصالحهم، وهو ما يرفع طلبهم على أسهمها وبالتالي ارتفاع القيمة المالية لها، وهذا من شأنه أن يزيد من ضخ الأموال نتيجة زيادة عدد المشاركين في السوق مما ينعكس إيجاباً على مختلف المؤشرات السوقية وبالتالي تفعيل كفاءة الأسواق المالية.

3. أثر المعاملة العادلة والمتكافئة للمساهمين: يمكن توضيح أثر هذا المبدأ على كفاءة الأسواق المالية من خلال أثر المعلومات، فتوفير المعلومات للجميع دون تفرقة وبشكل عادل يساهم في تماثل توقعات المستثمرين مما ينعكس إيجاباً على كفاءة الأسواق المالية، كما أن قيام أعضاء مجلس الإدارة باستغلال بعض المعلومات أو تسريبها للمساهمين الكبار دون حفظ حقوق صغار المساهمين من شأنه أن يخل بمبدأ المعاملة المتكافئة للمساهمين ومنه التأثير السلبي على كفاءة الأسواق المالية.

¹: سامية شارفي، مرجع سابق، ص 96-101.

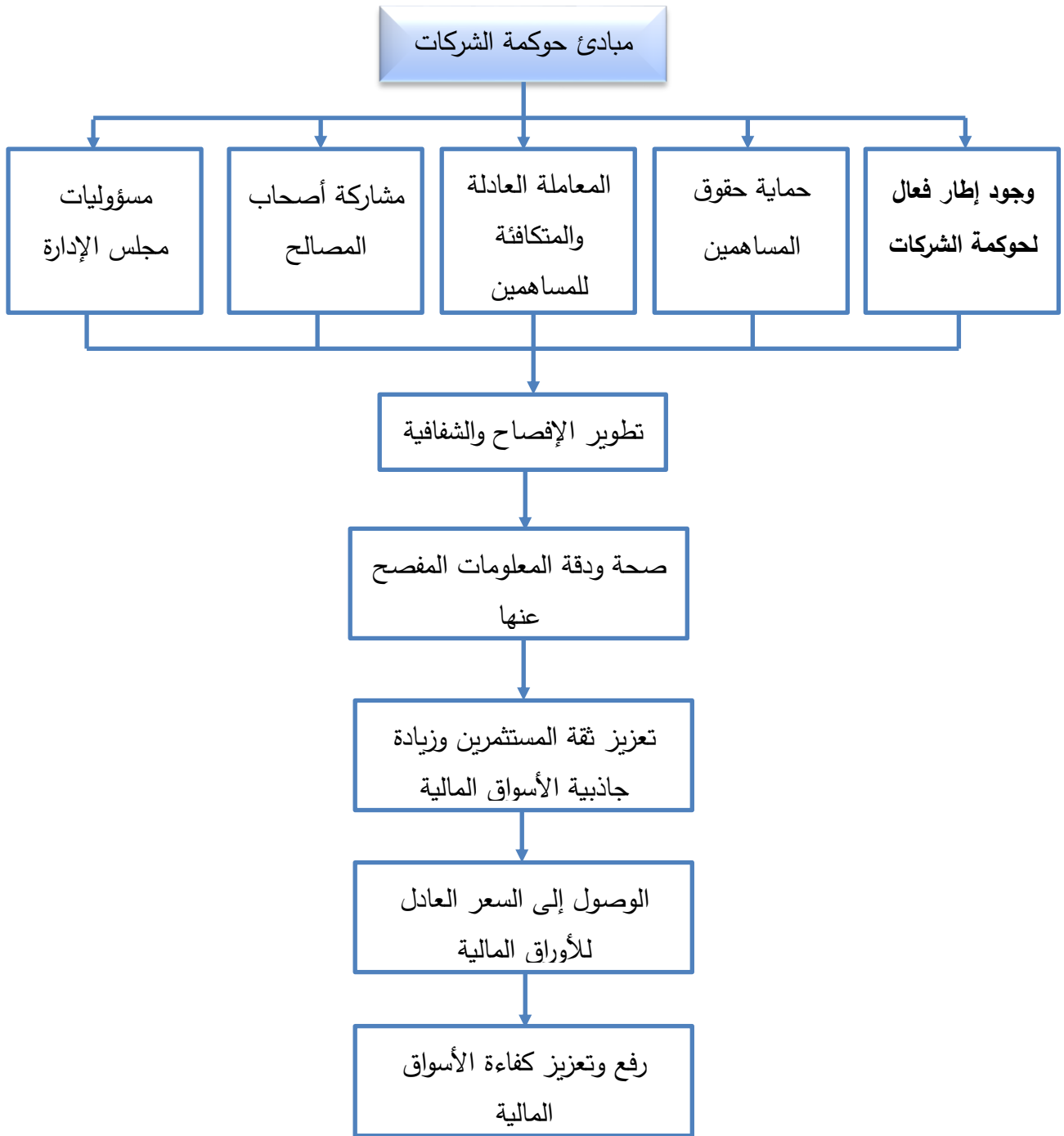
4. أثر مشاركة أصحاب المصالح: يؤدي تحقيق هذا المبدأ إلى حفظ حقوق أصحاب المصالح، وحصولهم على تعويضات في حال انتهاكها، مما يجنب العديد من المشاكل ويشجع على التعاون بينهم وبين الشركة في مجال خلق الثروة وتحقيق الاستدامة، وهذا من شأنها يساهم بصورة إيجابية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية.

5. أثر الإفصاح والشفافية: يظهر أثر هذا المبدأ من خلال تخفيضه لحالة عدم تماثل المعلومات بين مختلف الفاعلين في الشركة، حيث يتم تطبيق هذا المبدأ اعتماداً على لجنة المراجعة التي تضيف على المعلومات درجة عالية من المصداقية والثقة، كما تتحقق من التزام الشركة بمختلف الممارسات السليمة مما يعمل على دعم الشركة كوحدة اقتصادية تمثل قيمة مضافة للاقتصاد ولها دور فعال في العمل على تحقيق كفاءة الأسواق المالية.

6. أثر مسؤوليات مجلس الإدارة: يظهر أثر هذا المبدأ من خلال إسهامه في تحقيق الأهداف الاستراتيجية للشركة الأمر الذي سوف ينعكس على تحسين أداء الشركات وتدعيم قدرتها التنافسية وهو ما يؤثر على رفع كفاءة الأسواق المالية.

ومنه يمكن القول أن حوكمة الشركات يمكن أن تدعم وترفع من كفاء الأسواق المالية، والشكل التالي يوضح أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية:

الشكل رقم (15): أثر مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية



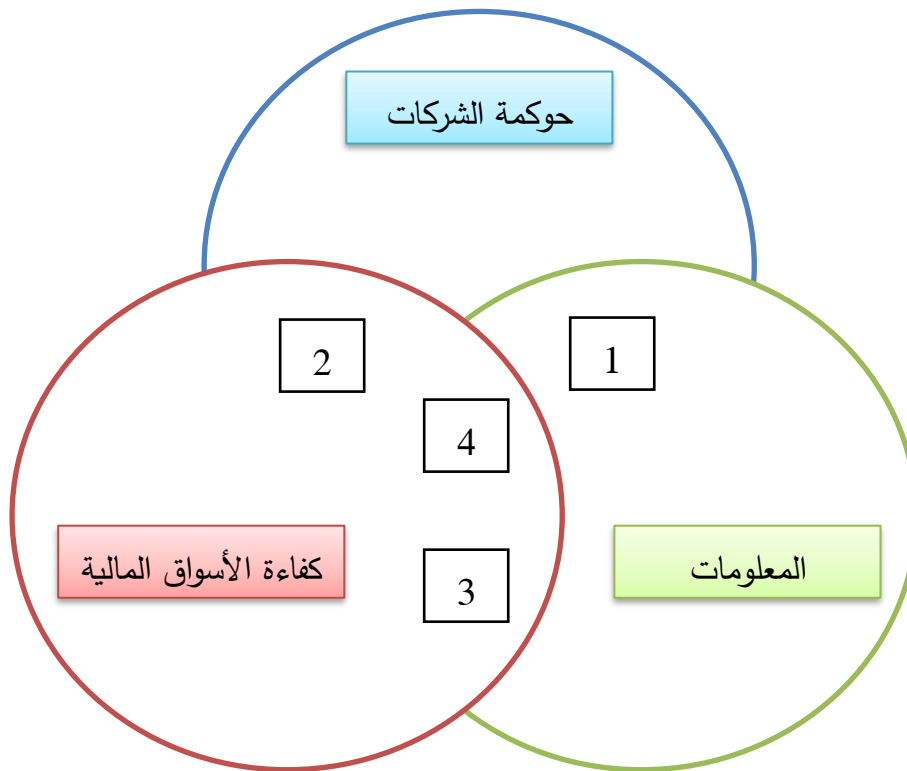
المصدر: جريو كلتوم، دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية تقييمية لحالة بورصة الجزائر-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة2، البليدة، الجزائر، 2019، ص149.

ثانيا: العلاقة المتكاملة بين حوكمة الشركات والمعلومات وكفاءة الأسواق المالية

تعتبر الإنهيارات والفضائح المالية وحالات الفساد المالي والإداري التي مست مختلف الشركات سببا في انخفاض ثقة المتعاملين في الأسواق المالية، الأمر الذي استدعى الاهتمام الجاد بحوكمة الشركات بغية إعادة ثقة المتعاملين ورفع كفاءة الأسواق المالية.

يظهر أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات من خلال أثرها في جودة المعلومات المحاسبية والمالية والتي تعد مرآة عاكسة للكفاءة، حيث يعتبر مبدأ الإفصاح والشفافية من أهم مبادئ حوكمة الشركات والذي له علاقة مباشرة بجودة المعلومات من خلال ما يحمله في طياته من إعداد ومراجعة لها والإفصاح عنها وفق المعايير العالية، إضافة إلى توفيرها في الوقت المناسب لمستخدميها، وهو ما يسمح لهم بالتقييم السليم للأوراق المالية وفق قيمتها الحقيقية والتسعير المناسب لها، لذا يمكن القول أن هناك علاقة ارتباط بين المعلومات المحاسبية والمالية وحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية توضح من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (16): علاقة حوكمة الشركات بالمعلومات وكفاءة الأسواق المالية



المصدر: بوكلتوم أعمار، دور المالية السلوكية في معالجة نقائص نموذج MEDAF في ظل كفاءة سوق رأس المال -دراسة حالة مجموعة من البورصات مع التركيز على بورصة الجزائر-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة يحيى فارس، المدية، الجزائر، 2022، ص119.

يلاحظ من خلال الشكل السابق أن المنطقة رقم 1 توضح علاقة المعلومات بحوكمة الشركات حيث تؤث هذه الأخيرة على جودة المعلومات، بينما تمثل المنطقة رقم 2 علاقة الحوكمة بكفاءة الأسواق المالية والذي يظهر من خلال دور مختلف المبادئ السابقة في رفع وتحسين كفاءة الأسواق المالية، كما توضح المنطقة رقم 3 علاقة المعلومات بكفاءة الأسواق المالية حيث تتوقف صيغة هذه الأخيرة على المعلومات الواردة إلى الأسواق المالية، في حين توضح المنطقة رقم 4 العلاقة المتكاملة بين حوكمة الشركات والمعلومات وكفاءة الأسواق المالية، وهي منطقة الأداء المتميز والتي تمثل التطبيق الفعال لحوكمة الشركات وما تنتجه من معلومات محاسبية ومالية ذات جودة وبالتالي يؤثر ذلك على كفاءة الأسواق المالية.

خلاصة:

نخلص من خلال دراستنا لهذا الفصل أن كفاءة الأسواق المالية تعد من المواضيع المهمة في الأسواق المالية والتي حازت على اهتمام العديد من الماليين والمهتمين بالشأن الاقتصادي، كما أنها تعد مؤشرا مهما لقياس مدى نجاح الأسواق المالية من عدمه ومقياسا مهما للمستثمرين في توظيف مدخراتهم، حيث مرت بعدد المراحل والدراسات حتى نشأت وفق إطار يسمى بفرضية كفاءة الأسواق المالية.

تعتبر كفاءة الأسواق المالية دالة في المعلومات، فهي ترتبط ارتباطا وثيقا بالمعلومات المتوفرة في الأسواق المالية وتتوقف صيغها بناء عليها، حيث اتضح أن لها ثلاث مستويات أو صيغ، صيغة الكفاءة الضعيفة، صيغة الكفاءة المتوسطة وصيغة الكفاءة القوية وكل ذلك متوقف على كمية المعلومات المتوفرة وسرعة استجابة الأسواق المالية لها.

اتضح أيضا من خلال هذا الفصل أن المعلومات تعد ركيزة أساسية في الأسواق المالية الأمر الذي دفع في بعض الأحيان إلى استغلالها بمختلف الطرق الغير المشروعة أو ربما إخفاءها وهذا ما خلق العديد من الأزمات والفضائح والانهيارات المالية في كبرى الشركات، الأمر الذي استدعى تفعيل مبادئ حوكمة الشركات بغية تحقيق جودة المعلومات في الأسواق المالية من جهة، وتوفيرها للجميع من خلال ما يعرف بالافصاح والشفافية من جهة أخرى، الأمر الذي ينعكس إيجابا على كفاءة الأسواق المالية وهو ما تبين من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل.

الفصل الثالث:

الإنحرافات في الأسواق المالية

تمهيد:

تمكننا فرضية كفاءة الأسواق المالية من أن تحتل حيزا مهما وتسيطر لعقود من الزمن في الأسواق المالية، حيث اعتبرت أهم نظرية مالية حتى الماضي القريب وإلى غاية اليوم ماتزال صامدة ومزال أصحاب الكفاءة يدافعون عن النظرية، ضد أصحاب النظرية المالية السلوكية، حيث أتت هذه الأخيرة كتيار جديد يجمع بين مختلف العلوم أهمها علم النفس وعلم المالية مشكلا علم المالية السلوكية، وقامت انطلاقا من حملة الانتقادات التي طالت نظرية الكفاءة. خاصة ما تعلق بضعفها وعدم إمكانية تفسير بعض الانحرافات والظواهر الشاذة الملاحظة في الأسواق المالية.

تعرضت الأسواق المالية في العقود الأخيرة للعديد من الانحرافات والتشوهات منها ما هو غير مقصود وهو الموضوع الذي تناوله السلوكيون وحاولوا تقديم تفسيرات لها انطلاقا من جملة من التحيزات السلوكية، ومنها الانحرافات المقصودة والتي اضطُح عليها مصطلح التلاعبات والتي ماتزال إلى اليوم تعاني منه الأسواق المالية وتسعى جاهدة مختلف الأنظمة للتقليل أو الحد منها بمختلف الطرق والقوانين.

سنحاول من خلال هذا الفصل الذي يحمل عنوان الانحرافات في الأسواق المالية إلقاء نظرة عن كثب لكل ما سبق وذلك عن طريق المباحث التالية:

المبحث الأول: إنحرافات فرضية كفاءة الأسواق المالية

المبحث الثاني: مدخل نظري للمالية السلوكية

المبحث الثالث: التلاعبات في الأسواق المالية

المبحث الأول: إنحرافات فرضية كفاءة الأسواق المالية

سادت فكرة فرضية كفاءة الأسواق المالية لفترات طويلة وشملت نطاق واسعاً ولاقت قبولا كبيرا من عديد الاقتصاديين والماليين والمهتمين بشأن الأسواق المالية، ولكن مع مطلع القرن الـ 21 بدأت تظهر عليها بعض التناقضات وبعض مظاهر العجز والكسل في تفسير بعض الظواهر والانحرافات الملاحظة في الأسواق المالية ولاقت انتقادات نظير ذلك، ومن هذا المنطلق سنناقش في هذا المبحث أهم الانتقادات الموجهة لفرضية كفاءة الأسواق المالية من خلال المطلب الأول، أما في بقية المطالب سنتطرق إلى مختلف وأهم الانحرافات الملاحظة على فرضية كفاءة الأسواق المالية.

المطلب الأول: إنتقادات فرضية كفاءة الأسواق المالية

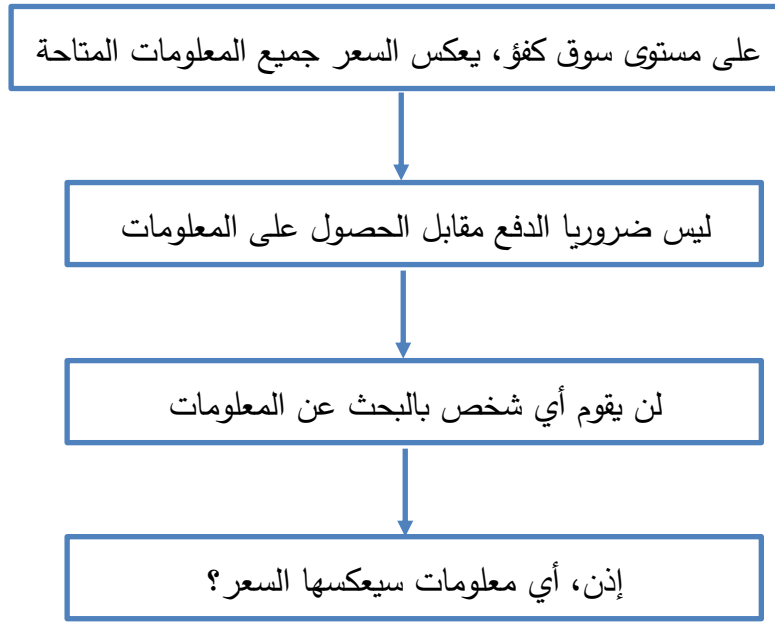
يعتبر تناقض غروسمان وستيجليتز أو ما يعرف بتناقض فرضيات الكفاءة إضافة إلى التقلبات الحادة والمفرطة في أسعار الأوراق المالية من أهم الانتقادات التي وجهت لفرضية كفاءة الأسواق المالية.

أولاً: تناقض فرضيات الكفاءة أو تناقض غروسمان وستيجليتز Grossman and Stiglitz

ينطلق مبدأ هذا التناقض الذي أظهره كل من الباحثان غروسمان وستيجليتز من فكرة مفادها أنه إذا كانت الأسواق كفؤة وأن الأسعار تعكس جميع المعلومات فإنه لا داعي لدفع تكلفة مقابل الحصول على معلومات أخرى، فقط يمكن الاكتفاء بمراقبة الأسعار، وفي حالة دفع ثمن أو تكلفة مقابل الحصول على المعلومات فهذا يدل بالضرورة على أن الأسعار لم تعكس كافة المعلومات وهو ما يثبت عدم كفاءة الأسعار وأن السوق ليس كفؤاً عند المستوى القوي حيث لا يتطابق السعر مع القيمة الحقيقية وإنما يبقى قريباً منه لأجل دفع المستثمرين للبحث عن المعلومات وتحقيق أرباح من فارق السعر¹، والشكل التالي يوضح هذا التناقض:

¹: صفية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص 20-21.

الشكل رقم (17): تناقض غروسمان وستيجليتز



المصدر: صفية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص 20-21.

ثانيا: التقلبات المفرطة في الأسعار وظهور الفقاعات السعرية

يشير مصطلح الفقاعات السعرية في الأسواق المالية إلى الارتفاع المفاجئ والغير المبرر في أسعار الأدوات المالية إلى مستويات تتعدى القيمة الحقيقية له وهو ما يترك أثرا سلبية على الأسواق المالية، وكذلك يعتبر مناقضا لما جاء به فاما Fama في فرضية كفاءة الأسواق المالية والذي يقول أن الأسعار قد تتحرف مؤقتا عن القيمة الحقيقية لها بشكل مؤقت وسرعان ما تصحح نفسها، ويؤكد أنصار فرضية كفاءة الأسواق المالية أن هذه الحوادث والانحرافات هي مؤقتة ونتيجة عن سلوك غير عقلاني سرعان ما يزول، كما يمكن أن تحدث الفقاعات السعرية حتى لو كان سلوك الأفراد عقلانيا، مقدمين في ذلك حجة ومثالا أنه يمكن أن يقبل مجموعة من المستثمرين على شراء أصل مالي بسعر يفوق قيمته لاعتقادهم بوجود أشخاص آخرين مستعدين لشرائها مستقبلا بسعر أعلى من السعر الذي تحمله، وهنا يكمن الانتقاد الموجه لفرضية الكفاءة والذي يناقض مبادئها خاصة ما تعلق برشادة المستثمرين وعقلانيتهم¹.

¹: سيرين خالد الحموي، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم -دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية (غير منشورة)، قسم المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السورية، 2016، ص 25-26.

إضافة إلى الانتقادات السابقة أو المشاكل التي واجهتها فرضية كفاءة الأسواق المالية، فقد توصلت دراسات عديدة منها دراسة ماك دونالد ومارش Mcdonald and Marsh سنة 1992، وبرات Prat سنة 1994 و مباكو بريسو Mpacko priso سنة 1996 إلى مشكلة أخرى وهي مشكلة التوقعات، حيث أثبتت هذه الدراسات أن توقعات المستثمرين غير عقلانية، وباعتبار عقلانية التوقعات شرط ضروري لكفاءة الأسواق المالية فإن هذه الأخيرة تبقى محل إعادة نظر، فعدى هذه المشاكل يوجد العديد من الانحرافات التي عجزت عن تفسيرها وتميل إلى إضعاف فرضية كفاءة الأسواق المالية¹.

وقبل التطرق إلى مختلف الانحرافات في الأسواق المالية يمكن تقديم تعريف موجز لها، فهي تمثل حالة من عد الانتظام، أو انحراف عن النظام العام أو عبارة عن حالة مؤقتة واستثنائية، وتسمى كذلك بالحالات الشاذة وهي تمثل أنماطا لعوائد الأصول المالية غير متوقعة من قبل نظرية الكفاءة².

المطلب الثاني: الانحرافات الموسمية

يطلق عليها أيضا بأثر الرزنامة وذلك لارتباطها بعنصر الزمن ويمكن تلخيص أهم الانحرافات الموسمية فيما يلي:

أولا: أثر نهاية الأسبوع The weekend effect

وتعرف أيضا بأثر عطلة نهاية الأسبوع، ويطلق عليها أيضا أثر يوم الإثنين The Monday effect وتسمى كذلك بانقلاب الأسبوع Turn of the week، وتتميز بارتفاع العوائد يوم الجمعة ثم يليها انخفاض كبير يوم الإثنين وتصل إلى المعدلات السالبة أحيانا خاصة في الساعات الأولى من افتتاح جلسات التداول، أي أن أسعار إغلاق يوم الإثنين أقل من أسعار إغلاق يوم الجمعة التي تسبقها، وهو ما يفترض ويمكن من تحقيق أرباح نظامية ممن يشتري عند الإقفال يوم الإثنين ويبيع عند إقفال الجمعة، ويعتبر Cross أول من تطرق لهذا الأثر وذلك خلال دراسة أجراها حول مؤشر S and P 500 خلال الفترة الممتدة بين 1953 و 1970، ثم توالى بعدها عدة دراسات أهمها دراسة French سنة 1980، ودراسة Gibbons سنة 1981³.

¹: بوكلتوم أعمار، مرجع سابق، ص 128.

²: سحنون مريم، السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة الأسواق المالية: محاولة لدراسة سلوك العوائد في سوق المحافظ المالية الأوروبية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016، ص 67.

³: مزيان محمد توفيق، مرجع سابق، ص 122-123.

ثانيا: أثر نهاية السنة End of year effect

ويعرف أيضا بأثر بداية السنة أو أثر جانفي January effect، حيث تبين لعدة فترات أن أسعار الأدوات المالية تتحرك تحركات غير طبيعية ما بين شهري ديسمبر وجانفي، بحيث يمكن التنبؤ بهذه التحركات، وهو ما يعد مناقضا ومعارضاً لمبادئ فرضية كفاءة الأسواق المالية، وقد حاول العديد من الماليين تفسير هذا الأثر من خلال اعتبارات جبائية وضريبية، حيث يميل العديد من المستثمرين إلى الشراء قبل نهاية ديسمبر وإعادة البيع في جانفي وهذا من أجل تخفيض الوعاء الضريبي¹.

ثالثا: أثر شهر رمضان Ramadan effect

يعتبر أثر شهر رمضان من ضمن الآثار أو الانحرافات الموسمية، ويعرف أيضا بأثر الأيام المقدسة، حيث قام كل من Bialkowski، Etebari و Wisniewski سنة 2009، بدراسة عوائد الأسهم خلال شهر رمضان لـ 14 دولة مسلمة في الفترة الممتدة بين 1989-2007، وقد لوحظ ارتفاع عوائد الأسهم بتسع مرات أعلى مما كانت عليه في بقية الشهور الأخرى².

إضافة إلى كل من أثر نهاية الأسبوع وأثر نهاية السنة وأثر شهر رمضان، فهناك العديد من الدراسات الأخرى التي بحثت وكشفت عن انحرافات موسمية أخرى مثل أثر العطل أو أثر ما قبل العطل Holidays effect، حيث تتضاعف العوائد خلال هذه الفترة من تسعة إلى أربعة عشرة مرة من عوائد باقي أيام السنة، كما أن هناك تأثيراً آخر خاص بالعطل يسمى بأثر العطلة الصيفية والذي ترتفع فيه أسعار السهم خلال فترة الصيف ويصاحب هذا الارتفاع غير المتوقع تحقيق أرباح غير عادية³.

يدفع وجود مثل هذه الانحرافات الموسمية بعدد المستثمرين العقلانيين إلى اغتنامها، فهي تعد بمثابة فرص سانحة لتحقيق أرباح غير عادية، لكن سرعان ما يختفي أثرها وذلك بفعل أثر التعلم وكذلك نتيجة زيادة

¹: حاج صحراوي حمودي، برارمة ريمة، محاولة قياس أثر التشوهات الموسمية على مردودية الأسهم في إطار نظرية المالية السلوكية -دراسة حالة سهم شركة بيجو خلال الفترة (2010-2016)-، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 08، العدد 01، مارس 2018، ص 124.

²: Abdulrahman Na'el Hashem, The use of behavioral finance approach in pricing the traded stocks, a dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for Ph.D in finance, department of finance, college of bussines, amman arab university, Amman, Jordan, juin 2013, p69.

³: أنظر:

— ديلمي صباح، مسعودي عبد الكريم، الآثار الموسمية كإحدى انحرافات الأسواق المالية عن فرضية السوق المالي الكفاء -أثر شهر السنة على عائد وتذبذب السوق المالي السعودي-، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 06، العدد 02، جوان 2018، ص 100.

— سعيدة بن ثابت، محاولة تقييم أداء أسواق الأوراق المالية في ظل نظريتي كفاءة الأسواق المالية والمالية السلوكية (حالة أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة للفترة 2013-2019)، ص 83.

المنافسة عليها وهو ما يتوافق مع مقولة مالكيل Malkiel سنة 2003 والذي تطرق إلى أثر جانفي قائلا: "يبدو أن أثر جانفي قد اختفى بسرعة بعد اكتشافه"¹.

المطلب الثالث: إنحرافات متعلقة بخصائص المؤسسات

ترتبط هذه الانحرافات عادة بالخصائص المختلفة للمؤسسات مثل حجم المؤسسة، وقيمة المؤسسة... إلخ ونذكر أهمها فيما يلي:

أولاً: أثر الحجم Size effect

يعتبر أثر الحجم إحدى إنحرافات الأسواق المالية عن فرضية الكفاءة والمتعلق بخصائص المؤسسات، وهو يتعلق بحجم المؤسسات أي صغيرة أو كبيرة، ويوضح هذا الأثر أن حجم الشركة له تأثير على عوائد الأسهم، حيث اكتشفت العديد من الدراسات أن الشركات الصغيرة تحقق عوائد أعلى من الشركات الكبيرة²، ويعتبر بانز Banz أول من تطرق لهذا الأثر سنة 1981، وذلك من خلال دراسته التي أجراها في سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE خلال الفترة (1926-1975)، وباستخدام الانحدار وجد أن عوائد الأسهم يتم تفسيرها بحجم الشركة وأن هناك علاقة عكسية بينهما³.

ثانياً: أثر القيمة Value effect

وتسمى أيضاً بأثر نسبة السعر إلى الربح PER (مضاعف الربحية) أو أثر القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية Book to Market effect أو علاوة القيمة Value premium، وقد تطرق إليها لأول مرة باسو Basu سنة 1977، ويقصد بهذا الأثر أن الأوراق المالية ذات معدلات الربحية المنخفضة تتمتع بعوائد أعلى من الأوراق المالية ذات معدلات الربحية المرتفعة، وبطرح آخر فإن المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية ذات الربحية المرتفعة أقل من المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية ذات الربحية المنخفضة⁴، وهذا مناقض لفرضية كفاءة الأسواق المالية ولأدبياتها، فعادة تكون الأوراق المالية ذات العوائد المرتفعة هي التي تتحمل مخاطر مرتفعة وليس العكس، وقد أكدت بعدها العديد من الدراسات هذا الأثر مثل دراسة فاما وفرانش Fama و French سنة

¹: صفية صديقي، مرجع سابق، ص25.

²: ديلمي صباح، زغودي أحمد، قابلية التنبؤ بالعوائد كأحد انحرافات الأسواق المالية عن فرضية السوق المالي الكفاء -دراسة حالة السوق المالي السعودي للفترة 2007-2017 باستخدام اختبارات نسبة التباين ونموذج $GARCH(p,q) - ARMA(n,d,m)$ ، دفاثر

MECAS، المجلد16، العدد02، ديسمبر 2020، ص217.

³: Michael A. Crain, **a literature review of the size effect**, FEN Professional & Practitioner Journal, October 2011, p7.

⁴: Bing Xiao, **the size effect and the value effect in the american stock market**, international journal of financial research, Vol14, N°01, 2023, p2.

1992 حيث أجريت على جميع الأسهم المدرجة في سوق نيويورك NYSE والبورصة الأمريكية AMEX وسق ناسداك NASDAQ خلال الفترة من 1963 إلى غاية 1990، دراسة وانغ وتشو Wang و Xu سنة 2004 تطرقوا فيها إلى أسهم أسواق شنغهاي وشنتشن، إضافة إلى دراسة لام Lam سنة 2019 والتي تطرقت إلى البيانات في السوق الصينية للفترة (جويلية 1995-جوان 2015)، وتوصلت جميعها إلى نفس النتائج¹.

ثالثا: أثر الدخول إلى البورصة Initial public offering effect

وتسمى أيضا بأثر الإكتتاب الأولي وتعتبر من الانحرافات المهمة التي يمكن ملاحظتها في الأسواق المالية، وتم اكتشاف هذا الأثر لأول مرة من قبل إيبوستن Ibboston سنة 1975، حيث لاحظ بأن المؤسسات التي تدرج لأول مرة في البورصة تسعر أصولها بأقل من قيمتها الحقيقية، ولكن مقابل ذلك فهي تعطي أفضل العوائد مقارنة بالسوق وذلك على المدى القصير، وهو ما يمكن من تحقيق عوائد أولية غير عادية بعد عملية الإدراج الأولى، وتسمى هذه الظاهرة بظاهرة العوائد الأولية أو ظاهرة خصم الإصدار، ثم بعد مرور فترة من ثلاث إلى خمس سنوات يصبح أداء أسهم هذه الشركات متوافقا مع أداء السوق المالي، وهو ما جعل نظرية كفاءة الأسواق المالية تعجز عن تفسير هذه الظاهرة المزدوجة².

المطلب الرابع: إنحرافات أخرى

إضافة إلى الانحرافات المتعلقة بالزمن أو الانحرافات الموسمية والانحرافات المرتبطة بخصائص المؤسسات، نجد العديد من الانحرافات التي تطرق إليها الاقتصاديون وأهمها:

أولا: أثر الزخم Momentum effect

تم التطرق لهذا الأثر لأول مرة من خلال أعمال الباحثين غاديش وتيتمان Gadeesh and Titman وكان ذلك سنة 1993، وتوالت بعدها الدراسات مثل دراسة هونز وتونكس Hons and Tonks سنة 2001 والتي درست أثر الزخم في سوق الأسهم الأمريكية خلال الفترة 1977-1996، وفقا لهذه الدراسة توصلوا إلى

¹: Kai-Yin Woo and others, review on efficiency and anomalies in stock markets, economis, March2020, Vol08, N°01, p10.

²: أنظر:

- صفية صديقي وآخرون، بناء محفظة الأوراق المالية في ظل المالية السلوكية بالتطبيق على الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 لبورصة باريس للفترة 2007-2010، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 05 العدد 08، جوان 2015، ص72.
- برارمة ريمة، حاج صحراوي حمودي، محاولة قياس أثر التشوهات اليومية والموسمية على عوائد الأسهم في إطار نظرية المالية السلوكية دراسة حالة سهم شركة بيجو خلال الفترة 2010-2016، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 08، العدد 02، ديسمبر 2017، ص13.

أنه يمكن تحقيق عوائد غير عادية (ميزات) من خلال استخدام استراتيجيات الزخم، ويقصد بأثر الزخم هو الارتباط الذاتي الموجب بين العوائد في المدى القصير¹، أي أن الأسهم التي شهدت ارتفاعاً في الماضي تعطي عوائد أفضل في المستقبل والعكس صحيح، وهو ما يخل بفرضية الكفاءة ويناقض مستوياتها خاصة ما تعلق بالمستوى الضعيف للكفاءة والذي يؤكد عدم إمكانية التنبؤ بالعوائد المستقبلية بناءً على العوائد السابقة أو بناءً على أداء الأسهم في الفترات السابقة لأنها تتبع حركة عشوائية.

ثانياً: أثر الإنعكاس Reverse effect

تطرقت إليه عديد الدراسات، ويقصد بهذا الأثر هو إنعكاس أو إنقلاب أداء الأسهم من المستوى العالي إلى المستوى المنخفض على المدى الطويل (ثلاث سنوات تقريباً)، ويسمى أيضاً بالتغير العكسي (تغير اتجاه السعر أو أثر الارتداد طويل الأجل، ويوجد عندما ترتبط العائدات للفترات اللاحقة عكسياً مع عائدات الفترات السابقة، أي أن الأسهم الأقل عوائد في ثلاث سنوات إلى خمس سنوات الأولى الماضية تميل إلى تحقيق عوائد أكبر في ثلاث إلى خمس سنوات المقبلة².

ثالثاً: أثر الطقس Weather effect

إضافة إلى الآثار أو الإنحرافات أو التشوهات السابقة التي ظهرت في فرضية كفاءة الأسواق المالية، نجد بعض الدراسات التي تطرقت إلى أثر الطقس كانحراف من إنحرافات فرضية كفاءة الأسواق المالية، ومن أمثلة أثر الطقس نجد ما يسمى بتأثر الاضطرابات النفسية الموسمية Seasonal affective disorder والتي تناولها كامسترا Kamstra في دراسته سنة 2002، حيث وجد أن قصر ساعات فصل الشتاء وحالة الإكتئاب التي تسود هذا الفصل نتيجة عدم التعرض لأشعة الشمس بشكل كافٍ تؤثر على مزاجية المستثمرين مما ينعكس سلباً على عوائد الأسهم، ومن ضمن هذه الدراسات أيضاً المتعلقة بأثر الطقس نجد أثر الاصطياف gone fishin effect والتي جاءت نتائجها معاكسة لما حملته الدراسة السابقة حيث توصل هونغ و يا Hong

¹: Look :

- Wentworth boynton, Henry r.oppenheimer, anomalies in stock maket pricing: problems in return measurements, the journal of business, Vol79, N°05, September2006, p2618.
- Madiha latif and others, market efficiency market anomalies causes evidences and some behavioral aspects of market anomalies, research journal of finance and accounting, Vol02, N°9/10, 2011, p8.

²: أنظر:

- سيرين خالد الحموي، مرجع سابق، ص31.
- لوكي ف. أسكوت، ريشارد ديفز، المالية السلوكية: علم النفس – صناعة القرار – والأسواق، ترجمة: محمد داود عثمان، دار الفكر ناشرون وموزعون، ط1، عمان، الأردن، 2014، ص128.
- فخاري فاروق، زبيري نورة، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد03، العدد02، ديسمبر 2019، ص106-107.

and Ya في دراستهم سنة 2007 إلى أن العوائد تنخفض في فصل الصيف عن بقية الفصول الأخرى مبررين ذلك بانشغال الناس بموسم الاصطياف وعدم إنشغالهم بالتداول¹.

إضافة إلى هذه الانحرافات والتشوهات الملاحظة على فرضية كفاءة الأسواق المالية ظهر في الأسواق المالية العديد من الظواهر الغريبة أطلق عليها تسمية الألغاز Puzzles ولعل أهمها²:

1. لغز الاستجابة البطيئة والمبالغ فيها Overreaction: تطرقت إليها عديد الدراسات ويقصد به أن

أسعار الموجودات تستجيب بصورة بطيئة ومبالغ فيها للأخبار الجديدة؛

2. لغز الإفراط والذعر المالي: تناول هذا النوع من الألغاز كل من كامنسكي وشموكلر Kaminsky and

Schmukler سنة 1999، حيث توصلوا إلى استنتاج مفاده أن الأسعار تظهر نوع من الاستجابة

المبالغ فيها اتجاه الأزمات خاصة كلما ازدادت حدة الأزمة، كما تستجيب أحيانا بشكل قوي للأخبار

السيئة مقارنة بالأخبار الجيدة؛

3. لغز الرابح/الخاسر Winer/Loser: ويقصد به أن المتداولين يعيدون تكرار بيع الأوراق المالية الربحية

أكثر من بيعهم للأوراق المالية الخاسرة وذلك بمعدل قدر ب 1.7 مرة، وذلك حسب الدراسة التي أجراها

أوديان Odean سنة 1999؛

4. لغز مقسوم الأرباح: حسب الدراسة التي أجراها كل من ميلر وسكولز Miller and scholse سنة

1982، والتي تبين من خلالها هذا اللغز، والذي يقصد به أن المستثمرين يفضلون تحصيل أرباحهم

في شكل توزيعات نقدية، لذلك أصبح ينظر لهذه الحالة على أنها لغز من ألغاز الأسواق المالية؛

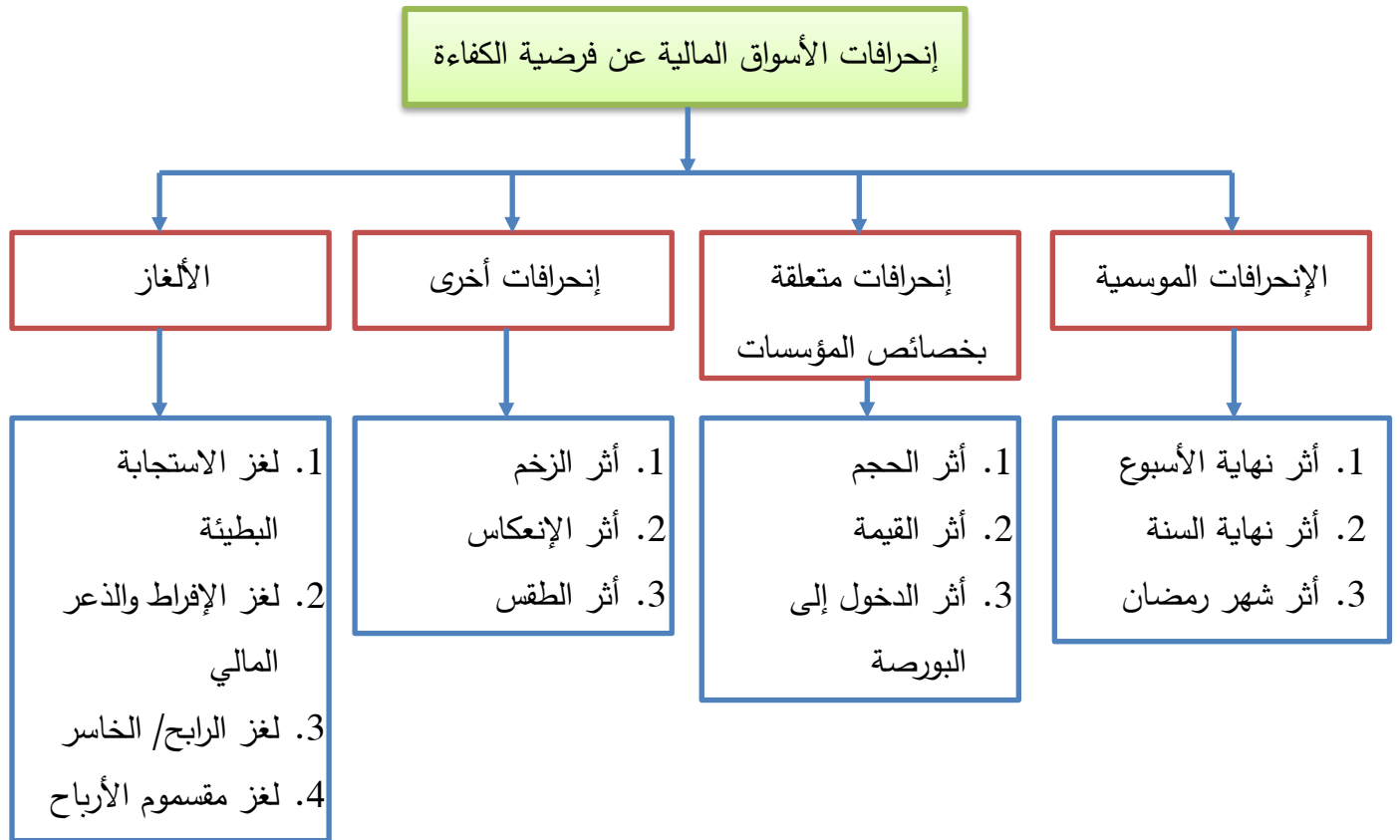
إضافة إلى العديد من الألغاز التي عجزت فرضية كفاءة الأسواق المالية عن تقديم تفسيرات لها، حيث

يوضح المخطط التالي ملخصاً لأهم انحرافات الأسواق المالية عن فرضية الكفاءة:

¹: سيرين خالد الحموي، مرجع سابق، ص32.

²: ميثم ربيع هادي، علي احمد فارس، من المالية التقليدية إلى المالية السلوكية: التحول الحذري -دراسة نظرية لأهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية-، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد10، العدد40، 2014، ص89-90.

الشكل رقم (18): ملخص لأهم انحرافات الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعطيات السابقة.

للإشارة هناك العديد من التقسيمات لانحرافات الأسواق المالية، فهناك تقسيم يصنف أثر الحجم وأثر القيمة وأثر الدخول إلى البورصة على أنها انحرافات ناتجة عن التحليل الأساسي للشركة المصدرة للأسهم Fundamental anomalies، في حين يصنف أثر الإنعكاس والزخم بأنها انحرافات ناتجة عن التحليل الفني Technical anomalies، أما الانحرافات الموسمية فيصنفها تحت عنوان انحرافات الرزنامة أو الانحرافات التقويمية Calendar anomalies على اعتبار أنها مرتبطة بالزمن.

تعتبر فرضية كفاءة الأسواق المالية التي قدمها يوجين فاما Eugene fama سنة 1970 من بين أهم الفرضيات المالية في تلك الحقبة وقد أحدث بها ثورة في المجال المالي، لكن مع الزمن بدأت تظهر عليها النقائص والمشاكل والتي خالفت مبادئها كما أنه تعذر عليها تفسير بعض الظواهر التي بدأت بالظهور في الأسواق المالية والتي عرفت بالتشوهات في أسعار الأوراق المالية Anomalies، حيث أدى ظهور مثل هذه التشوهات والسلوكيات الغير مفسرة الذي تبعته أسعار الأوراق المالية، والتي أخذت في الانتشار بطريقة لا يمكن تجاهلها أو اعتبارها خطأ عشوائياً، إلى محاولة العديد من أنصار الكفاءة تقديم تفسيرات وشروحات لها، وقد

أرجعها أب الكفاءة يوجين فاما Eugene fama سنة 1988 إلى عامل الصدفة فقط، في حين فسرها آخرون مثل كاهينمان Kahneman أنها ناتجة عن التحيز في فحص البيانات¹.

دفعت هذه الاختلافات في تفسير تشوهات فرضية الأسواق المالية، وكذا التشوهات في حد ذاتها إضافة إلى الهزات العنيفة المتكررة الحدوث إلى إضعاف فرضية الكفاءة وفقدان الثقة فيها، مما فتح المجال لظهور اتجاه جديد في مجال المالية يعتبر حلاً ومفسراً لتشوهات الأسواق المالية ومكملاً لفرضية الكفاءة، عرف هذا المجال بالمالية السلوكية وهو ما سنتطرق إليه في المبحث الثاني².

المبحث الثاني: مدخل نظري المالية السلوكية

نظراً لظهور إختلالات وانحرافات على فرضية كفاءة الأسواق المالية برزت نظرية المالية السلوكية في محاولة لمعالجة أوجه القصور في النظرية السابقة، وقصد التعرف أكثر على نظرية المالية السلوكية سنتناولها في هذا المبحث من خلال ثلاث مطالب، يضم المطلب الأول الجذور التاريخية للمالية السلوكية وأهم التعريفات المقدمة لها والأهداف التي أنشأت من أجلها، أما في المطلب الثاني فقد تطرقنا إلى الفرضيات الرئيسية التي قامت عليها هذه النظرية، في حين شمل المطلب الثالث التحيزات السلوكية في الأسواق المالية، أما المطلب الأخير فقد تناولنا بعض التفسيرات التي قدمها السلوكيون لمختلف الانحرافات.

المطلب الأول: ماهية المالية السلوكية

من خلال هذا المطلب سنتطرق إلى نشأة المالية السلوكية ومختلف النظريات التي ساهمت في تطويرها بالإضافة إلى تعريفها وأقسامها وأهم الأهداف التي أنشأت من أجلها نظرية المالية السلوكية.

أولاً: نشأة المالية السلوكية

تعود أولى مراحل نشأة المالية السلوكية إلى الاقتصادي آدم سميث وذلك سنة 1759 حيث كان أول من تطرق وحاول إدخال علم النفس في علم الاقتصاد وذلك من خلال كتابه "نظرية المشاعر الأخلاقية The theory of moral sentiments"، فقد وصف من خلاله السلوك البشري على أساس علم النفس والمشاعر والذي يقود إلى اتخاذ القرارات، ثم تبعتها العديد من دراسات التي تشير إلى الارتباط الوثيق بين الاقتصاد وعلم النفس³.

¹: بوكلتوم أعمر، مرجع سابق، ص132.

²: صفية صديقي، مرجع سابق، ص27.

³: Abdulrahman Na'el Hashem, Op.cit, p16.

توالت بعدها الدراسات، ففي سنة 1841 نشر تشارلز ماكاي Charles mackay بحثاً بعنوان "أوهام شعبية غير عادية وجنون الجماهير Extraordinary popular delusions and the madness of crowds" تطرق فيه إلى القرارات الغير العادية للمستثمرين وحماقة الجمهور بحيث حاول تفسير الإضرابات التي تحدث داخل أروقة الأسواق المالية إلى مختلف العوامل النفسية، وقدم كرامب Crump سنة 1874 تفسيراً حول المضاربة وكيف يمكن لها أن تشرح الحوافز النفسية للأفراد، كما تطرق زولا Zola سنة 1891 في كتابه "النقود" إلى العلاقة بين السلوك والمالية محاولاً تفسير نوبات الهلع الجماعية التي تنتاب المستثمرين عند وصول معلومات جديدة لا أساس لها من الصحة سوى أنها إشاعات، وبعدها بست سنوات أي سنة 1897 حاول فشني Fechner وهو أحد مؤسسي علم النفس الإدراكي والتجريبي إيجاد علاقة إحصائية بين علم النفس وعلم المالية، ثم حاول بعد ذلك سيلدن Selden سنة 1912 تطبيق علم النفس بشكل مباشر في الأسواق المالية حيث قال في كتابه المعنون بـ "علم نفس سوق الأسهم Psychology of the stock market" أن أسعار الأسهم تعتمد على عقلية المستثمر¹، وفي سنة 1947 قدم كل من فون نيومن وموفجنسترن Von numan and Movgenstern نظرية المنفعة المتوقعة لسلوك الأفراد والتي قدما من خلال وصفاً علمياً لسلوك الأفراد حيث ارتكزت هذه النظرية على جملة من الفرضيات أهمها: أن الأفراد يتمتعون بإدراك واضح وهم على درجة كبيرة من الوعي عند الاختيار والمفاضلة بين البدائل ومهما كانت الظروف المحيطة بهم فهم يقومون بحساب أرباحهم المتوقعة مقابل الخسائر المحتملة أو المخاطر المتوقعة الحدوث².

وبعد عديد هذه الدراسات التي ظهرت وحاولت ربط علم النفس مع علم المالية وذلك بغية إيجاد بعض التفسيرات لتلك الظواهر الناتجة عن اختلالات فرضية الكفاءة، جاءت دراسة كل من أموس تفيرسكي ودانيال كانيمان Amos tversky and Danial kahneman سنة 1974 واللذين يعتبران أب المالية السلوكية، حيث نشرتا بحثاً بعنوان "الأحكام تحت ظرف عدم التأكد، الاستدلال والتحيز Judgment under uncertainty, heuristics and biases" تم من خلاله وضع الأسس الأولية للمالية السلوكية، وبعدها بخمس سنوات أي سنة 1979 ساهما بعمل يعتبر تطوراً كبيراً في مجال المالية السلوكية من خلال النظرية التي حملت عنوان "نظرية الاحتمال أو

¹: أنظر:

— سحنون مريم، مرجع سابق، ص 79-80.

— حسن شاكر الشمري، حيدر حمودي علي، نظرية المالية السلوكية كمدخل لإدارة المخاطر الفاعلة -دراسة استطلاعية لآراء عينة من العاملين في شركات الصناعة العراقية-، مجلة المثني للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 08، العدد 03، 2018، ص 62.

²: Haider hamoudi ali, Mohamed abdel-samda naeem, **behavioral finance dimensions in financial sustainability**, al-ghari journal of faculty of administration and economics, Vol18, N°03, 2022, p750.

