

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة حسية بن بوعلی الشلف  
كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم التجارية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه  
الشعبة : علوم تجارية  
التخصص : محاسبة وتدقيق

العنوان

دور الإفصاح المحاسبي في استقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر في ظل تطبيق  
معايير المحاسبة الدولية - دراسة نماذج دولية-

من إعداد

طرايش إبراهيم

المناقشة بتاريخ 2023/01/21 من طرف اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د/ كتوش عاشور
مقررا	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د/ بربري محمد أمين
ممتحنا	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د/ عيادي عبد القادر
ممتحنا	جامعة تيسمسيلت	أستاذ	أ.د/ صلاح محمد
ممتحنا	جامعة الشلف	أستاذ محاضر	د/ صافو فتيحة
ممتحنا	جامعة البويرة	أستاذ	أ.د/ ضيف أحمد

السنة الجامعية  
2023-2022

# شكر وتقدير

الحمد لله الذي وفقني ومكنني من إتمام هذه المذكرة فالحمد لله أوله وآخره كما

أقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المشرف الأستاذ الدكتور محمد أمين بوري على

إشرافه هذا البحث وعلى توجيهاته القيمة ونصائحه الرشيدة

وإلى كل من ساعدني في إتمام هذه المذكرة

كما أقدم بأسمى معاني الشكر والعرفان إلى كل أعضاء لجنة المناقشة الموقرة

على قبولها مناقشة موضوع المذكرة، وحضورها للمشاركة في إثراء جوانبه.

# إهداء

إلى اللذين كانا سببا في وجودي

"والدي الكريمين"

اللذان وعماني في مسيرتي الدراسية والعملية

إلى اخوتي وأخواتي وزوجتي وابنتي سما لين

وجميع أهلي وأقابي إلى الأصدقاء والأحباب

أهدي لهم جميعا حصاد جهدي وثمره عملي.

### الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهمية الإفصاح المحاسبي وفق المرجع المحاسبي الدولي في جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال التعرف على كيفية مساهمة المعلومات المحاسبية المتضمنة في القوائم والتقارير في اتخاذ قرار الاستثمار، وتم تطبيق الدراسة على دولة الإمارات نظراً لتوفرها على سوق ناشئة وطامحة للوصول إلى مصاف الأسواق المتقدمة من خلال تبني المعايير والاجراءات الدولية الحديثة. كما تهدف الدراسة إلى التعرف على واقع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الجزائر واسقاط متطلبات الإفصاح الدولية الضرورية لاستقطاب هذا النوع من الاستثمار على الإفصاح وفق النظام المحاسبي المالي الجزائري.

وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر تتركز في أسواق الأوراق المالية المتقدمة والناشئة الأكثر تقدماً ويرجع ذلك إلى توفر التشريعات والأنظمة التي تحمي حقوق المستثمرين وتتيح لهم حرية أكثر في التحكم بأموالهم. ومن بين النتائج أن دولة الإمارات توفر مناخ استثماري ممتاز لاستقطاب هذا النوع من الاستثمار، مع وجود إفصاح محاسبي يتوافق مع معايير الجودة العالمية، حيث يعمل الإفصاح المحاسبي على الاستقرار النسبي لأسعار الأوراق المالية عند مستوياتها العادلة، وهذا ما يعطي فرصة للمستثمرين الأجانب لتحقيق عوائد وأرباح مقابل تحمل مخاطر أقل. كما أظهرت النتائج أن مناخ الاستثمار في الجزائر غير مهيئ لاستقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وهذا يشمل أيضاً الإفصاح وفق النظام المحاسبي المالي رغم أنه يتوافق مع معايير المرجع المحاسبي الدولي في الكثير من التفاصيل إلا أنه يحتاج إلى تحديثات واجراءات إضافية تمكنه من الارتقاء إلى مستوى الإفصاح في الدول المستقطبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر.

**الكلمات المفتاحية:** الاستثمار الأجنبي غير المباشر، سوق الأوراق المالية، الإفصاح المحاسبي، المرجع

المحاسبي الدولي.

**Summary of the study:**

This research aims to highlight the importance of accounting disclosure in accordance with the international accounting standards IAS/IFRS in attracting FII flows to the stock market, by identifying how accounting information contained in the financial reports contributes to the foreign investor decision making of investing in stock market.

The study was applied to the UAE emerging market, this market was selected because it follows international standards and procedures. The study also aims to identify the reality of FII in Algeria and to make an approach between the requirements of international disclosure to attract this type of investment and the Algerian disclosure system.

The research reveals several results, first important result is that FII flows were concentrated in the advanced developed and emerging stock markets, due to the availability of legislation and regulations that protected investors' rights and allowed them freedom to control their funds. Among the results is that the UAE provides an excellent investment climate to attract this type of Investment, It is interspersed with an accounting information disclosure system that complies with global quality standards and achieves the stock market efficiency, which works to relatively stabilize the prices of securities at fair levels, gives foreign investors an opportunity to achieve returns and profits in exchange for lower risk, which is preferred by the foreign investor. The results also showed that the investment climate in Algeria is not conducive to attracting FII, which also includes disclosure in accordance with the financial accounting system, although it complies with international accounting standards in many terms, but needs additional updates and measures to enable it to rise to the level of countries which attract FII.