نظرية التوقع Prospect theory والتي وضحت كيف يتخذ المستثمرون قراراتهم عند مواجهة توقعات غير مؤكدة ومخاطر معروفة في خياراتهم الاستثمارية، والتي نالا على إثرها جائزة نوبل سنة 2002¹.

وعلى غرار الدراسات التي تطرقنا إليه في هذه اللوحة حول نشأة المالية السلوكية فقد تخلص هذه الدراسات عديد النظريات أو المفاهيم والنماذج التي بحث وأسست أو كان لها مساهمة في مجال المالية السلوكية ويمكن توضيحها من خلال الجدول التالي²:

الجدول رقم (04): نظريات المالية السلوكية

إسم الباحث	السنة	النظرية/المفهوم/النموذج
هربرت سيمون Herbert simon	1955	نماذج من العقلانية المحدودة
فيستينغر، ريكن وشاشتر Festinger, Riecken and Schachter	1956	نظرية التناظر المعرفي
تفيرسكي وكانيمان Tversky and Kahneman	1974-1973	مقدمة في التحيزات الإرشادية: التوافر، التمثيل، الرسو والتكيف
تفيرسكي وكانيمان Tversky and Kahneman	1979	نظرية التوقع، تحيز النفور من الخسارة
تفيرسكي وكانيمان Tversky and Kahneman	1981	التحيز التأطيري
ريتشارد ثالر Richard thaler	1985	تحيز المحاسبة العقلية
دي بوندت وثالر De bondt and Thaler	1985	نظرية رد الفعل المبالغ فيه في أسواق المال
باربيريس وشليفير وفيشني Barberis, Shleifer and Vishny	1998	نموذج معنويات المستثمرين لرد الفعل الناقص والمبالغ فيه لأسعار الأسهم
مير ستاتمان Meir statman	1999	نظرية تسعير الأصول السلوكية ونظرية المحفظة السلوكية
أندريه شليفير Andrei shleifer	2000	العلاقة بين المالية السلوكية وفرضية كفاءة الأسواق
باربيريس وهوانغ وسانتوس Barberis, Huang and Santos	2001	دمج نظرية التوقع في أسعار الأصول
غرينبلات وكيلوهارجو Grinblatt and keloharju	2001	دور العوامل السلوكية في تحديد سلوك التداول

¹: Look :

– Deepak kumar baser, Parul dashora, **a study of behavioral finance in investment decisions**, international journal of innovative research in technology, Vol10, N°04, September 2023, p557.
– Abdulrahman Na'el Hashem, **Op.cit**, p16.

²: Sujata Kapoor, Jaya m. prosad, **Behavioural finance: a review**, procedia computer science, Vol122, 2017, p53.

أهمية التمويل السلوكي: التحول من النموذج التقليدي أو الإنسان الاقتصادي إلى النموذج الأكثر واقعية	2001	Hubert fromlet هيوبرت فرومليت
استطلاع للمالية السلوكية	2003	Barberis and ثالر Thaler
تأثير التحيزات السلوكية على أسعار الأسهم	2006	Coval and وشومواي Shumway
الآثار المعيارية للمالية السلوكية على المستثمرين الأفراد والرؤساء التنفيذيين	2008	Avanidhar سوبرامانيام subrahmanyam
أثر المحاسبة العقلية على سلوك اختيار المستهلك	2008	Richard thaler ريتشارد ثالر
مقارنة بين المالية السلوكية والمالية التقليدية في شرح أوجه القصور في السوق	2010	Robert بلومفيلد bloomfield
الآثار العملية للمالية السلوكية ومشاعر المستثمرين في استثمار القيمة	2011	Parag parikh باراج باريك
تطور المالية السلوكية من المالية التقليدية	2013	Uzar and أكايا Akkaya

Source: Sujata kapoor, Jaya m.prosad, **Behavioural finance: a review**, procedia computer science, Vol122, 2017, p53.

ثانيا: مفهوم المالية السلوكية

1. تعريف المالية السلوكية Behavioral finance:

تعرف المالية السلوكية على أنها:

أ. **التعريف الأول:** تعرف المالية السلوكية على أنها دراسة التأثيرات النفسية على المحللين الماليين أو المستثمرين¹، أو هي دراسة كيفية تأثير علم النفس في القرارات المالية للأسر والأسواق المالية والمنظمات².

¹: Pooja patil and others, **behavioral finance : a conceptual review**, international journal of enhanced research in educational development, Vol07, N°01, January-february2019, p31.

²: Werner de bondt and others, **behavioral finance: quo vadis?**, journal of applied finance, 2008, p02.

ب. **التعريف الثاني:** المالية السلوكية هي عبارة عن نظام يجمع بين علم النفس وعلم المالية لفهم كيفية اتخاذ القرار بالنسبة للمستثمرين والمتداولين، ويركز على سلوك صنع القرار البشري في السوق المالية والعوامل المؤثرة التي تقود إلى نتائج معينة¹.

ج. **التعريف الثالث:** المالية السلوكية هي ذلك العلم الذي يهدف إلى إعطاء شروحات وتفسيرات للقرارات التي يتخذها المستثمرون، مشتملا التحيزات السلوكية والجوانب العاطفية للمستثمرين المبتدئين والمحترفين معا ومدى تأثير ذلك على عملية صنع القرار².

د. **التعريف الرابع:** هي ذلك التيار المعاصر في المالية، والذي يحاول إيجاد تفسيرات مقبولة ومنطقية لمختلف الانحرافات التي تمت ملاحظتها في الأسواق المالية، وهذا في ظل فشل نظرية كفاءة الأسواق المالية في تفسيرها، والناجمة عن تغير أنماط السلوك لدى المستثمرين من الأفراد والمؤسسات المصدرة لتلك الأصول³.

من خلال التمعن في التعريفات السابقة المقدمة لعلم المالية السلوكية نجد أنها جميعها تؤكد على أن علم المالية السلوكية هو علم يجمع بين علم النفس وعلم المالية، كما تبين أن المالية السلوكية جاءت من أجل تفسير مختلف القرارات التي يتخذها مختلف الفاعلين في الأسواق المالية على اختلاف خبراتهم وأهدافهم ووظائفهم بناء على تأثير مختلف العوامل النفسية.

إذن، فالمالية السلوكية باختصار هي علم تفسيري لقرارات المستثمرين في الأسواق المالية بناءا على مجموعة من العوامل النفسية.

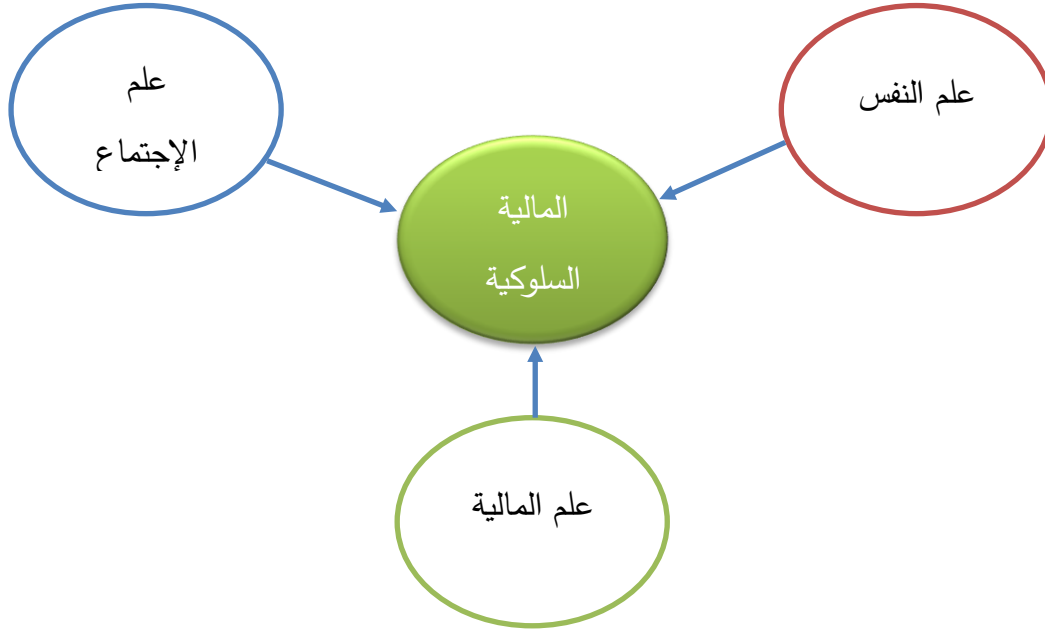
ويمكن توضيح المفاهيم السابقة من خلال الشكل التالي الذي يجمع بين علم النفس وعلم الاجتماع والمالية من أجل تكوين ما يسمى بالمالية السلوكية:

¹: Shicheng yi, **behavioral finance : several key effects of investor decision making**, shs web of conferences, Vol188, 2024, p01.

²: موسى بن منصور، سهام مانع، **مدخل المالية السلوكية في إدارة المحفظة المالية**، دفا تر البحوث العلمية، العدد 11، ديسمبر 2017، ص185.

³: بن حمو عصمت محمد، حراث نخلة، **تحليل العلاقة ما بين المالية السلوكية ونسبة الطلب على الأدوات المالية -دراسة حالة بورصة الجزائر في الفترة (2010-2021)-**، دفا تر MECAS، المجلد 18، العدد 01، جوان 2022، ص456.

الشكل رقم (19): مفهوم المالية السلوكية



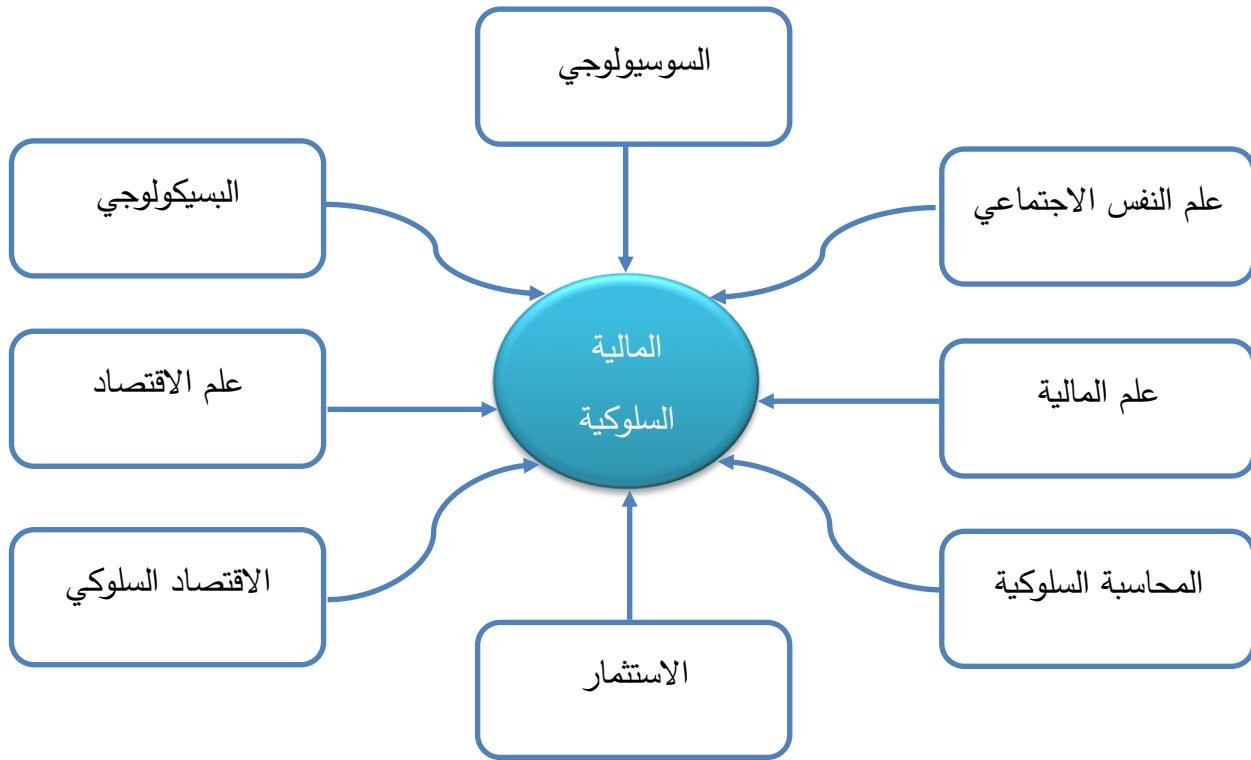
المصدر: حسن شاكر الشمري، حيدر حمودي علي، نظرية المالية السلوكية كمدخل لإدارة المخاطر الفاعلة - دراسة استطلاعية لآراء عينة من العاملين في شركات الصناعة العراقية-، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 08، العدد 03، 2018، ص 63.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن علم المالية السلوكية هو عبارة عن تشكيلة من مختلف الحقول المعرفية ممثلة في علم النفس وعلم الاجتماع بالإضافة إلى علم المالية.

$$\text{المالية السلوكية} = \text{علم النفس} + \text{علم الاجتماع} + \text{علم المالية}$$

كما أن علم المالية السلوكية يتداخل مع عديد العلوم الأخرى وذلك ما سنوضحه من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (20): علاقة المالية السلوكية بمختلف العلوم



Source: Victor ricciardi, **a research starting point for the new scholar: a unique perspective of behavioral finance**, the ICFAI journal of behavioral finance, Vol03, N°03, 2006, p12.

حيث يمكن شرح مختلف العلوم فيما يلي¹:

- **البيكولوجي**: هو ذلك العلم الذي يهتم بالتحقيق في السلوك والعمليات المعرفية للإنسان، وكيف يمكن أن تؤثر مختلف الأساليب بحالة الفرد الجسدية والعقلية والبيئة الخارجية؛
- **السوسيولوجي**: يدرس هذا العلم السلوك المجتمعي للبشر والجماعات، ويركز بدرجة كبيرة على تأثير العلاقات الاجتماعية في مواقف الناس وسلوكهم؛
- **علم النفس الاجتماعي**: يبحث في كيفية تأثير الأشخاص وارتباطهم ببعضهم البعض؛
- **علم الاقتصاد**: هو ذلك العلم الذي ركز على إنتاج الثروة وتخصيص الموارد، وكل ما يتعلق بها من مشاكل مختلفة سواء في العمل أو التمويل ورأس المال أو الضرائب... إلخ؛
- **علم المالية**: يختص بتخصيص رأس المال بما في ذلك الحصول على الموارد المالية اللازمة وتوظيفها واستثمارها وإدارتها؛

¹: Victor ricciardi, **a research starting point for the new scholar: a unique perspective of behavioral finance**, the ICFAI journal of behavioral finance, Vol03, N°03, 2006, p12.

- **المحاسبة السلوكية:** هو ذلك المجال الذي يدرس سلوك (نفسية) المحاسبين وغير المحاسبين وطريقة معالجتهم للمعلومات المحاسبية وتأثرهم بالوظيفة المحاسبية؛
 - **الاقتصاد السلوكي:** هو عبارة عن نظام يدمج بين علم النفس وعلم الاقتصاد محاولاً الإجابة على كيف ولماذا يتخذ الأفراد مختلف القرارات التي تكون أحياناً غير عقلانية وغير مبنية على أسس علمية خاصة ما تعلق بعادات الإنفاق وممارسات الاستثمار والاقتراض؛
 - **الاستثمار:** يهتم بتخصيص الأموال أو رأس المال في الأعمال التجارية والعقارات والأسهم والسندات وما إلى ذلك بغرض الحصول على دخل أو ربح.
- ويمكن تلخيص مفهوم المالية السلوكية من خلال النقاط التالية¹:
- **ماذا؟:** يضم علم المالية السلوكية مختلف العمليات المعرفية والديناميكيات العاطفية المرتبطة بعملية اتخاذ القرارات الاستثمارية من قبل المستثمرين، ويضم في طياته مختلف التخصصات العلمية الاقتصادية والاجتماعية التي تقدم العديد من وجهات النظر في مجال التمويل والاستثمار؛
 - **لماذا؟:** أي لماذا المالية السلوكية، لأنها جات بوجهات نظر جديدة وبفرضيات أخرى بديلة من طرف الأكاديميين، ولأن النظريات السابقة أثبتت عجزها في الكثير من الحالات؛
 - **كيف؟:** وذلك عن طريق استخدام العديد من أساليب البحث المرتبطة بمجالات علم النفس وعلم المالية، والتي درست سلوك الأفراد، المنظمات أو المجموعات والأسواق؛
 - **متى؟:** يعتبر مجال قديم النشأة، فمنذ 25 سنة ظهر هذا المجال وازدهر شيئاً فشيئاً، وفي السنوات الأخيرة ازداد الاهتمام به من خلال مختلف البحوث المترتبة به؛
 - **من؟:** من طرف الباحثين والأكاديميين ومحترفي الاستثمار خاصة في وول ستريت؛
 - **أين؟:** ظهرت من خلال المجالات الأكاديمية والدوريات الخاصة بمجال الاستثمار ومختلف الأطروحات والكتب والمقالات ذات الصلة بالمجال المالي.

2. أقسام المالية السلوكية:

تنقسم المالية السلوكية إلى قسمين هما²:

- أ. **المالية السلوكية الجزئية (BFMI) Behavioral finance micro:** يهتم هذا الفرع من المالية السلوكية بدراسة وفحص السلوكيات أو التحيزات المختلفة للمستثمرين، والتي تميزهم عن باقي المستثمرين العقلانيين أو المستثمرين المنصوص عليهم في النظريات الاقتصادية السابقة؛

¹: Victor ricciardi, **a research starting point for the new scholar: a unique perspective of behavioral finance**, journal in behavioral/experimental finance economics and accounting, March2005, p6.

²: Michael m. pompian, **behavioral finance and welth management**, John wiley and Sons, New jersey, USA, 2006, p09.

ب. المالية السلوكية الكلية (BFMA) Behavioral finance macro: تهتم المالية السلوكية الكلية بوصف الحالات الشاذة والانحرافات في فرضية الكفاءة والتي يمكن لمختلف النماذج السلوكية أن تفسرها.

3. أهداف المالية السلوكية:

تهدف المالية السلوكية إلى ما يلي¹:

- أ. محاولة تحديد المفاهيم المتعلقة بالظواهر التي يمكن أن تؤثر على سلوك المستثمرين في الأسواق المالية، وذلك عن طريق دمج معارف وأدبيات علم النفس؛
- ب. تهدف إلى تفسير التشوهات والانحرافات الملاحظة في الأسواق المالية؛
- ج. العمل على إقترح نموذج يأخذ في الاعتبار العوامل النفسية للمستثمرين من أجل الفهم الجيد لسير الأسواق المالية؛
- د. محاولة فهم مختلف القرارات المالية في المؤسسة خاصة ما تعلق بسياسية التمويل؛
- هـ. دراسة الجوانب الاجتماعية والنفسية والعاطفية، وتحاول فهم التصرفات الغير عقلانية للمستثمرين.

المطلب الثاني: الفرضيات الرئيسية للمالية السلوكية

قامت نظرية المالية السلوكية على فرضيتين رئيسيتين يمكن القول أنها تتبع من تصرفات المستثمرين وتتعلق بهم، الفرضية الأولى والتي تقول أن المستثمرين غير عقلانيين، أما الفرضية الثانية فتبنت مفهوم محدودية التحكيم بالنسبة لفئة المحكمين في الأسواق المالية.

أولاً: لاعقلانية المستثمرين

تهدف نظرية المالية السلوكية إلى تفسير وشرح الحالات الغير عادية والانحرافات التي تمت ملاحظتها في الأسواق المالية، حيث تقوم على دراسة سلوك المستثمرين وملاحظة درجة الترابط بينهم، مما يسلط الضوء على نوع من غياب العقلانية في تصرفاتهم خاصة أثناء تفاعلهم مع المعلومات المتاحة في السوق، حيث كانت هذه السمات الجماعية الديناميكية في الأسواق المالية مُتجاهلة في النظرية المالية التقليدية، مثل نظرية

¹: أنظر:

— سعيدة بن ثابت، محاولة تقييم أداء أسواق الأوراق المالية في ظل نظريتي كفاءة الأسواق المالية والمالية السلوكية (حالة

أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة للفترة 2013-2019)، ص 98.

— صفية صديقي، مرجع سابق، ص 30-31.

كفاءة الأسواق المالية، التي تفترض عادةً أن جميع المستثمرين يتمتعون بالعقلانية والرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

ومن أجل هذا، أنت نظرية المالية السلوكية لتبين وتشرح التفاعل الحادث في الأسواق المالية بين هاتين الفئتين الرئيسيتين، فئة المستثمرين العقلانيين الذي يتسمون بالرشد في اتخاذ القرارات وفئة المستثمرين الغير العقلانيين أو كما يطلق عليهم تجار الضوضاء Noise traders، والذين وصفهم أندري أورليان بأنهم تلك الفئة التي تقوم ببناء توقعاتهم بطريقة غير عقلانية ولا تمت للأصول العملية والاقتصادية بأي صلة، حيث تكون توقعاتهم مبنية إما على أساس إشارات خاطئة أو باتباع استراتيجيات غير مدروسة، وبالتالي تكون استثماراتهم غير مبنية على أساس ماهو متاح من معلومات في السوق وهو ما يحول دون تحقيقهم لأي ربح.

نتج عن هذا الترابط والتأثير بين الفئتين السابقتين إلى ظهور تجمعات من الأفراد تسلك نفس السلوك ونفس الاتجاه نتيجة التقليد والمحاكاة فيما بينهم، مما يجعل السلوكيات غير العقلانية مترابطة فعوض أن تلغي بعضها البعض شكلت ما يعرف بسلوك القطيع كأحد التصرفات الغير عقلانية، وهذا ما يزيد من احتمالية ظهور العديد من التصرفات الأخرى الغير مدروسة¹.

ومن ضمن العوامل التي تدفع إلى ظهور السلوكيات الغير عقلانية للمستثمرين نجد²:

1. **كيفية تحصيل المعلومة:** تعتبر المعلومات أساس اتخاذ القرار بالنسبة للمستثمر، ولذلك يعتبر الحكم الأول على المعلومات صعب التغيير نتيجة تثبيته في العقل وعليه يتم بناء كافة القرارات؛
2. **كيفية عرض الخيارات والبدائل:** ومن هنا ظهر ما يعرف بطريقة التأطير، ويتم خلالها التلاعب والتحايل بالألفاظ، مما يؤثر على اختيار المستثمر؛
3. **الحالة المزاجية والعاطفية:** تؤثر الحالة المزاجية للمستثمر على قرار الاستثمار، فالحالة المزاجية الجيدة تدفع به إلى التفاؤل اتجاه المعلومات، أما عند تقلب مزاجه فإنها تضع في حالة من الشك والريبة اتجاه المعلومات وبالتالي تأخر اتخاذ القرار أو التحفظ عليه أو ربما حتى إغائه؛
4. **التأثير المجتمعي:** تؤثر الانتماءات المجتمعية المختلفة للمستثمر على قراره، وكذلك المستوى التعليمي، وبشكل عام يؤثر المحيط بمختلف الأفكار ووجهات النظر على المستثمر؛
5. **المؤثرات الخارجية:** مثل الأوضاع المالية للمؤسسة، الأخبار الكاذبة، الإشاعات، النصائح وحتى المنجمين...إلخ.

¹: بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، مرجع سابق، ص 92-93.

²: سعيدة بن ثابت، محاولة تقييم أداء أسواق الأوراق المالية في ظل نظريتي كفاءة الأسواق المالية والمالية السلوكية (حالة أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة للفترة 2013-2019)، ص 102-103.

ثانيا: محدودية التحكيم

من ضمن المبادئ والفرضيات التي أتى بها أنصار نظرية الكفاءة هي اتصاف المستثمرين بالرشادة والعقلانية وكذلك وجود فئة يطلق عليهم بالمحكمين، وهي تلك التي تتحمل الآثار التي يتركها المستثمرين الغير عقلانيين، لكن مع مرور الوقت اتضح عكس ذلك في الواقع، حيث تبين وجود مثل هذه الفئة (المستثمرين الغير عقلانيين) ليس بالأمر العشوائي، كما اتضح ترابط سلوكيات هذه الفئة الغير عقلانية مع بعضها البعض مما شكل اتجاها سعريا معينا، هذا الأمر دفع بفئة المحكمين إلى تلقي جملة من المخاطر الصعب تحملها، مثل خطر السيولة فقد لا يتمكن المحكمون من توفير السيولة لشراء الأوراق المالية اللازمة من أجل تصحيح مسار ومستوى الأسعار وإعادتها إلى مستواها الحقيقي، مما يدفعهم ربما إلى الإقتراض وما يشمله من مخاطر، وأيضاً من جملة المخاطر التي من الممكن أن يتعرض لها المحكمون هو الخطر التنافسي عند محاولتهم تصحيح مستوى الأسعار في الوقت الذي يحقق فيه مستثمرون آخرون أرباحاً قد يتحمل المحكم ويتكبد خسائر كبيرة، إذن يتضح لنا أن عملية التحكيم محدودة الأثر ولا تخلو من مخاطر كما أنها قد لا تلغي الفارق السعري بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية¹، بالإضافة إلى المخاطر السابقة التي قد يتعرض لها فئة المحكمين والتي من الممكن أن تحد من عملية التحكيم، يمكن الإشارة أنه قد يكون لهذه العملية أثر عكسي، ويقصد به مساهمة المحكمين أنفسهم في اختلال توازن السوق عوضاً عن تصحيحه، وهو ما يعرضهم لجملة من الانتقادات ويضعهم محل شك في قدرتهم على معرفة القيمة الحقيقية انطلاقاً من تفسير إشارات السوق، أي معرفة إذا كان التغير الحاصل في السعر حدث بسبب خطأ في تقدير قيمة الأصل المالي، أو أنه استجابة عقلانية لتغير في العوامل الأساسية، كما أنهم قد يسلكون سلوك الأغلبية والسير مع التيار والتخلي عن الدور المنوط بهم في نظرية الكفاءة، مما يلغي أثرهم ويؤكد مرة أخرى على محدودية التحكيم².

المطلب الثالث: التحيزات السلوكية في الأسواق المالية

تتعدد تقسيمات التحيزات السلوكية التي تدفع بالمستثمر إلى اتخاذ قرارات لاعقلانية، فهناك من يقسمها حسب مجال تأثيرها إلى التحيزات المؤثرة على توقعات (تنبؤات) المستثمرين Forecast biases والتحيزات المؤثرة على تفضيلات المستثمرين Preference biases، وهناك تقسيم آخر يقسمها إلى التحيزات الإدراكية أو المعرفية Cognitive biases والتحيزات العاطفية أو الإنفعالية Emotional biases وهو ما سنعتمده في تقسيمنا.

¹: برارمة ريمة، مهادي سلمى، أثر الزخم على سلوك عوائد المحافظ المالية وتقلباتها الشرطية في بورصة باريس، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 08، العدد 02، جوان 2020، ص 34.

²: صفية صديقي، مرجع سابق، ص 38-39.

حيث يقصد بالتحيزات المعرفية أو الإدراكية هي تلك التحيزات القائمة على المنطق المعرفي الخاطئ، وتتبع من الأخطاء الإحصائية أو معالجة المعلومات أو أخطاء الذاكرة أي هي نتيجة للاستدلال الخاطئ، بينما يقصد بالتحيزات العاطفية أو الإنفعالية هي تلك المتأنتية من المشاعر أو العواطف، وتتبع من الدافع أو الحس وهي ناتجة عن المشاعر¹.

أولاً: التحيزات الإدراكية Cognitive biases

يتم تقسيم التحيزات الإدراكية أو المعرفية إلى قسمين: تحيز المعتقدات أو التحيز في الإعتقاد و تحيز معالجة المعلومات:

1. تحيزات الإعتقاد Belief biases:

أ. **تحيز التنافر المعرفي Cognitive dissonance bias**: يقصد بهذا التحيز تعارض المعلومات المكتسبة حديثاً مع المعلومات والمفاهيم الموجودة مسبقاً لدى الفرد أو المستثمر، فالتنافر المعرفي هو حالة من عدم التوازن تحدث عندما تتقاطع مختلف الإدراكات والمعارف تتناقض فيما بينها، وتنشأ هذه الحالة لدى المستثمر عند محاولته المواءمة بين مختلف الإدراكات من أجل التخفيف والإرتياح الذهني، فمثلاً لو أقدم مستثمر أو مستهلك على شراء منتج ما مثلاً هاتف محمول معتقداً أنه الأفضل، ثم ظهرت معطيات جديد أو إدراك جديد بأن هناك هاتف محمول أفضل منه مما يجعله في حالة عدم التوازن فيحدث التنافر المعرفي لتخفيف الإنزعاج المرتبط بعملية الشراء الأولى².

ب. **تحيز المحافظة Conservatism bias**: ويقصد بتحيز المحافظة هو ميل الأفراد إلى المحافظة على الوضع الراهن أو الوضع الحالي حتى وإن كانت هناك بعض التغيرات في المعطيات أو الظروف، أو ربما هو التغير البطيء اتجاه المتغيرات الجديدة مما يأخذ فترة طويلة نسبياً للتأقلم معها³، ومن ضمن الأسباب التي تدفع بالمستثمر إلى الميل للمحافظة⁴:

- الخوف من الخطأ عند اتخاذ القرار؛

- تعدد البدائل مما يجعل عملية اتخاذ القرار صعبة.

ج. **تحيز التأكيد Confirmation bias**: يعني أن الأفراد يميلون إلى الأفكار التي تدعم آرائهم أو يميلون للمعلومات التي تدعمها ويتجاهلون البقية، ففي المجال المالي يميل المستثمر عادة

¹: Michael pompiant, **behavioral finance and wealth management**, wiley finance, 2nd edition, 2012, p74.

²: **Op.cit**, p81.

³: Jay r. ritte, **Behavioral finance**, pacific-basin finance journal, Vol11, N°04, September 2003, p5.

⁴: سحنون مريم، **مرجع سابق**، ص 95-96.

إلى البحث عن المعلومات التي تدعم فكرته الأصلية حول الاستثمار بدلا من البحث عن تلك المعلومات التي تتعارض معها، مما يدفع إلى اتخاذ قرارات خاطئة لأن المعلومات كانت تدعم جانبنا واحدا حتى وإن كانت خاطئة¹.

د. **التحيز التمثيلي Representativeness bias**: يعد شكلا من أشكال التحيز الإدراكي أو المعرفي، ويعتبر كل من الباحثان أموس تفيرسكي ودانيال كانيمان Amos tversky and Danial kahneman أول من تطرقا له، ويقوم على مبدأ "قانون الأعداد الصغيرة law of small number"، حيث يقصد بهذا التحيز أن المستثمرين يتصرفون وفق مبدأ تشابه الخصائص الإحصائية للعينات الصغيرة والكبيرة، فعلى سبيل المثال يقدر المستثمر أو الفرد احتمالية وقوع الحدث "أ" من خلال تقدير احتمال تشابهه مع الحدث "ب" الذي قد وقع مسبقا أو من المحتمل أن يقع لاحقا، فإذا كانت احتمالية وقوع الحدث "ب" كبيرة لكان استنتاجهم أن الحدث "أ" بالتأكيد سيقع حتى وإن كان احتمال حدوثه ضئيلا جدا، وهذا بمجرد أن هناك تماثل في الخصائص بين الحدثين².

هـ. **تحيز وهم السيطرة Illusion of control bias**: التحيز الوهمي للسيطرة أو التحيز الوهمي للتحكم هو تحيز يميل فيه الأفراد إلى الاعتقاد بأنه بإمكانهم التحكم والسيطرة على النتائج أو التأثير عليها في حين يثبت الواقع عكس ذلك، ونتيجة لهذا التحيز قد يقدم المستثمرون على³:

- **التداول المفرط**: لقد استنتج الباحثون أن المتداولين خاصة عبر الأنترنت الذين يعتقدون أن لديهم سيطرة على نتائج استثماراتهم يقدمون على التداول بشكل مفرط ومبالغ فيه، مما قد يؤدي إلى تحقيق عوائد أقل من تلك التي يمكن تحقيقها في حالة الاحتفاظ بالأوراق المالية والتداول بشكل أقل؛

- **عدم تنوع المحافظ الاستثمارية بشكل كاف**: لقد وجد الباحثون أن بعض المستثمرين يفضلون الاستثمار في الشركات التي يشعرون أنهم يملكون بعض السيطرة عليها، مثال الشركات التي يعمل بها هؤلاء المستثمرين مما يدفع بهم للاحتفاظ بأسهمها لفترة طويلة وعدم تنوع محافظهم الاستثمارية، ولكن الواقع أثبت عكس ذلك فهم لا يملكون

¹: Yogita yadav, Shivanand, **Behavioral finance: concepts and conventions**, international journal for innovations in engineering science and management, Vol02, N°11, November 2014, p22.

²: عبد الرحمان بن سانية وآخرون، **ال خلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال**، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 01، العدد 02، ديسمبر 2017، ص18.

³: Michael m. pompian, **behavioral finance and investor types**, wiley finance, 2012, p59.

أي سيطرة في الحقيقة وهو ما يعرضهم لمخاطر الاستثمار الناتجة عن قلة التنوع ومخاطر فقدان الوظيفة في حالة تصفية الشركة أو كان أداؤها سيئاً.

و. **تحيز الإدراك المتأخر Hindsight bias:** وهي تلك الحالة التي يحاول فيها الفرد إقناع نفسه بأنه كان قادراً على توقع الأحداث قبل وقوعها، وحتى بعد وقوع تلك الأحداث يستمر الأفراد في بصيرتهم أو في قرارة أنفسهم في نفس الاعتقاد¹، ويرجع علماء النفس هذا التحيز إلى الفطرة الإنسانية وما يصاحبها من محاولة لتفسير الأحداث والزرع بأنه كان يمكن التنبؤ بها مما ينتج عنه خلق روابط خاطئة بين السبب والنتيجة، وأفضل مثال على هذا التصريحات التي أطلقها المستثمرون عقب حدوث الانهيار في الأزمة المالية العالمية بأن الدلائل على وجود فقاعة كانت واضحة وبالرغم من ذلك فإنهم شاركوا في وقوعها².

2. تحيزات معالجة المعلومات Information processing biases:

أ. **تحيز المحاسبة العقلية أو الذهنية Mental accounting bias:** تطرق إليه كل من الباحثان أموس تفيرسكي ودانيال كانيمان Amos tversky and Danial kahneman سنة 1981، ويقصد به ميل الأفراد إلى تقسيم الأحداث المختلفة في حسابات ذهنية، وفي مجال الأسواق المالية يظهر هذا التحيز من قيام المستثمرين بتقسيم مواردهم المالية إلى حسابات منفصلة لأسباب متعددة، ويمنحون لكل جزء منها تقييماً مختلفاً اعتماداً على مصدرها³.

ب. **تحيز التثبيت والتعديل (التكيف) Anchoring and adjustment bias:** يتعبر تحيز التثبيت والتعديل عبارة عن إرشاد معرفي أو توجيه مسبق يتم من خلاله اتخاذ القرار بناء على قيمة أولية تعتبر بداية الانطلاق ثم بعدها يتم التعديل عليها وتكييفها حسب ما هو مطلوب من أجل الحصول على الإجابة النهائية أو التقدير النهائي، وتختلف الطرق التي يتعمدها الأفراد في إعطاء القيمة الأولية التي تكون بداية الانطلاق لكن معظمها تكون غير كافية وتؤدي إلى تقديرات نهائية متحيزة⁴.

ج. **تحيز التأطير Framing bias:** وتسمى أيضاً بطريق عرض المشكلة أو طريق عرض الخيارات المتاحة على الأفراد وطريقة تأطيرها، حيث يمكن أن يؤثر عرض نفس الموضوع بطرق مختلفة

¹: Kremena Bachmann and others, **behavioral finance for private banking**, John Wiley and Sons, New Jersey, USA, 2018, p32.

²: سيرين خالد الحموي، مرجع سابق، ص44.

³: عبد الرحمن بن سانية وآخرون، أثر التحيزات العاطفية للمستثمر على عوائد الأسهم وتقلباتها الشرطية - حالة مؤشر داو جونز -، مجلة الباحث، العدد 17، 2017، ص95.

⁴: Anastasios konstantinidis, **from efficient market hypothesis to behavioural finance: can behavioural finance be the new dominant model for investing?**, scientific bulletin-economic sciences, Vol11, N°2, 2012, p20.

على قرارات الأفراد وعلى ردود أفعالهم وهو ما يسمى بتحيز التأطير¹، حيث قدم الباحثان أموس تفيرسكي ودانيال كانيمان Amos tversky and Danial kahneman مثالا في ذلك من خلال تجربتهم وعرضهم لمشكلتين كالتالي²:

المشكلة الأولى: لديك البرنامجين التاليين، اختر بينهما:

- البرنامج أ: فرصة 25% للفوز بمبلغ 240 دولار و 75% لخسارة 760 دولار.
 - البرنامج ب: فرصة 25% للفوز بمبلغ 250 دولار و 75% لخسارة 750 دولار.
- في المشكلة الأولى سيختار الجميع البرنامج "ب" على البرنامج أ لأنه البرنامج المسطير والاختيار العقلاني والسليم.

المشكلة الثانية: إليك الزوج التالي من القرارات، اختر القرار المناسب:

- البرنامج الأول: اختر بين الخيارات التالية:

ج: ربح مؤكد ل 240 دولار.

د: 25% لربح 1000 دولار و 75% لربح لا شيء.

- البرنامج الثاني: اختر بين الخيارات التالية:

هـ: خسارة مؤكدة ل 750 دولار.

و: 75% لخسارة 1000 دولار و 25% لخسارة لا شيء.

في المشكلة الثانية 73% من الذين استجوبهم الباحثان أموس تفيرسكي ودانيال كانيمان Amos tversky and Danial kahneman اختاروا "ج" و "و"، بينما 3% فقط اختاروا "د" و "هـ"، وفي الحقيقة "د" و "هـ" يعادلان البرنامج "ب" في المشكلة السابقة، و "ج" و "و" معا ليسا أكثر من البرنامج "أ" في المشكلة الأولى.

بالرغم من أن الخيارات متطابقة في المشكلتين السابقتين إلا أن طريق عرضها والإطار الذي قدمت به أثرت على قراراتهم.

د. تحيز الإتاحة (التوفر) Availability bias: تحيز الإتاحة أو التوفر هو عبارة عن تحيز في

معالجة المعلومات يسلك فيه الأفراد منهجا إرشاديا، ويعرف أيضا باسم القاعدة العامة أو الإختصار العقلي، حيث يؤدي هذا التحيز بالأفراد إلى اتخاذ قرارات بناء على النتائج التي يسهل تذكرها، ويتعبرون أن النتائج التي يسهل تذكرها احتمالية وقوعها أكبر من تلك التي

¹: Abdulrahman Na'el Hashem, Op.cit, p20-21.

²: Edwin t. burton, Sunit n. shah, behavioral finance understanding the social cognitive and economic debates, john wiley and sons, New jersey, USA, 2013, p104-105.

يصعب عليها تذكرها ويمكن تسميته بتحيز الذاكرة بحيث يتذكر الأفراد دائما الأحداث الأخيرة فقط ويجعلونها منهجا لاتخاذ القرارات¹.

هـ. **تحيز الإسناد الذاتي: Self-attribution bias**: يقصد بتحيز الإسناد الذاتي هو ميل الأفراد وانحيازهم أثناء تصنيف النجاح والفشل، ففي حالة النجاح فإنهم يميلون إلى نسبته لأنفسهم وذواتهم وإلى جهودهم الخاصة ولكن في حالة الفشل فإنه يميلون إلى إرجاع هذا الفشل إلى سوء الحظ أو إلى شخص آخر، فمثلا في مجال الاستثمار فإن العملاء ينسبون بعض الاستثمارات الناجحة لهم في حين يلومون مستشاريهم على الاستثمارات الخاسرة بالرغم أنهم هم من اتخذ القرار في كلتا الحالتين².

و. **تحيز النتائج Outcome bias**: يعتبر الباحثان بارون و هيرشي Baron and Hershey (1988، 1992) أول من وضع تصورا لأثر النتائج على القرارات، ووفقا لتعريفهم يقصد بتحيز النتائج أن الأفراد أو المستثمرين يتخذون القرارات وفقا للنتائج السابقة، وبطريقة أخرى يكون التقييم أو القرار متحيزا نحو النتيجة حتى عندما يكون لدى المستثمر جميع المعلومات ذات الصلة بالقرار، ويلاحظ القرار المناسب بنفسه ولكنه يستخدم النتائج السابقة في عملية التقييم³.

ثانيا: التحيزات العاطفية Emotional biases

ونجد ضمن هذه المجموعة من التحيزات مايلي:

1. **الثقة المفرطة Overconfidence**: يقصد بتحيز الإفراط في الثقة أن المستثمرين يبالغون في تقدير مهاراتهم وخبراتهم، مما يقلل من قدراتهم على اتخاذ قرارات سليمة، حيث يمكن أن يؤدي هذا التحيز في مجال الاستثمار إلى الكثير من المشاكل، منها الإفراط في التداول، وتقليل التنوع والمخاطرة أكثر من اللازم، مما يدفع إلى تحمل مخاطر غير ضرورية أو اتخاذ قرارات استثمارية غير عقلانية وبشكل غير مبرر⁴.

2. **تحيز النفور من الخسارة Loss aversion bias**: ويقصد به أن المستثمرين يميلون إلى الاحتفاظ بالأصول الخاسرة أثناء انخفاض أسعارها بغية تجنب الخسائر في حال التخلص منها، وبيع الأسهم الربحية سريعا، وينتج هذا التحيز عن الشعور الملاحق والمصاحب للخسارة والربح حيث أن الأفراد

¹: Michael m. pompian, **behavioral finance and investor types**, p67.

²: Kremena Bachmann and others, **Op.cit**, p32.

³: Robert m. gillenkirch, Louis velthuis, **delegated risk-taking accountability and outcome bias**, journal of risk and uncertainty, Vol67, N°2, p141.

⁴: Lakshkaushik dattatraya puri, **a study of behavioral finance and its applications**, mukt shabd journal, Vol13, N°04, April2024, p829.

يشعرون بالأسف الشديد في حال الخسارة بدرجة تعادل ضعف الفرحة المحققة من الأرباح، وهذا ما يدفعهم إلى السلوك الغير عقلاني (تجنب الخسائر وتحمل المخاطرة) مما يؤثر على أداء محافظهم الاستثمارية وقد يعرضها لمخاطر كبيرة¹.

3. تحيز النفور من الندم Regret aversion bias: يستخدم مصطلح النفور من الندم لوصف مشاعر الندم التي يمر بها الأفراد بعد اتخاذ خيار يتبين بعدها أن سيئ أو كان من الممكن أن يكون أفضل من ذلك، وهو تحيز عاطفي يدفع بالمستثمر إلى تجنب اتخاذ القرار الاستثماري خوفا من اإن يكون القرار سيئا، ففي بعض الحالات يحتفظ المستثمر بالأصول المالية خوفا من بيعها ثم ترتفع قيمتها مستقبلا مما يجعلهم يشعرون بالندم نتيجة هذا القرار².

4. تحيز التفاؤل Optimism bias: ينشأ هذا التحيز عن اعتقادات الأفراد وتفاؤلهم بشأن المستقبل، مما يدفعهم للتقدير الغير منطقي لقيمة الأصل المالي والتقليل من تقلباته، مع الأخذ في الحسبان أن معلوماتهم دقيقة لاتخاذ قرار ما أو أداء مهمة معينة، يؤثر هذا النوع من التحيز على المستثمرين عديمي الخبرة وكذلك على المحللين الماليين³.

5. تحيز تجنب الغموض Ambiguity aversion bias: ويقصد بتجنب الغموض كراهية المستثمر لأي استثمار لا يملك أية معلومة متعلقة به، فهو حالة ينفر فيها المستثمر من عدم التأكد، ومن مظاهر هذا التحيز إحجام المستثمر عن القيم باستثمارات جديدة أو التداول في أسهم الشركات المدرجة حديثا وذلك بسبب الغموض وقلة المعلومات حولها وخوفا من النتائج المستقبلية الغير معروفة⁴.

6. سلوك القطيع Herd behavior: يجعل هذا التحيز المستثمرين يشعرون بالحاجة إلى الانضمام إلى مجموعات استثمارية والإعتماد عليها في صنع القرار بدلا من استخدام ما بحوزتهم من معلومات، ينتج هذا التحيز عن التأثير الاجتماعي وكذلك بسبب قلة المعلومات لدى المستثمر وقلة ثقته بنفسه أثناء

¹: سعيدة بن ثابت، محاولة تقييم أداء أسواق الأوراق المالية في ظل نظريتي كفاءة الأسواق المالية والمالية السلوكية (حالة أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة للفترة 2013-2019)، ص 105-106.

²: Look :

– Kent h. baker, John r. nofsinger, behavioral finance investors corporations and markets, john wiley and finance, New jersey, USA, 2010, p322.
– Michael m. pompian, behavioral finance and investor types, p77.

³: سعيدة بن ثابت، محاولة تقييم أداء أسواق الأوراق المالية في ظل نظريتي كفاءة الأسواق المالية والمالية السلوكية (حالة أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة للفترة 2013-2019)، ص 104.

⁴: سيرين خالد الحموي، مرجع سابق، ص 46.

اتخاذ القرار مما يجعله يتبع نهج أقرانه لكي يشعر بنوع من الرضا عن نفسه، ويكون عادة هذا السلوك من المستثمرين عديمي الخبرة¹.

تعتبر التحيزات السابقة أهم التحيزات السلوكية سواء الإدراكية أو العاطفية والتي أنت بها المالية السلوكية في محاولة لتفسير بعض انحرافات الأسواق المالية.

المطلب الرابع: تفسير المالية السلوكية لبعض انحرافات الأسواق المالية

لقد حاول أنصار المالية السلوكية تقديم تفسيرات لمختلف الظواهر الشاذة والانحرافات الملاحظة في الأسواق المالية من خلال مختلف التحيزات الإدراكية والعاطفية، حيث يوضح الجدول التالي تفسيراً لبعض انحرافات وألغاز الأسواق المالية:

الجدول رقم (05): تفسيرات بعض انحرافات الأسواق المالية

الإنحراف	تفسير المالية السلوكية
أثر نهاية السنة End of year effect	فُسر هذا الأثر من قبل السلوكيين من خلال تحيزين: أ. استخدم تحيز المحاسبة العقلية أو الذهنية Mental accounting bias، وذلك باعتبار أن المكافآت والتعويضات يتم صرفها في نهاية السنة أو في بدايتها فيتم معاملتها وفق تحيز المحاسبة العقلية على أنها تختلف عن الراتب العادي، وهو ما يدفع بالمستثمر إلى الإقبال على المخاطرة وتوسيع محفظته المالية؛ ب. تفسير آخر قدمه السلوكيون لأثر جانفي وذلك من خلال تحيز التفاؤل، حيث لوحظ أن مزاج المستثمر يكون جيداً في بداية العام باعتبار أنها بداية عام جديدة ويمكن أن تتحسن الأوضاع أو قد يكون هناك جديد في العام بشأن مستقبله أو استثماراته مما يرفع من تفاؤله بشكل غير عادي (الإفراط في التفاؤل)، وهذا ما يجعله يقبل على تحمل المخاطر نتيجة للتفاؤل المفرط وسرعان ما يصاب بخيبة الأمل لأن الواقع كان عكس توقعه.

¹: أنظر:

— سعيدة بن ثابت، من فرضية كفاءة السوق إلى التمويل السلوكي، مجلة آفاق علمية، المجلد 12، العدد 03، 2020، ص 466.

— صلاح الدين محمد أمين الامام، صباح جلال مهدي الجوادي، تأثير العوامل السلوكية على تفضيلات المستثمرين في اطار نظرية الاستثمار السلوكية -دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية-، مجلة كلية التراث الجامعة، العدد 35، 2023، ص 196.

يميل المستثمرين في شهر رمضان خاصة في البلدان الإسلامية إلى أن يكونوا أكثر ارتياحا باعتباره شهر رحمة وشهر إيماني، وهو ما يؤثر على حالتهم النفسية والمزاجية ويجعلهم أكثر تفاؤلا، يظهر هذا التفاؤل على سلوكياتهم الاستثمارية من خلال إقدامهم على المزيد من الاستثمارات ذات المخاطر المرتفعة.	أثر شهر رمضان Ramadan effect
يقصد بظاهرة الزخم استمرار الأسهم الرابحة في الماضي بنفس الأداء في المستقبل وكذلك الحال بالنسبة للأسهم الخاسرة، وقد تم تفسير هذا الأثر من خلال تحيز النفور من الخسارة، فهذا يدفع بالمستثمر إلى التخلي عن الأسهم الرابحة وبيعها لتحقيق الربح والاحتفاظ بالأسهم الخاسرة لفترة معينة تجنباً للخسارة، دون أي يراعي المستثمر أو يتفاعل مع المعلومات الجديدة المتوفرة في السوق المالي.	أثر الزخم Momentum effect
فُسِر أثر الطقس من خلال تحيز تفاؤل المستثمر، فالطقس يؤثر على نفسية المستثمر فإذا كان الجو ربيعياً فإنه يحسن مزاج المستثمر ويضعه في حالة من التفاؤل (تحيز التفاؤل) وهذا ما يؤثر على قراراته وتصرفاته والعكس صحيح.	أثر الطقس Weather effect
تم تفسير هذا الظاهر من خلال تحيز النفور من الخسارة، فكراهية المستثمرين لخسارة يجعلهم يحتفظون لفترات طويلة بالأسهم الخاسرة أملين أن تعود إلى قيمتها الحقيقية، وبييعون الأسهم الرابحة خوفاً من انخفاض أسعارها وضياح الأرباح، إلا أن هذا السلوك من شأنه أن يؤثر على أداء المحافظ الاستثمارية لأنها افتقدت التنوع وهو ما يعرضها لمخاطر مرتفعة.	لغز الراح/الخاسر Winer/Loser

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على: عبد الرحمان بن سانية وآخرون، الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 01، العدد 02، ديسمبر 2017، ص 26.

المبحث الثالث: التلاعبات في الأسواق المالية

تتعدد الانحرافات في الأسواق المالية وتتنوع فقد تحدث الانحرافات بصورة عشوائية وطبيعية وغير مفتعلة مُشكِلةً انحرافاً سرعان ما يختفي أثره بفعل التعلم، وقد تحدث بصورة مفتعلة وعن طريق نية مُبَيَّنة للتأثير على عمل وآداء الأسواق المالية وعلى أسعار الأوراق المالية وهو ما يطلق عليها بالتلاعبات، لذلك سنحاول في هذا المبحث التقرب أكثر من مفهوم مصطلح التلاعبات وما يتعلق بها، وذلك من خلال المطلب الأول الذي شمل مختلف المفاهيم المتعلقة بها، وفي المطلب الثاني سنتطرق إلى أنواع التلاعبات والتقنيات المختلفة للتلاعب في الأسواق المالية، أما المطلب الثالث فقد شمل الآثار السلبية التي تتركها التلاعبات سواء في الأسواق أو المستثمرين أو على الاقتصاد، في حين تناولنا في المطلب الأخير بعض الحلول المساعدة للتقليل والحد منها.

المطلب الأول: مفاهيم متعلقة بالتلاعبات

سننتظر في هذه الجزئية إلى تعريف التلاعب وماذا يقصده به في مجال الأسواق المالية إضافة إلى مختلف المفاهيم التي تحمل نفس المعنى وتؤدي نفس القصد، ونبين أهم الفئات التي تتلاعب بالأسواق المالية.

أولاً: تعريف التلاعب في الأسواق المالية

1. لغة: يؤخذ مصطلح التلاعب في اللغة من كلمة "اللعب" وهي كلمة مضادة للجد، وورد شرح مصطلح

"تلاعب" في المعجم الوجيز كالتالي: "تلاعب: لعب، والألعاب: الكثير اللعب، والماكر المُداور"، إذن فالتلاعب لغوياً يقصد به العبث والمكر والمُداورة¹.

2. إصطلاحاً: لم يتفق الإقتصاديون على تعريف واحد للتلاعب في مجال الأسواق المالية وإنما تعددت

التعاريف سواء لاختلاف وجهات النظر أو لاختلاف القوانين، ونذكر منها:

أ. التعريف الأول: يستخدم مصطلح التلاعب في الأسواق المالية ليقصد به التداول الذي يتم

بقصد رفع أو خفض سعر الأوراق المالية، كما عرفه Cherian و Jarrow سنة 1995 بأنه

التداول من قبل فرد أو مجموعة من الأفراد بطريقة تُؤثر على سعر السهم لصالحهم، ويُشار

أيضاً إلى مصطلح "التلاعب بالسوق" بأنه استراتيجيات التداول أو الإجراءات المتخذة للتأثير

على أسعار الأوراق المالية².

ب. التعريف الثاني: يقصد بالتلاعب في السوق عملية تضخيم (رفع) سعر الورقة المالية أو

تقليصها (خفض) بشكل مصطنع من قبل فرد أو مجموعة من الأفراد من أجل خداع المستثمرين

وكسب الربح، حيث يمكن التلاعب بسعر السهم مثلاً عن طريق تسريب معلومات مضللة أو

غير صحيحة عن الشركة، أو الحد من عدد الأسهم المتاحة للجمهور، أو تغيير الصفقات أو

عروض الأسعار من أجل خلق طلب زائف على الأوراق المالية، ويمكن تعريف التلاعب

بالسوق بأنه أي تدخل في العرض والطلب الحقيقيين على الأسهم لغرض غير مشروع أو

خادع³.

¹: عبد الله بن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية -دراسة فقهية-، مجلة الجمعية الفقهية السعودية، العدد 17، جانفي 2013، ص 364-365.

²: Carol alexander, Douglas cumming, corruption and fraud in financial markets: malpractice misconduct and manipulation, john wiley and sons, 1st edition, United kingdom, 2020, p19.

³: Haya a. al-thani, detecting market manipulation in stock market data, a thesis submitted to the faculty of the college of engineering in partial fulfillment of the requirements for the degree of masters of science in computing, college of engineering, Qatar university, Qatar, juin 2017, p4.

ج. **التعريف الثالث:** عرفت لجنة الأوراق المالية الأمريكية التلاعب في الأسواق المالية بأنه السلوك المتعمد والمخطط له مسبقاً من أجل السيطرة أو التأثير بشكل مصطنع على سوق الأوراق المالية خاصة من قبل المستثمرين¹.

د. **التعريف الرابع:** التلاعب في السوق المالي هو القيام بعمل أو إجراء يوجد انطباعاً غير صحيح أو مضللاً بأن السوق أو الأسعار أو قيمة أي ورقة مالية، أو بحث الآخرين على التداول بيعاً وشراءً أو الإحجام عن ذلك².

باختصار يمكن وصف التلاعب بأنه سلوك قد يضل أو يخدع الآخرين لاتخاذ قرارات استثمارية مضللة غير مدروسة وكذلك يؤدي إلى الإخلال بآلية تشكيل السعر العادية (الإخلال بقانون العرض والطلب)³.

بتفحص التعاريف السابقة التي شملت وتطرقت إلى تعريف التلاعب في الأسواق المالية نجدها جميعاً تصب في نفس الإطار وتخدم نفس المفهوم، فالتلاعب هو عملية تهدف إلى التأثير المصطنع والمفتعل على سعر الورقة المالية سواء بخفضها أو رفعها وكذلك التأثير على بقية المستثمرين في الأسواق المالية.

إذن، التلاعب في الأسواق المالية هو تلك العملية الاحتيالية الغير قانونية التي يقوم بها مجموعة من المستثمرين يطلق عليهم المتلاعبين، الهدف من وراء هذه العملية هو التحكم في أسعار الأوراق المالية بطرق مفتعلة وأساليب مضللة تخدم مصالحهم وتؤثر في مصالح بقية المتداولين.

ومن خلال تطرقنا لمصطلح الانحرافات في المبحث الأول والتلاعبات في هذا المبحث يتبادر إلى الأذهان سؤال عن الفرق بين المطلحين وهو ما سنوضحه في الجدول التالي:

الجدول رقم (06): الفرق بين الانحرافات والتلاعبات

معيار المقارنة	الانحرافات	التلاعبات
النية في القصد	غير مقصودة	مقصودة
درجة الخطورة والضرر	مضرة وغير خطيرة	مضرة وخطيرة

¹: Bahram moazeni, Faride asadollahi, **manipulation of stock price and its consequences**, European online journal of nature and social sciences, Vol02, N°3, 2013, p430.

²: أسامة عبد العليم الشيخ، **التلاعب في سعر السهم -دراسة مقارنة-**، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، مصر، 2018، ص13.

³: Ester herlin-karnell, Nicholas ryder, **market manipulation and insider trading**, hart publishing, Britain, 2019, p2.

مدتها	مؤقتة وسرعان ما تزول	مستمرة لفترات طويلة
قانونيا	قد يعاقب عليها القانون وقد يتغافل عليها ولا يجرم فعلها	يعاقب عليها القانون ويجرم فعلها ويوصف فاعلها بالمتلاعب
المصلحة	مصلحة خاصة على فاعلها في الحالتين	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: رفعت السيد العوضي، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، مداخلة ضمن الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية، 25-29 ديسمبر 2010، ص 31-32.

ثانيا: مفاهيم ذات علاقة

توجد العديد من المفاهيم والمصطلح والتي يمكن أن تصب في معنى التلاعب في الأسواق المالية والتي نوردتها فيما يلي:

1. المضاربة غير المشروعة: ويقصد بها التوجيه الزائف للأسعار عن طريق التأثير على سعر الورقة المالية لكي يتم تداولها بسعر أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية¹.
2. التغيرير: في اللغة يقال التغيرير أي الخداع، وهو تزوين الخطأ بما يوهم أنه صواب، واصطلاحا يقصد به إغراء (خداع) أحد المتعاقدين أو غيره الآخر في المعقود عليه بخلاف الواقع، للدخول في العقد، بوسيلة قولية أو فعلية، لو علم به لامتنع من التعاقد عليه².
3. الإحتيال: هو ذلك الفعل الذي يعبر عن إسهم المتداول في تغيير السعر، أو هو أي عمل أو امتناع عن عمل بهدف التأثير على أسعار تداول الأوراق المالية وإلحاق الضرر بالمعاملين³.
4. النجش: لغة تدل على إثارة الشيء، أما اصطلاحا فيقصد بها أن يزيد أحدهم في السلعة دون نية الشراء وإنما بهدف إلحاق الضرر بالمشتري أو نفع البائع، أو كلا الأمرين⁴.

¹: قيصر محمود عبيس، جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية (المضاربة غير المشروعة)، مجلة المفتش العام، المجلد 02، العدد 18-19، 2016، ص 7.

²: عبد الله السلمي، التغيرير في المضاربات في بورصة الأوراق المالية توصيفه وحكمه، مداخلة ضمن الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية، 25-29 ديسمبر 2010، ص 7-9.

³: زينب صلاح الدين الضهيري، الإحتيال في السوق المالي السعودي، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، المجلد 30، العدد 02، 2018، ص 6.

⁴: سعد بن علي بن تركي الجلود، الأحكام الفقهية للتلاعب في الأسواق المالية، مجلة الدراسات العربية، المجلد 36، العدد 01، 2017، ص 213.

5. **التدليس:** لغة يدل على ستر وظلمة والمدالسة مشتقة منها ويقصد بها المخادعة، واصطلاحاً يقصد به ستر وكتم وخداع بالباطل، ويحصل بطرق ووسائل قولية أو فعلية لا حصر لها¹.

6. **جرائم البورصات:** يعتبر المصطلح التالي مصطلح قانوني أكثر منه اقتصادي، وقد تناولته عديد الأبحاث وأشار به في بعض الأحيان إلى التلاعبات إلا أنه أشمل من التلاعبات، فالتلاعبات في سياق بحثنا هي تلك السلوكات التي من شأنها التأثير على سعر وقيمة الورقة المالية، أما الجرائم فقد شملت إضافة إلى التلاعبات تلك التعاملات المخلة بالنظام العام لسير سوق الأوراق المالية، وقد عُرفت جرائم البورصات بأنها: ذلك السوق الذي ينطوي على استغلال سوق الأوراق المالية لتحقيق مكاسب غير مشروعة بالمخالفة للضوابط والقوانين واللوائح المنظمة لعمل هذه السوق ولأخلاقيات التعامل المتعارف عليها محلياً وعالمياً².

إضافة إلى هذه المصطلحات ذات العلاقة بالتلاعب في الأسواق المالية يوجد مصطلحات أخرى تخدم نفس المفهوم ففي بعض المراجع تسمى بالممارسات الغير أخلاقية في بورصة الأوراق المالية، أو الممارسات الغير مشروعة، أو الأفعال القذرة في بورصة الأوراق المالية.

ثالثاً: المتلاعبون في الأسواق المالية

تتعدد الفئات داخل الأسواق المالية التي يمكنها التلاعب حيث نجد من ضمنهم³:

1. **المدراء التنفيذيين:** باعتبارهم من أكثر المطلعين على الأوضاع المالية للشركات، يمكنهم التلاعب سواء عن طريق الشائعات أو تزيف بعض الحقائق أو تأخير نشر المعلومات الصحيحة أو استغلالها قبل نشرها؛

2. **المحاسبون والمدققون:** سواء كانوا ينتمون إلى الشركة أو من خارجها، حيث يمكنهم التلاعب عن طريق تلميع صورة الشركة وإظهارها في مركز مالي جيد عن طريق وذلك من خلال التلاعب بالبيانات المحاسبية وهو ما يعرف بممارسات المحاسبة الإبداعية؛

3. **المحترفون في الأسواق المالية:** وذلك من خلال حيازتهم للسيولة الكبيرة والتي من شأنها التلاعب على سبيل المثال عن طريق الاحتكار لبعض الأدوات المالية، أو عن طريق تضليل قليلي الخبرة بشأن الوضع المالي للشركات ثم الاستفادة من ذلك؛

¹: عبد الملك بن محمد الجاسر، أصول المخالفات الشرعية في الأسواق المالية -دراسة فقهية قانونية تطبيقية-، مركز نماء للبحوث والدراسات، ط1، بيروت، لبنان، 2017، ص108-110.

²: حمدي عبد العظيم، إقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، ط1، الإسكندرية، مصر، 2012، ص250.

³: نعيمة برودي، متطلبات محاربة التلاعب في بورصة الجزائر، مجلة آفاق علمية، المجلد12، العدد02، 2020، ص498.

4. كبار الملاك: يمكنهم التأثير على سعر السهم نتيجة الكميات المعتمدة من الأسهم التي بحوزتهم؛
 5. بعض المسؤولين في مختلف الهيئات المالية الرسمية وذلك عن طريق التلاعب غير المباشر مثل التغطية على بعض الممارسات غير الأخلاقية نظير تحقيق بعض الفوائد؛
- المطلب الثاني: أنواع وتقنيات التلاعب في الأسواق المالية

تتعدد التلاعبات في الأسواق المالية وتعددت التقنيات المستخدمة في ذلك، فيما يلي نوضح أهم التقسيمات والتقنيات.

أولاً: أنواع التلاعبات في الأسواق المالية

تم تقسيم التلاعبات في الأسواق المالية إلى ثلاثة أقسام وفق الطرح الذي قدمه Allen و Gale وذلك سنة 1992، القسم الأول يضم التلاعبات القائمة على المعلومات (التلاعبات المؤثرة في السعر من خلال المعلومات)، والقسم الثاني يضم التلاعبات القائمة على التداول (التلاعبات المؤثرة في السعر من خلال تداولات مغررة)، والتلاعبات القائمة على الفعل أو العمل أو الإجراء (التلاعبات المؤثرة في القيمة)¹، وسنوضحها فيما يلي:

1. التلاعبات القائمة على المعلومات Information based manipulations: حيث يقوم المتلاعب

وفق هذا النوع من التلاعبات ببث معلومات غير صحيحة، أو قد تكون صحيحة ولكن معروضة بطريقة يصعب تفسيرها أو يمكن أن تفسر بطريقة خاطئة، مما يجعلها تؤثر على توقعات بقية المستثمرين حول سعر وقيمة الأصل المالي، وكمثال على هذا النوع من التلاعبات ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1920 والتي سميت باستراتيجيات تداولات التحالف، حيث تحالف خلالها مجموعة من المستثمرين لشراء جملة من الأسهم بعد إطلاق شائعات بشأن أداء تلك الأسهم، فانخفض سعرها لكثرة الكمية المعروضة منها، بعد ذلك اشتراها المستثمرون الذي هدفوا إلى خفض سعرها عن طريق الشائعات وبعد سيطرتهم عليها وإثبات أن تلك المعلومات لم تكن سوى شائعات ارتفع سعرها مجدداً محققين أرباحاً منها².

¹: Franklin allen, Douglas gale, stock price manipulation, the review of financial studies, Vol5, N°3, 1992, p505.

²: أنظر:

— السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، ط1، عمان، الأردن، 2010، ص113.

— F. Rahnamay roodposhti and others, forecasting stock price manipulation in capital market, international journal of social behavioral educational economic business and industrial engineering, Vol5, N°8, 2011, p958.

2. **التلاعبات القائمة على الفعل Action based manipulations**: ينتج هذا التلاعب عن تصرف يؤدي

إلى التأثير على قيمة السهم، وعادة ما يكون مصدره متخذي القرار داخل الشركات ومثال ذلك تلك التلاعبات المرتبطة بقرارات الاندماج والاستحواذ، حيث يتم في بداية الأمر إعلان قرار استحواذ شركة على شركة أخرى أو اندماج شركتين فيرتفع سعر السهم الشركة المستهدفة، ليقوم بعدها المتلاعب ببيع جميع أسهمه محققاً أرباح ثم يعلن بعدها أن المفاوضات تعثرت وحالت دون الاندماج أو الاستحواذ¹.

3. **التلاعبات القائمة على التداول Trade based manipulations**: وتسمى التلاعبات المؤثرة في السعر

من خلال تداولات مغررة، وتنتج عن تلك التداولات التي تترك أثراً مباشراً على أسعار وكميات التداول، مما يجعلها تؤثر على توقعات بقية المستثمرين حول قيمة الأصل المالي، قد يكون التداول حقيقياً بناءً على القوة المالية للمتلاعب أي يتم التداول فعلياً، أو قد يكون مظهرياً صورياً (لا تنتقل الملكية) من خلال التواطؤ بين مجموعة من المتداولين لإحداث نشاط مصطنع².

إضافة إلى الثلاثة أنواع السابقة للتلاعبات في الأسواق المالية فقد قدم كل من Carol alexander و Douglas cumming في كتابهم "الفساد والاحتيال في الأسواق المالية Corruption and fraud in financial markets" نوعين آخرين من التلاعبات: التلاعبات على أساس الطلب، والتلاعبات على أساس التقديم³.

4. **التلاعبات القائمة على أساس الطلب (الأوامر) Order based manipulations**: يتضمن هذا النوع

من التلاعبات المستند إلى الأوامر استخدام عمليات إرسال الأوامر والتعديلات وإلغائها كجزء أساسي من الاستراتيجية، إضافة إلى الأوامر التي لا يقصد تنفيذها.

5. **التلاعبات القائمة على أساس التقديم Submission based manipulations**: يتضمن هذا النوع

إعطاء تقديمات خاطئة أو مضللة من أجل حساب المعيار المالي.

ثانياً: تقنيات التلاعب في الأسواق المالية

ينبثق من أنواع التلاعبات السابقة العديد من التقنيات التي تهدف إلى التلاعب بالأسواق المالية نذكر أهمها فيما يلي:

1. **البيع الصوري Wash sale**: ويسمى كذلك بالبيع الوهمي أو البيع المظهري، وهي عبارة عن تعاملات

وهمية فقط لا يترتب عنها إنتقال ملكية الورقة المالية ولا ينجر عنها أي فائدة اقتصادية، وتتم هذا النوع

¹: محمد بن إبراهيم السحيباني، **التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي**، مداخلة ضمن ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، السعودية، 05 مارس 2008، ص13.

²: محمد بن إبراهيم السحيباني، **التلاعب في الأسواق المالية صوره وآثاره**، مداخلة ضمن الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية، 02-06 أكتوبر 2010، ص13.

³: Carol alexander, Douglas cumming, **Op.cit**, p21-22.

من العمليات عادة بين الشخص أو المستثمر نفسه أي يكون مشتري الورقة المالية هو بائعها، أو قد يكون بالاتفاق مع شخص آخر أو عدة أشخاص تكون بينهم صلة القرابة، أو عن قد يتم عن طريق تعدد المحافظ المالية التي يمتلكها المستثمر (المتلاعب)، والهدف من وراء العمليات السابقة هو إيهام المستثمرين وخداعهم بوجود تداول نشط على الورقة المالية مما يؤدي إلى تحريك الأسعار وبالتالي جذب المستثمرين نحوها (خاصة قليلي الخبرة) فيكثر الطلب على الورقة المالية وهو ما يعني ارتفاع سعرها، هذا ما يتيح للمتلاعب تحقيق أرباح نتيجة بيعها¹.

2. **اتفاقيات التلاعب Pools:** ويقصد بها اتفاق شخصان أو مجموعة من الأشخاص للعمل في الصفقات، وذلك من أجل التحريك المفتعل لأسعار الأوراق المالية التي هي محل الاتفاق ومنه تحقيق الربح، وفي هذا الصدد نجد نوعين من الاتفاقيات²:

أ. **اتفاقيات التداول Trading pools:** والتي يهدف من خلالها المتلاعبون إلى التحكم في أكبر قدر ممكن من الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركة، مما يتيح لهم التحكم في العرض ومنه التحكم في السعر؛

ب. **اتفاقيات الخيار Pools option:** يسعى من خلالها المتلاعبون إلى الحصول على حق خيار شراء كمية كبيرة من الأوراق المالية التي ستصدرها الشركة في المستقبل مما يتيح لهم التحكم في الأسعار، ينشأ هذا النوع من التلاعبات في كثير من الأحيان بمشاركة مصادر داخلية للشركة (أعضاء مجلس الإدارة).

3. **الشراء بنية الإحتكار Corner the market:** يُعد الشراء بقصد بنية الإحتكار تلاعباً من التلاعبات في الأسواق المالية التي لها تأثير على سعر الأوراق المالية، ويقصد به قيام المتلاعب (مستثمر بنية الإحتكار) بالسيطرة على كل الكميات المعروضة من الأوراق المالية لشركة ما وذلك بنية احتكارها وهو ما يتمتع بسلطة التحكم في السعر والبيع بما يراه مناسباً، كما نجد من ضمن حالات الإحتكار قيام المتلاعب باحتكار الأسهم المباعة على المكشوف مما يدفع سعرها للارتفاع وبالتالي يضمن له تحقيق الأرباح، ويعتبر هذا النوع الثاني من الإحتكار استغلالاً للمضاربين، فهو يضع المضارب في

¹: زكريا يونس أحمد، أحمد رشيد الخليل، الممارسات غير المشروعة للتداول في سوق الأوراق المالية العراقي (دراسة مقارنة)، مجلة جامعة تكريت للحقوق، المجلد 2، العدد 1، سبتمبر 2017، ص 98-99.

²: سليمان صبرينة، جرائم البورصة -دراسة مقارنة-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في القانون (غير منشورة)، قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، الجزائر، 2018، ص 121.

وضع يحتم عليه إعادة شراء الورقة المالية في حال طلبها المقرض وفي أي وقت وعندها يلجأ إلى شراؤها بأي ثمن¹.

4. نشر الإشاعات Rumors: وفقا لقاموس Merriam-webster فقد عرفت الإشاعة بأنها:

أ. الرأي المنتشر على نطاق واسع دون مصدر واضح؛

ب. بيان أو تقرير حالي دون سلطة معروفة لصحته.

يعتبر كل من Allport و Postman من أوائل الرواد في أبحاث الإشاعات حيث عرفوا الإشاعة على أنها أجزاء غير موثقة من المعلومات ومحرومة من معايير الأدلة الآمنة، كما عرفها Knapp سنة 1944 بأنها إقتراح للتصديق بمرجع ما منشور دون تأكيد رسمي، وتطرق إليها كل من Peterson و Gist سنة 1951 بأنها تفسير أو حساب لحادثة ما لم يتم التحقق منها يتم تداولها من شخص لآخر ويتعلق بشيء أو حدث أو قضية تهم الجمهور. فالإشاعات هي نقل المعلومات بين الناس بطرق مختلفة شفويا أو إلكترونيا أو أي وسيلة أخرى دون التحقق من صحتها².

فالإشاعة تهدف إلى تضليل المستثمرين خاصة قليلي الخبرة في مجال الأسواق المالية، فهي تصدر عادة عن كبار المتداولين ويتم بثها من خلال مختلف الوسائل الإعلامية وفي توقيت مناسب ومدرس فيقع ضحيتها صغار المستثمرين ويحقق المتلاعبون مبتغاهم³.

ومن ضمن التقنيات المتعلقة بنشر الشائعات نجد⁴:

أ. الضجيج والتفريغ Hype and Dump: ويقصد بها نشر الإشاعات الإيجابية حول أداء شركة

ما أو ورقة مالية ما عبر مختلف الوسائل الإعلامية والهدف من وراءها هو رفع قيمة الورقة المالية؛

¹: جلاب شافية، الحماية الجزائية لبورصة الأوراق المالية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في القانون (غير منشورة)، قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2021، ص 64-65.

²: Look :

- Mark schindler, rumors in financial markets insights into behavioral finance, john wiley and sons, England, 2007, p5.
- Fábio marques da cruz, Maria yêda falcão soares de filgueiras gomes, the influence of rumors in the stock market: a case study with petrobras, the journal TransInformação, Vol25, N°3, September/December2013, p188.

³: أنظر:

- أحمد بن محمد الخليل، جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، مجلة العلوم الشرعية، العدد 09، 2008، ص 10.
- حنان عبدلي، مرجع سابق، ص 148.

⁴: Carol alexander, Douglas cumming, Op.cit, p23.

ب. الإفتراء (الدعاية) والتفريغ Slur and Dump: هي تشبه الطريقة السابقة لكنها تختلف في محتوى الإشاعات المنشورة وفي الهدف منها، ففي هذه الحالة يتم نشر الإشاعات السلبية وذلك بهدف خفض قيمة الورقة المالية.

5. إستغلال ثقة العملاء: وهي تلك الممارسات الغير أخلاقية من قبل السماسر اتجاه أحد مستثمريه أو عملائه، حيث يقوم السماسر بعقد صفقات بالنيابة عنه، أو دفعه إلى القيام بصفقات لا تصب في مصلحته على أساس معلومات مضللة، فالسماسر هدفه الحصول على عمولة السمسرة فقط سواء ربح العميل أو خسر وهو يهدف من وراء هذه المعاملة إلى ابتزاز العميل لا أكثر ولا أقل¹.

6. التأثير في سعر الإغلاق: ويقصد به أن يقوم المتلاعب بإصدار أوامر سوقية بقوة وبكميات كبيرة تؤدي إلى ارتفاع سعر الورقة المالية قبيل إغلاق التداول، وذلك بهدف ترك انطباع إيجابي اتجاه الورقة المالية وتحقيق أرباح غير مشروعة².

7. استغلال المعلومات الداخلية (التداول الداخلي) Insider trading: سنركز على هذا التلاعب بشيء من التفصيل باعتباره أحد محاور الدراسة التطبيقية، وبالتالي سنعرف المعلومات الداخلية أولاً ثم نتطرق للتلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية.

أ. تعريف المعلومات الداخلية Insider information:

تناول العديد من الباحثين والقانونيين مصطلح المعلومات الداخلية، فقد عرفت كالتالي:

- **التعريف الأول:** المعلومات الداخلية هي المعلومات غير المفصح عنها، والتي لها علاقة بمصدر الورقة المالية، ومن شأنها إحداث تأثير على قسمة الورقة المالية إذا ما أعلنت، ويُستثنى من ذلك التحليلات المالية والبحوث الاقتصادية³.
- **التعريف الثاني:** هي تلك المعلومات التي لها علاقة بالأوراق المالية المتداولة، ولا تكون متوفرة ومتاحة للمستثمرين، وبالنظر إليها ولطبيعة محتواها يدرك المستثمر أن لها تأثيراً جوهرياً على سعر الورقة المالية أو قيمتها⁴.
- **التعريف الثالث:** المعلومات الداخلية هي معلومات غير مفصح عنها، صحيحة ولها تأثير جوهري على الأوراق المالية سواء في أسعارها أو التداول عليها، قد تكون داخلية

¹: منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، مطبعة الدلتا، الإسكندرية، مصر، 2011، ص577.

²: عبد الملك بن محمد الجاسر، مرجع سابق، ص232.

³: عاهد مبارك السعيد، التعامل بالمعلومات غير المعلنة للشركات المساهمة: دراسة مقارنة، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في القانون الخاص (غير منشورة)، قسم القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة الشرق الأوسط، 2012، ص9.

⁴: هيئة السوق المالية، التداول بناء على معلومات داخلية، هيئة السوق المالية، الملكية العربية السعودية، (بدون سنة النشر)، ص2.

المصدر (مثل المعلومات الخاصة بتوزيع الأرباح أو الاندماج) أو خارجية المصدر (مثل المعلومات الداخلية الآتية من مصدر آخر، كخطط الاستيلاء، أو إفلاس المنافس)، وفي الحالتين تعد الجهتين "مصدر للمعلومات Source of information"¹.

• **التعريف الرابع:** عرف جانب من الفقه البريطاني المعلومات التي يمنع التداول بناءً عليها أو المعلومات الداخلية Insider Information بأنها: "معلومات دقيقة أو محددة، وأن تكون غير مفصح عنها، وأنها إذا أفصح عنها فسوف تؤثر على أسعار الأسهم، ومتعلقة بتلك الأسهم، أو بمصدر تلك الأسهم (أي الشركات)"². أشارت جميع التعريفات السابقة في إطار تعريفها للمعلومات الداخلية على أنها معلومات صحيحة ودقيقة وجوهرية ومؤثرة على أسعار الأوراق المالية، في حين أضاف التعريف الثالث مختلف المصادر التي تأتي منها المعلومة الداخلية.

يمكن القول أن المعلومات الداخلية هي تلك المعلومات التي لها علاقة بأسعار الأوراق المالية وتؤثر فيها بشكل كبير في حال الإعلان عنها، ومن خصائصها أنها صحيحة ومؤكدة ودقيقة.

ب. خصائص المعلومات الداخلية:

من خلال التعريفات السابقة نستنتج جملة من الخصائص أو الشروط الواجب توفرها في المعلومات حتى نستطيع القول أنها معلومات داخلية³:

- أن تكون سرية وغير معلنة لعموم المستثمرين؛
- أن تكون صحيحة ودقيقة ومحددة؛
- أن تكون جوهرية ولها علاقة بالورقة المالية أو مصدرها؛
- لها تأثير بالغ على الأوراق المالية المتداولة؛

¹: همام القوصي، الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الحقوق (غير منشورة)، قسم القانون التجاري، جامعة حلب، سوريا، 2011، ص 17.

²: أحمد زايد، عبد الله الخرشوم، المسؤولية المدنية للتعامل المحظور بأسهم الشركات المساهمة العامة -دراسة مقارنة بين القانون الأردني والقانون البريطاني-، مجلة المنارة، المجلد 13، العدد 9، 2007، ص 140-141.

³: أحمد مسعود أدهم منصور، جريمة التداول بناء على معلومات داخلية في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، المجلة القانونية، المجلد 12، العدد 03، 2022، ص 679.

ج. تعريف استغلال المعلومات الداخلية (التداول الداخلي) Insider trading:

يعد استغلال المعلومات الداخلية من بين التلاعبات المنتشرة في الأسواق المالية، وقد عرف كالتالي:

- **التعريف الأول:** يعرف استغلال المعلومات الداخلية بأنه التداول في سوق الأوراق المالية بناء على معلومات غير عامة¹.
- **التعريف الثاني:** يعرف استغلال المعلومات الداخلية بأنه عملية شراء وبيع الأوراق المالية للشركة من قبل فرد لديه إمكانية الوصول إلى معلومات غير عامة عن الشركة².
- **التعريف الثالث:** يعرف استغلال المعلومات الداخلية بأنه تداول الأشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية، وذلك عن طريق استغلالها والاستثمار بناء عليها وتحقيق المنافع، مما يمنحهم ميزة على بقية المستثمرين، كما يمكنهم أن يكسبهم هذا التداول أرباح مادية ومعنوية أو قد يجنبهم خسائر محتملة الحدوث، وهي ممارسة غير منصفة ولهذا تعتبر غير قانونية، لأنها تخل بمبدأ الإفصاح والشفافية وتخل بمبدأ المعاملة المتساوية في سوق الأوراق المالية، كما أنها تخل بفرضيات كفاءة الأسواق المالية³.
- **التعريف الرابع:** قيام المطلع بالتداول بناء على معلومات داخلية (سرية) غير منشورة على عموم المستثمرين، و(جوهرية) مؤثرة على سعر الورقة المالية، بقصد تحقيق الربح المضمون⁴.

وصف التعريف الأول والثاني استغلال المعلومات الداخلية بأنه التداول بناء على معلومات غير عامة وهو تعامل غير قانوني، في حين تطرق التعريف الثالث إلى وصف المتداول بناء عليها "الشخص المطلع"، وأضاف أن التداول بناء على معلومات داخلية يحقق

¹: Shikh rabiul islam and others, **mining illegal insider trading of stocks: a proactive approach**, international conference on big data, institute of electrical and electronics engineers, Seattle, USA, 2018, p1397.

²: Stephanie Roddenberry, Frank bacon, **insider trading and market efficiency: do insiders buy low and sell high?**, american society of business and behavioral sciences, Vol18, N°1, 2011, p136.

³: أنظر:

— أمين محمد أمين الغرابيه، **جرائم استغلال المعلومات الداخلية في قانون المالية الأردني (دراسة مقارنة)**، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، المجلد42، العدد02، 2017، ص160.

— همام القوصي، **مرجع سابق**، ص13.

⁴: همام القوصي، **مدى شمول المطلع الثانوي بحظر استغلال المعلومات الداخلية في بورصة الأوراق المالية (دراسة قانونية مقارنة بين القانون اللبناني والكويتي والفرنسي)**، مجلة جيل الأبحاث القانونية العميقة، العدد20، ديسمبر2017، ص88.

العديد من المزايا للمستثمر ويترك العديد من الآثار السلبية على الأسواق المالية، أما التعريف الرابع فقد أكد على أن استغلال المعلومات الداخلية يحقق أرباح مضمونة للمستثمر "الشخص المطلع، المتداول من الداخل".

إذن، استغلال المعلومات الداخلية هو عملية تداولية غير قانونية، يقوم فيها المستثمر بشراء وبيع الأوراق المالية بناء على معلومات داخلية لها تأثير على أسعار الأوراق المالية مما يحقق له أرباحا مضمونة ويجنبه خسائر محتملة.

وتسمى هذه الممارسة أيضا بـ "اتجار المطلعين" "Insider trading" على اعتبار أن المطلع يقوم بالاتجار بالمعلومات الداخلية للتربح من التعامل على أساسها، أو بـ "تعامل المطلعين" "Insider dealing" Le "délit d'initié" وهي تسمية غير شاملة قد لا تشمل تحقيق الربح، وكذلك يطلق عليها اسم التعامل الداخلي، وهذه التسمية تركز على داخلية أو سرية التعامل بشكل خاص، أما تسمية "استغلال المعلومات الداخلية"، فتشرح واقعة التعامل بناء على معلومات داخلية بهدف تحقيق منفعة من وراء ذلك، لأن لفظ "الاستغلال" يعني محاولة تحقيق الربح والمنفعة¹.

تعتبر التلاعبات السابقة التي تم التطرق إليها من أكثر التلاعبات ملاحظة في الأسواق المالية، والتي لها تأثير على أسعار الأوراق المالية، إضافة إليها يصنف العديد من الباحثين العديد من التلاعبات والجرائم الماسة بسوق الأوراق المالية مثل الجرائم والتلاعبات التي يقوم بها الوسيط مثل ممارسة أعمال الوساطة بدون ترخيص، إعاقعة عمل مراقبي الحسابات، ممارسة مهنة الوساطة بالرغم من صدور أمر التوقف أو المنع... إلخ من الجرائم الماسة بالأسواق المالية.

المطلب الثالث: أهداف التلاعبات في الأسواق المالية وآثارها

لا يتم التلاعب بالأسواق المالية بشكل عشوائي ودون قصد ودون هدف محدد، فالمتلاعبون من خلال التقنيات السابقة يطمحون إلى تحقيق أهداف مدروسة، كما أنهم يتركون العديد من الآثار السلبية.

¹: همام القوصي، الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية، ص 13-14.

أولاً: أهداف التلاعبات في الأسواق المالية

يعتبر الهدف الرئيسي من التلاعبات في الأسواق المالية هو تحقيق الأرباح حتى وإن كانت غير عادية وتجنب الخسائر، حيث يهدف المتلاعب حتى ينجح في ما يريد إلى مايلي¹:

1. التأثير على سعر الورقة المالية: حتى يستطيع الشراء بسعر منخفض أو البيع بسعر مرتفع أو التأثير على العرض ومنه تحقيق العوائد والأرباح؛
2. التأثير في سعر الورقة المالية في المؤشر؛
3. التأثير في سعر الاكتتاب؛
4. التأثير في سعر ورقة مالية مرتبطة بقرارات الاندماج؛
5. التأثير على بقية المستثمرين للتداول أو الامتناع عن ذلك؛

ثانياً: آثار التلاعبات في الأسواق المالية

تترك التلاعبات في الأسواق المالية العديد من الآثار السلبية سواء على المستثمرين أو على الأسواق المالية، أو على الاستثمار²:

1. آثارها على الأسواق المالية: وتكمن فيما يلي:

- أ. التحريك المصطنع والغير طبيعي للأسعار: وينتج ذلك عن التدخل في آلية عمل الأسواق المالية من خلال التأثير على العرض والطلب عن طريق مختلف التلاعبات السابقة مثل البيع الصوري ونشر الإشاعات ومختلف إتفاقيات التلاعب التي تزيد من حدة تقلبات الأسعار صعوداً وهبوطاً وهو ما يفقد الثقة في السوق.
- ب. إفتعال الأزمات المالية والاقتصادية: ينتج عن التقلبات الحادة والعنيفة حدوث أزمات مالية تؤدي إلى انهيار الشركات وإفلاس العديد من البنوك والشركات، وبالعودة إلى عديد الأزمات

¹: أنظر:

— عبد الله بن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية -دراسة فقهية-، مداخلة ضمن الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية، 25-29 ديسمبر 2010، ص13.

— زينب صلاح الدين الضهيري، مرجع سابق، ص23-24.

— قيصر محمود عبيس، مرجع سابق، ص8.

²: أنظر:

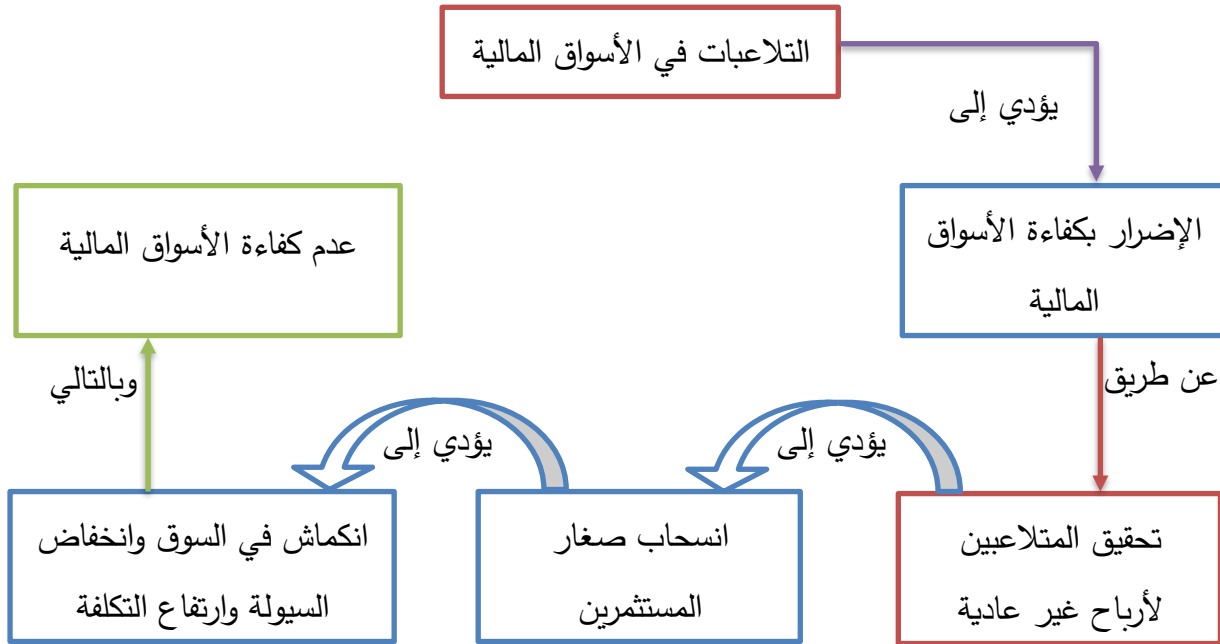
— سليمان صبرينة، مرجع سابق، ص115-116.

— حنان عبدلي، مرجع سابق، ص149.

السابقة وبعد دراستها والتدقيق في أحداثها وجدت جميعها أنها نتجت عن تلاعبات وممارسات لأخلاقية.

ج. **تقويض الكفاءة:** تؤدي التلاعبات المختلفة من نشر للإشاعات أو التداول بالطرق الغير قانونية أو إصدار أوامر من شأنها التأثير على الأسعار إلى الإنعكاس سلبا على كفاءة الأسواق المالية وإضعافها.

الشكل رقم (21): أثر التلاعبات في الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على: حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية - دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2018، ص150.

2. **آثارها على صغار المستثمرين:** يتأثر صغار المستثمرين بمختلف الأحداث والإشاعات والتلاعبات التي تقع، وذلك نتيجة لقلة خبرتهم وكفاءتهم، مما يجعلهم يقعون ضحية لها وهو ما يفقدهم جميع أموالهم الاستثمارية وهذا ما يدفع بهم إلى الخروج من السوق المالية والذي بدوره يترك أثرا على السيولة ويسبب ركودا داخل الأسواق.

3. **آثارها على الاستثمار:** تنقل التلاعبات رؤوس الأموال وتوجهها نحو مجالات لا تخدم الاستثمار الأمثل، مما يؤدي إلى هدر الموارد المالية وهو ما ينعكس بالسلب على الاستثمار والاقتصاد ككل.

المطلب الرابع: آليات الحد من التلاعبات في الأسواق المالية

أولاً: تحديات الكشف عن التلاعبات في الأسواق المالية

يعتبر اكتشاف التلاعبات في الأسواق المالية من أكبر المشاكل التي تواجه المنظمين والمراقبين والمشاركين فيه، وقد يرجع ذلك إلى جملة من التحديات¹:

1. يكمن أحد التحديات الرئيسية في كشف التلاعبات في الأسواق المالية إلى تعقد وتطور التقنيات المستخدمة من قبل المتلاعبين، فغالبا ما يستغل المتلاعبون العديد من الثغرات أو ينخرطون في ممارسات مخادعة للتأثير بشكل مصطنع على أسعار الأوراق المالية أو إيجاد انطباعات خاطئة، حيث يتطلب تحديد مثل هذه التلاعبات أدوات وخوارزميات متقدمة لتحليل الأنشطة المشتبه فيها، لكن بالرغم من ذلك يستمر المتلاعبون في تغيير خططهم؛

2. من ضمن التحديات التي تحول دون الكشف عن التلاعبات في الأسواق المالية هي الكم الهائل من البيانات، فمع ظهور التداول الإلكتروني وانتشار منصات التداول ارتفع حجم البيانات بشكل كبير وهو ما صعب من مهمة اكتشاف التلاعبات وصعب من مهمة التفريق بينها؛

3. إفتقار بعض الأسواق المالية إلى الشفافية زاد من تعقيد العملية وصعب على المنظمين مراقبة واكتشاف التلاعبات؛

ثانياً: أدوات مساعدة للكشف عن التلاعبات في الأسواق المالية

نوضح فيما يلي بعض الأدوات المساعدة للكشف عن التلاعبات في الأسواق المالية²:

1. **مراقبة الأسواق**: الهدف من مراقبة الأسواق المالية هو الاكتشاف المبكر للأنشطة المحتملة والمشكوك

فيها واتخاذ الإجراءات المناسبة بشأنها ومن ضمن طرق مراقبة الأسواق المالية:

أ. **تقديم وثائق الملكية ومتابعة الشركات**: يساعد هذا الإجراء الجهات التنظيمية والرقابية في تحديد بعض الأشخاص المحتمل فيهم والمرجح أن يكونوا في موقف يمكنهم من التأثير أو التلاعب في الأسواق المالية (خاصة ما تعلق بالتلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية).

ب. **أنظمة المراقبة**: يمكن أن تساعد أنظمة المراقبة المصممة بما يلي:

¹: **Preventing Market Manipulation - FasterCapital**, retrieved: 15/03/2024.

²: Look:

- Technical committee of the international organization of securities commission, **investigating and prosecuting market manipulation**, raport of the international organization of securities commission, 2000, p11-12. More informations look: **Investigating and Prosecuting Market Manipulation (iosco.org)**.
- **Preventing Market Manipulation - FasterCapital**, retrieved: 16/03/2023.

- تتبع التغيرات في أسعار الأوراق المالية وحجمها؛
 - المساعدة في تحديد تركز الملكية والأنشطة التآمرية المحتملة بين المشاركين في الأسواق المالية؛
 - إجراء المراقبة المالية لتحديد الخسائر أو الأرباح الكبيرة المحتملة التي تتحملها الشركات أثناء التداول لحسابها الخاص أو من قبل كبار المتداولين الذين يتداولون من خلال الشركة.
2. مراقبة الأنترنت ووسائل الإعلام الأخرى: يجب أن تشمل عملية المراقبة أيضا تلك المعلومات المقدمة للجمهور من قبل وسائل الإعلام المختلفة.
3. دور التكنولوجيا في الكشف عن التلاعبات: حيث يمكن أن تلعب التكنولوجيا دورا هاما ومحوريا في اكتشاف التلاعبات في الأسواق المالية وذلك من خلال:
- تحليلات البيانات الضخمة: تساعد هذا التحليلات منظمي الأسواق المالية من اكتشاف الحالات المشبوه بها، وكذلك تحديد المتلاعبين المحتملين واتخاذ الإجراءات قبل حدوث أضرار كبيرة؛
 - التعلم الآلي والذكاء الاصطناعي: يتم استخدام تقنيات التعلم الآلي وخوارزميات الذكاء الاصطناعي بشكل متزايد للكشف عن التلاعبات، حيث تستطيع هذه الخوارزميات تحليل كميات هائلة من البيانات وتحديد مختلف الأنماط التي لا تكون مرئية للمحللين، وهو ما يمكنها من تحديد محاولات التلاعب المحتملة في السوق؛
 - تقنية البلوكتشين Blockchain: يمكن لهذه التقنية أن تحدث ثورة في الأسواق المالية لأنها توفر سجلات شفافة وغير قابلة للتغيير عن جميع المعاملات التي تمت وهو ما يتيح تتبع كل المعاملات ويصعب على المتلاعبين إخفاء أنشطتهم.

ثالثا: آليات الحد والتقليل من التلاعبات في الأسواق المالية

يوجد العديد من التدابير والإجراءات والآليات التي من شأنها أن تساهم في الحد من التلاعبات في الأسواق المالية أو على الأقل التقليل منها وتتمثل في¹:

1. توعية المستثمرين: تعد الأسواق المالية مكانا مفتوحا للجميع، فهي تضم شرائح مختلفة محللين ماليين، مدققين، خبراء ماليين، مستثمرين ذوي خبرة أو عديمي الخبرة... إلخ، وهدف كل واحد منهم هو تحقيق

¹: أحمد بصري إبراهيم، محمد حسن علي علوش، التدابير الوقائية من جرائم البورصات في الاقتصاد الوضعي والفقه الإسلامي: دراسة مقارنة، مجلة التجديد، المجلد 17، العدد 33، 2013، ص 141-142.

الأرباح، لكن في ظل عدم خبرة البعض منهم قد ينتج عن تداولاتهم الوقوع في التعاملات المحظورة أو قد يتعرضون للتلاعبات من قبل البعض الآخر، لذلك فإن القيام بحملات التوعية داخل الأسواق المالية لمختلف الجوانب القانونية والاقتصادية لعملية الاستثمار من شأنه أن يساعد في التقليل أو الحد من هذه التلاعبات التي تحدث.

2. المصادقية في المعلومات: باعتبارها ركيزة أساسية للاستثمار وعنصرًا مهمًا وفاعلًا في العملية الاستثمارية وعلى أساسها يتخذ المستثمرون قراراتهم بالتداول من غيره، وجب ضمان المصادقية في المعلومات عن طريق إحكام الرقابة على مختلف وسائل الإعلام وذلك بغية منع نشر الإشاعات أو المعلومات المضللة التي تترك أثرًا سلبيًا على الأسواق المالية وعلى المستثمرين وتؤدي إلى التخصيص الغير كفاء للموارد المالية وتسبب ضررًا للاقتصاد ككل.

3. تفعيل الرقابة على التعاملات: حيث يقصد بالرقابة في مجال الأسواق المالية التحكم والتوجيه لسلوك المتعاملين، وذلك من خلال صياغة الضوابط والأطر التي تحكم التعامل وتحديد السلوكات المناسبة الواجب اتباعها وإصدار العقوبات لكل من يخالفها وحتى تكون الرقابة على التعاملات فعالة وجب توفر ثلاث ركائز أساسية¹:

أ. وجوب توفير قانون تستند إليه الجهات الرقابية وتستمد منه قوتها وسلطتها؛

ب. توفير قواعد سلوك تطبق على الجهات الخاضعة لأجهزة الرقابة؛

ج. تنفيذ القوانين بصرامة وتوفير كامل الصلاحيات للجهات الرقابية لمعاقبة المخالفين.

حيث يؤدي تفعيل الرقابة إلى التأكد من خلو المعاملات من التلاعبات، وفحص جميع الأنشطة التي يقوم بها المستثمرون، بالإضافة إلى ذلك فإن الأجهزة الرقابية تعمل على التقليل من فرص ارتكاب مختلف التلاعبات بصورة فورية وسريعة وآنية بفضل التدخل السريع في الحالات التي يشتبه فيها.

4. الرقابة على الشركات: مثل شركات السمسرة والصناديق المختلفة للاستثمار، حيث يؤدي هؤلاء دورًا مهمًا في حركة التداول في الأسواق المالية، سواء في ارتفاعها أو انخفاضها، وهو ما وجب فرض الرقابة عليهم من خلال سن القوانين وبعض الالتزامات بشأنهم، وفرض العقوبات في حال مخالفتها².

¹: أوكيل نسيمه وآخرون، الرقابة على الأسواق الأوراق المالية "مع الإشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية"، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 08، العدد 15، 2013، ص 116-117.

²: أحمد مصطفى الدبوسي، الدور الرقابي لبورصة الأوراق المالية على سوق رأس المال وأثره في نمو السوق: دراسة مقارنة في القانونين المصري والإماراتي، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، المجلد 17، العدد 1، جوان 2020، ص 510.

5. تشكيل هيئات لمتابعة الأسواق المالية: مثل هيئات الرقابة على الأسواق المالية ومنحها كافة الصلاحيات لرصد ومتابعة ومخالفة المتلاعبين بالأسواق المالية، وتكييف العقوبات المناسبة حسب التلاعب المرتكب.
6. تفعيل حوكمة الشركات: من شأن مبادئ حوكمة الشركات في حال تفعيلها وتطبيقها تطبيقاً صحيحاً على الشركات المدرجة في الأسواق المالية أن تساهم في الحد من التلاعبات في الأسواق المالية خاصة ما تعلق بالتلاعبات المتعلقة بالمعلومات مثل: استغلال المعلومات الداخلية.
7. سن القوانين: تساهم القوانين الصارمة في الحد من التلاعبات، حيث يؤدي فرض الغرامات المالية على المخالفين بدرجات مختلفة وكذلك مختلف العقوبات إلى توقيف التلاعبات والحد منها، حيث يؤدي تطبيقها وتبنيها عبرة للمتلاعبين ولكل من له نية في التلاعب بالأسواق المالية.
8. التعاون الإقليمي والدولي: خاصة ما تعلق بجانب تطوير الكوادر والإطارات البشرية وتنقيتها، وتبيان أحدث صور التلاعبات وكيفيات الوقاية منها والسبل المتخذة لاكتشافها.

خلاصة:

نخلص من خلال دراستنا لهذا الفصل الذي حمل عنوان الانحرافات في الأسواق المالية، أن هذه الأخيرة تعرضت لجملة من الأزمات والهزات وشابتها العديد من الاختلالات والانحرافات سواء الطبيعية أو غير الطبيعية والتي أدت بدورها إلى تعريض نظرية الكفاءة للعديد من التساؤلات بشأن فرضياتها وبشأن مصداقيتها في مجال الأسواق المالية بالرغم من أنها سيطرت لعقود من الزمن، الأمر الذي أدى إلى ظهور تيار جديد يسمى بعلم المالية السلوكية.

تبين لنا أن علم المالية السلوكية ماهو إلا مزيج من مختلف العلوم النفسية وعلم المالية، حيث جاءت المالية السلوكية كمكمل للنظرية المالية التقليدية وكمفسر لانحرافات الأسواق المالية عن فرضية الكفاءة انطلاقاً من جملة من التحيزات السلوكية العاطفية والإدراكية التي يبديها المستثمرون في مجال الأسواق المالية.

إضافة لما سبق ومن خلال هذا الفصل اتضح لنا أن الأسواق المالية إضافة إلى الانحرافات السابقة هي عرضة للعديد من الممارسات اللاأخلاقية والغير مشروعة والتي تصنف تحت مصطلح التلاعبات، وهي أشد خطورة وتأثيراً من الانحرافات السابقة على الأسواق المالية وذلك لتنوعها وتعدد أصنافها وصعوبة تحديدها والكشف عنها وتحديد فاعليتها، حيث تسعى مختلف الدول لمواجهة انطلاقتها من سن مختلف القوانين الرادعة والعقوبات الصارمة في محاولة للحد أو التقليل منها.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية

تمهيد:

بعد أن تطرقنا في الفصل الأول إلى الإطار النظري للأسواق المالية والذي حمل في طياته تعريفات للأسواق المالية وتقسيماتها والأدوات المتداولة فيها، إضافة إلى مختلف المفاهيم النظرية ذات الصلة، تعمقنا فيها في الفصل الثاني من خلال دراسة كفاءتها وأهم مستوياتها وصيغها المختلفة وأهم العوامل المؤثرة فيها إضافة إلى علاقتها بالمعلومات والحوكمة، أما الفصل الثالث فقد خصصناه لجزئية مهمة لا تكاد تخلو الأسواق المالية منها على اختلاف درجاتها سواء ناشئة أو متقدمة وهي الانحرافات سواء الطبيعية أو تلك المتعمدة التي تخل بنظام الأسواق المالية وكفاءتها وتترك آثار سلبية عديدة على كل المستويات، سنحاول من خلال هذا الفصل الذي جاء بعنوان الدراسة التطبيقية تسليط الضوء أكثر على أحد أكثر التلاعبات حدوثاً في الأسواق المالية وأصعبها من حيث طبيعة اكتشافها وتحديدها وهي استغلال المعلومات الداخلية، وذلك من خلال التطبيق على بورصتين مختلفتين بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك، ولغرض القيام بهذه الدراسة فقد تم تقسيم هذا الفصل على النحو التالي:

المبحث الأول: الدراسات السابقة

المبحث الثاني: تقديم البورصات محل الدراسة

المبحث الثالث: دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك

المبحث الأول: الدراسات السابقة

عرفت الدراسات المتعلقة بالتلاعبات في الأسواق المالية تطوراً ملحوظاً في الآونة الأخيرة وذلك لما تكتسبه من أهمية بالغة في مجال الأسواق المالية ولما تشكله من خطورة عليها وجب دراستها من مختلف الجوانب وبمختلف الطرق، كما أن الدراسات السابقة في الغالب تشكل طريقاً يسلكه كل باحث ويستند إليه في أبحاثه وفي دراساته المستقبلية، ومن أجل تحديد معالم الدراسة الحالية قمنا بحصر أهم الدراسات السابقة ذات الصلة، حيث قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب تطرقنا في المطلب الأول إلى الدراسات السابقة باللغة العربية وفي المطلب الثاني إلى الدراسات السابقة باللغة الأجنبية في حين حاولنا في المطلب الثالث حصر أهم الفروق بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية.

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

في هذا المطلب سنتطرق إلى أهم الدراسات السابقة العربية التي تناولت جوانب التلاعبات في الأسواق المالية والتي من شأنها أن تساهم في بعض جوانب هذا البحث.

أولاً: دراسة محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي، ورقة عمل مقدمة في ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، 5 مارس 2008.

تهدف هذه الورقة إلى التعريف بمفهوم التلاعب، وتحليل أبعاده الاقتصادية على نزاهة السوق المالية وكفاءتها، واقتراح عدد من التوصيات للحد منه، تبدأ الورقة في القسم الثاني ببيان بعض المفاهيم الأساسية ذات الصلة بالتلاعب، ثم تعرض في القسم الثالث مثلاً توضيحياً لواحدة من أشهر صور التلاعب، وتركز الورقة في القسم الرابع على بيان أصناف التلاعب وصوره، ثم تستعرض في القسم الرابع خلاصة الأبحاث النظرية التي درست آثار التلاعب على الأسواق المالية، وأهم نتائج الدراسات التطبيقية لحالات وقضايا التلاعب في عدد من الدول، حيث أظهرت الدراسات التطبيقية لحالات التلاعب أنه لا يوجد أحد محصن ضد التلاعب، وأن جميع أطراف صناعة تداول الأوراق المالية قد يمارسونه في ظل غياب الرقابة الداخلية والخارجية على أنشطتهم، حيث يلاحظ أيضاً أن التلاعب يتركز عادة في الشركات الصغيرة التي يسهل التلاعب في أسهمها، ما يتطلب التعامل بشكل خاص مع هذه الشركات.

ثانيا: دراسة محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية صور وآثاره، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2010.

تهدف الدراسة إلى تجلية مفهوم التلاعب في الأسواق المالية، وأصنافها، وعلاقتها بالمضاربة، وتقويم منافع المضاربة والتلاعب ومفاسدهما، وحسب التصنيف الذي تبنته الدراسة يعد التلاعب من صور المضاربة الضارة بعدالة السوق المالية ونزاهتها، فالتلاعب قد يسهم في الأجل القصير بتوفير السيولة للسوق، ولكن على حساب كفاءته لأنه يؤدي إلى ابتعاد الأسعار عن القيم، وحدث تقلبات كبيرة وغير مبررة في الأسعار، أما في الأجل الطويل، فيؤدي استثناء التلاعب في السوق إلى زيادة احتمال وقوع الغبن في التداول، فتقل ثقة المتداولين في السوق وينصرفون عنه ما يتسبب في إضعاف سيولة السوق.

ثالثا: دراسة سعيد بوهراوة، التلاعب في الأسواق المالية، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2010.

استهدفت هذه الدراسة بحث موضوع التلاعب في الأسواق المالية مركزة على التلاعب بالأسعار في أسواق الأوراق المالية، حيث أن التلاعب في الاصطلاح المالي سلوك متعمد يهدف لخداع المستثمرين من خلال التحكم أو التأثير في السوق على ورقة مالية، وقد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية: المضاربة في الأسواق المالية تختلف عن التلاعب، فالمضاربة فيها الإيجابي المشروع والسلبى غير المشروع، أما التلاعب فسلوك سلبى غير مشروع، كما أن التلاعب يعتمد أساليب متعددة منها: المشاركة في سلسلة من الصفقات الضخمة على سهم منشأة بغرض رفع السعر أو خفضه بطريقة اصطناعية، ومن ثم بيعه وتحقيق مكاسب سريعة، ومنها التلاعب المعلوماتي، وفتح الحسابات المتعددة للتداول، وغيرها من الأساليب، وللتلاعب آثار اقتصادية واجتماعية سيئة، فهو يحدث تذبذباً اصطناعياً عنيفاً في الورقة المالية مما يعكس قيمة صناعية للورقة المالية، وهو ينقل المتاجرة في الأوراق المالية من مخاطرة مشروعة إلى مقاومة تربح فيه القلة ما تخسره الكثرة، وهو فوق كل هذا يسن سنة الجشع والطمع في الربح السريع الذي يفضي إلى السعي إلى البحث عن الربح على حساب الإضرار بالآخرين.

رابعا: دراسة أحمد بصري إبراهيم ومحمد حسن علي علوش، التدابير الوقائية من جرائم البورصات في الاقتصاد الوضعي والفقهاء الإسلامي: دراسة مقارنة، مجلة التجديد، المجلد 17، العدد 33، 2013.

هذه الدراسة تهدف إلى بيان صور الجرائم المالية الواقعة في البورصات، والتدابير التي تقدمها الشريعة الإسلامية، والفكر الاقتصادي الإسلامي، والفكر الاقتصادي الوضعي من أجل الحد من هذه الجرائم، وللوصول إلى هذه الغاية فقد استخدم البحث المنهج الوصفي من خلال بيان الجرائم الواقعة في البورصات، ثم المنهج التحليلي من خلال تحليل آراء علماء الشريعة، وخبراء الاقتصاد في الإجراءات والتدابير الوقائية من هذه الجرائم. من خلال هذه الدراسة تبين أنَّ الشريعة الإسلامية منعت الأسباب التي تؤدي إلى أي صور من صورة جرائم

البورصات، واتخذت لذلك كلّ التدابير اللازمة لمنع وقوعها، وفي حال وقوعها، فإما أن تكون وضعت لها عقوبة تناسبها، أو أمرت الحاكم أن يأخذ دوره في منع الاستمرار، والتماذي في هذه الجريمة، تحقيقاً للأمن والاستقرار في البلاد، ومنعاً للإرهاب الاقتصادي حتى لا يحدث في السوق كساد اقتصادي قد يقضي على الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي، ويزيد من نسبة الكساد والبطالة بين أفراد المجتمع، ولهذا تتميز الشريعة الإسلامية عن غيرها، أنها تعمل على معالجة المشكلة قبل وقوعها.

خامساً: دراسة حسينة شرون وحورية مريان، جريمة استغلال معلومات امتيازية من طرف الوسطاء في البورصة، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 08، العدد 11، 2016.

تهدف هذه الدراسة إلى التعريف بجريمة استغلال المعلومة الامتيازية التي تؤثر على السير السليم للمعاملات في البورصة، إلا أنه رغم خطورة هذه الجريمة إلا أن هناك قصورا لا يزال يكتنف المنظومة التشريعية الجزائية خاصة فيما يتعلق بضبط أركان هذه الجريمة بصفة دقيقة، فمن خلال مجمل القوانين التي تم التطرق إليها في الدراسة وخاصة أنظمة COSOB وجد أن المسؤولية في الالتزام بقواعد السوق خاصة المتعلقة منها بعدم تسريب معلومات عن العمليات في البورصة تقع على عاتق الوسطاء الماليين وكذا العقوبات المسطرة بمناسبة ارتكاب هذه الجريمة باعتبارهم الفئة الأهم في عملية التداول والذين يحوزون على قدر أكبر من المعلومات الامتيازية التي تخص زبائنهم، أيضا من خلال مقارنة التشريع الجزائري مع التشريع الفرنسي تمت ملاحظة أن هناك ضبط أكبر من طرف هذا الأخير للأحكام المتعلقة بهذه الجريمة سواء فيما يتعلق بمركبيها أو المفاهيم الخاصة بأركانها وكذا العقوبات المقررة والفصل بين تلك ذات الطابع الإداري والأخرى ذات الطابع الجزائي المنظمة ضمن قانون النقد والقرض مع تغليب الغرامة كعقوبة قصوى مقارنة بمدة الحبس باعتبار هذه الجريمة من الجرائم المالية عكس المشرع الجزائري.

سادساً: دراسة ورده شرف الدين، جرائم بورصة القيم المنقولة في التشريع الجزائري أشكالها والعقوبات المقررة لها، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 08، العدد 11، 2016.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد فيما تتمثل صور جرائم بورصة القيم المنقولة في التشريع الجزائري، والعقوبات التي قررها المشرع في سبيل مكافحتها، من خلال استقراء نص المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم: 93-10 المعدل والمتمم بالقانون رقم: 03-04 المؤرخ في 2003/02/17، المتعلق ببورصة القيم المنقولة حيث نص المشرع الجزائري على ثلاث صور يمكن أن تحدث على مستوى البورصة وهي: جنحة العالم بأسرار الشركة، جنحة نشر معلومات خاطئة، وجنحة القيام بأعمال غير مشروعة في البورصة. وقد عاقب المشرع على هذه الجنح بعقوبات جزائية نصت عليها المادة 60 من المرسوم التشريعي 90-10 المعدل بالقانون رقم 03-04 وهي: الحبس من 6 أشهر إلى 5 سنوات وبغرامة مالية قدرها 30000

دج أو بإحدى العقوبتين فقط، ويمكن رفع مبلغ الغرامة إلى أكثر من المبلغ المذكور حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه، علاوة على العقوبات القضائية سائلة الذكر يتعرض مرتكب الجريمة إلى جزاءات إدارية تصدرها الغرفة التأديبية التابعة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها المنصوص عليها في المادة 51 من المرسوم التشريعي سالف الذكر، وتتمثل هذه الجزاءات في ما يلي: الإنذار، التوبيخ، حظر النشاط كله أو جزئه مؤقتاً أو نهائياً، سحب الاعتماد، و/أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة ملايين دينار أو بمبلغ يساوي الربح المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب، وتدفع المبالغ لصندوق الضمان.

سابعاً: دراسة عمار عباس الحسيني وعمار كريم فاضل، الركن الخاص في جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، المجلد 09، العدد 04، 2017.

هدف هذا البحث إلى دراسة الركن الخاص في جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية، هذه الجريمة تعد من أخطر الجرائم على المجتمع بأسره من الجوانب الاقتصادية والاجتماعية وذلك لأن الصفقات تنفذ عند أسعار تبعد بدرجة أو بأخرى عن السعر الحقيقي للأوراق المالية فتؤدي في الأجل الطويل إلى انتشار التلاعب في الأسواق المالية وإلى زيادة حدوث الغبن في التداولات فتقل ثقة المتداولين في السوق وينصرفون عن التعامل بالأوراق المالية بسبب أفعال التلاعب. وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية: أن التلاعب بأسعار الأوراق المالية يسعى إلى تحقيق حالة من ثلاث وهي إما أن يكون التلاعب بهدف تحقيق ارتفاع مصطنع للأسعار، أو أن يكون الهدف من التلاعب هو تحقيق انخفاض مصطنع للأسعار أو يسعى إلى تحقيق تثبيت مصطنع للأسعار، كما خلصت الدراسة إلى أنه لا يكفي لقيام جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية توفر الأركان العامة للجريمة (الركن المادي والمعنوي) وإنما تتطلب بالإضافة إلى ذلك توافر ركن خاص ألا وهو أن يكون محل الجريمة أوراق مالية فلا يتصور أن ترتكب الجريمة على غيرها من الأوراق.

ثامناً: دراسة نادر أحمد النيفر ومحمد بن إبراهيم السحيباني، تقدير التعويض في قضايا التضليل بسوق الأسهم السعودية: الأسس الفقهية والقانون والطرق القياسية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 30، العدد 03، 2017.

يهدف هذا البحث إلى دراسة قضايا التعويض بسبب التضليل الذي مصدره الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث من أهم نتائج البحث اقتراح تطبيق أساليب قياسية جديدة لتقدير التعويض بسبب التضليل بما يتلائم مع بيئة المملكة العربية السعودية، وهما طريقة خط القيمة وطريقة دراسة الحدث، مع تطبيق الطريقتين على ثلاث حالات مختارة وقعت في سوق الأسهم السعودي، لتقدير مبالغ التعويض في ظل افتراضات محددة، كما أن تقويم الضرر ومقدار التعويض اجتهادي، وأن التعويض يمكن أن يختلف بسبب تداخل تأثير التصرفات المخالفة مع تأثير قوى السوق الأخرى.

تاسعا: دراسة جلاب شافية، الجرائم الماسة بشفافية المعلومة في البورصة وفق التشريع الجزائري، المجلة الأكاديمية للبحوث القانونية والسياسية، المجلد 01، العدد 03، 2018.

تهدف هذه الدراسة إلى تفعيل رقابة الهيئة المالية للبورصة وتقوية دورها في متابعة العمليات التي يتم فيها استخدام المعلومة بطريقة غير مشروعة من أجل التأثير على الأسعار والطلبات والعروض، ولقد اتضح من خلال هذه الدراسة أن مبدأ حماية المعلومة المتعلقة بالبورصة من أهم المبادئ التي تحرص جل قوانين أسواق رأس المال على تكريسها وحمايتها وعلى رأسهم الجزائر، وذلك انطلاقاً من دور المعلومة في تدعيم الثقة في هذه الأسواق وإتاحة استغلال المعلومة على قدم المساواة للمتعاملين في السوق، ومما لا شك فيه أن خرق هذا الحظر ينتج عنه العديد من السلبات التي تنعكس بدورها على الاقتصاد الوطني وتهز الثقة فيه على المستويين المحلي والدولي، ويزيد من هذه الخطورة أنها تتعلق بالمعلومات الداخلية لشركات المتداولة في السوق والتي تعتبر بدورها عصب التعامل في السوق والركيزة الأساسية التي يقوم عليها التداول مما يخل بمبدأ المساواة في الحصول على المعلومات بين المتعاملين فيها.

عاشرا: بن تركي ليلي، الجرائم الواقعة على البورصة في التشريع الجزائري، حوليات جامعة الجزائر 1، المجلد 32، العدد 03، 2018.

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد صور التجريم التي قررها المشرع الجزائري في مجال بورصة القيم المنقولة وتحديد أنواع الجرائم الواقعة عليها وما هي العقوبات المقررة لهذه الجرائم، فالحماية للمتعاملين في البورصة قام المشرع الجزائري بوضع قواعد وقوانين مختلفة، حيث حصر صور التجريم في مجال القيم المنقولة (البورصة) في ثلاث جرائم، والتي تتمثل في جريمة العالم بأسرار الشركة، جريمة نشر المعلومات الخاطئة والمضللة، وجريمة القيام بالعمال غير مشروعة في سوق البورصة.

المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

في هذا المطلب سنركز على أهم الدراسات السابقة الأجنبية التي تناولت جوانب التلاعبات في الأسواق المالية والتي من شأنها أن تساهم في بعض جوانب هذا البحث.

First: study of Halil Kiymaz, The effects of stock market rumors on stock prices: evidence from an emerging market, eJournal of Multinational Financial Management, 11, 2001.

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير شائعات سوق الأوراق المالية على أسعار الأسهم المتداولة في بورصة إسطنبول، تتكون العينة من 355 شائعة إيجابية مذكورة في عمود HOTS في " Ekonomik Trend". لوحظت عوائد إيجابية غير طبيعية كبيرة في كل يوم من الأيام الأربعة السابقة لتاريخ النشر، تم اكتشاف عوائد سلبية غير طبيعية كبيرة في فترة ما بعد النشر، تدحض النتائج التي تم التوصل إليها في فترة ما قبل النشر الشكل القوي لكفاءة السوق، في حين تشير النتائج في فترة ما بعد النشر إلى أن قرارات الاستثمار

المبنية على الشائعات المنشورة لن تفيد المستثمرين، وتحليل إضافي يعتمد على محتوى الشائعة يظهر أن شائعات توقعات الربح، وشائعات الشراء من قبل المستثمرين الأجانب، لها تأثير أكبر على أسعار الأسهم من الشائعات الأخرى.

Second: study of Hulisi Ogut and others, Detecting stock-price manipulation in an emerging market: The case of Turkey, Expert Systems with Applications, 36, 2009.

يهدف هذا البحث إلى تطوير الأساليب القادرة على كشف التلاعب في بورصة إسطنبول، تم أخذ الفرق بين الأسهم التي تم التلاعب بها ومتوسط العائد اليومي للمؤشر، ومتوسط التغير اليومي في حجم التداول ومتوسط التقلبات اليومية حيث استخدمت هذه الإحصائيات كمتغيرات توضيحية، تم استخدام البيانات في فترات ما بعد التلاعب وما قبل التلاعب كحالات غير متلاعب بها بينما تم استخدام البيانات في فترة التلاعب كحالات تم التلاعب بها، تمت مقارنة أداء اختبار دقة التصنيف وإحصائيات الحساسية والخصوصية للشبكات العصبية الاصطناعية (ANN) وآلة متجه الداعم (SVM) مع نتائج التحليل التمييزي والانحدار اللوجستي (logit). لقد توصلت الدراسة إلى أن تقنيات استخراج البيانات (ANN و SVM) أكثر ملاءمة للكشف عن التلاعب بأسعار الأسهم من التقنيات الإحصائية متعددة المتغيرات (التحليل التمييزي، والانحدار اللوجستي).

Third: study of David Diaz and others, Analysis of stock market manipulations using knowledge discovery techniques applied to intraday trade prices, Expert Systems with Applications, 38, 2011.

تتناول هذه الدراسة التحديات المتعلقة بتطبيق تقنيات استخراج البيانات للكشف عن التلاعب في أسعار الأسهم من خلال دمج تحليل أسعار التداول اللحظية بالإضافة إلى أسعار الإغلاق للتحقيق في التلاعب القائمة على التداول على وجه الخصوص. يمتد هذا العمل إلى النتائج السابقة حول هذا الموضوع من خلال تحليل الأدلة التجريبية في البيانات العادية والمعالجة كل ساعة والخصائص الخاصة للتداولات اللحظية خلال ساعات مشبوهة، علاوة على ذلك فإن النماذج التحليلية الموصوفة في هذه الدراسة تعزز نتائج دراسات التلاعب بالسوق السابقة التي تعتمد على الأساليب الإحصائية والاقتصادية القياسية التقليدية التي توفر مجموعة بديلة من الأساليب والتقنيات الناشئة عن استخراج البيانات من خلال تطبيق المنهج التحليلي الموصوف في هذه الدراسة، من الممكن تحديد خصائص أنماط التلاعبات الجديدة والمشفرة في شكل أشجار قرار والتي يمكن استخدامها بسهولة في أنظمة كشف الاحتيال.

Fourth: study of Rebecca Söderström, Regulating Market Manipulation An Approach to designing Regulatory Principles, Working Paper, Uppsala Faculty of Law, 2011.

الغرض من هذه الدراسة هو تقديم نهج لتنظيم التلاعب بالسوق، فالتلاعب بالسوق هو شكل من أشكال إساءة استخدام السوق؛ على سبيل المثال، نشر معلومات كاذبة في السوق، أو إدخال أمر شراء وبيع لنفس الورقة المالية بنفس السعر، أو إخفاء الملكية عندما يكون الإفصاح مطلوبًا بموجب القانون. يشكل التلاعب

بالسوق إلى جانب التعامل الداخلي سلوك محظور في السوق. والسؤال المتعلق بتنظيم التلاعب بالسوق هو كيفية إيجاد خط فاصل بين التداول الضار والتداول الاستراتيجي، نتجت عن الدراسة اقتراح ثلاثة مبادئ للتعامل مع تصميم تنظيم التلاعب في السوق، وهي؛ (1) يجب أن يؤمن التنظيم وظائف السوق ويمكن من تعزيز ثقة المستثمرين وكفاءة السوق، (2) يجب أن تكون المحظورات محددة الإجراء وليست مصنفة بشكل شامل، و(3) لا ينبغي أن يكون منظور المستهلك هو الدافع الرئيسي للتشريع في هذا المجال.

Fifth: study of Koosha Golmohammadi and Osmar R. Zaiane, Data Mining Applications for Fraud Detection in Securities Market, European Intelligence and Security Informatics Conference, 2012.

تقدم هذه الدراسة لمحة عامة عن اكتشاف الاحتيال في سوق الأوراق المالية حيث تم تحديد أفضل الممارسات التي تعتمد على أساليب التنقيب في البيانات للكشف عن أنماط الاحتيال المعروفة واكتشاف استراتيجيات احتيالية جديدة. علاوة على ذلك، تم تسليط الضوء على التحديات التي تواجه تطوير وتنفيذ أنظمة استخراج البيانات للكشف عن التلاعب في سوق الأوراق المالية من أجل منعها.

Sixth: study of Yi Cao and others, A Hidden Markov Model with Abnormal States for Detecting Stock Price Manipulation, IEEE International Conference on Systems, Man, and Cybernetics, 2013.

يشير التلاعب بالأسعار إلى استخدام سلوك تداول غير قانوني لتغيير سعر السهم يدويًا بهدف تحقيق الأرباح، ومع تزايد أحجام التداول يمكن أن يكون التلاعب بالأسعار ضارًا للغاية لحسن سير عمل أسواق رأس المال وكذا سلامتها، ولا يزال يتعين تطوير أساليب فعالة لتحليل التلاعب بالأسعار والكشف عنه في الوقت الحقيقي، تقترح هذه الدراسة نهجًا جديدًا يسمى نموذج ماركوف المخفي مع الحالات غير الطبيعية (HMMAS)، والذي يقوم بنمذجة أنشطة التلاعب بالأسعار واكتشافها جنبًا إلى جنب مع تحليل الموجات لاستخراج الميزات ونموذج الخليط الكثيف GMM لبناء دالة الكثافة الاحتمالية PDF، يكتشف نموذج HMMAS التلاعب بالأسعار ويحدد نوع التلاعب المكتشف، وقد تم إجراء تجارب تقييم النموذج على ستة بيانات لمؤشرات الأسهم من بورصة ناسداك وبورصة لندن وأظهرت النتائج أن نموذج HMMAS المقترح يمكنه اكتشاف أنماط التلاعب بالأسعار بشكل فعال.

Seventh: study of Maruf Rahman Maxim, Stock Market Manipulation: A Literature Review, Asian accounting and auditing advancement, volume 4, Issue 7, 2014.

تصنف هذه الدراسة الأنواع الرئيسية من التلاعب في أسواق الأسهم التي تمت ملاحظتها على مدار الثلاثين عامًا الماضية، وتهدف إلى تلخيص نتائج بعض الأعمال البحثية الرائدة التي أجريت على التلاعب في سوق الأوراق المالية كما تتحدث أيضًا عن بعض الأحداث الرئيسية للتلاعب في سوق الأوراق المالية التي

حدثت في مختلف الأسواق المالية المتقدمة كما تحاول هذه الدراسة تقديم نظرة شاملة عن التلاعب في سوق الأوراق المالية للحصول على فهم أفضل له حيث يعد التلاعب بالسوق مشكلة ديناميكية تتغير مع مرور الوقت مع تقدم التكنولوجيا وتطور الأسواق المالية. تعرض الدراسة هذه الخاصية للتلاعب بسوق الأوراق المالية كما تشرح كيف تغيرت مع مرور الوقت.

Eighth: study of Dionigi Gerace and others, Stock Market Manipulation on the Hong Kong Stock Exchange, Australasian Accounting Business and Finance Journal, Volume 8, Issue 4, Special Issue on Financial Planning & Financial Instruments, 2014.

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة التلاعب في سوق الأوراق المالية في بورصة هونغ كونج حيث تحتوي مجموعة البيانات على 40 حالة تلاعب بالسوق في الفترة من 1996 إلى 2009 تمت محاكمتها بنجاح من قبل لجنة الأوراق المالية والعقود الآجلة في هونغ كونغ، توصلت إلى أن التلاعب يؤثر سلبًا على مقاييس كفاءة السوق مثل انتشار العرض والطلب والتقلب وبدأت الأسواق غير قادرة على الاستجابة بكفاءة لوجود المتلاعبين، وتميزت بعدم تناسق المعلومات، حيث نجح المتلاعبون في رفع الأسعار والخروج من السوق. وتتناقض هذه النتيجة مع وجهات النظر التي ترى أن التلاعب القائم على التداول غير مربح على الإطلاق.

Ninth: study of Enrique Martínez-Miranda and others, Learning Unfair Trading: A Market Manipulation Analysis from the Reinforcement Learning Perspective. In Proceedings of the 2016 IEEE Conference on Evolving and Adaptive Intelligent Systems, EAIS 2016.

التلاعب بالسوق هو استراتيجية يستخدمها المتداولون لتغيير أسعار الأصول المالية، وأحد أنواع التلاعب يعتمد على عملية شراء أو بيع الأصول باستخدام عدة استراتيجيات تداول، من بينها الانتحال وهو استراتيجية شائعة ويعتبر غير قانوني من قبل منظمي السوق، وقد تم تطوير بعض الأدوات الواعدة للكشف عن التلاعب، ولكن لا يزال من الممكن العثور على حالات منه في الأسواق. في هذه الدراسة، نقوم بنمذجة التداول الاحتيالي والخداعي من منظور مجهري لتعظيم الربح، وهما استراتيجيتان تختلفان في الخلفية القانونية ولكنهما تشتركان في نفس المفهوم الأساسي للتلاعب بالسوق، حيث تم استخدام إطار التعلم المعزز ضمن إمكانية الملاحظة الكاملة والجزئية لعمليات اتخاذ القرار في ماركوف كما تم تحليل السلوك الأساسي للمتلاعبين من خلال إيجاد الأسباب التي تشجع المتداولين على القيام بأنشطة احتيالية، يمكن تطبيق الإجراءات لمواجهة المشكلة حيث يتنبأ النموذج بنشاط المتلاعبين. توصلت الدراسة أنه يمكن لمنظمي السوق تثبيط استخدام استراتيجيات الانتحال من خلال تنفيذ آلية على سيولة السوق، وسيكون هذا التطبيق أكثر كفاءة إذا تمت إضافة غرامات (لانتحال) أو عن طريق زيادة تكاليف المعاملات المباشرة، ومع ذلك، فإن النموذج يعمل في ظروف

السوق الصاعدة ونتوقع أن يتناسب مع الأسواق الهابطة إذا قمنا بتغيير جانب إجراءات التداول. فالظروف الأخرى التي لا توجد فيها اتجاهات قد تنتج حوافز للتلاعب كوسيلة لتحريك السوق.

Tenth: study of Jose J. Thoppan and others, Competitive Models to Detect Stock Manipulation, Communications of the IIMA: Vol. 15 : Iss. 2, 2017.

في هذه الدراسة، تم استخدام البيانات من سوق الأوراق المالية الهندي لدراسة دقة التنبؤ لتقنيات التصنيف المختلفة التي يمكن استخدامها لتحديد التلاعب بالسوق، حيث تحتوي البيانات على معلومات تتعلق بالسعر والحجم وتقلب الأسهم المختلفة، تم استخدام تقنيات مثل التحليل التمييزي، نموذج مركب يعتمد على الشبكة العصبية الاصطناعية الخوارزمية الجينية (ann-ga) وآلة المتجه الداعم (svm) لتصنيف الأسهم إلى فئات تم التلاعب بها وغير المتلاعب بها، توصلت الدراسة إلى أن التقنية المعتمدة على آلة المتجه الداعم تعطي أفضل دقة تصنيف بين التقنيات الثلاثة.

Eleventh: study of Aihua Li and others, Market Manipulation Detection Based on Classification Methods, the 5th International Conference on Information Technology and Quantitative Management, ITQM 2017.

في هذه الدراسة، تم استخدام أساليب التعلم الآلي الخاضعة للإشراف للكشف عن التلاعب بالسوق في الصين بناءً على المعلومات الصادرة عن لجنة تنظيم الأوراق المالية الصينية (CSRC) والبيانات الموجودة في سوق الأوراق المالية، من بين التعلم الآلي الخاضع للإشراف، تم استخدام بشكل أساسي طرق التصنيف لاكتشاف الشذوذ من بيانات التداول اليومي وبيانات التداول للأسهم التي تم التلاعب بها، وتوصلت الدراسة إلى أن أساليب التعلم الآلي الخاضعة للإشراف جيدة في اكتشاف التلاعب بالسوق من بيانات التداول اليومية ولها أداء ضعيف في البيانات اللحظية، بناءً على طريقة قياس الدقة والحساسية والنوعية والمنطقة تحت المنحنى (AUC)، كما توصلت الدراسة إلى أن أفضل نماذج التعلم الآلي الخاضعة للإشراف هي (K-Nearest Neighbor (KNN و Decision Tree (DT والتي تتجاوز 99% من جميع المؤشرات، بما في ذلك الدقة والحساسية والنوعية.

Twelfth: study of Dewa Gede Wirama, Price Manipulation by Dissemination of Rumors: Evidence from the Indonesian Stock Market, International Journal of Economics and Financial Issues, 7(1), 2017.

تتناول هذه الدراسة ردود فعل سوق الأوراق المالية على نشر الشائعات في سوق إندونيسيا باستخدام 672 من شائعات السوق المنشورة في النسخة الإلكترونية من صحيفة Investor Daily Indonesia للفترة التي تبدأ من 3 أوت 2007 إلى 31 ديسمبر 2008، يوضح هذا البحث أن شائعات السوق تم نشرها عمدًا من قبل البائعين لجذب المشترين، فهي تمثل جزء من مخطط التلاعب الذي يهدف إلى تمكين المتلاعب من بيع الأسهم بأسعار أعلى. توصلت هذه الدراسة إلى أن سوق الأوراق المالية ليس فعالاً بشكل كامل حيث يمكن التلاعب

بالأسعار عن طريق الشائعات، وبالتالي فإن وجود إشاعات في السوق يجب أن يؤخذ في الاعتبار عند توقيت قرار الشراء والبيع.

Thirteenth: study of Sheikh Rabiul Islam and others, Mining Illegal Insider Trading of Stocks: A Proactive Approach, arXiv:1807.00939v3 [q-fin.ST] 7 Nov 2018.

يعتمد التداول غير القانوني للأسهم من الداخل على نشر معلومات غير عامة (على سبيل المثال، إطلاق منتج جديد، أو تقرير مالي ربع سنوي، أو خطة الاستحواذ أو الاندماج) قبل نشر المعلومات، ومن الصعب اكتشاف التداول غير القانوني من الداخل بسبب الطبيعة المعقدة وغير الخطية وغير الثابتة لسوق الأوراق المالية. في هذه الدراسة، تم تقديم نهج يكتشف ويتنبأ بالتداول غير القانوني من الداخل بشكل استباقي من مصادر كبيرة غير متجانسة من البيانات المنظمة وغير المنظمة باستخدام نهج قائم على التعلم العميق مقترناً بمعالجة الإشارات المنفصلة على بيانات السلاسل الزمنية، توصلت الدراسة إلى أن النهج المتبع يتمتع بمعدل نجاح جيد في اكتشاف أنماط التداول غير القانونية من الداخل.

Fourteenth: study of Syed Qasim Shah et al, Stock market manipulation: A comparative analysis of East Asian emerging and developed financial markets, Management Science Letters, 9, 2019.

تبحث هذه الدراسة في الخصائص المحددة للشركات التي تم التلاعب بها في الأسواق الناشئة والمتقدمة في شرق آسيا باستخدام 244 حالة تم التلاعب بها تم جمعها يدوياً بين عامي 2001 و 2017 ويتم إجراء التحليل التجريبي باستخدام الانحدار اللوجستي لبائل لتحديد الأسهم التي من المرجح أن يتم التلاعب بها. توصلت الدراسة إلى أن الشركات الكبيرة ذات السيولة العالية كانت أكثر عرضة للتلاعب في كل من الأسواق الناشئة والمتقدمة، بالإضافة إلى ذلك يظهر التأثير الهامشي أن الشركات ذات التعويم الحر والقيمة السوقية العالية لديها احتمالية أكبر للتلاعب في هذه الأسواق، بل على العكس من ذلك كانت الشركات المربحة أقل عرضة للاستغلال في الأسواق المتقدمة والناشئة على حد سواء.

المطلب الثالث: الفرق بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية

من خلال تفحص الدراسات السابقة التي تطرقنا إليها في المطلبين الأول والثاني نلاحظ أن بحثنا الحالي يختلف معها في جزئيات البحث، ففي الدراسات السابقة باللغة العربية نجد أن معظم الدراسات التي تطرق إليها الباحثون هي دراسات نظرية تناولت مفاهيم نظرية للتلاعب في الأسواق المالية فقط وبعضها الآخر تطرقت إلى الموضوع من جانب قانوني دون القيام بدراسات تطبيقية، أما الدراسات باللغة الأجنبية فهي متنوعة من حيث الأساليب المعتمدة وأغلبها دراسات تطبيقية ركزت على مختلف أساليب اكتشاف وتصنيف التلاعب وبعضها الآخر ركز على أثر الشائعات في الأسواق المالية، أما بالنسبة لدراستنا الحالية فهي تتشابه مع الدراسات السابقة في الأجزاء النظرية المتعلقة بالتلاعب والأسواق المالية وتختلف عنها في الجانب التطبيقي،

فدراستنا الحالية تطرقت إلى الانحرافات في الأسواق المالية بفعل التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية ومدى إمكانية الح منها، من وجهة نظر أن معرفة مصدر الانحرافات كفيل بصياغة الحلول الناجعة، وتناولت الموضوع وفق منهجين مختلفين كما شملت الدراسة على بورصتين مختلفتين بورصة عربية وبورصة أجنبية في محاولة لمعرفة تأثيرها على الأسواق المالية سواء المتقدمة أو الناشئة.

إضافة إلى ما سبق فقد اختلفت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في فترة الدراسة وتوقيتها، ففي دراستنا لبورصة عمان للأوراق المالية فقد كانت فترة الدراسة تشمل السنوات 2007-2021 وهي تختلف عن الفترات السابقة، حيث أنها لا ترتبط بحدث بارز قد يُعزى له التغيرات التي حدثت في مستوى الأسعار وأحجام التداول، وبالتالي حُصر سبب الانحرافات في التلاعبات التي حدثت مع التركيز على استغلال المعلومات الداخلية، أما عند تطرقنا لبورصة ناسداك فقد شملت الدراسة فترات عشوائية مختلفة حدثت فيها التلاعبات وكلها فترات حديثة.

ومن أهم الاختلافات الملاحظة أيضا بين هذه الدراسة والدراسات السابقة هي السوق محل الدراسة، فقد شملت هذه الدراسة وتطرقت لبورصتين مختلفتين من كل الجوانب، بورصة عربية وبورصة أجنبية، سوق ناشئ وسوق متقدم، وهذا ما لم نلاحظه في الدراسات السابقة فأغلبها تطرق للموضوع ودرسه في سوق واحد، وهو ما أعطى إضافة لهذه الدراسة خاصة من حيث المقارنة بين البورصات المتقدمة والناشئة في تعاملها مع الانحرافات في الأسواق المالية.

أما من حيث المناهج والأدوات المستخدمة في الموضوع فقد اعتمدت هذه الدراسة على عدة مناهج، المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة الحالة ومنهج دراسة الحدث، بينما في الدراسات السابقة أغلبها اعتمدت منهجا واحدا خاصة الدراسات العربية التي أغلبها اعتمدت المنهج الوصفي التحليلي وهو ما تجلّى في أن أغلبها دراسات نظرية.

إضافة إلى ما سبق يمكن أن نلاحظ الفرق بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة من جانب الهدف المسطر فقد هدفت هذه الدراسة إلى البحث في تلاعبات الأسواق المالية ومحاولة إيجاد أهم الآليات المتخذة للحد منها بينما الدراسات السابقة درست التلاعبات فقط دون التطرق للحلول الممكنة.

المبحث الثاني: تقديم البورصات محل الدراسة

سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى البورصات محل الدراسة والمتمثلة في بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك.

المطلب الأول: ماهية سوق عمان للأوراق المالية

أولا: التطور التاريخي لسوق المال في الأردن

يمكن تتبع تطور سوق المال في الأردن من خلال المراحل التالية¹:

1. المرحلة الأولى 1930-1960:

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الأسمنت الأردنية عام 1951، وفي غياب سوق منظم لتداول الأوراق المالية فقد كان التعامل بها يتم من خلال مكاتب غير متخصصة أو ما يسمى بأدبيات الأسواق المالية بالسوق غير المنظم.

2. المرحلة الثانية 1961-1975:

تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات. ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة، مما دعا الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين، وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب.

3. المرحلة الثالثة 1976-2010:

لقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق، حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، حيث قام البنك المركزي خلال عام 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية Corporation International Finance IFC المنيثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً تقتضي التطور الاقتصادي تغطيتها وتلبيتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثيرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي AFM، وقد ضمت في عضويتها حكماً وإلزاماً كل من البنك

¹: Look:

– <https://www.jsc.gov.jo/Default.aspx>, retrieved: 26/05/2024.
– <https://www.ase.com.jo/ar>, retrieved: 26/05/2024.

المركزي والبنوك المرخصة ومؤسسات الإقراض المتخصصة وكل شركة مساهمة عامة أردنية يبلغ رأسمالها المدفوع (100000) مائة ألف دينار أو أكثر والوسطاء المقبولون وفق أحكام القانون، وتمثل الهدف من تأسيس السوق في تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه تلك المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته.

وكان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.

باشرت سوق عمان المالي أعمالها لأول مرة في 1978/1/1، وكان من أهم أهدافه تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، إضافة إلى تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته. وكان سوق عمان المالي يقوم بدورين رئيسيين هامين هما دور الهيئة الرقابية على سوق رأس المال، ودور البورصة التقليدية للأوراق المالية.

وشهد العام (1997) مرحلة الفصل بين مؤسسات سوق رأس المال الثلاث، حيث صدر قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة (1997) ليحدث نقلة نوعية في تاريخ السوق، وليهدف إلى إعادة تنظيمها وتطويرها بما يتفق مع المعايير الدولية والتوجه نحو تعزيز الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وبموجب هذا القانون تم إنشاء ثلاث مؤسسات رئيسية تتمثل في: بورصة عمان وهي سوق الأوراق المالية، ومركز إيداع الأوراق المالية، وهيئة الأوراق المالية كجهة رقابية وتشريعية ذات استقلال مالي وإداري.

وفي آذار من عام (2000)، شهد سوق رأس المال الأردني نقلة نوعية أخرى تمثلت في التحول من نظام التداول اليدوي التقليدي إلى النظام الإلكتروني ليكون هذا النظام بديلاً عن قاعة التداول التقليدية، كجزء من عملية النهوض بالسوق ومؤسساته وتطبيقاً للمعايير الدولية، إضافة إلى إنشاء نظام مركزي إلكتروني للتسجيل والتسوية والتقاص في مركز إيداع الأوراق المالية بديلاً عن النظام التقليدي في هذا المجال.

وفي العام (2002)، صدر قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (76) لسنة 2002، والذي، على الرغم من كونه لم يحدث أي تغيير في الطبيعة القانونية لهيئة الأوراق المالية و/ أو يحدث أي تعديل على تشكيل (مجلس المفوضين)، إلا أنه وسّع نطاق صلاحيات المجلس كما عدّل على مهام الهيئة من خلال توسيع نطاق

مهامها وأهدافها عما كانت عليه في القانون رقم (23) لسنة (1997)، حيث أضاف لها الصلاحيات التالية: تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها، ضمان إفصاح المصدرين بشكل كامل ودقيق عن المعلومات الجوهرية اللازمة للمستثمرين والمتعلقة بالإصدارات العامة للأوراق المالية، تنظيم ومراقبة الإفصاح بما في ذلك التقارير الدورية التي يعدها المصدرون، تنظيم شؤون الترخيص والاعتماد ومراقبة أعمال المرخص لهم والمعتمدين في سوق رأس المال، تنظيم ومراقبة السوق المالي وأسواق تداول الأوراق المالية، تنظيم مركز إيداع الأوراق المالية ومراقبته، وتنظيم صناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار.

4. المرحلة الرابعة ما بعد 2010:

في عام 2012 صدر قانون صكوك التمويل الإسلامي وتم تبعاً لذلك إصدار كافة التشريعات النازمة للصكوك باعتبارها أحد أهم أدوات تعميق سوق رأس المال الوطني. وفي 22 أيار 2017 صدر قانون جديد للأوراق المالية وتشمل التعديلات البارزة التي اشتمل عليها القانون أحكاماً تغطي صناديق الاستثمار المشتركة، ووضع السند القانوني الذي يسمح لمجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية بإصدار قواعد إلزامية لحوكمة الشركات والتي تم إصدار تعليمات خاصة بها استناداً للقانون. ويتم حالياً نقل المهام التنظيمية على الشركات المساهمة العامة من إدارة مراقبة الشركات لتكون تحت اختصاص لجنة الخدمات المشتركة.

كما تم في 2017 إصدار قانون وتعليمات لتنظيم التعامل في البورصات الأجنبية، بالإضافة إلى تعليمات إيصالات إيداع الأوراق المالية والتي أتاحت المجال للمستثمرين في إصدار إيصالات أردنية وإيداعها للتداول في البورصات الأجنبية، وإصدار إيصالات أجنبية وإيداعها للتداول في بورصة عمان. كما اتخذت هيئة الأوراق المالية الإجراءات اللازمة لإدخال نظام الإفصاح الإلكتروني العالمي XBRL لتعزيز الكشف عن المعلومات الضرورية في السوق. وشهد العام 2017 تحويل بورصة عمان إلى شركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل من قبل الحكومة كمرحلة أولى تمهيداً لعرضها على الشركاء الاستراتيجيين. كما تم إطلاق تعليمات لتداول أسهم الشركات غير المدرجة في السوق المالي النظامي، وذلك بهدف إتاحة الفرصة لمساهمي الشركات غير المدرجة والتي في معظمها إما شركات متعثرة أو شركات موقوفة عن التداول لبيع أسهمهم والاتجار بها للحصول على السيولة في محاولة لإنقاذ هذه الشركات وإعادة إحيائها من جديد.

وتعمل هيئة الأوراق المالية بشكل مستمر على تطوير كافة الأطر التشريعية والتنظيمية في السوق من خلال تنفيذ خططها الإستراتيجية التي كان آخرها إعداد خطة إستراتيجية شاملة تحت اسم " خارطة طريقة تطوير سوق رأس المال الوطني " والتي تم التوصل إليها في 2016 بالتعاون مع البنك الأوروبي لإعادة الإعمار

والتنمية والتي تتضمن توصيات شاملة تغطي كافة النواحي في سوق رأس المال الوطني وتشمل بعض المؤسسات ذات العلاقة بحيث تحدد المؤسسة الوطنية التي يقع على عاتقها متابعة تنفيذ تلك التوصيات. وقد بلغ عدد الشركات المساهمة العامة التي أدرجت أسهمها مع نهاية عام 2002 (158) شركة، ووصلت إلى (194) عام 2017، وأصبحت عام 2020 (179) شركة. وقد بلغ عدد الشركات المساهمة العامة التي أدرجت أسهمها حتى يومنا هذا (234) شركة، و(91) شركة خدمات مالية مرخصة للتعامل في السوق.

ثانياً: الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني

تبنّت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق رأس المال تقوم على أساس البناء على ما تم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية، وذلك تعزيزاً لنمو القطاع الأهلي وتوسيع وتنويع قاعدة الاقتصاد الأردني وسعيًا للارتقاء الى المعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية. وتتمثل أهم ملامح التوجه الجديد في إحداث تغييرات مؤسسية في سوق رأس المال واستخدام أنظمة التداول والتسوية والتقاص الإلكترونية وإزالة كافة معوقات الاستثمار وتقوية الرقابة على سوق رأس المال وصولاً إلى أعلى مستوى من الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وبما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والانفتاح على العالم الخارجي.

لقد صدر قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (23) لسنة (1997) ليُحدث نقلة نوعية في تاريخ السوق المالي، وليهدف إلى إعادة تنظيمها وتطويرها بما يتفق مع المعايير الدولية والتوجه نحو تعزيز الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وبموجب هذا القانون تم إنشاء ثلاث مؤسسات رئيسية تتمثل في: بورصة عمان وهي سوق الأوراق المالية، ومركز إيداع الأوراق المالية، وهيئة الأوراق المالية:

1. هيئة الأوراق المالية:

تأسست هيئة الأوراق المالية كمؤسسة رسمية تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، حيث يدير الهيئة مجلس مفوضين مكون من خمسة أعضاء، من بينهم الرئيس ونائبه من ذوي الخبرة والاختصاص بشؤون الأوراق المالية، ويتم تعيين المجلس بقرار من مجلس الوزراء بناءً على تنصيب رئيس الوزراء ويقترن بالإرادة الملكية السامية لمدة 4 سنوات قابلة للتجديد. وقد أناط قانون الأوراق المالية بمجلس المفوضين مسؤوليات ومهام عديدة منها إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية، ووضع التعليمات اللازمة لإدارة الهيئة، والموافقة على التعليمات والأنظمة الخاصة ببورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية، والموافقة على تسجيل الأوراق المالية، ومنح التراخيص لشركات الخدمات المالية ومعتمدي المهن المالية، والموافقة على تسجيل صناديق الاستثمار، وتحديد الرسوم والعمولات، وغير ذلك من المهام.

تهدف الهيئة إلى دعم النمو الاقتصادي القابل للاستمرار من خلال تحسين بيئة الاستثمار في سوق رأس المال الوطني، وتنظيم وتطوير سوق رأس المال الوطني بما يكفل تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية، وكذا حماية المستثمرين في الأوراق المالية وسوق رأس المال الوطني من المخاطر التي قد يتعرض لها.

ولتحقيق هذه الأهداف تتولى الهيئة القيام بالمهام والصلاحيات الآتية:

- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها؛
- ضمان إفصاح المصدرين بشكل كامل ودقيق عن المعلومات الجوهرية اللازمة للمستثمرين والمتعلقة بالإصدارات العامة للأوراق المالية؛
- تنظيم ومراقبة الإفصاح بما في ذلك التقارير الدورية التي يعدها المصدرون؛
- تنظيم شؤون الترخيص والاعتماد ومراقبة أعمال المرخص لهم والمعتمدين في سوق رأس المال؛
- اعتماد معايير الملاءة المالية لشركات الخدمات المالية وفقاً لنظام يصدر لهذه الغاية؛
- تنظيم ومراقبة السوق المالية وأسواق تداول الأوراق المالية؛
- تنظيم المركز ومراقبته؛
- تنظيم صناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار.

إن هيئة الأوراق المالية تحرص منذ نشأتها على القيام بمهامها وصلاحياتها الموكلة لها بموجب التشريعات النافذة لعملها على أكمل وجه، وهي تعمل بشكل مستمر ودءوب على تطوير كافة الأطر التشريعية والفنية والتنظيمية في سوق رأس المال الأردني من خلال تنفيذ خططها الإستراتيجية ومراعاة التطور التكنولوجي وتدريب وتنمية قدرات كوادرها والانفتاح على التجارب العالمية لتطوير سوق رأس المال الأردني وجعله قبلة آمنة وجاذبة للاستثمار المحلي والأجنبي، بما يكفل وإبقائه في مقدمة الأسواق العالمية.¹

2. بورصة عمان للأوراق المالية:

تولت بورصة عمان اعتباراً من 11/3/1999 مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً ومالياً ولا تهدف إلى الربح، وكجهة وحيدة مصرح لها مزاوله العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية، وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة. حيث تهدف إلى ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق

¹: <https://www.jsc.gov.jo/Default.aspx>, retrieved: 26/05/2024.

المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، وكذا نشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة¹.

3. مركز إيداع الأوراق المالية:

تم إنشاء هذا المركز بتاريخ 10/5/1999 بهدف الحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية وتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية أثمان الأوراق المالية بين الوسطاء. ويتمتع هذا المركز بشخصية اعتبارية و استقلال مالي و إداري و لا يهدف إلى الربح و يدار من القطاع الأهلي، كما يتولى إدارة المركز مجلس إدارة مؤلف من خمسة أشخاص ومدير تنفيذي متفرغ، يتم انتخاب اثنين من الأعضاء من قبل الهيئة العامة، ويتم تعيين ثلاثة أعضاء من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية. وتكون مدة مجلس الإدارة ثلاث سنوات.

يهدف المركز إلى تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية وتمكينهم من متابعة استثماراتهم بسهولة ويسر، والحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول المنفذة في السوق، كما يعتبر المركز الجهة الوحيدة المخولة في المملكة بموجب قانون الأوراق المالية رقم (18) لسنة 2017 بمزاولة المسؤوليات التالية²:

- تسجيل وحفظ وإيداع ملكية الأوراق المالية؛
- نقل ملكية الأوراق المالية؛
- التقاص والتسوية للأوراق المالية؛
- تثبيت ورفع قيود الملكية عن الأوراق المالية المودعة.

ثالثاً: بورصة عمان للأوراق المالية

1. أهداف بورصة عمان للأوراق المالية: تتمثل أهداف بورصة عمان في النقاط التالية³:

- ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها؛
- توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل؛
- نشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشرك؛

¹: <https://www.ase.com.jo/ar>, retrieved: 26/05/2024.

²: <https://sdc.com.jo>, retrieved: 26/05/2024.

³: <https://www.ase.com.jo/ar>, retrieved: 27/05/2024.

- وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفؤ وشفاف وتوفير آليات عمل عادلة ومنصفة للمتعاملين بالأوراق المالية؛
- توفير أنظمة إلكترونية ويدوية ووسائل ربط واتصال وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل الفنية اللازمة لتداول الأوراق المالية وممارسة البورصة لأنشطتها الأخرى؛
- مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات؛
- وضع معايير للسلوك المهني والعمل على رفع مستوى الأداء المهني لأعضائها؛
- وضع معايير التدريب والخبرة والكفاءة الإدارية لأعضائها والأشخاص المرتبطين بهم؛
- إعداد التقارير ونشر المعلومات عن أنشطة البورصة؛
- وضع وتطبيق القواعد الخاصة باستخدام مرافق وتسهيلات البورصة والاستفادة من خدماتها؛
- إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية العاملة بمجال الأوراق المالية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات المختصة.

تجدر الإشارة إلى أن شروط الإدراج في السوق الأول تتضمن ما يلي¹:

- أن يكون قد مضى عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثاني؛
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن (100%) من رأس مالها المدفوع؛
- أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة في سنتين مالييتين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج، على أن لا يقل معدل صافي أرباح الشركة قبل الضريبة لآخر ثلاث سنوات عن (5%) من رأس مال الشركة المدفوع؛
- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن (10%) إذا كان رأس مالها المدفوع أقل من (50) مليون دينار ويستثنى من ذلك الشركات التي يساوي أو يزيد رأس مالها المدفوع عن (50) مليون دينار؛
- أن لا يقل عدد مساهمي الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن (100) مساهم؛
- أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن (5) مليون دينار.

¹: بورصة عمان، النشرة التعريفية الخاصة بالشركات المساهمة الخاصة، 2022، ص 07.

2. الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية:

تعمل بورصة عمان ضمن القطاع المالي حيث تقدم خدمات التداول لحزمة من المنتجات والأدوات المالية والاستثمارية التي تشمل أسهم الشركات، وسندات الخزينة، وأذونات الخزينة، وأسناد قرض الشركات، وسندات المؤسسات العامة، وحقوق الاكتتاب، وصكوك التمويل الإسلامي، ويتم التداول بهذه الأدوات من خلال نظام تداول إلكتروني يتميز بأنه على درجة عالية من الكفاءة والتطور وضمن آلية تمتاز بالسهولة والمرونة والأمان¹، وتتمثل الأوراق المالية كما نص عليها قانون الأوراق المالية في ما يلي²:

- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول؛
- أسناد القرض الصادرة عن الشركات؛
- الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات؛
- إيصالات إيداع الأوراق المالية؛
- الأسهم والوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار المشترك؛
- أسناد خيار المساهمة؛
- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية؛
- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع؛
- أي حق في الحصول على أي مما ذكر في البنود أعلاه بموافقة مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

3. آلية التداول في بورصة عمان للأوراق المالية:

قامت بورصة عمان بعد عام واحد من تأسيسها بتحديث وتطوير بيئة التداول فيها واستبدلت بنجاح نظام التداول اليدوي الذي كان معمولاً به منذ عام 1978 بحيث أصبح الوسطاء الماليون يقومون بتنفيذ أوامر البيع والشراء من خلال نظام إلكتروني يعمل بموجب نظام المزادة المستمرة .على درجة عالية من التطور والكفاءة وضمن آلية تمتاز بالسهولة والمرونة والأمان.

تستخدم بورصة عمان حالياً نظام التداول الإلكتروني Optiq، وهو نظام التداول المطور من قبل مجموعة Euronext وفق أحدث المواصفات والمعايير الدولية على صعيد أنظمة التداول الإلكترونية والتكنولوجيا الخاصة بالأسواق المالية.

¹: بورصة عمان، التقرير السنوي، 2022، ص 39.

²: بورصة عمان، النشرة التعريفية، (بدون سنة النشر)، ص 11.

يقوم نظام التداول الإلكتروني باستقبال أوامر الشراء والبيع المُدخلة من خلال شركات الوساطة والتحقق منها قبل قبولها وذلك بفضل نظام التحكم المركزي الذي يُعد جزءاً من نظام التداول الإلكتروني والذي يغذى بالمعلومات اللازمة مثل أرصدة العملاء من خال مركز إيداع الأوراق المالية.

ويقوم نظام التداول بترتيب أوامر الشراء والبيع المُدخلة حسب قاعدة السعر الأفضل ثم وقت الإدخال، وبحيث تنفذ هذه الأوامر عند التقائها. ويتميز النظام بقدرته الاستيعابية وكفاءته العاليتين، كما يوفر مزايا عديدة وأنواع أوامر مختلفة مثل الأوامر ذات الكمية المخفية وأوامر إيقاف الخسارة والعديد من الأنواع الأخرى. كما يتميز بتوفير قواعد تداول جديدة مثل مرحلة ما قبل الإغلاق والتداول على سعر الإغلاق والافتتاح العشوائي الذي يحد من محاولات التأثير على أسعار الافتتاح أو الإغلاق¹.

كما تتمثل مزايا نظام التداول الإلكتروني في:²

- مواكبة التطورات وأحدث الممارسات والمعايير الدولية ومعالجة مشكلات التداول اليدوي؛
 - الشفافية لعمليات التداول؛
 - السهولة والعدالة في تنفيذ الصفقات؛
 - المحافظة على حقوق الوسطاء وحقوق المتعاملين في الأوراق المالية؛
 - توفير معلومات عن العمليات المنفذة وغير المنفذة عن الأوراق المالية المدرجة؛
 - زيادة سيولة وعمق السوق؛
 - نشر المعلومات بشكل فوري؛
 - السرعة والدقة في تنفيذ الأوامر؛
 - نظام مزادة مستمر؛
 - منع أخطاء الإدخال من المستخدمين مثل إدخال أرقام حسابات خاطئة أو بيع أوراق مالية غير متوفرة.
4. الرؤية المستقبلية للبورصة: يمكن تلخيص الرؤية المستقبلية للبورصة في النقاط التالية:³
- الاستمرار بتطوير بنية البورصة التشريعية والتقنية بما يخدم جميع المتعاملين فيها؛
 - متابعة الجهود في مجال تعميق السوق وزيادة كفاءته وسيولته؛
 - تهيئة المناخ المناسب لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية مما يُساهم في دعم الاقتصاد الوطني؛
 - القيام بنشر المعلومات من خلال جميع الوسائل المتاحة؛

¹: بورصة عمان، النشرة التعريفية، (بدون سنة النشر)، ص 16.

²: نفس المرجع، ص 17.

³: بورصة عمان، النشرة التعريفية، (بدون سنة النشر)، ص 28.

- رفع مستوى الجاذبية وتنافسية السوق من خلال دعم تداول أنواع جديدة من الأوراق المالية وصناديق المؤشرات المتداولة، وتخفيض كلف الاستثمار واحتساب مؤشرات جديدة للبورصة؛
- استمرار البورصة في تشجيع الجهات المصدرة لأوراق المالية لإدراج أوراقها في البورصة؛
- تفعيل وزيادة دور البورصة في العمل العربي والإقليمي والدولي المشترك من خلال تعزيز التعاون مع المؤسسات الدولية والإقليمية ذات العلاقة بأسواق رأس المال؛
- السعي نحو تدريب موظفيها والارتقاء بمستواهم العلمي والمهني وصقل مهاراتهم والتي تغطي جوانب العمل في البورصة؛
- نشر الوعي وثقافة الاستثمار وتسويق البورصة؛
- تنشيط سوق السندات بالتنسيق مع الجهات الحكومية المعنية؛
- تعزيز المسؤولية المجتمعية والاستدامة في البورصة.

المطلب الثاني: تقديم بورصة ناسداك

بورصة ناسداك ثاني أكبر بورصة لتداول الأسهم في العالم من ناحية القيمة السوقية للأسهم المتداولة بعد بورصة نيويورك، تم تأسيسها من طرف الجمعية الوطنية لتجار الأوراق المالية عام 1971، والتي تعرف حاليا باسم هيئة تنظيم الصناعة المالية. تتخذ بورصة ناسداك من نيويورك مقرا رئيسيا لها، وتدير 25 نوعا من الأسواق، للأسهم والمشتقات والسلع وغير ذلك، فضلا عن إصدارها لمؤشر ناسداك 100 ، الذي يقيس أداء أكبر 100 شركة في البورصة، منها شركة آبل، مايكروسوفت، وأمازون وتسلا. تدير ناسداك إضافة للأسواق غرفة مقاصة وخمسة ودائع أوراق مالية مركزية في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.

عرفت هذه البورصة توسعا في نشاطها منذ تأسيسها وبالأخص منذ منتصف عقد تسعينات القرن الماضي الذي شهدت فيه توسعا غير مسبوق نتيجة لتصاعد أسهم شركات قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصالات المدرجة في البورصة وخصوصا شركات الانترنت لغاية مارس 2000 بشكل لم يعكس القيمة الحقيقية لمعظم المؤسسات المدرجة، وإنما بفعل تنامي الطلب على أسهم شركات القطاع وتزايد المضاربة فيها من منطلق النظرة النفاؤلية المفرطة التي كانت سائدة في أوساط المستثمرون المليون وقتئذ اتجاه كل ما له علاقة بمجالات الاقتصاد الجديد باعتبارها فرصا استثمارية واعدة وأكثر ربحية.

وفي ظل الظروف النفاؤلية، ارتبط نشاط هذه البورصة خلال هذه الفترة بقطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصالات مما جعل هذه البورصة تستمد تسميتها ببورصة القيم التكنولوجية، عرف مؤشر NASDAQ ارتفاعا قياسيا لم يبلغه منذ تأسيسه ببلوغه 5048 نقطة، غير أن هذا الأمر لم يستمر طويلا بعدما بدأت

تتلاشى مصداقية المؤسسات العاملة في الحقل الافتراضي لدى المستثمرين الذين سارعوا للتخلص من استثماراتهم المالية في أسهم هذه المؤسسات، مما أدى إلى انهيارها بشكل سريع منذ منتصف شهر مارس 2000 مثلما يظهر ذلك في التراجع القياسي لمؤشر ناسداك الذي فقد خلال الفترة الممتدة من منتصف مارس إلى نهاية سنة 2000 أكثر من 50% من قيمته والتسبب في حدوث أزمة فقاعات الانترنت أو Dot com.¹ وفيما يلي أهم المؤشرات المستخدمة في بورصة ناسداك، والتي سنوجز أهمها كالتالي:²

1. مؤشر ناسداك 100: هو مؤشر للأسهم الأمريكية يتم حسابه من خلال متوسط قيمة أسعار الأسهم لأول 100 شركة تداولاً على بورصة ناسداك، ويشمل المؤشر شركات تقنية واتصالات وخدمات الانترنت والصناعات الحيوية والصيدلانية وغيرها، وعادة ما يستخدم المؤشر كمقياس لأداء قطاع التكنولوجيا في الأسواق المالية العالمية، وتتخلص مجموعته في الشركات التي ينتمي إليها عدد كبير من الشركات الناشئة والمبتكرة في مجال التكنولوجيا، وتحتوي بعض الشركات الكبرى في هذا المؤشر مثل آبل وامازون ومايكروسوفت وفيسبوك وغيرها.

2. مؤشر ناسداك المركب: هو أحد أهم مؤشرات الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية، ويتم حسابه من خلال مجموعة من الشركات التي تتداول أسهمها في بورصة ناسداك، ويشمل هذا المؤشر شركات تقنية كبيرة مثل أمازون وفيسبوك ومايكروسوفت وآبل وغيرها، بالإضافة إلى الشركات الناشئة والمبتكرة في مجالات مثل البرمجيات والتكنولوجيا والتجارة الإلكترونية والاتصالات وغيرها. يتم استخدام مؤشر ناسداك كمؤشر للأداء الاقتصادي في الولايات المتحدة وفي العالم أجمع، ويمكن للمستثمرين استخدامه لمعرفة كيفية أداء الشركات التي يتم تداول أسهمها في بورصة ناسداك، كما أنه يعتبر مؤشراً هاماً للاقتصاد الرقمي والتكنولوجي.

المبحث الثالث: دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك

من خلال هذا المبحث سنحاول دراسة التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية من خلال التطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك، حيث شمل المبحث على أربعة مطالب، تطرقنا في المطلب الأول إلى وصف متغيرات الدراسة لكلا البورصتين، أما المطلب الثاني فقد درسنا التلاعبات عن طريق استغلال المعلومات الداخلية في البورصات محل الدراسة، في حين شمل المطلب الثالث أهم الآليات المتخذة للحد من التلاعبات، وفي المطلب الرابع قمنا بمناقشة فرضيات الدراسة.

¹: طيب قوادي هني، عدم تناظر المعلومات وفعالية الأسواق المالية -دراسة حالة بورصتي ناسداك ونيويورك-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة مصطفى اسطمبولي، معسكر، الجزائر، 2023، ص 137-138.

²: نفس المرجع، ص 139-140.

المطلب الأول: وصف متغيرات الدراسة

أولاً: بالنسبة لبورصة عمان للأوراق المالية Amman Stock Exchange

1. مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة بالنسبة لبورصة عمان للأوراق المالية في الشركات المدرجة في البورصة، أما عينة الدراسة التي سنعتمد عليها فتتمثل في الشركات التي يحتويها مؤشر بورصة عمان العام Amman Stock Exchange General Index (ASEGI)، وبالرغم من تعدد المؤشرات التي تعتمدها بورصة عمان فقد وقع الاختيار على هذا المؤشر باعتباره يحتوي على الشركات الأكثر نشاطاً والأعلى من حيث القيمة السوقية، إذن وفق مكونات هذا المؤشر فإن عينة الدراسة تتكون من 69 شركة محل الدراسة.

2. فترة الدراسة:

تم أخذ فترة الدراسة من 2007 إلى غاية 2021، وذلك لاعتبارات تتعلق بتوفر المعطيات خلال هذه الفترة حول الشركات محل الدراسة.

3. جمع بيانات الدراسة:

تم تجميع البيانات من مصدرين:

أ. المصدر الأول تمثل في المعلومات التاريخية لأسعار أسهم الشركات محل الدراسة التي توفرها بورصة عمان عبر موقعها الرسمي؛

ب. المصدر الثاني تمثل في التداولات الداخلية والتي يوفرها الموقع التالي: مؤشر بورصة عمان العام - (ASEGI) معلومات مباشر عُمان (mubasher.info)، وهي عبارة عن موقع معتمد يوفر أخبار البورصات العربية.

4. منهجية الدراسة:

سنعتمد على منهجية دراسة حالة لاختبار مدى صحة الفرضيات حيث سنقوم بتقدير نموذج قياسي وهو عبارة عن انحدار خطي بسيط بغية دراسة كيفية تأثير المتغير المستقل المتمثل في عائد سوق عمان للأوراق المالية (ASEGI) على المتغير التابع المتمثل لعوائد استغلال المعلومات الداخلية ومن ثم استنتاج تأثير استغلال المعلومات الداخلية على كفاءة الأسواق المالية.

5. النموذج المستخدم في الدراسة:

حتى يمكننا القيام بهذه الدراسة، انطلقنا من فرض مفاده أن عوائد التداول الداخلي تتبع عوائد المؤشر أو أن عوائد التداول الداخلي تكون مفسرة من خلال عوائد المؤشر، وبالتالي يتوجب علينا أولاً تعريف

النموذج المستخدم في هذه الدراسة مع مراعاة ترتيب المتغيرات حسب طبيعتها، أي القيام بتحديد المتغيرات التابعة والمتغيرات المفسرة وهذا ما يجعل النموذج يأخذ الصيغة التالية:

$$insider\ trading\ returns = f(ASEGI\ Returns)$$

$$insider\ trading\ returns = C + \beta_1 ASEGI + \varepsilon_t$$

ثانياً: بالنسبة لبورصة ناسداك Nasdaq

1. مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في بورصة ناسداك، أما عينة الدراسة فتتمثل في بعض حالات التلاعب التي وقعت في بورصة ناسداك، والتي أدايتها هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية.

2. فترة الدراسة:

تختلف فترة الدراسة وذلك حسب الحالات التي أدايتها هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية لذلك لا يمكن حصر فترة الدراسة.

3. جمع بيانات الدراسة:

تم جمع بيانات الدراسة من خلال التنقيب عليها في موقع هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية والتي تتعلق بالتلاعبات في الأسواق المالية، ومن ثم تمت عملية اختيار تلك التلاعبات التي تمت على أساس استغلال المعلومات الداخلية وهي التي تهمنا في هذه الدراسة.

4. منهجية الدراسة:

من أجل اختبار الفرضيات اعتمدنا في دراسة هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية على أسلوب دراسة الحدث، حيث يستخدم هذا الأسلوب على نطاق واسع، ويتم تصميمه من أجل التحقيق في تأثير حدث معين على مغير تابع معين، وعادة ما يكون المغير التابع والشائع استخدامه في مثل هذه الدراسات هو سعر سهم الشركة أو العوائد أو حجم التداول للشركة في البورصة. ويعرف دراسة الحدث بأنه دراسة التغيرات في سعر السهم أو حجم السهم بما يتجاوز التوقعات (عوائد غير طبيعية) على مدى فترة زمنية تسمى (نافذة الحدث) ويتم إرجاع العوائد الغير طبيعية إلى تأثيرات ذلك الحدث¹.

¹: سمحى عبد العاطى حامد ضيف الله، استخدام منهجية الحدث في اختبار المحتوى المعلوماتي لتقارير الاستدامة -دراسة تطبيقية-

المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، المجلد 35، العدد 4، 2021، ص 129.

المطلب الثاني: دراسة التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية في البورصات محل الدراسة

أولاً: دراسة بورصة عمان للأوراق المالية

1. الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

فيما يلي تغيرات العوائد المتأنتية من استغلال المعلومات الداخلية والعوائد المحسوبة لمؤشر بورصة

عمان العام ASEGI خلال السنوات 2007-2021 مرفقة في الجدول التالي:

الجدول رقم (07): تغيرات عوائد متغيرات الدراسة

عوائد مؤشر بورصة عمان العام ASEGI returns	عوائد التداول الداخلي Insider trading returns	
22%	21%	2007
-25%	-6%	2008
-8%	9%	2009
-6%	14%	2010
-16%	1%	2011
-2%	12%	2012
6%	18%	2013
5%	6%	2014
-1%	3%	2015
2%	2%	2016
-2%	-5%	2017
-10%	-3%	2018
-5%	-3%	2019
-9%	7%	2020
28%	9%	2021

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البيانات المنشورة في الموقعين:

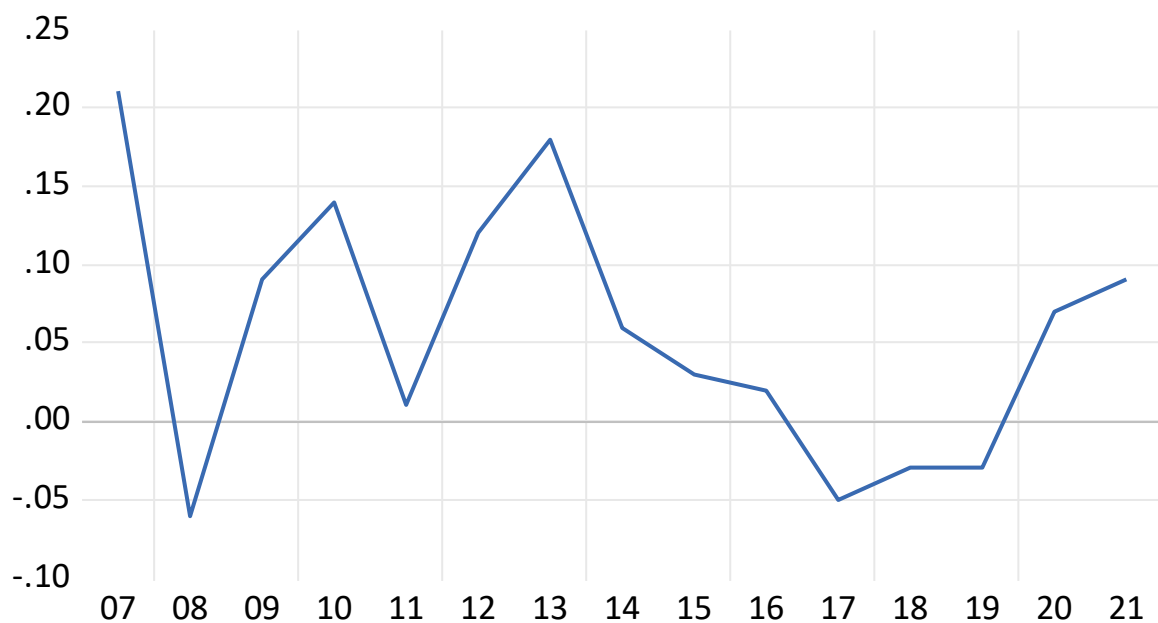
- <https://www.ase.com.jo>, retrieved: 20/05/2024.
- (mubasher.info), retrieved: 20/05/2024. معلومات مباشر عُمان - ASEGI) مؤشر بورصة عمان العام

وفيما يلي الشكل رقم (22) والشكل رقم (23) والشكل رقم (24) التمثيلات البيانية: تغيرات عوائد استغلال

المعلومات الداخلية، تغيرات عوائد مؤشر بورصة عمان، والتغيرات مجتمعة، على التوالي:

الشكل رقم (22): تغيرات عوائد استغلال المعلومات الداخلية

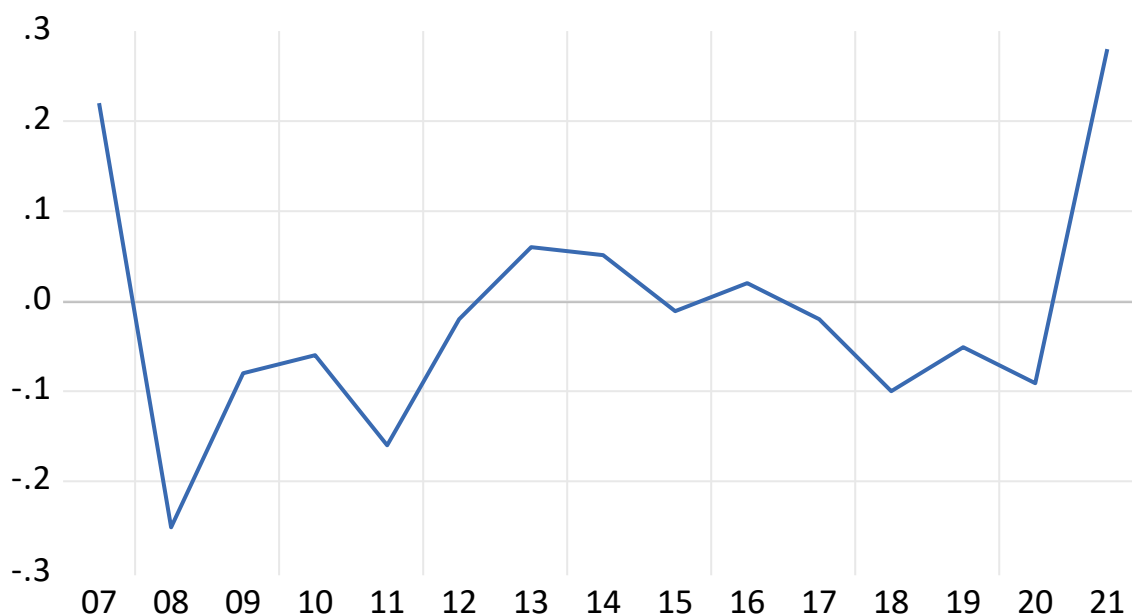
INSIDER TRADING RETURNS



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (07) وبالإستعانة ببرنامج Eviews12

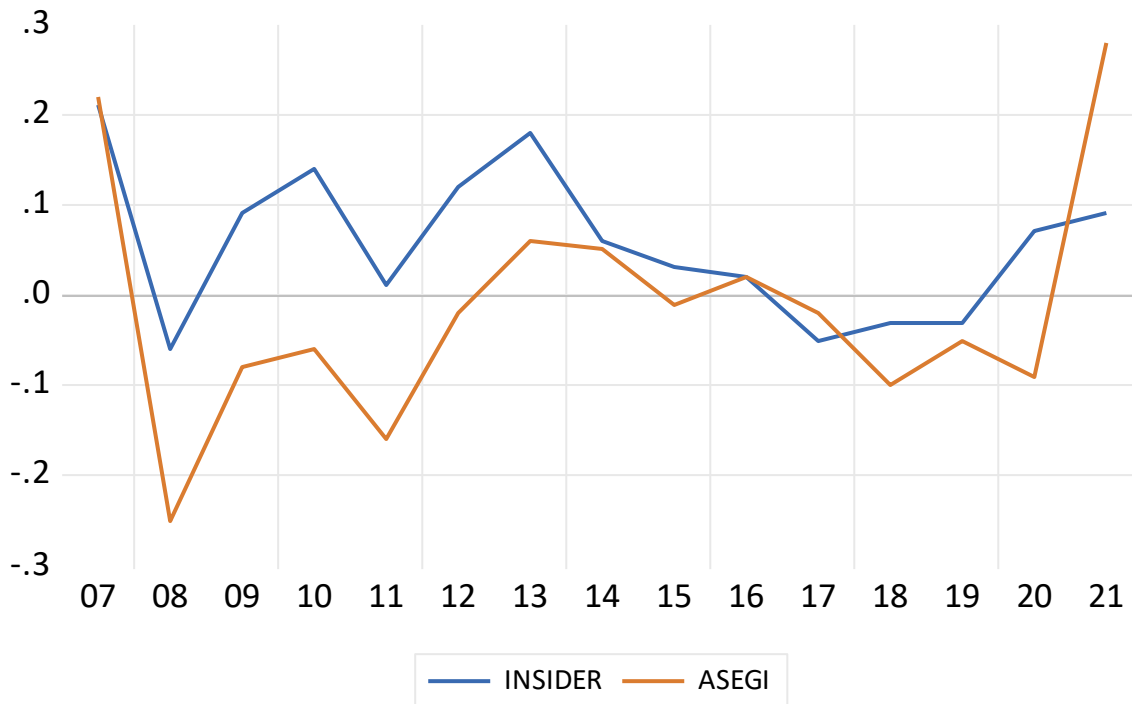
الشكل رقم (23): تغيرات عوائد مؤشر بورصة عمان العام

ASEGI RETURNS



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (07) وبالإستعانة ببرنامج Eviews12

الشكل رقم (24): تغيرات عوائد استغلال المعلومات الداخلية وعوائد مؤشر بورصة عمان العام مجتمعة



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (07) وبالإستعانة ببرنامج Eviews12 وفيما يلي نستعرض مختلف الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة ممثلة في عوائد استغلال المعلومات الداخلية وعوائد مؤشر بورصة عمان العام للأوراق المالية.

الجدول رقم (08): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

	Insider trading returns	ASEGI returns
Mean	0.056667	-0.014000
Median	0.060000	-0.020000
Maximum	0.210000	0.280000
Minimum	-0.060000	-0.250000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

التعليق:

- لقد شهدت عوائد استغلال المعلومات الداخلية تذبذب ملموس خلال الفترة 2007-2021، وبلغ متوسط عوائد استغلال المعلومات الداخلية خلال الفترة 2007-2021 نحو 5.6% وبلغت أعلى قيمة له 21% وكان ذلك سنة 2007، وأدنى قيمة للعوائد كانت 6%- سنة 2008.
- لقد شهدت عوائد مؤشر بورصة عمان العام للأوراق المالية ASEGI تذبذب ملموس خلال الفترة 2007-2021، وبلغ متوسط عوائد المؤشر خلال الفترة 2007-2021 نحو 1%-، حيث بلغت أعلى قيمة له 28% وكان ذلك سنة 2021، وأدنى قيمة له كانت 25%- سنة 2008.

2. الحالة التحليلية لمتغيرات الدراسة:

أ. إختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة:

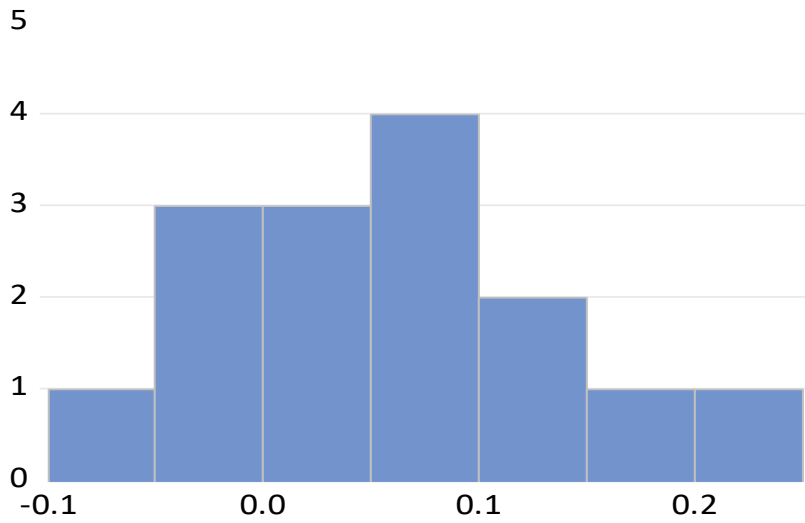
الهدف من هذا الاختبار هو معرفة إذا كانت المتغيرات المحتواة في الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي، فلهذا قبل القيام بأي تقدير يجب أولاً معرفة هذه الخاصية من أجل دقة التقدير.

الجدول رقم (09): إختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة Jarque-Bera

	Insider trading returns	ASEGI returns
Jarque-Bera	0.719339	1.178989
Probability	0.697907	0.555608

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

الشكل رقم (25): إختبار التوزيع الطبيعي لعوائد استغلال المعلومات الداخلية

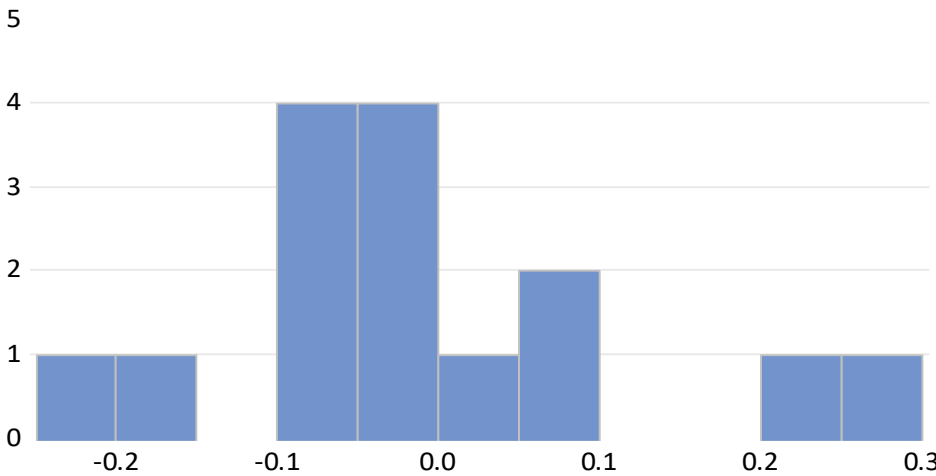


Series: INSIDER	
Sample 2007 2021	
Observations 15	
Mean	0.056667
Median	0.060000
Maximum	0.210000
Minimum	-0.060000
Std. Dev.	0.082952
Skewness	0.274207
Kurtosis	2.077946
Jarque-Bera	0.719339
Probability	0.697907

المصدر: من إعداد الطالب بالاستعانة ببرنامج Eviews12

Eviews12

الشكل رقم (26): إختبار التوزيع الطبيعي لعوائد مؤشر بورصة عمان العام



Series: ASEGI	
Sample 2007 2021	
Observations 15	
Mean	-0.014000
Median	-0.020000
Maximum	0.280000
Minimum	-0.250000
Std. Dev.	0.133620
Skewness	0.656039
Kurtosis	3.405998
Jarque-Bera	1.178989
Probability	0.554608

المصدر: من إعداد الطالب بالاستعانة ببرنامج Eviews12

التعليق:

يدرس الإختبار السابق اختبار Jarque-Bera التوزيع الطبيعي للعينات المختارة، إي إذا كانت تتوزع توزيعاً طبيعياً أما لا، وحسب فروض هذا الاختبار فإنه في حالة كانت القيمة الاحتمالية $p > 0.05$ للاختبار فإن بيانات العينة تتوزع توزيعاً طبيعياً (أي قبول الفرضية الصفرية H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1)، أما إذا كانت القيمة $p < 0.05$ للاختبار فإن بيانات العينة لا تتوزع توزيعاً طبيعياً (أي رفض الفرضية الصفرية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1) ومنه حسب نتائج الاختبار السابق نجد:

- بالنسبة لمتغير عوائد استغلال المعلومات الداخلية وحسب النتائج المبينة في الجدول رقم (09) والتي تظهر قيمة $p = 0.69$ لاختبار Jarque-Bera وهي قيمة أكبر من 0.05 ($p = 0.69 > 0.05$) مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 أي بيانات العينة (عوائد استغلال المعلومات الداخلية) تتوزع توزيعاً طبيعياً، وهذا ما يؤكد الشكل رقم (25).
 - بالنسبة لمتغير عوائد مؤشر بورصة عمان العام وحسب النتائج المبينة في الجدول رقم (09) والتي تظهر قيمة $p = 0.55$ لاختبار Jarque-Bera وهي قيمة أكبر من 0.05 ($p = 0.55 > 0.05$) مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 أي بيانات العينة (عوائد مؤشر بورصة عمان العام) تتوزع توزيعاً طبيعياً، وهذا ما يؤكد الشكل رقم (26).
- ب. إختبار درجة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة:

نستعرض فيما يلي مصفوفة معامل الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة وذلك لتحديد قوة الارتباط بين هذه المتغيرات:

الجدول رقم (10): مصفوفة معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة

	Insider trading returns	ASEGI returns
Insider trading returns	1.000000	0.591588
ASEGI returns	0.591588	1.000000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

التعليق:

يقيس معامل الارتباط الخطي قوة واتجاه العلاقة بين متغيرين حيث تنحصر قيمته في المجال $\{-1, 1\}$ فكلما اتجهت قيمته نحو القيمة 1 نقول أن هناك علاقة ارتباط قوية موجبة (طردية) بين المتغيرين، وكلما اتجهت قيمته نحو -1 نقول أن هناك علاقة ارتباط قوية سالبة (عكسية)، أما إذا كانت قيمته تساوي 0 نقول أنه لا توجد أي علاقة ارتباط بين المتغيرين، إذن من خلال ملاحظة الجدول رقم (10)، نجد أن معامل الارتباط بين المتغيرين (عوائد استغلال المعلومات الداخلية وعوائد مؤشر بورصة عمان العام) يساوي 0,59، مما يدل على وجود علاقة ارتباط قوية نسبياً وهي طردية موجبة بين المتغيرين.

3. التقدير الأولي للنموذج وتقييم النتائج:

نستعرض فيما يلي نتائج التقدير الأولي للنموذج:

الجدول رقم (11): نتائج تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.061808	0.018025	3.429035	0.0045
ASEGI	0.367259	0.138818	2.645612	0.0202
R-squared	0.349976	Mean dependent var		0.056667
Adjusted R-squared	0.299974	S.D. dependent var		0.082952
S.E. of regression	0.069403	Akaike info criterion		-2.374193
Sum squared resid	0.062619	Schwarz criterion		-2.279787
Log likelihood	19.80645	Hannan-Quinn criter.		-2.375199
F-statistic	6.999261	Durbin-Watson stat		1.253563
Prob (F-statistic)	0.020179			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

التعليق:

من خلال ملاحظة الجدول رقم (11) نستنتج:

- فيما يتعلق بمعنوية المتغير التابع ومن خلال ملاحظة الجدول نجد أن القيمة الاحتمالية p تساوي $p=0.02$ وهي أقل من $0,05$ ($p=0.02<0.05$) مما يدل على أن المتغير التابع له معنوية إحصائية، وبالنظر إلى معامل عائد مؤشر بورصة عمان العام نجده موجب، مما يدل على وجود علاقة طردية وتأثير موجب لعوائد مؤشر بورصة عمان العام على عوائد استغلال المعلومات الداخلية.
- فيما يتعلق بالمعنوية الكلية للنموذج والتي تدرس اختبار النموذج بين المتغيرين التابع والمستقل وذلك عن طريق إحصائية فيشر، حيث يهدف هذا الاختبار إلى الإجابة على الطرح التالي: هل النموذج الخطي مقبول لتمثيل العلاقة بين المتغيرين أم لا؟ ووفق هذا الاختبار إذا كانت $p<5\%$ هذا يعني أن النموذج مناسب ومقبول إحصائياً (أي رفض الفرضية الصفرية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1)، أما إذا كانت $p>5\%$ هذا يعني أن النموذج غير مناسب أو غير مقبول إحصائياً (أي قبول الفرضية الصفرية H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1)، ومن خلال الجدول السابق نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر $p=0.02$ وهي أقل من $0,05$ ($p=0.02<0.05$) مما يؤدي إلى رفض الفرضية الصفرية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 مما يعني أن النموذج مقبول إحصائياً.
- فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج والتي تعني قدرة المتغير المستقل في النموذج في تفسير التغيرات الحاصلة في المتغير التابع والتي يتم قياسها من خلال معامل التحديد R^2 ، وبالعودة للنتائج الموضح

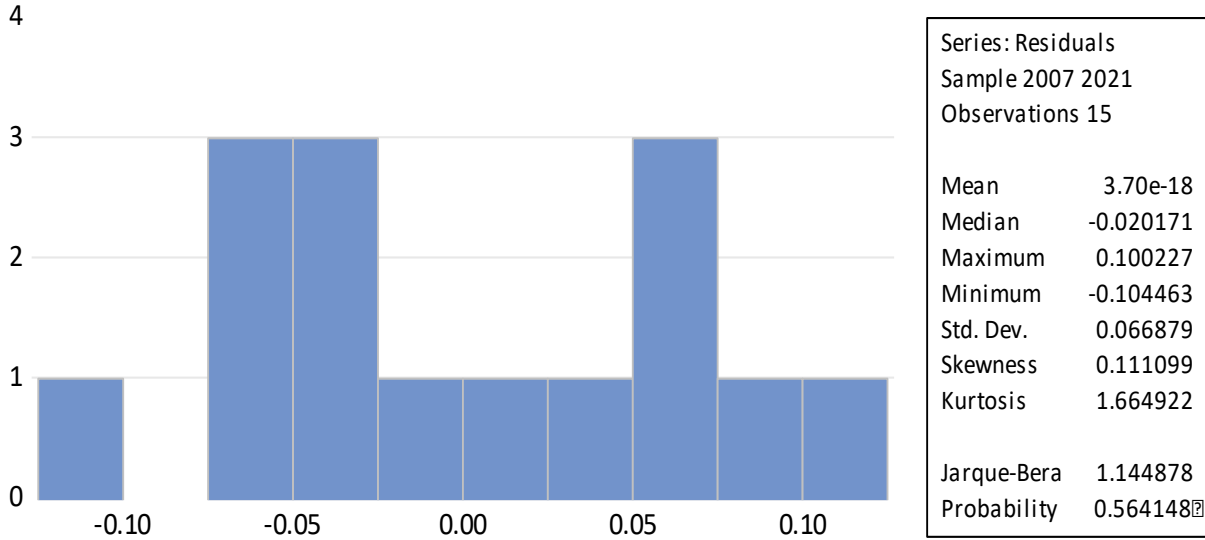
في الجدول السابق نجد أن $R^2 = 0.34$ أي أن المتغير المستقل (عوائد مؤشر بورصة عمان العام) يُفسر 34% فقط من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (عوائد استغلال المعلومات الداخلية).

4. إختبارات تحديد المشاكل القياسية:

أ. إختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج:

في الاختبار التالي سنحاول الكشف على ما إذا كانت بواقي النموذج المقدر تتبع التوزيع الطبيعي أم لا:

الشكل رقم (27): إختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج



المصدر: من إعداد الطالب بالاستعانة ببرنامج Eviews12

التعليق:

يدرس الإختبار السابق اختبار Jarque-Bera التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج، أي إذا كانت تتوزع توزيعاً طبيعياً أم لا، وحسب فروض هذا الاختبار فإنه في حالة كانت القيمة الاحتمالية $p > 0.05$ للاختبار فإن بواقي النموذج تتوزع توزيعاً طبيعياً (أي قبول الفرضية الصفريّة H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1)، أما إذا كانت القيمة $p < 0.05$ للاختبار فإن بواقي النموذج لا تتوزع توزيعاً طبيعياً (أي رفض الفرضية الصفريّة H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1) ومنه من خلال ملاحظة نتائج الاختبار السابق المبينة في الشكل رقم (27) نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera تساوي $p = 0.56$ وهي قيمة أكبر من 0.05 ($p = 0.56 > 0.05$) مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفريّة H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 أي بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي، وهذا ما يؤكد الشكل رقم (27).

ب. إختبار الكشف عن مشكلة عدم ثبات تباين بواقي النموذج:

توجد العديد من الاختبارات التي يتم من خلالها الكشف عن مشكلة عدم ثبات تباين بواقي النموذج منها: إختبار Beusch-Pagan-Godfrey، إختبار Harvey، إختبار Glejser، إختبار ARCH، إختبار White، وسنعمد على إختبار Breusch-Pagan-Godfrey للكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين، ووفق هذا الاختبار إذا كانت القيمة الاحتمالية لإحصائية كاي تربيع Chi-Square أقل من 5% فإن هذا يدل على وجود مشكلة عدم ثبات التباين (أي رفض الفرضية الصفرية H0 وقبول الفرضية البديلة H1)، إذن نتائج الإختبار السابق موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (12): إختبار Breusch-Pagan-Godfrey للكشف عن مشكلة عدم ثبات تباين

بواقي النموذج

F-statistic	1.205925	Prob. F(1,13)	0.2921
Obs*R-squared	1.273333	Prob. Chi-square(1)	0.2591
Scaled explained SS	0.317971	Prob. Chi-square(1)	0.5728

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

التعليق:

حسب النتائج الموضحة في الجدول السابق فإن القيمة الاحتمالية المرافقة لإحصائية كاي تربيع Chi-Square تساوي $p=0.2591$ وهي أكبر تماماً من 0,05 ($p=0.2591>0.05$)، مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية H0 ورفض الفرضية البديلة H1، أي أنه لا توجد مشكلة عدم ثبات تباين بواقي النموذج.

ج. إختبار الكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي بين بواقي النموذج:

تستخدم عادة للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي بين بواقي النموذج إحصائية دربن-واتسون Durbin-watson وهو من أكثر الاختبارات شيوعاً وأسهلها استخداماً، لكنه في بعض الأحيان تقع نتائجه في منطقة الشك والتي لا نستطيع من خلالها الاكاد من وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي من عدمها، ففي دراستنا وحسب الجدول رقم (11) كانت قيمة إحصائية دربن-واتسون Durbin-watson تساوي $D.W=1.25$ وهي تقع في منطقة الشك، إذن ولأجل التأكد من هذه المشكلة سنجري إختبار Breusch-Godfrey للارتباط الذاتي بين البواقي من الدرجة الأولى والدرجة الثانية (درجة التأخير)، والنتائج مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (13): إختبار Breusch-Godfrey للارتباط الذاتي بين البواقي من الدرجة

الأولى والدرجة الثانية

الدرجة الأولى			
F-statistic	1.258216	Prob. F(1.12)	0.2839
Obs*R-squared	1.423512	Prob. Chi-Square(1)	0.2328
الدرجة الثانية			
F-statistic	1.149747	Prob. F(1.12)	0.3520
Obs*R-squared	2.593514	Prob. Chi-Square(2)	0.2734

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

التعليق:

وتبعاً لهذا الاختبار إذا كانت القيمة الاحتمالية لإحصائية كاي تربيع Chi-Square أقل من 5% فإن هذا يدل على وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين بواقي النموذج (أي رفض الفرضية الصفرية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1)، إذن من خلال ملاحظة نتائج الاختبار السابق والمبينة في الجدول رقم (13) نجد أن القيمة الاحتمالية لإحصائية كاي تربيع Chi-Square أكبر من 5% في الحالتين أي عند التأخير من الدرجة الأولى ($p=0.23 > 0.05$) وعند التأخير من الدرجة الثانية ($p=0.27 > 0.05$) مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 ، أي أنه لا توجد مشكلة الارتباط الذاتي بين بواقي النموذج.

ثانياً: دراسة بورصة ناسداك

في هذه الدراسة سنقوم بتحليل بعض الحالات التي أدانتها هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية، وذلك من خلال تقديمها أولاً ثم متابعة تغيرات أسعار أسهم وأحجام التداول وعوائد تلك الشركات التي تم التلاعب فيها.

1. تقديم الحالات محل الدراسة:

بعد فحص الحالات التي تطرقت إليها الهيئة وقع الاختيار على الحالات التالية والتي تخدم الدراسة وكذلك لتوفر المعلومات المتعلقة بها:

أ. الحالة الأولى: حالة شركة Acacia Communications

في 26 مارس 2024 أدانت هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية المهندس Andreas Andy Bechtolsheim الذي يعتبر مؤسس وكبير مهندسي شركة Arista Networks وهي شركة لتصنيع أجهزة شبكات الكمبيوتر بالتداول بناء على معلومات داخلية. وحسب تقرير هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية فمن خلال عمله وعلاقاته تمكن Andreas Andy Bechtolsheim من الوصول إلى معلومات مادية جوهرية وغير عامة بشأن استحواذ شركة Cisco وهي شركة تكنولوجيا معلومات أمريكية متخصصة في أجهزة الشبكات

على شركة Acacia Communications وهي شركة تعمل في مجال التوصيل البصري عالية السرعة، وبناء على هذه المعلومة الجوهرية قام بشراء أسهم باسم حسابات أحد أصدقائه وأقاربه، وبعد إعلان الاستحواذ في 09 جويلية 2019 ارتفع سعر السهم بنسبة كبيرة وحقق من وراء هذا التداول الداخلي أرباحا غير عادية 415726 دولار أمريكي¹.

ب. الحالة الثانية: حالة شركة TravelCenters America

في 22 فيفري 2024 أدانت هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية Tyler Loudon بالتداول بناء على معلومات داخلية مادية غير عامة جوهرية. وحسب التقرير الذي أفادت به الهيئة فقد تمكن Tyler Loudon من اختلاس هذه المعلومات من زوجته التي كانت تشغل منصب مديرة عملية الاندماج والاستحواذ في شركة النفط والغاز BP p.l.c، حيث تشير هذه المعلومات إلى استحواذ هذه الأخيرة على شركة TravelCenters America، حيث قام بناء عليها بشراء 46540 سهم من أسهم شركة TravelCenters America قبل إعلان الاستحواذ، وفي 16 فيفري 2023 ارتفع سعر سهم شركة TravelCenters America بنسبة كبيرة وحقق من وراء هذا التداول الغير قانوني أرباحا بلغت 1,76 مليون دولار أمريكي².

ج. الحالة الثالثة: حالة شركة Ontrak Inc

في 01 مارس 2023، أدانت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية السيد Terren S. Peizer الرئيس التنفيذي لشركة Ontrak Inc، وهي شركة مختصة بالرعاية الصحية، بالتداول (البيع) بناء على معلومات داخلية لما قيمته 20 مليون دولار من أسهم Ontrak، أثناء حيازته على معلومات مادية غير عامة سلبية والمتعلقة بأكبر عميل للشركة. وحسب تقرير الهيئة، قام Terren S. Peizer ببيع ما يقارب 600000 ألف سهم من أسهم الشركة بقيمة تزيد عن 19.2 مليون دولار قبل ماي 2021، ثم بعدها في أوت 2021 باع 45000 سهم إضافي من أسهما أي ما يقارب 1.9 مليون دولار، حيث قام Terren S. Peizer بالتداول بناء على معلومات داخلية سلبية مفادها أن علاقة الشركة مع أكبر زبون (عميل) والذي يمثل نصف إيرادات الشركة أصبحت ضعيفة وأنها على وشك الانتهاء. وفي 19 أوت 2021 أعلنت الشركة أن العميل قد أنهى العقد، انخفض سعر سهمها بنسبة كبيرة، ونتيجة لذلك تتجب Terren S. Peizer خسائر قدرها 12.7 مليون دولار أمريكي³.

¹: SEC.gov | SEC Charges Former Arista Networks Chairman Andy Bechtolsheim with Insider Trading, retrieved: 23/05/2024.

²: SEC.gov | SEC Charges Husband of Energy Company Manager with Insider Trading, retrieved: 23/05/2024.

³: SEC.gov | SEC Charges Ontrak Chairman Terren Peizer With Insider Trading, retrieved: 24/05/2024.

د. الحالة الرابعة: حالة شركة Five Prime Therapeutics

في 20 ديسمبر 2021، أدانت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية Daniel Catenacci بالتداول بناء على معلومات داخلية في الأوراق المالية لشركة التكنولوجيا الحيوية Five Prime Therapeutics قبل إعلان الشركة في 10 نوفمبر 2020 أنها حققت نتائج إيجابية لتجارب دواء السرطان الرئيسي Bemarituzumab.

وفيد تقرير هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية، أن Daniel Catenacci وهو أستاذ في كلية الطب في شيكاغو بولاية إلينوي، دخل في اتفاق استشاري مع فايف برايم Five Prime للعمل كمحقق إكلينيكي رئيسي لتجربة دواء Bemarituzumab الخاص بالشركة، ومن خلال هذا الدور، فقد علم بمعلومات مادية غير علنية عن النتائج الإيجابية لتجربة هذا الدواء. ووفقا للهيئة وبعد وقت قصير من علمه بالنتائج الإيجابية، اشترى 8743 سهما من أسهم الشركة، وبعد أن أعلنت عن النتائج الإيجابية للدواء، ارتفع سعر سهم Five Prime بنسبة كبيرة جدا، فقا ببيع جميع أسهمه محققا مكاسب غير مشروعة قدرها 134142 دولار أمريكي¹.

2. عرض أسعار الأسهم وأحجام التداول والإحصاءات الوصفية للشركات محل الدراسة:

فيما يلي سنقوم بعرض أسعار الأسهم وأحجام التداول اليومية للشركات محل الدراسة من أجل معرفة أثر المعلومات الداخلية على المتغيرات المدروسة (السعر، الحجم)، وقد تم أخذ نافذة الحدث كالتالي [20، +20]، أي 20 يوم قبل الحدث و20 يوم بعد الحدث.

أ. الحالة الأولى: حالة شركة Acacia Communications

يمثل الجدول التالي تغيرات سعر سهم وحجم التداول اليومي لشركة Acacia Communications خلال فترة الحدث:

الحدث: عملية استحواذ

يوم الحدث: 2019/07/09

نافذة الحدث: [20، +20]، أي من 2019/06/18 إلى غاية 2019/07/26

الجدول رقم (14): تغيرات سعر سهم وحجم التداول اليومية لشركة Acacia

Communications

الحدث	أيام التداول	سعر السهم (دولار) Share price	حجم التداول Trading volume	نسبة التغير في سعر السهم
	2019/06/18	46,53	619570	+3.88%
	2019/06/19	46,72	433700	+0.41%
	2019/06/20	47,38	915410	+1.41%
	2019/06/21	46,19	83137	-2.51%

¹: SEC.gov | SEC Charges Clinical Drug Trial Investigator with Insider Trading, retrieved: 24/05/2024.

-0.28%	713040	46,06	2019/06/24	قبل الحدث
-2.41%	651400	44,95	2019/06/25	
+2.18%	581310	45,93	2019/06/26	
+1.42%	470480	46,58	2019/06/27	
+1.25%	2690000	47,16	2019/06/28	
+6.96%	1860000	50,44	2019/07/01	
-2.42%	834210	49,22	2019/07/02	
+0.75%	364000	49,59	2019/07/03	
-2.92%	451180	48,14	2019/07/05	
-0.17%	510870	48,06	2019/07/08	
+35.06%	13190000	64,91	2019/07/09	يوم الحدث
+1.00%	5330000	65,56	2019/07/10	بعد الحدث
-0.82%	3210000	65,02	2019/07/11	
-0.95%	1030000	64,40	2019/07/12	
+0.25%	1340000	64,56	2019/07/15	
+0.12%	1520000	64,64	2019/07/16	
+0.03%	755790	64,66	2019/07/17	
+0.40%	994570	64,92	2019/07/18	
-0.26%	983020	64,75	2019/07/19	
+0.37%	700170	64,99	2019/07/22	
+0.09%	441400	65,05	2019/07/23	
-0.09%	550960	64,99	2019/07/24	
-0.03%	999910	64,97	2019/07/25	
+0.20%	494900	65,10	2019/07/26	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على موقع:

Acacia Communications Inc Historical Price Data (ACIA) - Investing.com, retrieved: 25/05/2024.

ويمثل الجدول التالي بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات السابقة:

الجدول رقم (15): الإحصاءات الوصفية لسعر سهم وحجم التداول لشركة Acacia

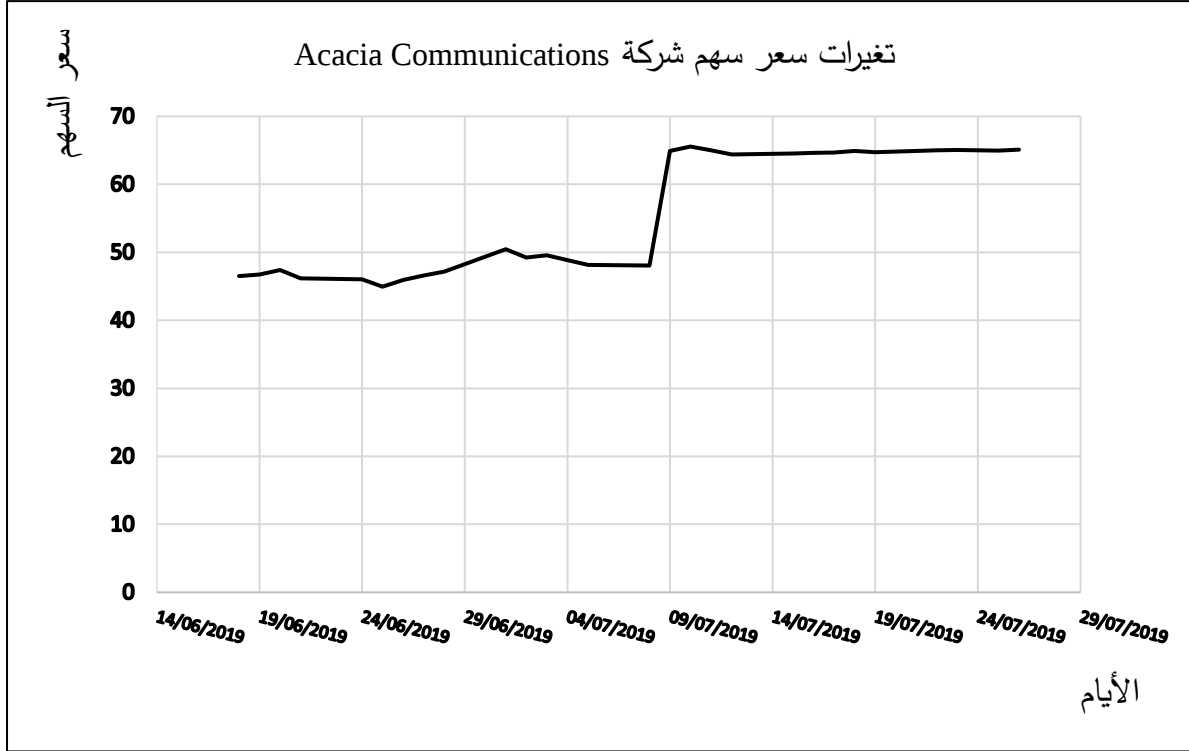
Communications

	Share price	Trading volume
Mean	56,12	1525680
Medina	57,42	734415
Maximum	65,56	13190000
Minimum	44,95	83137

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

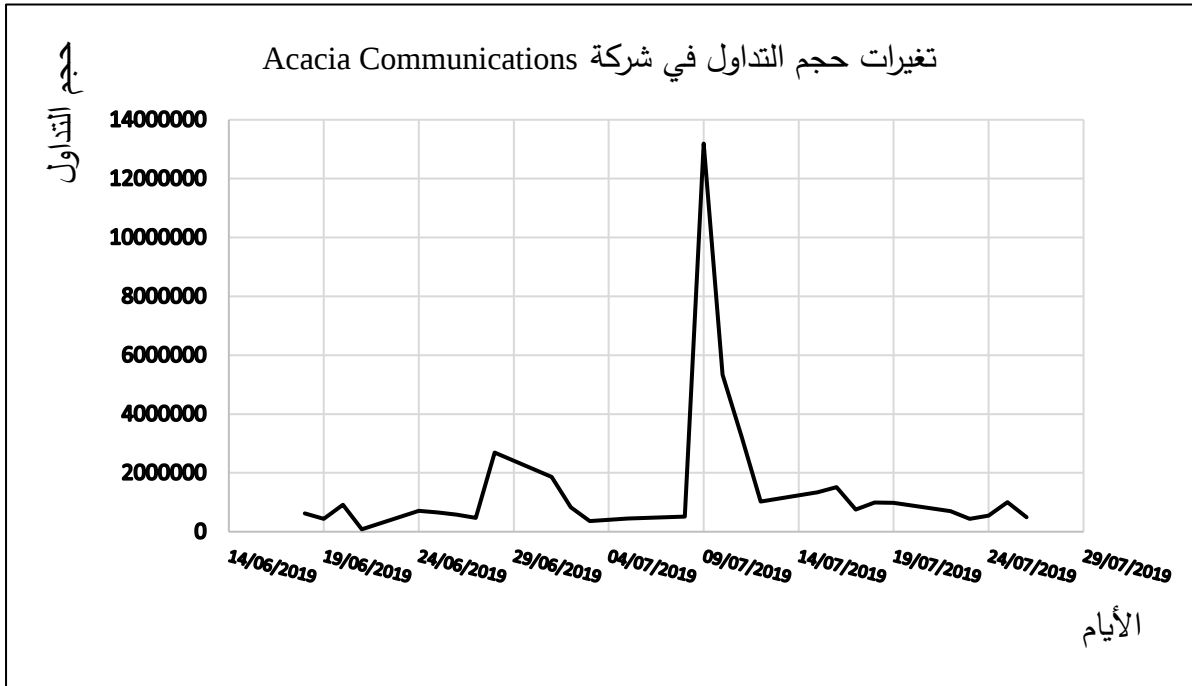
وفيما يلي الشكلين رقم (28) و (29) يوضحان تغيرات سعر سهم الشركة وحجم التداول خلال فترة الحدث:

الشكل رقم (28): تغيرات سعر سهم شركة Acacia Communications



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (14) وبإستعانة ببرنامج Excel2016.

الشكل رقم (29): تغيرات حجم التداول في شركة Acacia Communications



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (14) وبإستعانة ببرنامج Excel2016.

التعليق:

يمثل الجدول رقم (14) والشكلين رقم (28) و (29) تغيرات سعر سهم شركة Acacia Communications وحجم التداول عليها على التوالي، أما الجدول رقم (15) فيبين بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات السابقة، تم أخذ فترة -20 قبل تاريخ وقوع الحدث وفترة +20 بعد تاريخ وقوع الحدث، بلغت عدد المشاهدات خلال هذه الفترة 29 مشاهدة باستثناء أيام العطل الأسبوعية للبورصة، ونلاحظ من خلال ما سبق:

- **بالنسبة لتغيرات سعر السهم:** نلاحظ بعض الاستقرار في أسعار سهم الشركة خلال الفترة الممتدة بين تاريخ 2019/06/18 و 2019/07/08 حيث تراوحت بين 44,95 دولار أمريكي كأدنى قيمة لها (وهي أدنى قيمة خلال فترة الحدث) و 50,44 دولار أمريكي كأكبر قيمة لها خلال هذه الفترة، لترتفع بعدها بشكل كبير يوم 2019/07/09 وهو يوم الحدث يوم إعلان شركة Cisco أنها استحوذت على شركة Acacia Communications (معلومات داخلية جوهريّة التأثير غير معلنة من قبل ومتعلقة بمصدر تلك الأسهم وتعتبر معلومات سارة) بلغ عند هذا اليوم سعر سهمها 64,91 دولار أمريكي مسجلاً نسبة تغير بلغت 35,06% عن سعر السهم في اليوم السابق نتيجة هذا الحدث أو هذه المعلومات الداخلية، ليعود الاستقرار بعدها في أسعار سهم الشركة بين تاريخ 2019/07/10 و 2019/07/26 حيث بقي يتراوح بين 64,40 دولار أمريكي كأدنى قيمة له و 65,56 دولار أمريكي كأكبر قيمة له خلال هذه الفترة (وهي أكبر قيمة خلال فترة الحدث)، وقد بلغ متوسط أسعار سهم شركة Acacia Communications خلال فترة الحدث 56,12 دولار أمريكي.

- **بالنسبة لتغيرات حجم التداول:** نلاحظ تذبذب في أحجام التداول على سهم الشركة خلال الفترة الممتدة بين تاريخ 2019/06/18 و 2019/06/27 حيث تراوحت أحجام التداول بين 83137 (وهي أدنى قيمة في فترة ما قبل الحدث وفي فترة الحدث) و 470480، لتشهد ارتفاعاً يوم 2019/06/28 حيث بلغت 2690000 (وهي أكبر قيمة في فترة ما قبل الحدث)، ثم عادت تدريجياً للانخفاض إلى غاية يوم 2019/07/08 أين سجلت قيمة 510870، ويوم إعلان عملية الاستحواذ 2019/07/09 بلغ حجم التداول 13190000 (أكبر قيمة مسجلة خلال فترة الحدث) على سهم الشركة (وهو رد فعل المستثمرين في السوق المالي نتيجة ارتفاع سعر سهمها مما أدى إلى زيادة التداول عليه سواء بيعاً أو شراءً)، ثم عادت لتتخفّف في الأيام الموالية إلى أن بلغت 1030000، وبقيت بعدها خلال الفترة الممتدة بين 2019/07/12 و 2019/07/26 بين ارتفاع وانخفاض، حيث تراوحت أحجام التداول على

سهم الشركة بين 494900 (أدنى قيمة في فترة ما بعد الحدث) و 1520000 (أكبر قيمة في فترة ما بعد الحدث)، وقد بلغ متوسط حجم التداول على سهم شركة Acacia Communications خلال فترة الحدث 1525680.

- يؤكد التحليل السابق أن المعلومات الداخلية كان لها تأثير على أسعار سهم شركة Acacia Communications وكذلك على أحجام التداول، كما يؤكد أنها تمكن المتلاعبين من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة استغلال للمعلومات الداخلية قبل أن تكون متاحة لعموم الجمهور، وهو ما يؤكد ما جاء في تقرير هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية حول تحقيق المتلاعب Andreas Andy Bechtolsheim لما قيمته 415726 دولار أمريكي من الأرباح الغير عادية.

ب. الحالة الثانية: حالة شركة TravelCenters America

يمثل الجدول التالي تغيرات سعر سهم وحجم التداول اليومي لشركة TravelCenters America خلال فترة الحدث:

الحدث: عملية استحواذ

يوم الحدث: 2023/02/16

نافذة الحدث: [-20، +20]، أي من 2023/01/30 إلى غاية 2023/03/08

الجدول رقم (16): تغيرات سعر سهم وحجم التداول اليومية لشركة TravelCenters

America

الحدث	أيام التداول	سعر السهم (دولار) Share price	حجم التداول Trading volume	نسبة التغير في سعر السهم
قبل الحدث	2023/01/30	43,20	90860	-3.31%
	2023/01/31	45,52	145680	+5.37%
	2023/02/01	46,11	94140	+1.30%
	2023/02/02	47,89	161320	+3.86%
	2023/02/03	48,06	78640	+0.35%
	2023/02/06	48,40	99170	+0.71%
	2023/02/07	49,52	109020	+2.31%
	2023/02/08	49,05	129610	-0.95%
	2023/02/09	47,61	81490	-2.94%
	2023/02/10	47,01	65110	-1.26%
	2023/02/13	48,00	54720	+2.11%
	2023/02/14	47,69	47110	-0.65%
	2023/02/15	49,44	85690	+3.67%

+70.77%	10520000	84,43	2023/02/16	يوم الحدث
-0.25%	2910000	84,22	2023/02/17	بعد الحدث
-0.14%	1480000	84,10	2023/02/21	
+0.24%	1580000	84,30	2023/02/22	
-0.02%	1320000	84,28	2023/02/23	
+0.11%	1540000	84,37	2023/02/24	
-0.02%	1000000	84,35	2023/02/27	
0.00%	970820	84,35	2023/02/28	
-0.11%	837770	84,26	2023/03/01	
+0.34%	1050000	84,55	2023/03/02	
+0.26%	1080000	84,77	2023/03/03	
-0.17%	806010	84,63	2023/03/06	
-0.14%	399750	84,51	2023/03/07	
-0.01%	796240	84,50	2023/03/08	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على موقع:

TravelCenters of America LLC Historical Price Data (TA) - Investing.com, retrieved: 25/05/2024.

ويمثل الجدول التالي بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات السابقة:

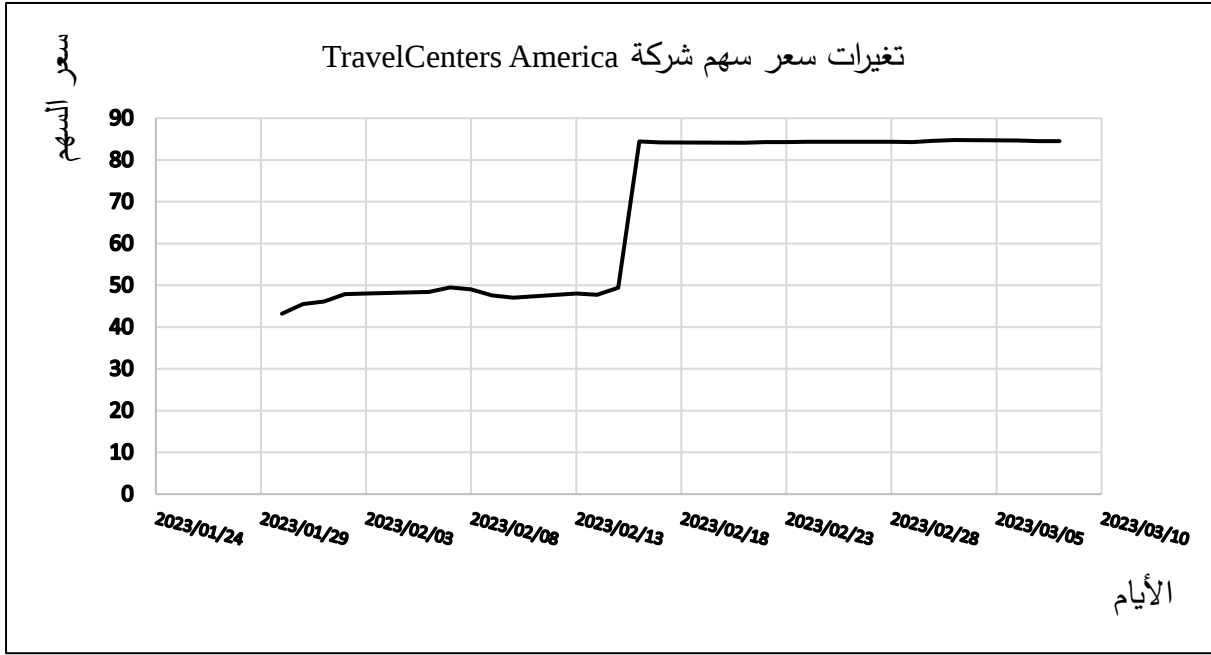
الجدول رقم (17): الإحصاءات الوصفية لسعر سهم وحجم التداول لشركة TravelCenters America

	Share price	Trading volume
Mean	66,63	1019746
Medina	84,1	399750
Maximum	84,77	10520000
Minimum	43,2	47110

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

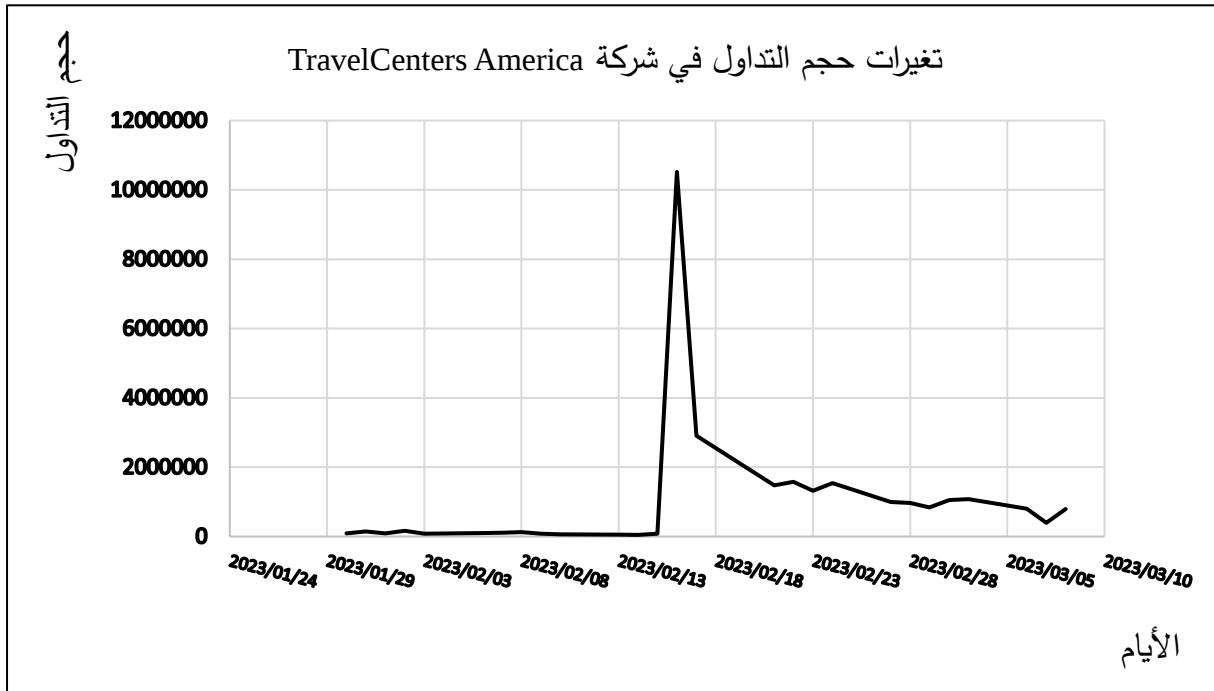
وفيما يلي الشكلين رقم (30) و (31) يوضحان تغيرات سعر سهم الشركة وحجم التداول خلال فترة الحدث:

الشكل رقم (30): تغيرات سعر سهم شركة TravelCenters America



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (16) وبالإستعانة ببرنامج Excel2016.

الشكل رقم (31): تغيرات حجم التداول في شركة TravelCenters America



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (16) وبالإستعانة ببرنامج Excel2016.

التعليق:

يمثل الجدول رقم (16) والشكلين رقم (30) و (31) تغيرات سعر سهم شركة TravelCenters America وحجم التداول عليها على التوالي، أما الجدول رقم (17) فيبين بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات

السابقة، تم أخذ فترة -20 قبل تاريخ وقوع الحدث وفترة +20 بعد تاريخ وقوع الحدث، بلغت عدد المشاهدات خلال هذه الفترة 26 مشاهدة باستثناء أيام العطل الأسبوعية للبورصة، ونلاحظ من خلال ما سبق:

- **بالنسبة لتغيرات سعر السهم:** نلاحظ استقرار في أسعار سهم الشركة خلال الفترة الممتدة بين تاريخ 2023/01/30 و 2023/02/15 حيث تراوحت بين 43,2 دولار أمريكي كأدنى قيمة لها (وهي أدنى قيمة خلال فترة الحدث) و 49,52 دولار أمريكي كأعلى قيمة لها خلال هذه الفترة، لترتفع بعدها بشكل كبير يوم 2023/02/16 وهو يوم الحدث يوم إعلان شركة BP p.l.c أنها استحوذت على شركة TravelCenters America (معلومات داخلية جوهرية التأثير غير معلنة من قبل ومتعلقة بمصدر تلك الأسهم وتعتبر معلومات سارة) بلغ عند هذا اليوم سعر سهمها 84,43 دولار أمريكي مسجلاً نسبة تغير كبيرة جداً بلغت 70,77% عن سعر السهم في اليوم السابق نتيجة هذا الحدث أو هذه المعلومات الداخلية، ليعود الاستقرار بعدها في أسعار سهم الشركة بين تاريخ 2023/02/17 و 2023/03/08 حيث بقي يتراوح بين 84,10 دولار أمريكي كأدنى قيمة له و 84,77 دولار أمريكي كأعلى قيمة له خلال هذه الفترة (وأعلى قيمة مسجلة خلال فترة الحدث)، وقد بلغ متوسط أسعار سهم شركة TravelCenters America خلال فترة الحدث 66,63 دولار أمريكي.

- **بالنسبة لتغيرات حجم التداول:** نلاحظ بعض الاستقرار في أحجام التداول على سهم الشركة خلال الفترة الممتدة بين تاريخ 2023/01/30 و 2023/02/15 حيث تراوحت أحجام التداول بين 47110 (تعتبر أدنى قيمة في فترة ما قبل الحدث وفي فترة الحدث) و 161320 كأعلى قيمة خلال هذه الفترة، ويوم إعلان عملية الاستحواذ 2023/02/16 بلغ حجم التداول 10520000 (أعلى قيمة مسجلة خلال فترة الحدث) على سهم الشركة (وهو رد فعل المستثمرين في السوق المالي نتيجة ارتفاع سعر سهمها مما أدى إلى زيادة التداول عليه سواء بيعاً أو شراءً)، ثم عادت لتتخفّف في اليومين المواليين إلى أن بلغت 1480000، وسجلت بعدها تذبذباً بين ارتفاع وانخفاض خلال الفترة الممتدة بين 2023/02/22 و 2023/03/08 حيث تراوحت أحجام التداول على سهم الشركة بين 399750 (أدنى قيمة في فترة ما بعد الحدث) و 1580000 (أعلى قيمة في فترة ما بعد الحدث)، وقد بلغ متوسط حجم التداول على سهم شركة TravelCenters America خلال فترة الحدث 1019746.

- يؤكد التحليل السابق أن المعلومات الداخلية كان لها تأثير على أسعار سهم شركة TravelCenters America وكذلك على أحجام التداول، كما يؤكد أنها تُمكن المتلاعبين من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة استغلال المعلومات الداخلية قبل أن تكون متاحة لعموم

الجمهور، وهو ما يدعم ما جاء في تقرير هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية حول تحقيق المتلاعب Tyler Loudon لما قيمته 1,76 مليون دولار أمريكي من الأرباح الغير عادية.

ج. الحالة الثالثة: حالة شركة Ontrak Inc

يمثل الجدول التالي تغيرات سعر سهم وحجم التداول اليومي لشركة Ontrak Inc خلال فترة الحدث:

الحدث: انتهاء عقد الشراكة

يوم الحدث: 2021/08/19

نافذة الحدث: [-20، +20]، أي من 2021/08/02 إلى غاية 2021/09/08

الجدول رقم (18): تغيرات سعر سهم وحجم التداول اليومية لشركة Ontrak Inc

الحدث	أيام التداول	سعر السهم (دولار) Share price	حجم التداول Trading volume	نسبة التغير في سعر السهم
قبل الحدث	2021/08/02	160,32	17160	-1.07%
	2021/08/03	161,46	64760	+0.71%
	2021/08/04	157,2	45500	-2.64%
	2021/08/05	161,7	33790	+2.86%
	2021/08/06	164,1	46300	+1.48%
	2021/08/09	167,16	29020	+1.86%
	2021/08/10	162,96	26420	-2.51%
	2021/08/11	160,26	30790	-1.66%
	2021/08/12	162,9	14390	+1.65%
	2021/08/13	144,06	83770	-11.57%
	2021/08/16	136,8	59120	-5.04%
	2021/08/17	124,44	119090	-9.04%
	2021/08/18	126,3	41630	+1.49%
يوم الحدث	2021/08/19	70,08	751490	-44.51%
بعد الحدث	2021/08/20	69	472170	-1.54%
	2021/08/23	68,22	190710	-1.13%
	2021/08/24	65,22	198550	-4.40%
	2021/08/25	68,16	169100	+4.51%
	2021/08/26	67,56	169400	-0.88%
	2021/08/27	69,12	157190	+2.31%
	2021/08/30	72,42	286410	+4.77%

+0.41%	132290	72,72	2021/08/31
-0.25%	150050	72,54	2021/09/01
+3.23%	158010	74,88	2021/09/02
-1.68%	101140	73,62	2021/09/03
-6.44%	93050	68,88	2021/09/07
-2.26%	106080	67,32	2021/09/08

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على موقع:

Ontrak, Inc. Common Stock (OTRK) Historical Data | Nasdaq, retrieved: 25/05/2024.

ويمثل الجدول التالي بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات السابقة:

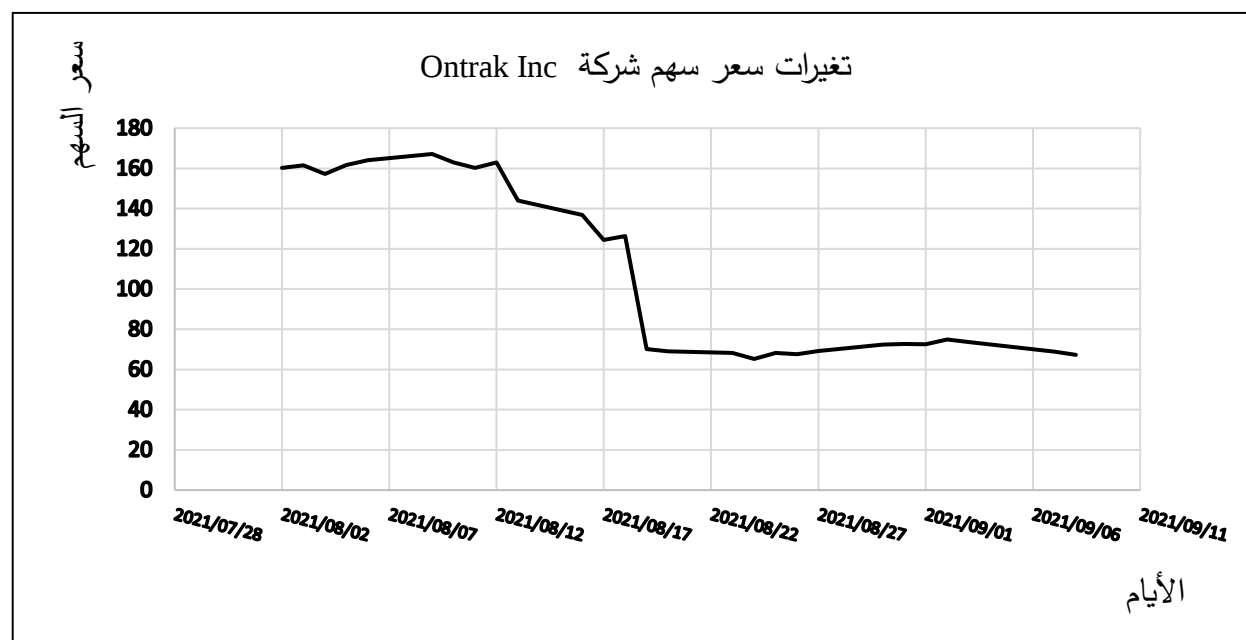
الجدول رقم (19): الإحصاءات الوصفية لسعر سهم وحجم التداول لشركة Ontrak Inc

	Share price	Trading volume
Mean	109,98	138792
Medina	74,88	101140
Maximum	167,16	751490
Minimum	65,22	14390

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

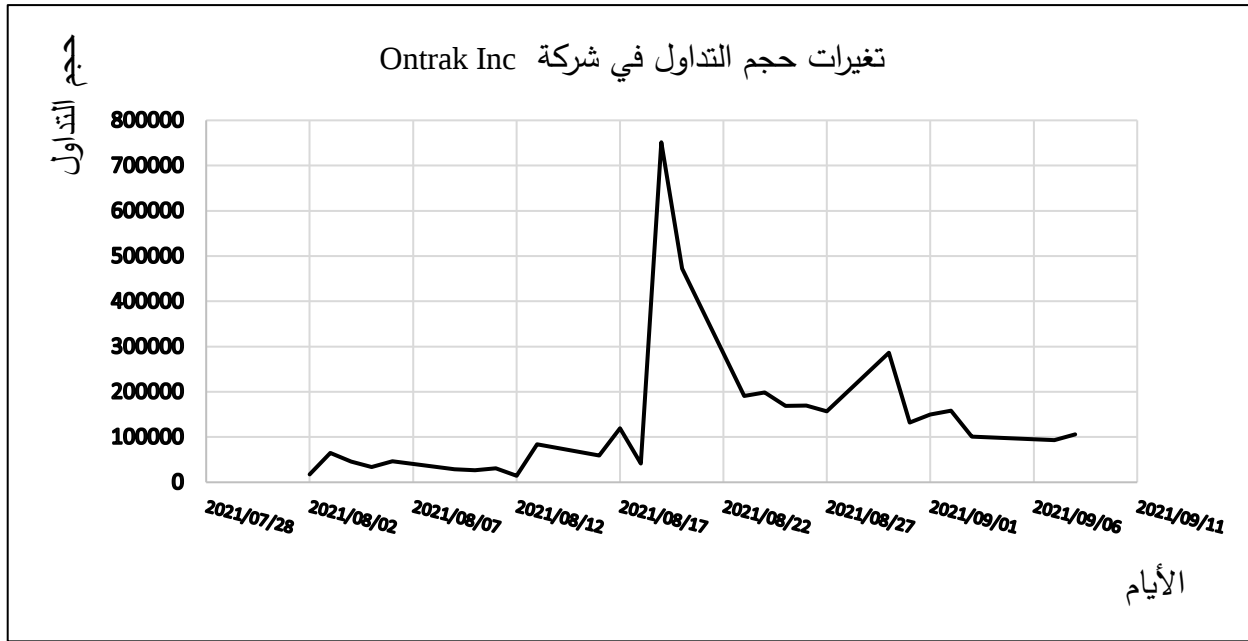
وفيما يلي الشكليين رقم (32) و (33) يوضحان تغيرات سعر سهم الشركة وحجم التداول خلال فترة الحدث:

الشكل رقم (32): تغيرات سعر سهم شركة Ontrak Inc



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (18) وبالإستعانة ببرنامج Excel2016.

الشكل رقم (33): تغيرات حجم التداول في شركة Ontrak Inc



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (18) وبالإستعانة ببرنامج Excel2016.

التعليق:

يمثل الجدول رقم (18) والشكلين رقم (32) و (33) تغيرات سعر سهم شركة Ontrak Inc وحجم التداول عليها على التوالي، أما الجدول رقم (19) فيبين بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات السابقة، تم أخذ فترة -20 قبل تاريخ وقوع الحدث وفترة +20 بعد تاريخ وقوع الحدث، بلغت عدد المشاهدات خلال هذه الفترة 27 مشاهدة باستثناء أيام العطل الأسبوعية للبورصة، ونلاحظ من خلال ما سبق:

- بالنسبة لتغيرات سعر السهم: نلاحظ تذبذب في أسعار سهم الشركة خلال الفترة الممتدة بين تاريخ 2021/08/02 و 2021/08/12 حيث تراوحت بين 157,2 دولار أمريكي كأدنى قيمة لها و 167,16 دولار أمريكي كأعلى قيمة لها خلال هذه الفترة (وأعلى قيمة خلال فترة الحدث)، ثم سجلت بعدها إنخفاض تدريجي إلى غاية 2021/08/18 حيث بلغت 126,3 دولار أمريكي وربما يمكن إرجاع هذا الانخفاض إلى تسرب بعض المعلومات والتي لم تكن مؤكدة بخصوص عقد الشراكة، لتتخف بعدها بشكل كبير يوم 2021/08/19 وهو يوم الحدث يوم إعلان إنتهاء عقد الشراكة مع أكبر عميل للشركة (معلومات داخلية جوهرية التأثير غير معلنة من قبل ومتعلقة بمصدر تلك الأسهم وتعتبر معلومات غير سارة) بلغ عند هذا اليوم سعر سهمها 70,08 دولار أمريكي مسجلا نسبة إنخفاض بلغت 44,51% عن سعر السهم في اليوم السابق نتيجة هذا الحدث أو هذه المعلومات الداخلية، بعد هذا الحدث شهدت

الأسعار بعض الاستقرار بين تاريخ 2021/08/20 و 2021/09/08 حيث بقيت يتراوح بين 65,22 دولار أمريكي كأدنى قيمة لها (وأدنى قيمة خلال فترة الحدث) و 74,88 دولار أمريكي كأكبر قيمة لها خلال هذه الفترة، وقد بلغ متوسط أسعار سهم شركة Ontrak Inc خلال فترة الحدث 109,98 دولار أمريكي.

- **بالنسبة لتغيرات حجم التداول:** نلاحظ تقلب وتذبذب في أحجام التداول على سهم الشركة خلال الفترة الممتدة بين تاريخ 2021/08/02 و 2021/08/18 حيث ترواحت أحجام التداول بين 14390 (وهي أدنى قيمة في فترة ما قبل الحدث وفي فترة الحدث) و 119090 كأكبر قيمة خلال هذه الفترة، لتشهد ارتفاعاً شديداً يوم 2021/08/19 وهو يوم إعلان إنتهاء عقد الشراكة مع أكبر عميل للشركة حيث بلغ حجم التداول 751490 (أكبر قيمة مسجلة خلال فترة الحدث) على سهم الشركة (وهو رد فعل المستثمرين في السوق المالي نتيجة إنخفاض سعر سهمها مما أدى إلى زيادة التداول عليه)، ثم عادت لتتخفّض في الأيام الموالية إلى أن بلغت 190710، وبقيت بعدها خلال الفترة الممتدة بين 2021/08/24 و 2021/09/08 تشهد تقلبات ترواحت بين 93050 (أدنى قيمة في فترة ما بعد الحدث) و 286410 (أكبر قيمة في فترة ما بعد الحدث)، وقد بلغ متوسط حجم التداول على سهم شركة Ontrak Inc خلال فترة الحدث 138792.

- يؤكد التحليل السابق أن المعلومات الداخلية كان لها تأثير على أسعار سهم شركة Ontrak Inc وكذلك على أحجام التداول، كما يؤكد أنها تُمكن المتلاعبين من تجنب خسائر نتيجة استغلال للمعلومات الداخلية قبل أن تكون متاحة لعموم الجمهور، وهو ما يدعم ما جاء في تقرير هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية حول تجنب المتلاعب Terren S. Peizer لما قيمته 12,7 مليون دولار أمريكي من الخسائر.

د. الحالة الرابعة: حالة شركة Five Prime Therapeutics

يمثل الجدول التالي تغيرات سعر سهم وحجم التداول اليومي لشركة Five Prime Therapeutics خلال فترة الحدث:

الحدث: منتج جديد (اكتشاف جديد)

يوم الحدث: 2020/11/11

نافذة الحدث: [-20، +20]، أي من 2020/10/21 إلى غاية 2020/11/30

الجدول رقم (20): تغيرات سعر سهم وحجم التداول اليومية لشركة Five Prime

Therapeutics

الحدث	أيام التداول	سعر السهم (دولار) Share price	حجم التداول Trading volume	نسبة التغير في سعر السهم
قبل الحدث	2020/10/21	5,49	321670	-3.35%
	2020/10/22	5,46	238490	-0.55%
	2020/10/23	5,57	1150000	+2.01%
	2020/10/26	5,47	375610	-1.80%
	2020/10/27	5,52	168190	+0.91%
	2020/10/28	4,88	332990	-11.59%
	2020/10/29	4,89	244670	+0.20%
	2020/10/30	4,56	203960	-6.75%
	2020/11/02	4,64	155970	+1.75%
	2020/11/03	4,82	187150	+3.88%
	2020/11/04	5,13	745950	+6.43%
	2020/11/05	5,15	182570	+0.39%
	2020/11/06	5,00	143140	-2.91%
	2020/11/09	5,49	626570	+9.80%
يوم الحدث	2020/11/10	5,34	7280000	-2.73%
	2020/11/11	18,00	79400000	+237.08%
	2020/11/12	22,43	22250000	+24.61%
	2020/11/13	21,41	8190000	-4.55%
	2020/11/16	20,83	2550000	-2.71%
	2020/11/17	20,20	905530	-3.02%
	2020/11/18	19,77	923640	-2.13%
	2020/11/19	18,17	1330000	-8.09%
	2020/11/20	17,75	1310000	-2.31%
	2020/11/23	17,46	809240	-1.63%
	2020/11/24	18,46	732050	+5.73%
	2020/11/25	18,45	571360	-0.05%
	2020/11/27	19,07	442950	+3.36%
	2020/11/30	18,80	869840	-1.42%
بعد الحدث				

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على موقع:

Five Prime Therapeutics Inc Historical Price Data (FPRX) - Investing.com, retrieved: 25/05/2024.

ويمثل الجدول التالي بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات السابقة:

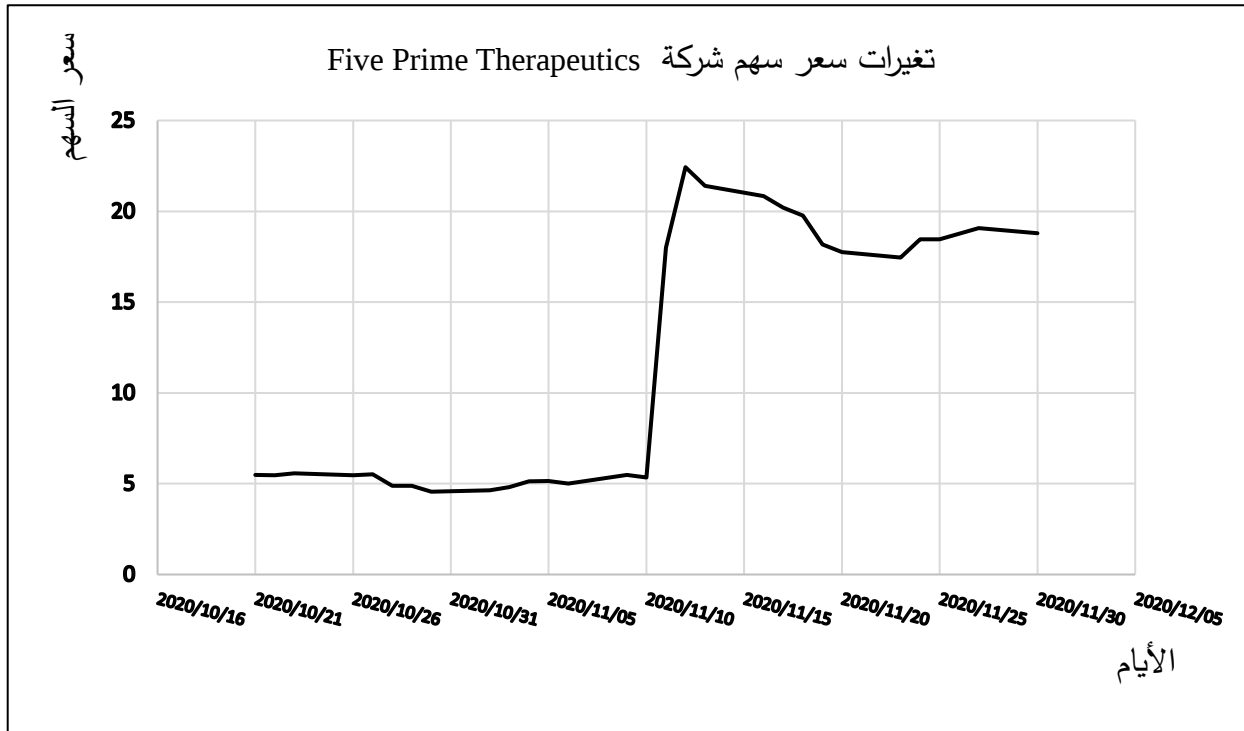
الجدول رقم (21): الإحصاءات الوصفية لسعر سهم وحجم التداول لشركة Five Prime Therapeutics

	Share price	Trading volume
Mean	11,72	4737198
Medina	5,55	679310
Maximum	22,43	79400000
Minimum	4,56	143140

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

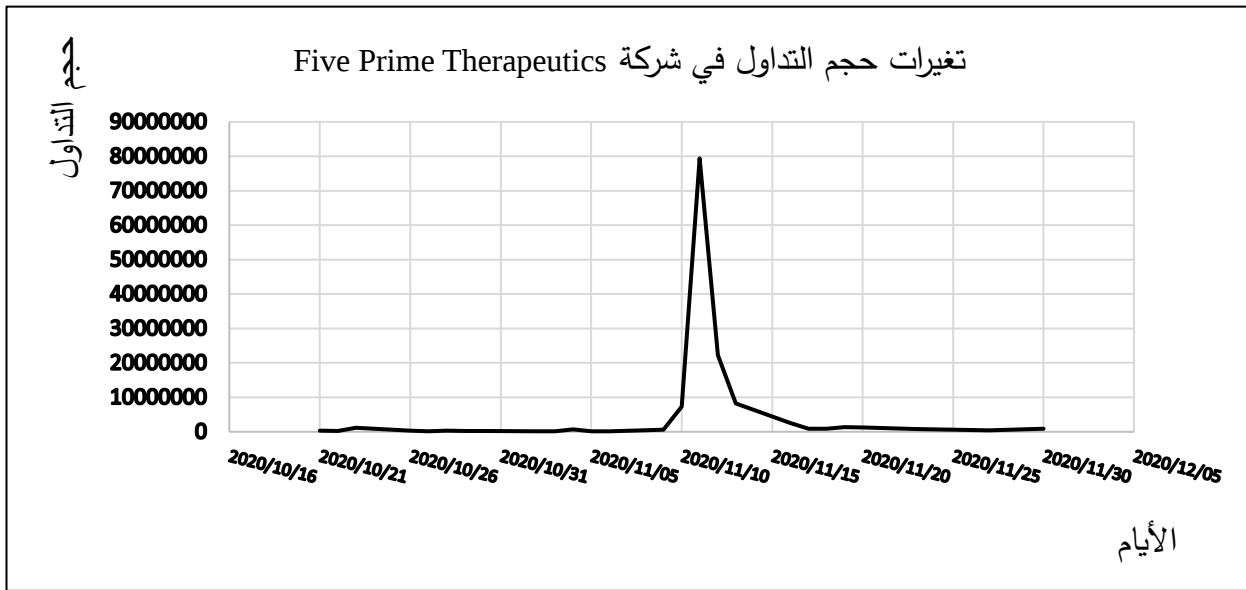
وفيما يلي الشكلين رقم (34) و (35) يوضحان تغيرات سعر سهم الشركة وحجم التداول خلال فترة الحدث:

الشكل رقم (34): تغيرات سعر سهم شركة Five Prime Therapeutics



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (20) وبالإستعانة ببرنامج Excel2016.

الشكل رقم (35): تغيرات حجم التداول في شركة Five Prime Therapeutics



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (20) وبالإستعانة ببرنامج Excel2016.

التعليق:

يمثل الجدول رقم (20) والشكلين رقم (34) و (35) تغيرات سعر سهم شركة Five Prime Therapeutics وحجم التداول عليها على التوالي، أما الجدول رقم (21) فيبين بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات السابقة، تم أخذ فترة -20 قبل تاريخ وقوع الحدث وفترة +20 بعد تاريخ وقوع الحدث، بلغت عدد المشاهدات خلال هذه الفترة 28 مشاهدة باستثناء أيام العطل الأسبوعية للبورصة، ونلاحظ من خلال ما سبق:

- بالنسبة لتغيرات سعر السهم: نلاحظ استقرار في أسعار سهم الشركة خلال الفترة الممتدة بين تاريخ 2020/10/21 و 2020/11/10 حيث تراوحت بين 4,56 دولار أمريكي كأدنى قيمة لها (وهي أدنى قيمة خلال فترة الحدث) و 5,57 دولار أمريكي كأكبر قيمة لها خلال هذه الفترة، لترتفع بعدها بشكل كبير يوم 2020/11/11 وهو يوم الحدث يوم إعلان شركة Five Prime Therapeutics أنها توصلت لنتائج إيجابية بشأن دواؤها الجديد المتعلق بمرض السرطان (معلومات داخلية جوهرية التأثير غير معلنة من قبل ومتعلقة بمصدر تلك الأسهم وتعتبر معلومات سارة) بلغ عند هذا اليوم سعر سهمها 18 دولار أمريكي مسجلاً نسبة تغير كبيرة جداً بلغت 237,08% عن سعر السهم في اليوم السابق نتيجة هذا الحدث أو هذه المعلومات الداخلية، ثم استمر في الارتفاع إلى أن بلغ 22,43 دولار أمريكي (أكبر قيمة خلال فترة الحدث) يوم 2020/11/12، وعاد بعدها إلى الانخفاض تدريجياً إلى أن بلغ 18,17 دولار أمريكي يوم 2020/11/19، وشهد استقرار خلال الفترة الممتدة بين 2020/11/19 و

2020/11/30 حيث ترواح بين 17,46 دولار أمريكي (أدنى قيمة في فترة ما بعد الحدث) و 19,07 دولار أمريكي (أكبر قيمة في فترة ما بعد الحدث)، وقد بلغ متوسط أسعار سهم شركة Five Prime Therapeutics خلال فترة الحدث 11,72 دولار أمريكي.

- **بالنسبة لتغيرات حجم التداول:** نلاحظ بعض الاستقرار في أحجام التداول على سهم الشركة خلال الفترة الممتدة بين تاريخ 2020/10/21 و 2020/11/09 حيث ترواحت أحجام التداول بين 143140 (تعتبر أدنى قيمة في فترة ما قبل الحدث وفي فترة الحدث) و 1150000 وهي أكبر قيمة خلال هذه الفترة، كما سجلت أحجام التداول قبل اليوم الحدث ارتفاعاً طفيفاً حيث بلغت 7280000 وذلك يوم 2020/11/10، لترتفع بعدها بشكل كبير وذلك يوم 2020/11/11 وهو يوم الحدث يوم إعلان شركة Five Prime Therapeutics أنها توصلت لنتائج إيجابية بشأن دوائها الجديد المتعلق بمرض السرطان حيث بلغت 79400000 (أكبر قيمة مسجلة خلال فترة الحدث) على سهم الشركة (وهو رد فعل المستثمرين في السوق المالي نتيجة ارتفاع سعر سهمها مما أدى إلى زيادة التداول عليه سواء بيعاً أو شراءً)، ثم عادت لتتخفّف في الأيام الموالية إلى أن بلغت 905530، وسجلت بعدها استقراراً خلال الفترة الممتدة بين 2020/11/18 و 2020/11/30 حيث ترواحت أحجام التداول على سهم الشركة بين 442950 (أدنى قيمة في فترة ما بعد الحدث) و 1330000 (أكبر قيمة في فترة ما بعد الحدث)، وقد بلغ متوسط حجم التداول على سهم شركة Five Prime Therapeutics خلال فترة الحدث 4737198.

- يؤكد التحليل السابق أن المعلومات الداخلية كان لها تأثير على أسعار سهم شركة Five Prime Therapeutics وكذلك على أحجام التداول، كما يؤكد أنها تُمكن المتلاعبين من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة استغلال للمعلومات الداخلية قبل أن تكون متاحة لعموم الجمهور، وهو ما يؤكد ما جاء في تقرير هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية حول تحقيق المتلاعب Daniel Catenacci لما قيمته 134142 دولار أمريكي من الأرباح الغير عادية.

3. عرض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات السابقة قبل الحدث وبعد الحدث:

فيما يلي سنقوم بعرض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة (أسعار الأسهم وأحجام التداول اليومية) للشركات محل الدراسة وذلك خلال فترتين فترة ما قبل الحدث (قبل إعلان المعلومات الداخلية) وفترة ما بعد الحدث (بعد إعلان المعلومات الداخلية) من أجل توضيح أكثر للأثر الذي تتركه المعلومات الداخلية على المتغيرات المدروسة (السعر، الحجم)، وهو ما يوضحه الجدولين التاليين:

الجدول رقم (22): الإحصاءات الوصفية لأسعار الأسهم للشركات محل الدراسة

اسم الشركة	أسعار الأسهم قبل إعلان المعلومات الداخلية		أسعار الأسهم بعد إعلان المعلومات الداخلية	
	المتوسط (دولار)	الانحراف المعياري	المتوسط (دولار)	الانحراف المعياري
شركة Acacia Communications	47,35	1,56	64,89	0,30
شركة TravelCenters America	47,50	1,74	84,40	0,18
شركة Ontrak Inc	153,05	14,90	69,97	2,92
شركة Five Prime Therapeutics	5,16	0,34	19,4	1,55

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجداول رقم: (14)-(16)-(18)-(20) وبالإستعانة ببرنامج Excel2016.

التعليق:

يتضح لنا من خلال الجدول السابق مايلي:

- شركة Acacia Communications: بلغ متوسط سعر سهم الشركة قبل إعلان المعلومات الداخلية الجوهريّة 47,35 دولار أمريكي (بانحراف معياري 1,56)، وبعد إعلان المعلومات الداخلية ارتفع متوسط سعر سهم الشركة إلى 64,89 دولار أمريكي (بانحراف معياري 0,30)، وقد بلغت نسبة الارتفاع بين متوسط السعيرين قبل الإعلان وبعد الإعلان 37,04%.
- شركة TravelCenters America: بلغ متوسط سعر سهم الشركة قبل إعلان المعلومات الداخلية الجوهريّة 47,50 دولار أمريكي (بانحراف معياري 1,74)، وبعد إعلان المعلومات الداخلية ارتفع متوسط سعر سهم الشركة إلى 84,40 دولار أمريكي (بانحراف معياري 0,18)، وقد بلغت نسبة الارتفاع بين متوسط السعيرين قبل الإعلان وبعد الإعلان 77,68%.
- شركة Ontrak Inc: بلغ متوسط سعر سهم الشركة قبل إعلان المعلومات الداخلية الجوهريّة 153,05 دولار أمريكي (بانحراف معياري 14,90)، وبعد إعلان المعلومات الداخلية إنخفض متوسط سعر سهم الشركة إلى 69,97 دولار أمريكي (بانحراف معياري 2,92)، وقد بلغت نسبة الانخفاض بين متوسط السعيرين قبل الإعلان وبعد الإعلان 54,28%.
- شركة Five Prime Therapeutics: بلغ متوسط سعر سهم الشركة قبل إعلان المعلومات الداخلية الجوهريّة 5,16 دولار أمريكي (بانحراف معياري 0,34)، وبعد إعلان المعلومات الداخلية ارتفع متوسط سعر سهم الشركة إلى 19,4 دولار أمريكي (بانحراف معياري 1,55)، وقد بلغت نسبة الارتفاع بين متوسط السعيرين قبل الإعلان وبعد الإعلان 275,96%.

الجدول رقم (23): الإحصاءات الوصفية لأحجام التداول في الشركات محل الدراسة

اسم الشركة	أحجام التداول قبل إعلان المعلومات الداخلية		أحجام التداول بعد إعلان المعلومات الداخلية	
	المتوسط	الانحراف المعياري	المتوسط	الانحراف المعياري
شركة Acacia Communications	798451	677791	1411594	1376476
شركة TravelCenters America	95581,54	2737553	1213122	611960,4
شركة Ontrak Inc	47056,92	29127,26	183396,15	100269,2
شركة Five Prime Therapeutics	823795,3	1807634	3407051	6302765

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجداول رقم: (14)-(16)-(18)-(20) وبالإستعانة ببرنامج Excel2016.

التعليق:

يتضح لنا من خلال الجدول السابق ما يلي:

- **شركة Acacia Communications:** بلغ متوسط حجم التداول في الشركة قبل إعلان المعلومات الداخلية الجوهرية 798451 (بانحراف معياري 677791)، وبعد إعلان المعلومات الداخلية إرتفع متوسط حجم التداول في الشركة إلى 1411594 (بانحراف معياري 1376476)، وقد بلغت نسبة الارتفاع بين متوسط أحجام التداول قبل الإعلان وبعد الإعلان 76,79%.
- **شركة TravelCenters America:** بلغ متوسط حجم التداول في الشركة قبل إعلان المعلومات الداخلية الجوهرية 95581,54 (بانحراف معياري 2737553)، وبعد إعلان المعلومات الداخلية إرتفع متوسط حجم التداول في الشركة إلى 1213122 (بانحراف معياري 611960,4)، وقد بلغت نسبة الارتفاع بين متوسط أحجام التداول قبل الإعلان وبعد الإعلان 1169.2%.
- **شركة Ontrak Inc:** بلغ متوسط حجم التداول في الشركة قبل إعلان المعلومات الداخلية الجوهرية 47056,92 (بانحراف معياري 29127,26)، وبعد إعلان المعلومات الداخلية إرتفع متوسط حجم التداول في الشركة إلى 183396,5 (بانحراف معياري 100269,2)، وقد بلغت نسبة الارتفاع بين متوسط أحجام التداول قبل الإعلان وبعد الإعلان 289.73%.
- **شركة Five Prime Therapeutics:** بلغ متوسط حجم التداول في الشركة قبل إعلان المعلومات الداخلية الجوهرية 823795.3 (بانحراف معياري 1807634)، وبعد إعلان المعلومات الداخلية إرتفع متوسط حجم التداول في الشركة إلى 3407051 (بانحراف معياري 6302765)، وقد بلغت نسبة الارتفاع بين متوسط أحجام التداول قبل الإعلان وبعد الإعلان 313,57%.

المطلب الثالث: الآليات المتخذة لمواجهة التلاعبات في الأسواق المالية

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى الآليات التي تتخذها البورصتين محل الدراسة من أجل التصدي ومواجهة التلاعبات التي تحدث في محاولة للحد منها أو تقليلها.

أولاً: بورصة عمان للأوراق المالية

تسعى بورصة عمان للأوراق المالية جاهدة للحد والتقليل من عديد التلاعبات في الأسواق المالية عن طريق هيئة الأوراق المالية التي تعمل على سن القوانين وتطبيقها وكذلك القيام بحملات التوعية للمستثمرين من أجل حمايتهم من مختلف المخاطر والتلاعبات عبر موقعها الإلكتروني.

1. الواجبات والممارسات الممنوعة:

تنشر هيئة الأوراق المالية الأردنية عبر موقعها الرسمي جملة من الواجبات والممارسات الممنوعة وذلك من أجل توعيتهم بواجباتهم أثناء التداول وتجنبهم الوقوع في أي تعامل محظور¹:

- على الشخص الاستجابة لطلبات الهيئة سواء بتقديم الوثائق أو المستندات اللازمة أو بالحضور للإدلاء بالشهادة؛
- لا يجوز لأي شخص طلب شراء الأوراق المالية أو مبادلتها بهدف تملك ما يزيد عن 40% من الأوراق المالية المصدرة من مصدر عام إلا عن طريق عرض التملك العام؛
- لا يجوز مزاوله أعمال الخدمات المالية والمتمثلة بالوساطة، أمين الاستثمار، مدير الاستثمار، المستشار المالي، مدير الإصدار، شركات الخدمات المالية، الحافظ الأمين إلا بعد الحصول على ترخيص من الهيئة؛
- لا يجوز القيام بأي نشاط يركز على أساس تجميع أموال المستثمرين والتعامل معها كوحدة واحدة لغاية استثمارها في أوراق مالية وإدارتها والمشاركة في الأرباح إلا من خلال صندوق استثمار مشترك أو شركة استثماراً؛
- لا يجوز تداول أوراق مالية أو حمل الغير على تداولها بناءً على معلومات داخلية؛
- لا يجوز استغلال معلومات داخلية أو سرية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية له أو لغيره.
- لا يجوز إفشاء المعلومات الداخلية لغير مرجعه المختص أو القضاء؛
- يحظر على أي شخص القيام ببث الشائعات أو ترويجها أو إعطاء معلومات أو بيانات أو تصريحات مضللة أو غير صحيحة قد تؤثر على سعر أي ورقة مالية أو على سمعة أي جهة مصدرة؛
- يحظر على أي شخص القيام بالتأثير على المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية سواء منفرداً أو بالتواطؤ مع غيره، بقصد إعطاء صورة غير صحيحة عن سعر أي ورقة مالية أو حجم تداولها أو عن سعر أو حجم تداول أي ورقة مالية أخرى ذات علاقة؛

¹: هيئة الأوراق المالية، الواجبات والممارسات الممنوعة (jsc.gov.jo)، تاريخ الإطلاع: 2024/05/29.

- لا يجوز للشخص القيام بالخداع أو التضليل فيما يتعلق بالأوراق المالية؛
- على كل شخص غير أردني يرغب بعرض أوراق مالية عرضاً عاماً داخل المملكة، والأردني الذي يرغب بعرض أوراق مالية خارج المملكة الحصول على موافقة الهيئة؛
- على أي شخص يمتلك أو يقع تحت تصرفه (5%) أو أكثر للمرة الأولى من أي ورقة مالية لشركة مصدرة واحدة إعلام الهيئة خطياً خلال أسبوع من تاريخ حدوث ذلك، وأن يقوم بإعلام الهيئة خطياً عند تملكه لأي نسبة تبلغ (1%) إضافية خلال أسبوع من تاريخ حدوث ذلك والإفصاح عن نيته بالشراء عند الوصول إلى نسبة (10%)؛
- على الشخص الذي يرغب في إمتلاك (5%) فأكثر من رأس مال شركة الخدمات المالية تقديم طلب خطي للهيئة مبيناً فيه الغايات التي يسعى إلى تحقيقها من جراء هذا الإمتلاك مع بيان جميع الحقائق ذات الصلة؛
- يجب على أي شخص الإلتزام بمتطلبات نشرة الإصدار المحددة من الهيئة.

2. قرارات مجلس المفوضين:

من أجل حماية بورصة الأوراق المالية أصدر مجلس المفوضين (هيئة تتولى إدارة هيئة الأوراق المالية) بعض الأسس الاسترشادية للتدابير المتخذة على عمليات التأثير على أسعار الأوراق المالية، تستند لأحكام المواد (8/ب، 12، 21، 22) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 حيث تضمنت ما يلي¹:

أ. التدابير التي للمجلس إتخاذها على العميل في حال قيامه بالتأثير على سعر الورقة المالية خلال جلسة التداول:

- فرض غرامة مالية لا يقل مقدارها عن 250 دينار في حال قيامه بالتأثير على سعر الورقة المالية خلال جلسة التداول وقيد المخالفة في سجله لدى الهيئة؛
- يتم مضاعفة قيمة الغرامة تراكمياً في حال تكرارها من قبل العميل وقيد المخالفة في سجله لدى الهيئة؛

- للمجلس إحالة المخالفات المرتكبة إلى المحكمة المختصة.

ب. التدابير التي للمجلس إتخاذها على العميل في حال قيامه بالتأثير على سعر الورقة المالية خلال مرحلة تحديد سعر الإغلاق:

- فرض غرامة مالية لا يقل مقدارها عن 300 دينار في حال قيامه بالتأثير على سعر الورقة المالية خلال مرحلة تحديد سعر الإغلاق وقيد المخالفة في سجله لدى الهيئة؛
- يتم مضاعفة قيمة الغرامة تراكمياً في حال تكرارها من قبل العميل وقيد المخالفة في سجله لدى الهيئة؛

¹: هيئة الأوراق المالية، أسس وأحكام وإجراءات (jsc.gov.jo)، تاريخ الإطلاع: 2024/05/29.

- للمجلس إحالة المخالفات المرتكبة إلى المحكمة المختصة.
- ج. يراعى عند فرض الغرامات المشار إليها سابقا مقدار الربح الذي حققه العميل أو الخسارة التي تجنبها من عملية التأثير على السعر.
- د. التدابير التي للمجلس إتخاذها على شركة الخدمات المالية المنفذة للأمر المؤثر على سعر الورقة المالية خلال جلسة التداول:
- يتم فرض غرامة مالية لا يقل مقدارها عن 300 دينار على شركة الخدمات المالية التي قامت بتنفيذ الأمر المؤثر على سعر الورقة المالية خلال جلسة التداول وقيد المخالفة في السجل المهني للشركة لدى الهيئة؛
- يتم مضاعفة قيمة الغرامة تراكميا في حال تكرارها من قبل الشركة وقيد المخالفة في السجل المهني للشركة لدى الهيئة؛
- للمجلس إحالة المخالفات المرتكبة إلى المحكمة المختصة.
- هـ. التدابير التي للمجلس إتخاذها على شركة الخدمات المالية التي قامت بتنفيذ الأمر المؤثر على سعر الورقة المالية خلال مرحلة تحديد سعر الإغلاق:
- يتم فرض غرامة لا يقل مقدارها عن 500 دينار على شركة الخدمات المالية التي قامت بتنفيذ الأمر المؤثر على سعر الورقة المالية خلال مرحلة تحديد سعر الإغلاق وقيد المخالفة في السجل المهني للشركة لدى الهيئة؛
- يتم مضاعفة قيمة الغرامة تراكميا في حال تكرارها من قبل الشركة وقيد المخالفة في السجل المهني للشركة لدى الهيئة؛
- للمجلس إحالة المخالفات المرتكبة إلى المحكمة المختصة.

3. قانون الأوراق المالية:

أصدرت هيئة الأوراق المالية قانون الأوراق المالية رقم (18) لسنة 2017 وهو قانون ساري العمل به إلى حد الآن، حيث أتى هذا القانون مكملا لقانون الأوراق المالية لسنة 2002، يضم القانون جملة من التعريفات النظرية ومجموعة من المواد التي تعمل على تنظيم البورصة وحماية المستثمرين وكذا مختلف المخالفات المطبقة في حال الإخلال بأحد البنود حيث تضمنت المواد رقم 105 - 106 - 107 - 108 المخالفات والعقوبات المقررة وسنقدمها فيما يلي¹:

أ. تضمنت المادة 105 من القانون أنه يعتبر كلا مما يلي مخالفات:

- تقديم بيانات غير صحيحة أو مضللة في أي من الوثائق التي يتم تقديمها إلى الهيئة؛
- عرض أوراق مالية أو بيعها بناء على بيانات غير صحيحة أو مضللة بشأن:
- ـ الحقوق والميزات التي تمنحها الأوراق المالية التي تم عرضها أو بيعها؛

¹: هيئة الأوراق المالية، قوانين (jsc.gov.jo)، تاريخ الإطلاع: 2024/05/29.

ـ طبيعة الأعمال التي يمارسها المصدر و مدى نجاح تلك الأعمال أو الأوضاع المالية للمصدر أو التوقعات المستقبلية له.

- تصديق مدقق الحسابات على بيانات مالية غير صحيحة أو مضللة أو مخالفة للمعايير المحاسبية المعتمدة ومعايير التدقيق المعتمدة، ويكون مسؤولاً عن تعويض أي شخص تلحق به خسارة مالية نتيجة ذلك؛
- أي خداع أو تضليل يتعلق بالأوراق المالية أو أي ممارسة محظورة فيما يتعلق بالأعمال المرخصة وفقاً لأحكام هذا القانون؛
- تداول أوراق مالية أو حمل الغير على تداولها بناء على معلومات داخلية؛
- استغلال معلومات داخلية أو سرية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية له أو لغيره، بما في ذلك أعضاء مجلس إدارة السوق المالي والمركز وموظفو كل منهما؛
- إفشاء المعلومات الداخلية لغير مرجعه المختص أو القضاء.

ب. تضمنت المادة 106 من القانون أنه يحظر على أي شخص القيام بأي مما يلي:

- بث الشائعات أو ترويجها أو إعطاء معلومات أو بيانات أو تصريحات مضللة أو غير صحيحة قد تؤثر على سعر أي ورقة مالية أو على سمعة أي جهة مصدرة؛
- التأثير على المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية، سواء منفرداً أو بالتواطؤ مع غيره، بقصد إعطاء صورة غير صحيحة عن سعر أي ورقة مالية أو حجم تداولها أو عن سعر أو حجم تداول أي أوراق مالية أخرى ذات علاقة.

ج. وقد شملت المادة 107 العقوبات المقررة على المخالفات السابقة كما يلي:

- يعاقب كل من يخالف أيًا من أحكام هذا القانون أو الأنظمة أو التعليمات أو القرارات الصادرة بمقتضاه بغرامة لا تزيد عن (100000) مائة ألف دينار إضافة إلى غرامة لا تقل عن ضعف الربح الذي حققه أو ضعف الخسارة التي تجنبها على أن لا تزيد على خمسة أضعاف ذلك الربح أو الخسارة؛
- مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد ورد النص عليها في أي تشريع آخر وإضافة إلى الغرامات المبينة في الفقرة السابقة من هذه المادة، يعاقب كل من يخالف أحكام المواد المبينة أدناه بما يلي:

ـ الحبس مدة لا تزيد على ثلاث سنوات لمخالفة أحكام النقطتين الخامسة

والسادسة من المادة 105 والمادة 106 من هذا القانون؛

- للمحكمة المختصة أن لا تحكم بعقوبة الحبس إذا كانت المخالفة للمرة الأولى أو إذا أودع المخالف لصندوق المحكمة أو للهيئة مبلغاً كافياً لدفع قيمة الغرامات التي قد يحكم بها، شريطة دفعها قبل اكتساب الحكم الدرجة القطعية؛

- يعاقب الشريك والمتدخل والمحرض بالعقوبة ذاتها؛
- يكون المحكوم عليه بأي مخالفة سواء كان ذلك عن قصد أو تقصير أو إهمال مسؤولاً عن تعويض أي شخص تضرر جراء المخالفة بمقدار الخسارة التي تكبدها أو الربح الذي فاتته؛
- للمحكمة المختصة إلقاء الحجز على موجودات أي شخص يحاكم لديها ضماناً لسداد الغرامات والتعويضات التي قد يحكم بها ولها أن تعين قيماً على هذه الموجودات.
- د. وقصد تطبيق العدل والمساواة وحماية حقوق المستثمرين المتعرضين للأضرار فقد شملت المادة 109 وضمنت حقوقه كما يلي:
- يحق لأي مستثمر تعرض لأضرار مالية نتيجة بيع أوراق مالية مطالبة البائع أو المصدر، حسب مقتضى الحال، بالتعويض عن الأضرار التي لحقت به شريطة أن يثبت ما يلي:
 - _ أن بيع تلك الأوراق المالية قد تم بصورة مخالفة لأحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه؛
 - _ أنه قد تعرض لخسارة مالية نتيجة لبيع تلك الأوراق المالية.
- يحق لأي مستثمر تعرض لأضرار مالية نتيجة عدم صحة أو دقة أو كفاية الإفصاح الواردة في نشرة الإصدار أو مرفقاتها أو التقارير الواجب تقديمها إلى الهيئة وفق أحكام هذا القانون مطالبة أي شخص وقع على أي منهما بالتعويض عن الأضرار التي لحقت به، شريطة أن يثبت ما يلي:
 - _ أن نشرة الإصدار أو مرفقاتها أو التقرير لم تتضمن معلومات جوهرية وضرورية له لاتخاذ القرار المناسب بشأن بيع أو شراء أو الاحتفاظ بأوراق مالية؛
 - _ أن نشرة الإصدار أو مرفقاتها أو التقرير تضمن بيانات غير صحيحة أو مضللة كان لها أثر على قرار البيع أو الشراء أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.
- للمتضرر إقامة دعواه أمام المحكمة المختصة خلال مدة لا تزيد على سنتين من تاريخ:
 - _ البيع، في حال نجمت الأضرار عن بيع الأوراق المالية؛
 - _ نفاذ نشرة الإصدار، أو تاريخ تقديم التقرير أو التاريخ الذي كان ينبغي تقديمه فيه، وذلك حسب مقتضى الحال.

ثانياً: بورصة ناسداك

تخضع بورصة ناسداك إلى هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية، وتسعى هذه الأخيرة إلى فرض النظام على البورصات التابعة لها والتي تخضع لرقابتها، ومن أجل الحفاظ على مصالح المستثمرين ورفع كفاءة الأسواق المالية والحد من التلاعبات أصدرت العديد من القوانين من أجل ذلك وأهم قانونين تعتمد عليهما: هما قانون الأوراق المالية لسنة 1933، وقانون الأوراق المالية لسنة 1934.

1. قانون الأوراق المالية لسنة 1933:

يضم القانون جملة من التعريفات النظرية ومجموعة من الأقسام التي تعمل على تنظيم البورصة وحماية المستثمرين وكذا مختلف المخالفات المطبقة في حال الإخلال بأحد البنود حيث تضمن القانون في القسم رقم 17 في الفقرة (أ) السلوك المحظور كما يلي¹:

"يعتبر غير قانوني قيام أي شخص بالتداول في الأوراق المالية عن طريق استخدام أي وسيلة أو أي أداة إتصال للتداول أو عن طريق البريد بشكل مباشر أو غير مباشر مايلي:

- لاستخدام أي جهاز أو مخطط أو طريقة للاحتيال؛
 - للحصول على الأموال عن طريق بيان غير صحيح لواقعة مادية أو أي إغفال لواقعة مادية كان من الضروري الإدلاء ببياناتها؛
 - للإنخراط في أي معاملة أو ممارسة أو مسار عمل يعمل كاحتيال أو خداع للمستثمر.
- وقد قدم القانون في القسم رقم 20 في الفقرات (أ) و (ب) و (ج) كامل الصلاحيات للهيئة في تحديد السلوك المتلاعب من غيره واتخاذ كامل الإجراءات بشأنه ونقل الانتهاك إلى المحكمة التي تبث فيه، أما في الفقرة (د) فقد تطرق إلى العقوبات المالية في حال انتهاك القانون حيث قدرت العقوبة كما يلي²:
- **المستوى الأول:** تحدد المحكمة غرامة قدرها 5000 دولار أمريكي للشخص الطبيعي و 50000 دولار لأي شخص آخر (شخصية معنوية)، أو المبلغ الإجمالي للربح المالي لهذا المدعي عليه نتيجة الانتهاك، خاصة إذا كان الانتهاك ينطوي على تلاعب أو خداع أو احتيال أو أدى بشكل مباشر أو غير مباشر إلى خسائر كبيرة لأشخاص آخرين.
 - **المستوى الثاني:** غرامة قدرها 50000 دولار أمريكي للشخص الطبيعي و 250000 دولار أمريكي لأي شخص آخر (شخص معنوي)، أو المبلغ الإجمالي للمكاسب المالية لهذا المدعي عليه نتيجة الانتهاك، خاصة إذا كان الانتهاك ينطوي على تلاعب أو خداع أو احتيال أو أدى بشكل مباشر أو غير مباشر إلى خسائر كبيرة لأشخاص آخرين؛
 - **المستوى الثالث:** غرامة قدرها 100000 دولار أمريكي للشخص الطبيعي و 500000 دولار أمريكي لأي شخص آخر (شخص معنوي)، أو المبلغ الإجمالي للمكاسب المالية لهذا المدعي

¹: SEC.gov | Statutes and Regulations, securities act of 1933, p42.

²: SEC.gov | Statutes and Regulations, securities act of 1933, p51.

عليه نتيجة الانتهاك، خاصة إذا كان الانتهاك ينطوي على تلاعب أو خداع أو احتيال أو أدى بشكل مباشر أو غير مباشر إلى خسائر كبيرة لأشخاص آخرين.

2. قانون الأوراق المالية لسنة 1934:

يضم القانون جملة من التعريفات النظرية ومجموعة من الأقسام التي تعمل على تنظيم البورصة وحماية المستثمرين وكذا مختلف المخالفات المطبقة في حال الإخلال بأحد البنود حيث تضمن القانون في القسم 9 (أ) ما يلي:

"يعتبر غير قانوني قيام أي شخص بشكل مباشر أو غير مباشر، عن طريق استخدام البريد أو أي وسيلة للتداول أو أي مرفق في البورصة للغرض التالي¹:

أ. خلق مظهر زائف أو مضلل للتداول النشط في أي ورقة مالية، أو مظهر زائف أو مضلل في السوق من أجل:

- لتنفيذ معاملة على ورقة مالية لا تنطوي على أي تغيير في الملكية؛
- لإدخال أوامر الشراء بنفس الحجم والسعر (توافق الطلبات)؛
- لإدخال أوامر البيع بنفس الحجم والسعر (توافق الطلبات).

ب. للتأثير الفردي أو في أسلوب جماعي على أسعار الأوراق المالية من خلال خلق مظهر نشط عليها من أجل رفع سعرها أو خفضه؛

ج. للتأثير الفردي أو في أسلوب جماعي من أجل تثبيت سعر الورقة المالية.

إضافة إلى العقوبات المقررة في قانون الأوراق المالية لسنة 1933 بشأن التلاعب فقد تطرق قانون الأوراق المالية إلى عقوبات تتعلق بالتداول الداخلي من خلال القسم 21 حيث تضمن ما يلي²:

أ. **الإجراءات القضائية:** إذا تبين للهيئة أن شخصاً قام بعملية التداول بيعاً وشراءً بناءً على حيازته لمعلومات مادية غير علنية فإن لها الحق في التصرف:

- رفع دعوى قضائية في محكمة المقاطعة ويكون للمحكمة اختصاص فرض عقوبة مدنية (مالية) يدفعها الشخص الذي ارتكب هذا الانتهاك؛

- رفع دعوى قضائية لدى المحكمة من أجل فرض غرامة مالية على الشخص الذي كان يسيطر على الشخص الذي ارتكب هذا الانتهاك بشكل مباشر أو غير مباشر.

ب. **مقدار الغرامة:** تحدد المحكمة مقدار الغرامة المفروضة على الشخص المنتهك في ضوء الوقائع والظروف ولكن لا يجب أن تتجاوز ثلاثة أضعاف الربح المكتسب أو الخسارة التي تم تجنبها نتيجة لهذا التداول غير القانوني.

ج. **مقدار الغرامة على الشخص المسيطر:** لا يجب أن تتجاوز أكثر من 1000000 دولار أمريكي أو ثلاثة أضعاف الربح المكتسب أو الخسارة التي تم تجنبها.

¹: SEC.gov | Statutes and Regulations, securities exchange act of 1934, p87-88.

²: SEC.gov | Statutes and Regulations, securities exchange act of 1934, p312-313.

المطلب الرابع: مناقشة الفرضيات

سنقوم في هذا المطلب بمناقشة الفرضيات الموضوعة في محاولة للإجابة على الإشكالية المطروحة في هذه الدراسة.

أولاً: الفرضية الرئيسية الأولى

التلاعب باستغلال المعلومات الداخلية يعتبر أهم مصدر للانحرافات في الأسواق المالية.

حتى نتمكن من مناقشة هذه الفرضية فقد قمنا بتقسيمها إلى مجموعة من الفرضيات الفرعية، وذلك بغية إظهار أثر المعلومات الداخلية في الأسواق المالية وبالتالي قبل مناقشة الفرضية الرئيسية سنناقش الفرضيات الفرعية المتعلقة بها فيما يلي.

1. الفرضية الفرعية الأولى: لا تؤثر المعلومات الداخلية على أسعار الأسهم؛

من خلال التحليل الذي تطرقنا إليه سابقاً في الحالات الأربعة حول تأثير إعلان المعلومات الداخلية على أسعار أسهم الشركات محل الدراسة فقد تبين أنه مباشرة بعد إعلانها ترتفع أسعار الأسهم أو تنخفض بشكل كبير تبعاً لطبيعة المعلومات (سارة أو غير سارة)، هذا ما يؤدي إلى رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة أي أن المعلومات الداخلية تؤثر على أسعار الأسهم.

2. الفرضية الفرعية الثانية: لا تؤثر المعلومات الداخلية على أحجام التداول؛

من خلال التحليل الذي تطرقنا إليه سابقاً في الحالات الأربعة حول تأثير إعلان المعلومات الداخلية على أحجام التداول في الشركات محل الدراسة فقد تبين أنه مباشرة بعد إعلان تلك المعلومات الداخلية ترتفع أحجام التداول أو تنخفض بشكل مفرط تبعاً لطبيعة المعلومات (سارة أو غير سارة) وكذلك تبعاً للتغيرات التي طرأت على أسعار الأسهم، مما خلق حالة من الذعر لدى المستثمرين ظهرت في شكل تقلب مفرط في أحجام التداول، هذا ما يؤدي إلى رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة أي أن المعلومات الداخلية تؤثر على أحجام التداول.

3. الفرضية الفرعية الثالثة: لا يؤدي التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية إلى تحقيق أرباح

غير عادية؛

من خلال التحليل الذي تطرقنا إليه سابقاً في الحالة الأولى (حالة شركة Acacia Communications) والحالة الثانية (حالة شركة TravelCenters America) إضافة إلى الحالة الرابعة (حالة شركة Five Prime Therapeutics) فقد تبين أن التداول بناء على معلومات داخلية يحقق أرباحاً رأسمالية للمتلاعبين وذلك عن طريق شراء عدد معين من الأسهم بناء على تلك المعلومات الداخلية وبعد إعلانها ارتفعت أسعار أسهم جميع الشركات محل الدراسة مما يتيح لهم تحقيق أرباحاً رأسمالية غير عادية على حساب بقية المستثمرين، حيث قدرت هذه الأرباح حسب هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (415726 دولار أمريكي - 1,76 مليون دولار أمريكي - 134142 دولار أمريكي توالياً)، هذا ما يؤدي إلى

رفض الفرضية الصفريّة وقبول الفرضية البديلة أي أن التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية يؤدي إلى تحقيق أرباح غير عادية.

4. **الفرضية الفرعية الرابعة:** لا يؤدي التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية إلى تجنب خسائر محتملة الحدوث؛

من خلال التحليل الذي تطرقنا إليه سابقاً خاصة ما تعلق بالحالة الثالثة (حالة شركة Ontrak Inc) فقد تبين أن التداول بناء على معلومات داخلية يجنب المتلاعبين خسائر رأسمالية كبيرة، وذلك عن طريق بيع حصصهم من الأسهم بناء على تلك المعلومات الداخلية (غير السارة) وبعد إعلانها إنخفضت أسعار أسهم الشركة محل الدراسة مما جنب المتلاعبين خسائر رأسمالية كبيرة، حيث قُدرت الخسائر في هذه الحالة حسب هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (12,7 مليون دولار)، هذا ما يؤدي إلى رفض الفرضية الصفريّة وقبول الفرضية البديلة أي أن التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية يؤدي إلى تجنب خسائر محتملة الحدوث.

5. **الفرضية الفرعية الخامسة:** لا يمكن للتلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية أن يحقق عوائد أعلى من عائد مؤشر السوق؛

من خلال الشكل رقم (24) الذي يمثل عوائد استغلال المعلومات الداخلية وعوائد مؤشر بورصة عمان العام ASEGI وبمقارنة المنحنيين الممثلين لتغيرات العوائد نجد أن التداول الداخلي أو العوائد المتأتية من استغلال المعلومات الداخلية كانت أكبر من عائد مؤشر بورصة عمان العام وفي العديد من السنوات، فمثلاً في السنوات من 2008 إلى 2015 والسنوات من 2018 إلى 2020 تمكن المتلاعبون من تحقيق عوائد أعلى من عائد مؤشر بورصة عمان للأوراق المالية، هذا ما يؤدي إلى رفض الفرضية الصفريّة وقبول الفرضية البديلة أي أن عوائد استغلال المعلومات الداخلية (عوائد التداول الداخلي) يمكن أن يؤدي إلى تحقيق عوائد أعلى من عوائد مؤشر بورصة عمان للأوراق المالية ASEGI.

إذن من خلال مناقشة الفرضيات الفرعية السابقة المنبثقة عن الفرضية الرئيسية، وجدنا أن المعلومات الداخلية أثرت على أسعار الأسهم كما أثرت على أحجام التداول، كما أنها حققت للمتلاعبين أرباحاً غير عادية في بعض الحالات وجنبتهم خسائر محتملة الحدوث في حالات أخرى بالإضافة إلى ذلك فإن التداول من خلال استغلال المعلومات الداخلية يمكن من تحقيق عوائد أعلى من عائد مؤشر السوق، وعليه فإن ذلك يؤدي إلى إثبات صحة الفرضية الرئيسية الأولى والتأكيد على أن استغلال المعلومات الداخلية يعتبر أهم مصدر للانحرافات في الأسواق المالية.

ثانياً: الفرضية الرئيسية الثانية

تعتبر القوانين المنظمة للأسواق المالية آلية من آليات الحد من الانحرافات في الأسواق المالية محل الدراسة.

من خلال القوانين التي تطرقنا إليها في المطلب الثالث من هذا المبحث والمتمثلة في قانون الأوراق المالية الأردني لسنة 2017 وما احتواه من تعريفات نظرية للتلاعبات إضافة إلى مختلف العقوبات المسلطة على المتلاعبين، وكذلك القانونين المتعلقين بالأوراق المالية لسنة 1933، و1934 الصادرين عن هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية وما شمله من تفصيلات تخص التلاعب والاحتيايل والعقوبات المقررة فيهما، إذن من خلال هذا يمكن قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة أي أن قوانين أسواق الأوراق المالية تعتبر آلية من آليات الحد من التلاعبات في الأسواق المالية محل الدراسة.

خلاصة:

نخلص من خلال دراستنا لهذا الفصل الذي حمل عنوان الدراسة التطبيقية أن الدراسات المتعلقة بالتلاعبات في الأسواق المالية في تزايد مستمر في السنوات الأخيرة وذلك نظرا للأهمية التي تكتسبها الأسواق المالية في مختلف الاقتصاديات وكذلك بسبب تأثيراتها السلبية وهو ما اتضح من خلال المبحث الأول فقد تعددت الدراسات وتتنوع المداخل المستعملة في دراسة التلاعبات في الأسواق المالية.

إضافة إلى ما سبق فقد خلصنا من خلال هذا الدراسة إلى أن التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية يؤثر تأثيرا جوهريا وملومسا وملاحظا في أسعار الأسهم وكذلك في أحجام التداول عليها كما يسمح للمتلاعبين من تحقيق عوائد غير عادية على حساب بقية المستثمرين مما يؤدي إلى ترك أثر سلبي على كفاءة الأسواق المالية.

كما توصلنا من خلال هذه الدراسة أن التلاعبات في الأسواق المالية وبصورة أخص استغلال المعلومات الداخلية هو عقبة تواجه جميع الأسواق المالية سواء كانت متطورة أو ناشئة، فقد أثرت على الشكل القوي للكفاءة في البورصتين بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك، هذا الأمر دفع بالهيئات المسيرة للبورصتين إلى سن قوانين للأوراق المالية في محاولة للتخفيف أو الحد من التلاعبات في الأسواق المالية.

خاتمة

أصبح وجود الأسواق المالية أمراً ضروريا وهاما للإقتصاد، لما لها من دور فعال في نقل الموارد المالية بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز، الأمر الذي يدفع بعجلة التنمية الاقتصادية ويساهم في توظيف الموارد المالية بكفاءة، ويتطلب وجود مثل هذا الجهاز في النظام المالي لأي دولة توفير جملة من القوانين وإنشاء العديد من الهيئات التي تعمل على السير الحسن والمنظم له بما يكفل حمايته وحماية وحفظ حقوق جميع المتعاملين فيه، فنظرا للمزايا التي يوفرها خاصة ما تعلق بالأرباح والعوائد والفرص الاستثمارية التي تجذب المستثمرين، أصبح يتعرض لجملة من التلاعبات التي تعطل عمله وتؤثر على كفاءته وتعود بالسلب على الاقتصاد والتنمية الاقتصادية بشكل عام.

أصبحت الانحرافات في الأسواق المالية والتلاعبات على إختلاف أنواعها من أبرز القضايا المتعلقة بالأسواق في الآونة الأخيرة، وأصبحت هاجسا أمام المستثمرين وعائقا أمام تطوير كفاءة الأسواق ومشكلا للمنظمين والساهرين على سير الأسواق المالية، وهو ما تجلى في عديد الدراسات المتزايدة حول الموضوع في الآونة الأخيرة في محاولة لتقديم إسهامات في المجال وإيجاد حلول من شأنها أن تسهم في الحفاظ على هذا الجهاز الحساس وحمايته من مختلف الممارسات الغير المشروعة.

تعتبر هذه الدراسة التي حملت عنوان آليات الحد من الانحرافات في الأسواق المالية بالإسقاط على بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة ناسداك من بين الدراسات التي تبحث في التلاعبات وآليات الحد منها في البورصتين، فبعد القيام بالدراسة النظرية للموضوع والدراسة التطبيقية، تم التوصل إلى جملة من النتائج النظرية والتطبيقية نوردتها فيما يلي:

النتائج النظرية:

- الأسواق المالية هي مكان إلتقاء عارضي الأموال بطلبها؛
- تتمثل الوظيفة الرئيسية للأسواق المالية في تحويل المدخرات المالية بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي؛
- يتطلب إنشاء الأسواق المالية توفر جملة من الشروط والعوامل حتى تكون أسواقا فعالة وتؤدي دورها المنوط به؛
- تتعد تقسيمات الأسواق المالية حسب المعيار المعتمد في التقسيم؛
- تعتبر البورصة أهم مكون من مكونات الأسواق المالية؛
- البورصة أو سوق الأوراق المالية هي المكان التي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية؛

- تعد الأسهم والسندات من أهم الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية؛
- يستخدم في عملية تحليل الأوراق المالية أسلوبين أسلوب التحليل الفني وأسلوب التحليل ويعتمد كل منهما على مجموعة من الأدوات ويحتاج كل منها لمجموعة من المعطيات والمعلومات؛
- يسهر على سير سوق الأوراق المالية العديد من الهيئات واللجان؛
- يتم التداول في سوق الأوراق المالية من خلال إصدار الأوامر؛
- تعتبر الكفاءة مقياسا على تطور السوق، وهي عبارة عن دالة في المعلومات الواردة إلى السوق؛
- لكفاءة الأسواق المالية ثلاث صيغ: الضعيفة والمتوسطة والقوية، ولكل صيغة من الصيغ السابقة إختبارات خاصة بها؛
- تعتبر المعلومات في الأسواق المالية أهم عنصر يتم على أساسه تقييم عملية الاستثمار وعلى أساسه يتخذ المستثمرون قراراتهم بالتداول أو الإحجام عن التداول، لذلك كان الإفصاح والشفافية عنها عنصرا لازما وضروريا؛
- تساهم المعلومات في آلية تسعير الورقة المالية وترتبط ارتباطا وثيقا بالكفاءة؛
- حوكمة الشركات هي مجموعة الأسس والعمليات التي تعمل على مراقبة الشركات داخل الأسواق المالية؛
- تتضمن حوكمة الشركات مجموعة من المبادئ والأسس والمحددات التي من شأنها أن تساهم في جودة المعلومات في الأسواق المالية ومن شأنها أن ترفع من كفاءة الأسواق المالية؛
- تعرضت نظرية فرضية كفاءة الأسواق المالية لجملة من الانتقادات نتيجة عجزها في تفسير بعض الانحرافات الملاحظة في الأسواق المالية؛
- نشأت نظرية المالية السلوكية عقب ظهور أوجه القصور في فرضية كفاءة الأسواق المالية في محاولة لتفسير الظواهر الشاذة والانحرافات الملاحظة في الأسواق المالية؛
- المالية السلوكية هي عبارة عن مزيج من العلوم: علم المالية وعلم النفس؛
- تعرضت الأسواق المالية لجملة من الممارسات اللاأخلاقية تمثلت في التلاعبات المتعمدة والمقصودة والتي تهدف إلى التأثير المصطنع على أسعار الأوراق المالية؛

النتائج التطبيقية:

- حقق المتداولون عن طريق استغلال المعلومات الداخلية عوائد أعلى من عائد مؤشر السوق؛
- تؤثر المعلومات الداخلية على أسعار الأوراق المالية؛

- تؤثر المعلومات الداخلية على أحجام التداول في الأسواق المالية؛
- يؤدي التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية إلى تحقيق أرباح غير عادية؛
- يؤدي التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية إلى تجنب خسائر محتملة الحدوث؛
- بورصة عمان للأوراق المالية غير كفؤة عند المستوى القوي؛
- بورصة ناسداك غير كفؤة عند المستوى القوي؛
- تساهم الآليات القانونية والمتمثلة في قوانين الأوراق المالية في الحد والتقليل من التلاعبات في الأسواق المالية؛
- تعاني الأسواق المالية على اختلافها من التلاعبات والممارسات الغير مشروعة؛
- يساهم منهج دراسة الحدث في تحليل التغيرات الواقعة على أسعار وأحجام التداول ويساهم في اكتشاف مدى تأثير المعلومات الداخلية عليها.

توصيات الدراسة:

- من خلال النتائج المتوصل إليها سواء النظرية أو التطبيقية حول موضوع الإنحرافات في الأسواق المالية يمكن تقديم جملة من التوصيات:
- ضرورة العمل على رفع كفاءة الأسواق المالية في البورصتين محل الدراسة من أجل الوصول بها إلى المستوى القوي؛
- بالنسبة لبورصة عمان للأوراق المالية يجب عليها زيادة مستوى الإفصاح والشفافية خاصة ما تعلق بقضايا الفساد المتعلقة بالتلاعبات حتى يمكن دراستها والاستفادة منها؛
- على الهيئات المنظمة للأسواق المالية محاولة إيجاد نظام إنذار مبكر يعمل وفق إشارات من شأنها أن تكشف عن حالات التلاعب قبل وقوعها؛
- على الهيئات المنظمة للأسواق المالية أن ترفع من العقوبات المسلطة على المتلاعبين، هذا من شأنه أن يردع المخالفين ويقلل من التلاعبات؛
- ضرورة التطبيق الفعال والجيد لمبادئ حوكمة الشركات، الأمر الذي يعود بالإيجاب ومن شأنه أن يرفع من كفاءة البورصتين وأن يقلل من التلاعبات عن طريق استغلال المعلومات الداخلية.

آفاق الدراسة:

لم تكن هذه الدراسة بمثابة الدراسة الأولى وبطبيعة الحال لن تكون الدراسة الأخيرة في مجال الأسواق المالية وحول موضوع التلاعبات والانحرافات، في هذا الإطار يمكننا إقتراح بعض الآفاق الدراسية المستقبلية حول الموضوع:

- التلاعب بالتأثير على أسعار الإغلاق وأثره على كفاءة الأسواق المالية؛
- مساهمة تقنيات الذكاء الاصطناعي في الإكتشاف المبكر لانحرافات الأسواق المالية؛
- مكننة أنظمة التداول في الأسواق المالية ودوره في الحد من التلاعبات؛
- مدى مساهمة حوكمة الشركات في الحد من استغلال المعلومات الداخلية؛
- مقارنة بين الأسواق المالية الإسلامية والأسواق المالية التقليدية، أيهما أكثر عرضة للتلاعب؟؛
- التحول من الأسواق المالية التقليدية إلى الأسواق المالية الإسلامية، الميكانيزمات والآثار المرتقبة.

قائمة المراجع

1. إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية - دليل استرشادي-، اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2017.
2. أجين برغام، الإدارة المالية مفاهيم أساسية تقييم الأدوات المالية، الجزء 01، ترجمة: محمد فتوح وآخرون، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2018.
3. أحمد نافع المدادحة، عدنان عبد الكريم الذيابات، إقتصاديات المعلومات والمعرفة، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2014.
4. ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
5. أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2017.
6. أسامة عبد العليم الشيخ، التلاعب في سعر السهم -دراسة مقارنة-، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، مصر، 2018.
7. أسماء كسري، الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، ط1، عمان، الأردن، 2016.
8. بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، ط1، بسكرة، الجزائر، 2019.
9. بورصة عمان، النشرة التعريفية الخاصة بالشركات المساهمة الخاصة، 2022.
10. بورصة عمان، النشرة التعريفية. (بدون سنة النشر).
11. جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل الأدوات والاستراتيجيات، الجزء 02، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، عين مليلة، الجزائر، 2011.
12. جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل الأدوات والاستراتيجيات، الجزء 01، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، عين مليلة، الجزائر، 2011.
13. جبار محفوظ، الأسواق المالية: استراتيجيات الاستثمار والتحوط، الجزء 03، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017.
14. جبار محفوظ، الأسواق المالية: الأسواق والأدوات المالية، الجزء 02، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017.

15. جبار محفوظ، الأسواق المالية: مفاهيم أساسية، الجزء 01، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017.
16. جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، ط1، الإسكندرية، مصر، 2003.
17. حسن جعفر الطائي، تكنولوجيا المعلومات وتطبيقاتها، دار البداية ناشرون وموزعون، ط1، عمان، الأردن، 2013.
18. حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2010.
19. حسين بن هاني، الأسواق المالية: طبيعتها-تنظيمها-أدواتها المشتقة، دار الكندي للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2013.
20. حمدي عبد العظيم، إقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، ط1، الإسكندرية، مصر، 2012.
21. حمدي عبد العظيم، إقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، ط1، الإسكندرية، مصر، 2012.
22. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، الأردن، 2012.
23. ربحي مصطفى عليان، اقتصاد المعلومات، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2010.
24. ريشارد ديل وآخرون، نظم المعلومات المحاسبية: أسس إدارة مخاطر المؤسسة، ترجمة: نضال محمود الرمحي، دار الفكر ناشرون وموزعون، ط1، عمان، الأردن، 2015.
25. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2007.
26. سالم صلال الحسيناوي، الإدارة المالية الحديثة، جامعة القادسية-كلية الإدارة والاقتصاد، ط1، العراق، 2017.
27. سالم صلال راهي الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط1، القاهرة، مصر، 2017.
28. سالم محمد عبود، احمد محمد فهمي سعيد، الاستثمار وأدواته في الأسواق المالية (دراسة تحليلية لواقع السوق المالي العراقي والعربي والأمريكي)، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، ط1، بغداد، العراق، 2014.

29. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط1، القاهرة، مصر، 1996.
30. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، ط1، عمان، الأردن، 2010.
31. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، ط1، 2002.
32. صلاح عبد الحميد، البورصة والأسواق المالية أهميتها ودورها وتأثيرها، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع، ط1، القاهرة، مصر، 2018.
33. ضبيان شمام حسن الزبيدي، نظم المعلومات وأثرها في التخطيط الاستراتيجي، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
34. ضياء مجيد، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003.
35. طلال محمد علي الججاوي، فؤاد عبد المحسن الجبوري، نظم المعلومات المحاسبية وفعاليتها في ظل الدور الاستراتيجي لمنظمات الأعمال، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
36. عبد الصمد سعودي، الاقتصاد النقدي والأسواق المالية، الابتكار للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018.
37. عبد العظيم بن محسن الحمدي، حوكمة الشركات، دار الكتب الوطنية، ط1، صنعاء، اليمن، 2020.
38. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية: أسهم-سندات-وثائق الإستثمار-الخيارات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003.
39. عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية بنوك تجارية أسواق الأوراق المالية شركات التأمين شركات الإستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
40. عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، بيروت، لبنان، 2015.
41. عبد الملك بن محمد الجاسر، أصول المخالفات الشرعية في الأسواق المالية -دراسة فقهية قانونية تطبيقية-، مركز نماء للبحوث والدراسات، ط1، بيروت، لبنان، 2017.
42. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2004.
43. عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، إتحاد المصارف العربية، مصر، 2007.

44. عزيزة بن سميحة، البورصة والأسواق المالية دراسة تحليلية، دار الأيام للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2019.
45. عصام مهدي محمد عابدين، الحوكمة في الشركات والبنوك ودورها في ضبط أعمالها والرقابة عليها، الجزء 01، دار محمود للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2020.
46. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2006.
47. لوكي ف. أسكرت، ريشارد ديفز، المالية السلوكية: علم النفس - صناعة القرار - والأسواق، ترجمة: محمد داود عثمان، دار الفكر ناشرون وموزعون، ط1، عمان، الأردن، 2014.
48. محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، مصر، 2015.
49. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، ط1، عمان، الأردن، 2009.
50. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، مصر، 2006.
51. محمد الفاتح محمود بشير المغربي، حوكمة الشركات، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، ط1، القاهرة، مصر، 2020.
52. محمد الفاتح محمود بشير المغربي، مؤسسات مالية، دار الجنان للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2016.
53. محمد حسن عبد المجيد الحداد، الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، مصر، 2015.
54. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
55. محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، ط2، العبدلي، الأردن، 2009.
56. محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، جامعة العلوم والتكنولوجيا، ط2، صنعاء، اليمن، 2013.
57. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2005.
58. مداني أحمد، الالتزامات المالية لأسواق الأوراق المالية العربية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2018.

59. مصطفى يوسف كافي وآخرون، أسواق مالية ونقدية، دار الاصدار العلمي للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2017.
 60. مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، ألفا للوثائق، ط1، قسنطينة، الجزائر، 2018.
 61. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002.
 62. منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، مطبعة الدلتا، الإسكندرية، مصر، 2011.
 63. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص28-29.
 64. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، ط6، الإسكندرية، مصر، 2007.
 65. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1993.
 66. مونية سلطان، السندات والأسهم والأوراق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2019.
 67. هبه عبد الحليم عبد ربه، أحمد على بكرى، علم نفس البورصة وتطوير الأسواق المالية العربية، دار الوفاء لنديا الطباعة، ط1، الإسكندرية، مصر، 2015.
 68. هيئة السوق المالية، التداول بناء على معلومات داخلية، هيئة السوق المالية، الملكية العربية السعودية، (بدون سنة النشر).
 69. وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008.
 70. ياسمينه عامرة، مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية، دار الوفاء للطباعة والنشر، ط1، الإسكندرية، مصر، 2019.
- ثانيا: أطروحات الدكتوراه
1. بدروني هدى، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية -دراسة تجارب دولية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2017.
 2. بسمة نزار، الحوكمة وإدارة المخاطر في الأسواق المالية -دراسة مقارنة لعينة من الشركات المدرجة في بورصتي عمان والجزائر-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير

- (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي ليابس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2019.
3. بكيجل عبد القادر، النظام المحاسبي ومدى تأثيره في دعم الشفافية والإفصاح ببورصة الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2017.
4. بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013.
5. بن عيشوش محمد، أثر التحليل في السوق المالي على كفاءة الأسواق المالية -دراسة حالة الأسواق المالية العربية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة2، البليدة، الجزائر، 2017.
6. بوكنتوم أعمار، دور المالية السلوكية في معالجة نقائص نموذج MEDAF في ظل كفاءة سوق رأس المال -دراسة حالة مجموعة من البورصات مع التركيز على بورصة الجزائر-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة يحيى فارس، المدية، الجزائر، 2022.
7. جريو كلتوم، دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية تقويمية لحالة بورصة الجزائر-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة2، البليدة، الجزائر، 2019.
8. جلاب شافية، الحماية الجزائرية لبورصة الأوراق المالية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في القانون (غير منشورة)، قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2021.
9. الجوزي غنية، انعكاسات العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة -دراسة حالة سوق أوراق ماليزيا، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر03، الجزائر، 2019.

10. حدو أمال، دور الحوكمة في إدارة المخاطر والوقاية من الأزمات المالية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي ليايس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2019.
11. حميدي أحمد سعيد، دور حوكمة الشركات في جودة المعلومة المحاسبية وتحسين كفاءة الأسواق المالية -دراسة تحليلية وتقييمية لبورصة الجزائر-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة البليدة 02، البليدة، الجزائر، 2019.
12. حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية -دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2018.
13. خلفاوي عبد الصمد، دور الأسواق المالية العربية في جذب الاستثمارات -دراسة حالة بورصة قطر بين (2000-2017)-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2020.
14. خياري إيمان، قياس أداء وتكامل الأسواق شبه الناشئة للأوراق المالية: دراسة حالتي تونس والمغرب، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة، الجزائر، 2017.
15. دريش زهرة، أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية الناشئة -دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي ليايس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2020.
16. ربيعة عبو، دور نماذج التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية -دراسة حالة الأسواق المالية العربية الناشئة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2020.

17. زبيدي البشير، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة التقارير المالية وتحسين الأداء المالي -دراسة حالة مجمع صيدال-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2017.
18. زموري مونية، التأثيرات الاقتصادية للأزمات المالية على الأسواق المالية العربية -دراسة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2019.
19. سامية شارفي، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية العربية -حالة الأسواق المالية الناشئة-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2018.
20. سبيعة ناهد، دور حوكمة الشركات في الحد من سلبات المحاسبة الإبداعية على موثوقية البيانات المالية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب -أوماش-بسكرة-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2021.
21. سحنون مريم، السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة الأسواق المالية: محاولة لدراسة سلوك العوائد في سوق المحافظ المالية الأوروبية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016.
22. سعاد يحيى، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وآفاق تطويرها -دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015)-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2019.
23. سعيدة بن ثابت، محاولة تقييم أداء أسواق الأوراق المالية في ظل نظريتي كفاءة الأسواق المالية والمالية السلوكية (حالة أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة للفترة 2013-2019)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، قسم علوم التسيير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، الجزائر، 2021.

24. سليمان صبرينة، جرائم البورصة -دراسة مقارنة-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في القانون (غير منشورة)، قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، الجزائر، 2018.
25. سليمة نشنش، الأنظمة المحاسبية ودورها في تنشيط الأسواق المالية -دراسة حالة الجزائر-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2015.
26. سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية -دراسة حالة بعض الدول العربية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
27. شطارة نبيلة، دور حوكمة الشركات في تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لدخول سوق الأوراق المالية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2023.
28. شيخي بلال، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع والآفاق، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2011.
29. طيب قوادي هني، عدم تناظر المعلومات وفعالية الأسواق المالية -دراسة حالة بورصتي ناسداك ونيويورك-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مصطفى اسطembولي، معسكر، الجزائر، 2023.
30. عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2016.
31. مزيان محمد توفيق، قياس وتسيير المخاطرة في الأسواق المالية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2017.
32. نمديلي بشرى، أثر تطبيق حوكمة الشركات على تحقيق جودة المعلومة المالية -دراسة حالة مؤسسة صيدال-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم

علوم التسيير، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف،
ميلة، الجزائر، 2023.

33. نوال بن لكحل، دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي: الجزائر - المغرب -

تونس - الأبعاد والآفاق، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية
(غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة
الجزائر 3، الجزائر، 2014.

34. هدى بورفيس، تأثير المعلومات على كفاءة الأسواق المالية -دراسة حالة بعض الأسواق المالية

الناشئة-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية (غير منشورة)، قسم
العلوم المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2018.

35. ياسمينه عامرة، دور عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية -

دراسة حالة البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2014-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل
شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية (غير منشورة)، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم
التجارية وعلوم التسيير، جامعة الدكتور يحي فارس، المدية، الجزائر، 2015.

ثالثا: رسائل الماجستير

1. أوكيل نسيم، تحليل الاستثمار في سوق الأوراق المالية مع دراسة حالة الأسواق المالية الناشئة،

رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم
التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2003.

2. بشير أحمد محمد نور، دور المعلومات المحاسبية في الوفاء باحتياجات مستخدمي المعلومات في

أسواق المال -دراسة تحليلية تطبيقية-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في
المحاسبة (غير منشورة)، كلية الدراسات العليا، جامعة أم درمان الإسلامية، أم درمان، السودان، 2009.

3. بن عيسى بن عبد الرحمان، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية -دراسة نظرية

تطبيقية-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم
علوم التسيير، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الدكتور يحي فارس، المدية،
الجزائر، 2009.

4. بن قمجة زهرة، أثر فعالية أداء أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي (دراسة قياسية مقارنة

بين بورصة الجزائر وبورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2000-2013)، رسالة مقدمة ضمن

متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم
الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2014.

5. بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة -دراسة لواقع التجربة المغربية-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
6. جريو كلثوم، دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة2، الجزائر، 2015.
7. خديجة عراب هريش، التعامل في الأسواق المالية من منظور إسلامي وانعكاساته على الاقتصاد الوطني، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المدية، المدية، الجزائر، 2011.
8. سعيدة بن ثابت، أثر كفاءة الأسواق المالية في ترشيد القرار الاستثماري من منظور العائد والمخاطرة -دراسة حالة سوق السعودية للأوراق المالية (2008-2012)-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثلجي، الأغواط، الجزائر، 2014.
9. سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية: دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012.
10. سيرين خالد الحموي، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم -دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية (غير منشورة)، قسم المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السورية، 2016.
11. صفية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012.

12. عاهد مبارك السعيد، التعامل بالمعلومات غير المعلنة للشركات المساهمة: دراسة مقارنة، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في القانون الخاص (غير منشورة)، قسم القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة الشرق الأوسط، 2012.
13. عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي-دراسة سوق عمان للأوراق المالية من: 2002 إلى 2013-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014.
14. لعجالي زكية، الاستثمار في الأسواق المالية مع دراسة حالة الأسواق المالية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2010.
15. مختار حميدة، دور الأسواق المالية في تفعيل عملية الخصخصة -دراسة حالة الجزائر-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2001.
16. همام القوسي، الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الحقوق (غير منشورة)، قسم القانون التجاري، جامعة حلب، سوريا، 2011.

رابعاً: المقالات

1. أحمد بصري إبراهيم، محمد حسن علي علوش، التدابير الوقائية من جرائم البورصات في الاقتصاد الوضعي والفقهاء الإسلامي: دراسة مقارنة، مجلة التجديد، المجلد 17، العدد 33، 2013.
2. أحمد بن محمد الخليل، جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، مجلة العلوم الشرعية، العدد 09، 2008.
3. أحمد زايد، عبد الله الخرشوم، المسؤولية المدنية للتعامل المحظور بأسهم الشركات المساهمة العامة -دراسة مقارنة بين القانون الأردني والقانون البريطاني-، مجلة المنارة، المجلد 13، العدد 9، 2007.
4. أحمد مسعود أدهم منصور، جريمة التداول بناء على معلومات داخلية في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، المجلة القانونية، المجلد 12، العدد 03، 2022.
5. أحمد مصطفى الدبوسي، الدور الرقابي لبورصة الأوراق المالية على سوق رأس المال وأثره في نمو السوق: دراسة مقارنة في القانونين المصري والإماراتي، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، المجلد 17، العدد 1، جوان 2020.

6. أمين محمد أمين الغرابيه، جرائم استغلال المعلومات الداخلية في قانون المالية الأردني (دراسة مقارنة)، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، المجلد 42، العدد 02، 2017.
7. أوكيل نسيمه وآخرون، الرقابة على الأسواق الأوراق المالية "مع الإشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية"، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 08، العدد 15، 2013.
8. بداوي مصطفى، دور المعلومة في دعم وتعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة الإبداع، المجلد 05، العدد 05، ديسمبر 2015.
9. برارمة ريمة، حاج صحراوي حمودي، محاولة قياس أثر التشوهات اليومية والموسمية على عوائد الأسهم في إطار نظرية المالية السلوكية دراسة حالة سهم شركة بيجو خلال الفترة 2010-2016، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 08، العدد 02، ديسمبر 2017.
10. برارمة ريمة، مهادي سلمى، أثر الزخم على سلوك عوائد المحافظ المالية وتقلباتها الشريطية في بورصة باريس، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 08، العدد 02، جوان 2020.
11. بن حمو عصمت محمد، حراث نخلة، تحليل العلاقة ما بين المالية السلوكية ونسبة الطلب على الأدوات المالية -دراسة حالة بورصة الجزائر في الفترة (2010-2021)-، دفاتر MECAS، المجلد 18، العدد 01، جوان 2022.
12. بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 3، العدد 1، مارس 2017.
13. جبار محفوظ وآخرون، أخلاقيات الأعمال والأسواق المالية الكفاءة: بعض التطبيقات على السوق المالية الجزائرية، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 2، العدد 1، ديسمبر 2012.
14. جريو كلتوم، يدو محمد، دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 01، العدد 16، 2017.
15. حاج صحراوي حمودي، برارمة ريمة، محاولة قياس أثر التشوهات الموسمية على مردودية الأسهم في إطار نظرية المالية السلوكية -دراسة حالة سهم شركة بيجو خلال الفترة (2010-2016)-، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 08، العدد 01، مارس 2018.
16. حسن شاكر الشمري، حيدر حمودي علي، نظرية المالية السلوكية كمدخل لإدارة المخاطر الفاعلة - دراسة استطلاعية لآراء عينة من العاملين في شركات الصناعة العراقية-، مجلة المثلى للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 08، العدد 03، 2018.
17. خيرة الداوي، بولرباح غريب، علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 04، العدد 02، ديسمبر 2017.

18. دلال العابدي، دور آليات حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية وانعكاسها على السوق المالي، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 08، العدد 01، مارس 2017.
19. ديلمي صباح، زغودي أحمد، قابلية التنبؤ بالعوائد كأحد انحرافات الأسواق المالية عن فرضية السوق المالي الكفاء -دراسة حالة السوق المالي السعودي للفترة 2007-2017 باستخدام اختبارات نسبة التباين ونموذج $GARCH(p,q) - ARMA(n,d,m)$ ، دفاتر MECAS، المجلد 16، العدد 02، ديسمبر 2020.
20. ديلمي صباح، مسعودي عبد الكريم، الآثار الموسمية كإحدى انحرافات الأسواق المالية عن فرضية السوق المالي الكفاء -أثر شهر السنة على عائد وتذبذب السوق المالي السعودي-، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 06، العدد 02، جوان 2018.
21. رشام كهينة، شكري معمر سعاد، انعكاسات حوكمة الشركات على الأسواق المالية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 03، جوان 2016.
22. زكريا يونس أحمد، أحمد رشيد الخليل، الممارسات غير المشروعة للتداول في سوق الأوراق المالية العراقي (دراسة مقارنة)، مجلة جامعة تكريت للحقوق، المجلد 2، العدد 1، سبتمبر 2017.
23. زينب صلاح الدين الضهيري، الاحتيال في السوق المالي السعودي، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، المجلد 30، العدد 02، 2018.
24. سعد بن علي بن تركي الجلود، الأحكام الفقهية للتلاعب في الأسواق المالية، مجلة الدراسات العربية، المجلد 36، العدد 01، 2017.
25. سعيدة بن ثابت، من فرضية كفاءة السوق إلى التمويل السلوكي، مجلة آفاق علمية، المجلد 12، العدد 03، 2020.
26. سمحي عبد العاطي حامد ضيف الله، استخدام منهجية الحدث في اختبار المحتوى المعلوماتي لتقارير الاستدامة -دراسة تطبيقية-، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، المجلد 35، العدد 4، 2021.
27. سمسوم صليحة، تحليل العلاقة التكاملية بين الشفافية والإفصاح المحاسبي لتفعيل مبادئ حوكمة الشركات على جودة التقارير المالية -دراسة ميدانية-، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 16، العدد 02، 2022.
28. صفية صديقي وآخرون، بناء محفظة الأوراق المالية في ظل المالية السلوكية بالتطبيق على الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 ليورصة باريس للفترة 2007-2010، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 05، العدد 08، جوان 2015.

29. صلاح الدين محمد امين الامام، صباح جلال مهدي الجوادي، تأثير العوامل السلوكية على تفضيلات المستثمرين في اطار نظرية الاستثمار السلوكية -دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية التراث الجامعة، العدد35، 2023.
30. صلاح سعاد، الإفصاح والشفافية في إطار حوكمة الشركات وأثره في تحقيق جودة المعلومات في القوائم المالية -دراسة ميدانية-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية -دراسات اقتصادية-، المجلد6، العدد2، 2012.
31. طالب عبد العزيز، بلمداني محمد، مساهمة حوكمة الشركات في تحسين جودة القوائم المالية، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة، المجلد04، العدد02، أكتوبر2020.
32. عبد الرحمان بن سانية وآخرون، أثر التحيزات العاطفية للمستثمر على عوائد الأسهم وتقلباتها الشرطية -حالة مؤشر داو جونز-، مجلة الباحث، العدد17، 2017.
33. عبد الرحمان بن سانية وآخرون، الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد01، العدد02، ديسمبر2017.
34. عبد الله بن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية -دراسة فقهية-، مجلة الجمعية الفقهية السعودية، العدد17، جانفي2013.
35. عزيزة بن سمينة، مريم طبني، دور الإفصاح المحاسبي والشفافية في تفعيل بورصة الجزائر، مجلة تاريخ العلوم، العدد07، مارس2017.
36. عقبة خضير، دور الإفصاح المحاسبي في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق المال السعودي-، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد05، العدد01، 2021.
37. فخاري فاروق، زبيري نورة، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد03، العدد02، ديسمبر2019.
38. قويدري قوشيح بوجمعة وآخرون، حوكمة الشركات ودورها في تنشيط الأسواق المالية، مجلة الحوكمة المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد02، العدد01، 2020.
39. قيصر محمود عبيس، جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية (المضاربة غير المشروعة)، مجلة المفتش العام، المجلد02، العدد18-19، 2016.
40. مبارك بن زاير، دور المعلومات في تعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة دفاتر إقتصادية، المجلد07، العدد01، مارس2016.
41. مصباحي محمد الأمين، حوكمة الشركات ودورها في زيادة مستوى الإفصاح وتقليل الفساد وأثرها على كفاءة الأسواق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد10، العدد01، 2017.

42. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، 2010.
43. موسى بن منصور، سهام مانع، مدخل المالية السلوكية في إدارة المحفظة المالية، دفاثر البحوث العلمية، العدد 11، ديسمبر 2017.
44. ميثم ربيع هادي، علي احمد فارس، من المالية التقليدية إلى المالية السلوكية: التحول الجذري - دراسة نظرية لأهم العقائد المالية المعاصرة التقليدية والسلوكية-، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 10، العدد 40، 2014.
45. نعيمة برودي، متطلبات محاربة التلاعب في بورصة الجزائر، مجلة آفاق علمية، المجلد 12، العدد 02، 2020.
46. همام القوصي، مدى شمول المطلاع الثانوي بحظر استغلال المعلومات الداخلية في بورصة الأوراق المالية (داسة قانونية مقارنة بين القانون اللبناني والكويتي والفرنسي)، مجلة جيل الأبحاث القانونية المعمقة، العدد 20، ديسمبر 2017.

خامسا: المداخلات

1. رفعت السيد العوضي، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، مداخلات ضمن الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية، 25-29 ديسمبر 2010.
2. عبد الله السلمي، التغريب في المضاربات في بورصة الأوراق المالية توصيفه وحكمه، مداخلات ضمن الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية، 25-29 ديسمبر 2010.
3. عبد الله بن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية -دراسة فقهية-، مداخلات ضمن الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية، 25-29 ديسمبر 2010.
4. محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية صوره وآثاره، مداخلات ضمن الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية، 02-06 أكتوبر 2010.
5. محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي، مداخلات ضمن ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، السعودية، 05 مارس 2008.

سادسا: التقارير

1. بورصة عمان، التقرير السنوي، 2022.

باللغة الأجنبية:

Books:

1. Anthony saunders, Marcia millon cornett, **Financial markets and institutions**, McGraw-Hill/Irwin, 05th edition, New York, USA, 2011.
2. Brian kettell, **economics for financial markets**, Butterworth-heinemann finance, 1st edition, oxford, united kingdom, 2002.
3. Carol alexander, Douglas cumming, **corruption and fraud in financial markets: malpractice misconduct and manipulation**, john wiley and sons, 1st edition, United kingdom, 2020.
4. Christopher viney, Peter phillips, **Financial institution instrument and markets**, McGraw-Hill, Sydney, Australia, 2019.
5. Edwin t. burton, Sunit n. shah, **behavioral finance understanding the social cognitive and economic debates**, john wiley and sons, New jersey, USA, 2013.
6. Ester herlin-karnell, Nicholas ryder, **market manipulation and insider trading**, hart publishing, Britain, 2019.
7. Eugene f. brigham, Michael c. ehrhardt, **financial management theory and practice**, cengage learning, 13th edition, boston, USA, 2010.
8. Frank j. fabozzi and Pamela peterson drake, **Finance capital market financial management and investment management**, John wiley and Sons, New Jersey, USA, 2009.
9. Frederic s. mishkin, Stanley g. eakins, **Financial markets and institutions**, Prentice Hall, 7th edition, USA, 2012.
10. Glen arnold, **Modern financial markets and institutions a pratical perspective**, Pearson education limited, 1st edition, Harlow, United Kingdom, 2012.
11. International finance corporation, **the Russia corporate governance manual**, international finance corporation, 1st edition, Moscow, Russia, 2004.
12. James a. hall, **accounting inforamtion system**, south-western college pub, 6th edition, USA, 2008.
13. Jeff Madura, **Financial markets and institutions**, South-Western College Pub, 09th, USA, 2009.
14. John j. murphy, **Technical Analysis of the Financial Markets: A Comprehensive Guide to Trading Methods and Applications**, New york institute of finance, New York, USA, 1999.

15. John j. wild, Financial Accounting : Information for Decisions, McGraw-Hill, 3rd edition, USA, 2004.
16. Karthikeyan, **Introduction to stock market**, Self publishing, Pondicherry, inde, 2020.
17. Keith pilbeam, **Finance and financial markets**, palgrave macmillan, 2nd edition, New York, USA, 2005.
18. Kent h. baker, John r. nofsinger, **behavioral finance investors corporations and markets**, john wiley and finance, New jersey, USA, 2010, p322.
19. Kevin keasey and others, **corporate governance: accountability, enterprise and international comparisons**, john wiley and sons, England, 2005.
20. Kremena Bachmann and others, **behavioral finance for private banking**, john wiley and sons, New jersey, USA, 2018.
21. Marc levinson, **Guide to financial markets**, the economist, 4th edition, London, USA, 2006.
22. Mark schindler, **rumors in financial markets insights into behavioral finance**, john wiley and sons, England, 2007.
23. Martin j. pring, **Technical Analysis explained**, McGraw-Hill, 5th edition, USA, 2014.
24. Michael m. pompian, **behavioral finance and investor types**, wiley finance, 2012.
25. Michael m. pompian, **behavioral finance and welth management**, John wiley and Sons, New jersey, USA, 2006.
26. Michael pompian, **behavioral finance and wealth management**, wiley finance, 2nd edition, 2012.
27. Pamela peterson drake, Frank j. fabozzi, **The basics of finance an introduction to financial markets business finance and portfolio management**, John wiley and Sons, New Jersey, USA, 2010.
28. Robert d. edwards, John magee, **Technical analysis of stock trends**, Amacom, 8th edition, New york, USA, 2001.
29. Ronald w. melicher, Edgar a. norton, **Introduction to finance**, John Wiley and Sons, 16th edition, New Jersey, USA, 2017.
30. Roy e. bailey, **The economics of financial markets**, cambridge university press, 1st edition, USA, 2005.
31. Stephen g. cecchetti, Kermit l. schoenholtz, **Money banking and financial markets**, McGraw-Hill, 05th edition, New York, USA, 2017.
32. Sunil parameswaran, **Fundamentals of financial instruments**, John Wiley & Sons, Singapore, 2011.
33. Valdoné darskuvienė, **Financial markets**, Vytautas Magnus University, Kaunas, Lituanie, 2010.

Theses and master:

1. Abdulrahman Na'el Hashem, **The use of behavioral finance approach in pricing the traded stocks**, a dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for Ph.D in finance, department of finance, college of bussines, amman arab university, Amman, Jordan, juin 2013.
2. Haya a. al-thani, **detecting market manipulation in stock market data**, a thesis submitted to the faculty of the college of engineering in partial fulfillment of the requirements for the degree of masters of science in computing, college of engineering, Qatar university, Qatar, juin 2017.

Articles:

1. Anastasios konstantinidis, **from efficient market hypothesis to behavioural finance: can behavioural finance be the new dominant model for investing?**, scientific bulletin-economic sciences, Vol11, N°2, 2012.
2. Bahram moazeni, Faride asadollahi, **manipulation of stock price and its consequences**, European online journal of nature and social sciences, Vol02, N°3, 2013.
3. Belgat amira, Hamana kamel, **the tranparency and discloure among the algerian insurance sector and its impact on the corporate social responsibility**, journal of economic sciences institute, Vol32, N°02, 2020.
4. Benlakhdar messaouda **Asymmertic inforamtion influence on efficiency of capital market -case of Egypt stock exchange-**, North African review of economics and management, Vol07, N°02, september 2020.
5. Bing Xiao, **the size effect and the value effect in the american stock market**, international journal of financial research, Vol14, N°01, 2023, p2.
6. Deepak kumar baser, Parul dashora, **a study of behavioral finance in investment decisions**, international journal of innovative research in technology, Vol10, N°04, September 2023.
7. Eugene f. fama, **efficient capital markets : a review of theory and empirical work**, the journal of finance, Vol25, N°02, wiley for the American Finance Association, New York, 1970.
8. F. Rahnamay roodposhti and others, **forecasting stock price manipulation in capital market**, international journal of social behavioral educational economic business and industrial engineering, Vol5, N°8, 2011.
9. Fábio marques da cruz, Maria yêda falcão soares de filgueiras gomes, **the influence of rumors in the stock market: a case study with petrobras**, the journal TransInformação, Vol25, N°3, September/December 2013.
10. Franklin allen, Douglas gale, **stock price manipulation**, the review of financial studies, Vol5, N°3, 1992.

11. Haider hamoudi ali, Mohamed abdel-sada naeem, **behavioral finance dimensions in financial sustainability**, al-ghari journal of faculty of administration and economics, Vol18, N°03, 2022.
12. Jay r. ritter, **Behavioral finance**, pacific-basin finance journal, Vol11, N°04, September 2003.
13. Kai-Yin Woo and others, **review on efficiency and anomalies in stock markets**, economis, March2020, Vol08, N°01.
14. Lakshkaushik dattatraya puri, **a study of behavioral finance and its applications**, mukt shabd journal, Vol13, N°04, April2024.
15. Madiha latif and others, **market efficiency market anomalies causes evidences and some behavioral aspects of market anomalies**, research journal of finance and accounting, Vol02, N°9/10, 2011.
16. Michael A. Crain, **a literature review of the size effect**, FEN Professional & Practitioner Journal, October 2011.
17. Mohammed diab, Ahmed allache, **the effectiveness of commitment to disclosure and transparency principle and its impact on the Saudi stock exchange performance**, journal of human sciences, Vol08, N°02, juin2021.
18. Pooja patil and others, **behavioral finance : a conceptual review**, international journal of enhanced research in educational development, Vol07, N°01, January-february2019.
19. Robert m. gillenkirsch, Louis velthuis, **delegated risk-taking accountability and outcome bias**, journal of risk and uncertainty, Vol67, N°2.
20. Shicheng yi, **behavioral finance: several key effects of investor decision making**, shs web of conferences, Vol188, 2024.
21. Shikh rabiul islam and others, **mining illegal insider trading of stocks: a proactive approach**, international conference on big data, institute of electrical and electronics engineers, Seattle, USA, 2018.
22. Stephanie Roddenberry, Frank bacon, **insider trading and market efficiency: do insiders buy low and sell high?**, american society of business and behavioral sciences, Vol18, N°1, 2011.
23. Sujata kapoor, Jaya m.prosad, **Behavioural finance: a review**, procedia computer science, Vol122, 2017.
24. Victor ricciardi, **a research starting point for the new scholar: a unique perspective of behavioral finance**, the ICFAI journal of behavioral finance, Vol03, N°03, 2006.
25. Victor ricciardi, **a research starting point for the new scholar: a unique perspective of behavioral finance**, journal in behavioral/experimental finance economics and accounting, March2005.

26. Wentworth boynton, Henry r.oppenheimer, **anomalies in stock market pricing: problems in return measurements**, the journal of business, Vol79, N°05, September2006.
27. Werner de bondt and others, **behavioral finance: quo vadis?**, journal of applied finance, 2008.
28. Yogita yadav, Shivanand, **Behavioral finance: concepts and conventions**, international journal for innovations in engineering science and management, Vol02, N°11, November 2014.

Rapport:

1. Technical committee of the international organization of securities commission, **investigating and prosecuting market manipulation**, raport of the international organization of securities commission, 2000, p11-12. More informations look: Investigating and Prosecuting Market Manipulation (iosco.org).

Websites:

1. Acacia Communications Inc Historical Price Data (ACIA) - Investing.com.
2. Five Prime Therapeutics Inc Historical Price Data (FPRX) - Investing.com.
3. <https://sdc.com.jo>.
4. <https://www.ase.com.jo>.
5. <https://www.ase.com.jo/ar>.
6. <https://www.jsc.gov.jo/Default.aspx>.
7. mubasher.info.
8. Ontrak, Inc. Common Stock (OTRK) Historical Data | Nasdaq.
9. Preventing Market Manipulation - FasterCapital.
10. SEC.gov | SEC Charges Clinical Drug Trial Investigator with Insider Trading.
11. SEC.gov | SEC Charges Former Arista Networks Chairman Andy Bechtolsheim with Insider Trading.
12. SEC.gov | SEC Charges Husband of Energy Company Manager with Insider Trading.
13. SEC.gov | SEC Charges Ontrak Chairman Terren Peizer With Insider Trading.
14. SEC.gov | Statues and Regulations, securities act of 1993.
15. SEC.gov | Statues and Regulations, securities exchange act of 1934.
16. TravelCenters of America LLC Historical Price Data (TA) - Investing.com.
17. هيئة الأوراق المالية | أسس وأحكام وإجراءات (jsc.gov.jo) .

18. هيئة الأوراق المالية | الواجبات والممارسات الممنوعة (jsc.gov.jo) .
19. هيئة الأوراق المالية | قوانين (jsc.gov.jo) .

قائمة الملاحق

الملحق رقم (01): قائمة الشركات المدرجة في المؤشر محل الدراسة

الرقم	إسم الشركة	ترقيم الشركة	رمز الشركة
1	البنك الإسلامي الأردني	111001	JOIB
2	البنك الأردني الكويتي	111002	JOKB
3	البنك التجاري الأردني	111003	JCBK
4	بنك الإسكان للتجارة والتمويل	111004	THBK
5	بنك الاستثمار العربي الأردني	111005	AJIB
6	بنك صفوة الإسلامي	111006	SIBK
7	بنك الاتحاد	111007	UBSI
8	بنك المؤسسة العربية المصرفية/الأردن	111009	ABCO
9	البنك الاستثماري	111014	INVB
10	بنك المال الأردني	111017	CAPL
11	بنك القاهرة عمان	111021	CABK
12	بنك الأردن	111022	BOJX
13	البنك الأهلي الأردني	111033	AHLI
14	البنك العربي	113023	ARBK
15	الأردن الدولية للتأمين	121022	JIJC
16	التأمين الإسلامية	121025	TIIC
17	الأولى للتأمين	121034	FINS
18	الكهرباء الأردنية	131004	JOEP
19	العربية الدولية للفنادق	131005	AIHO
20	كهرباء محافظة اربد	131010	IREL
21	الخطوط البحرية الوطنية الأردنية	131012	SHIP
22	الأردن ديكابولس للأملاك	131017	JDPC
23	التجمعات للمشاريع السياحية	131019	TAJM
24	الأسواق الحرة الأردنية	131022	JDFS
25	الاستثمارية القابضة للمغتربين الأردنيين	131025	JEIH
26	السلام الدولية للنقل والتجارة	131034	SITT
27	العربية الدولية للتعليم والاستثمار	131052	AIEI

UINV	131069	الاتحاد للاستثمارات المالية	28
JETT	131080	النقلات السياحية الأردنية/جت	29
AEIV	131082	الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية	30
REDV	131087	تطوير العقارات	31
MALL	131098	الدولية للفنادق والأسواق التجارية	32
JTEL	131206	الاتصالات الأردنية	33
OFTC	131228	مجموعة أوفتك القابضة	34
JRCD	131229	العقارية الأردنية للتنمية	35
CEBC	131232	الفارس الوطنية للاستثمار والتصدير	36
PHNX	131239	فينيكس العربية القابضة	37
MSFT	131243	مسافات للنقل المتخصص	38
FFCO	131251	الأولى للتمويل	39
DERA	131255	الديرة للاستثمار والتمويل العقاري	40
ABUS	131256	المتكاملة للنقل المتعدد	41
FUTR	131258	المستقبل العربية للاستثمار	42
FRST	131269	الأردن الأولى للاستثمار	43
PROF	131270	المهنية للاستثمارات العقارية والإسكان	44
MANE	131286	أفاق للطاقة	45
JPPC	141002	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	46
APCT	141003	العربية للمشاريع الاستثمارية	47
AALU	141006	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال	48
ICAG	141009	الصناعية التجارية الزراعية/الإنتاج	49
DADI	141012	دار الدواء للتنمية والاستثمار	50
JOWM	141014	مصانع الأجواخ الأردنية	51
JOPH	141018	مناجم الفوسفات الأردنية	52
ATTA	141036	المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار	53
APOT	141043	البوتاس العربية	54
UMIC	141052	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	55
ATCO	141058	إنجاز للتنمية والمشاريع المتعددة	56

RMCC	141065	الباطون الجاهز والتوريدات الإنشائية	57
JOST	141070	حديد الأردن	58
NATA	141091	الوطنية لصناعات الألمنيوم	59
NDAR	141094	دار الغذاء	60
ASPM	141098	العربية لصناعة المواسير المعدنية	61
IDMC	141106	مجمع الضليل الصناعي العقاري	62
MBED	141209	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	63
HPIC	141210	الحياة للصناعات الدوائية	64
UCIC	141215	مصانع الكابلات المتحدة	65
JOPT	142041	مصفاة البترول الأردنية/جوبترول	66
MANR	131259	آفاق للاستثمار والتطوير العقاري القابضة	67
SANA	131249	السنايل الدولية للاستثمارات الإسلامية (القابضة)	68
AQRM	141208	القدس للصناعات الخرسانية	69

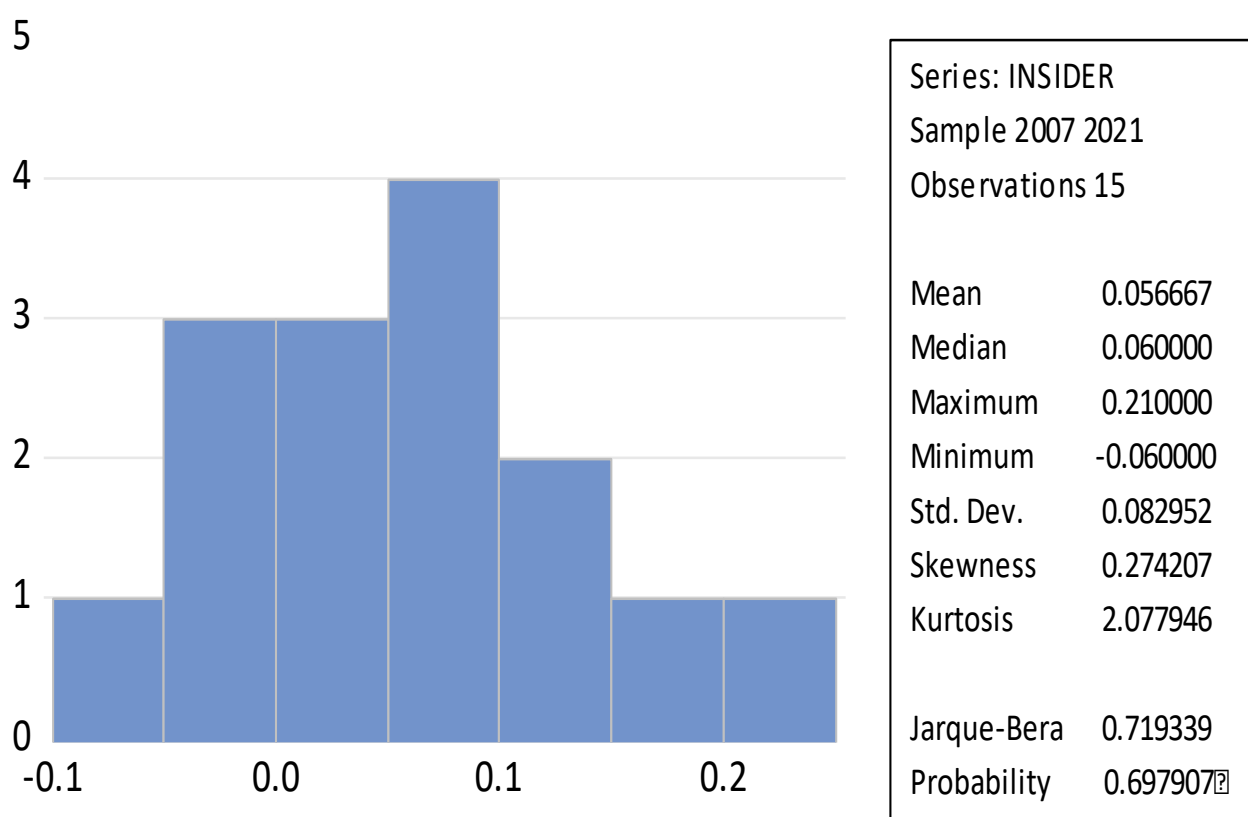
الملحق رقم (02): نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Date: 05/22/24 Time: 15:45

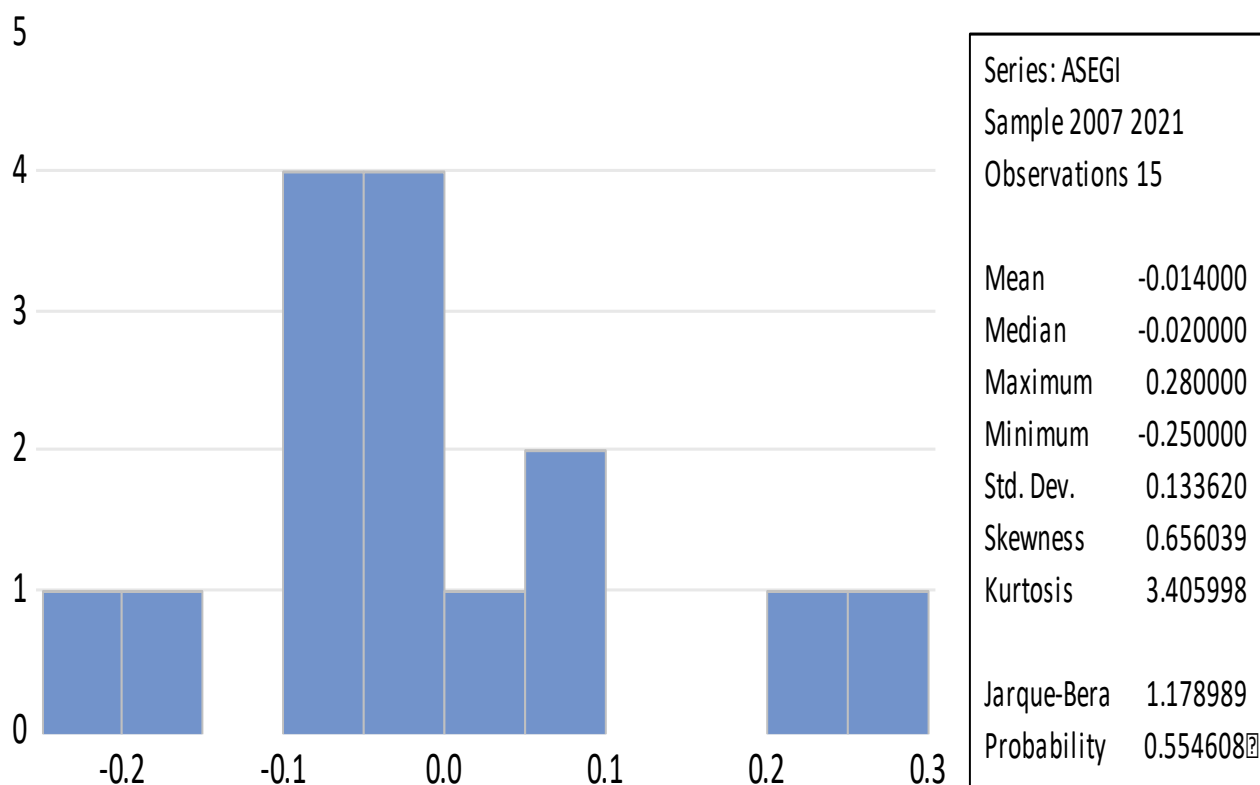
Sample: 2007 2021

	INSIDER	ASEGI
Mean	0.056667	-0.014000
Median	0.060000	-0.020000
Maximum	0.210000	0.280000
Minimum	-0.060000	-0.250000
Std. Dev.	0.082952	0.133620
Skewness	0.274207	0.656039
Kurtosis	2.077946	3.405998
Jarque-Bera	0.719339	1.178989
Probability	0.697907	0.554608
Sum	0.850000	-0.210000
Sum Sq. Dev.	0.096333	0.249960
Observations	15	15

الملحق رقم (03): نتائج إختبار التوزيع الطبيعي لعوائد إستغلال المعلومات الداخلية



الملحق رقم (04): نتائج إختبار التوزيع الطبيعي لعوائد مؤشر بورصة عمان العام



الملحق رقم (05): نتائج مصفوفة معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة

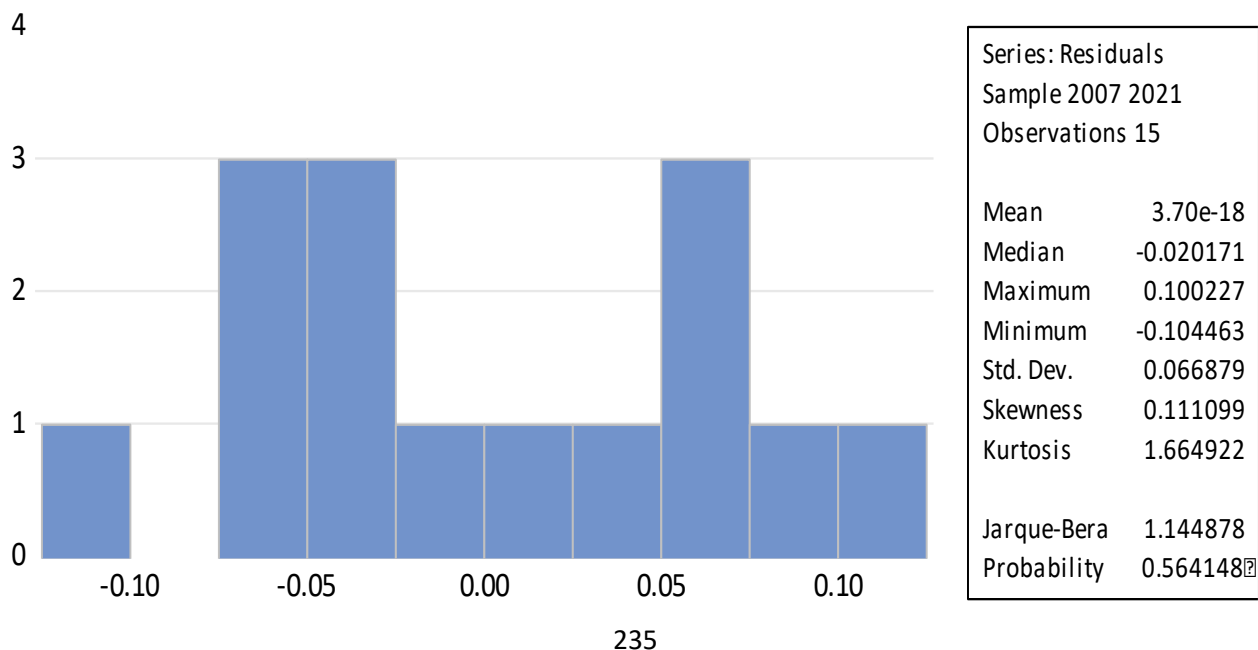
	INSIDER	ASEGI
INSIDER	1.000000	0.591588
ASEGI	0.591588	1.000000

الملحق رقم (06): نتائج تقدير النموذج بطريقة المربعات الصغرى

Dependent Variable: INSIDER
Method: Least Squares
Date: 05/22/24 Time: 17:02
Sample: 2007 2021
Included observations: 15

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.061808	0.018025	3.429035	0.0045
ASEGI	0.367259	0.138818	2.645612	0.0202
R-squared	0.349976	Mean dependent var		0.056667
Adjusted R-squared	0.299974	S.D. dependent var		0.082952
S.E. of regression	0.069403	Akaike info criterion		-2.374193
Sum squared resid	0.062619	Schwarz criterion		-2.279787
Log likelihood	19.80645	Hannan-Quinn criter.		-2.375199
F-statistic	6.999261	Durbin-Watson stat		1.253563
Prob(F-statistic)	0.020179			

الملحق رقم (07): نتائج إختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج



الملحق رقم (08): نتائج إختبار Breusch-Pagan-Godfrey لثبات التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 1 lag

F-statistic	1.258216	Prob. F(1,12)	0.2839
Obs*R-squared	1.423512	Prob. Chi-Square(1)	0.2328

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 05/23/24 Time: 15:07
Sample: 2007 2021
Included observations: 15
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001754	0.017917	-0.097916	0.9236
ASEGI	-0.009979	0.137747	-0.072445	0.9434
RESID(-1)	0.324485	0.289279	1.121702	0.2839
R-squared	0.094901	Mean dependent var	3.70E-18	
Adjusted R-squared	-0.055949	S.D. dependent var	0.066879	
S.E. of regression	0.068724	Akaike info criterion	-2.340571	
Sum squared resid	0.056676	Schwarz criterion	-2.198961	
Log likelihood	20.55428	Hannan-Quinn criter.	-2.342079	
F-statistic	0.629108	Durbin-Watson stat	1.977225	
Prob(F-statistic)	0.549765			

الملحق رقم (09): نتائج إختبار الارتباط الذاتي بين البواقي من الدرجة الأولى

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 1 lag

F-statistic	1.258216	Prob. F(1,12)	0.2839
Obs*R-squared	1.423512	Prob. Chi-Square(1)	0.2328

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 05/23/24 Time: 15:07
Sample: 2007 2021
Included observations: 15
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001754	0.017917	-0.097916	0.9236
ASEGI	-0.009979	0.137747	-0.072445	0.9434
RESID(-1)	0.324485	0.289279	1.121702	0.2839
R-squared	0.094901	Mean dependent var	3.70E-18	
Adjusted R-squared	-0.055949	S.D. dependent var	0.066879	
S.E. of regression	0.068724	Akaike info criterion	-2.340571	
Sum squared resid	0.056676	Schwarz criterion	-2.198961	
Log likelihood	20.55428	Hannan-Quinn criter.	-2.342079	
F-statistic	0.629108	Durbin-Watson stat	1.977225	
Prob(F-statistic)	0.549765			

الملحق رقم (10): نتائج إختبار الارتباط الذاتي بين البواقي من الدرجة الثانية

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	1.149747	Prob. F(2,11)	0.3520
Obs*R-squared	2.593514	Prob. Chi-Square(2)	0.2734

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/23/24 Time: 15:16

Sample: 2007 2021

Included observations: 15

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001492	0.017891	-0.083368	0.9351
ASEGI	0.016007	0.139880	0.114437	0.9110
RESID(-1)	0.198587	0.314169	0.632104	0.5402
RESID(-2)	0.326749	0.320810	1.018510	0.3303
R-squared	0.172901	Mean dependent var	3.70E-18	
Adjusted R-squared	-0.052672	S.D. dependent var	0.066879	
S.E. of regression	0.068618	Akaike info criterion	-2.297357	
Sum squared resid	0.051792	Schwarz criterion	-2.108544	
Log likelihood	21.23018	Hannan-Quinn criter.	-2.299369	
F-statistic	0.766498	Durbin-Watson stat	1.940254	
Prob(F-statistic)	0.536270			