**Keywords:** Indirect Foreign Investment, Stock Markets, Accounting disclosure, International Accounting Standards (IAS/IFRS)

الصفحة	العنوان
II	كلمة شكر وتقدير
III	الإهداء
V	ملخص الدراسة
VIII - VI	فهرس المحتويات
IX	قائمة الجداول
X	قائمة الأشكال
XII - XI	قائمة الاختصارات
XIII	قائمة الملاحق
أ-ح	مقدمة عامة
	الفصل الأول: الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية
03	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
08	المطلب الثاني: تنظيم وتصنيف أسواق الأوراق المالية
19	المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية
25	المبحث الثاني: : أساسيات حول الاستثمار الأجنبي غير المباشر
25	المطلب الأول: الإطار العام للاستثمار الأجنبي غير المباشر
33	المطلب الثاني: قنوات ومخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر
42	المطلب الثالث: واقع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأسواق المالية العالمية
50	المبحث الثالث: : فلسفة ومتطلبات جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر
50	المطلب الأول: فلسفة الاستثمار الأجنبي غير المباشر
56	المطلب الثاني: متطلبات الاستثمار الأجنبي غير المباشر المتعلقة باقتصاد البلد المضيف
60	المطلب الثالث: متطلبات هيكلية لسوق الأوراق المالية ومتغيرات الاقتصاد الدولية
68	خلاصة الفصل الأول
	الفصل الثاني: الإفصاح المحاسبي في أسواق الأوراق المالية وفق المرجع المحاسبي الدولي
70	تمهيد
71	المبحث الأول: مدخل إلى الإفصاح المحاسبي
71	المطلب الأول: مفهوم وأهمية الإفصاح المحاسبي

77	المطلب الثاني: أنواع الإفصاح المحاسبي
84	المطلب الثالث: مقومات الإفصاح والعوامل المؤثرة فيه
91	المبحث الثاني: الإفصاح المحاسبي ضمن القوائم والتقارير المالية وفق المرجع المحاسبي الدولي
91	المطلب الأول: ماهية التقارير والقوائم المالية
98	المطلب الثاني: الإفصاح ضمن القوائم المالية الرئيسية والملاحق، تقرير الإدارة ومدقق الحسابات
108	المطلب الثالث: الإفصاح ضمن التقارير المالية الخاصة بالشركات المقيدة في أسواق الأوراق المالية
116	المبحث الثالث: متطلبات الإفصاح ضمن أسواق الأوراق المالية الدولية
116	المطلب الأول: طرق الإفصاح المالي والمحاسبي الدولي
123	المطلب الثاني: الإفصاح في إطار حوكمة الشركات
129	المطلب الثالث: الإفصاح الإلكتروني لزيادة المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية
135	خلاصة الفصل الثاني
	الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-
137	تمهيد
138	المبحث الأول: دور الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في جذب المستثمر الأجنبي لسوق الأوراق المالية
138	المطلب الأول: دالة المعلومات واتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية
146	المطلب الثاني: خصائص المعلومات المحاسبية اللازمة لسوق الأوراق المالية
156	المطلب الثالث: أهمية الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في تعزيز ثقة المستثمر الأجنبي بسوق الأوراق المالية
163	المبحث الثاني: نموذج دولة الإمارات في تطوير نظام الإفصاح لاستقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر
163	المطلب الأول: تنظيم الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الإمارات
177	المطلب الثاني: فعالية الإفصاح المحاسبي في جذب الاستثمار الأجنبي إلى سوق الأوراق المالي في الإمارات
188	المطلب الثالث: الإجراءات والقوانين المطبقة لدعم الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية الإماراتي
193	المبحث الثالث: سبل تعزيز الإفصاح المحاسبي وفق المتطلبات الدولية لاستقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الجزائر
193	المطلب الأول: واقع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الجزائر

205	المطلب الثاني: الإفصاح المحاسبي وفق النظام المحاسبي المالي
212	المطلب الثالث: مقترح في شأن اصلاح النظام المحاسبي المالي كدعامة لاستقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر
223	خلاصة الفصل الثالث
231-226	خاتمة عامة
244-233	قائمة المراجع
238-234	الملاحق



قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
15	قائمة أسواق الأوراق المالية المتطورة حسب الدول 2020	1-1
17	قائمة الأسواق المالية الناشئة الأكثر تقدماً 2020	2-1
24	أشكال السوق الكفاء	3-1
31	الفرق بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر	4-1
43	تطور صافي تدفق الاستثمار الأجنبي للدول المتقدمة (2007-2020)	5-1
46	تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي للدول النامية والأسواق الناشئة (2007-2020)	6-1
49-48	التوزيع الجغرافي لتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الدول النامية والأسواق الناشئة (2007-2020)	7-1
120	بعض النسب المالية المتضمنة في التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية	1-2
123	متطلبات الإفصاح والشفافية في الأسواق المالية العالمية في ظل حوكمة الشركات	2-2
165-164	ترتيب دولة الإمارات في تقارير ممارسة أنشطة الأعمال خلال الفترة (2010-2019)	1-3
166	ترتيب دولة الإمارات في تقارير التنافسية العالمية خلال الفترة (2010-2019)	2-3
167	ترتيب دولة الإمارات في مؤشر الحرية الاقتصادية خلال الفترة (2010-2019)	3-3
172	نسب حدود ملكية المستثمرين الأجانب لبعض الشركات في سوق الأوراق المالية الإمارات	4-3
174	تطور نسبة مساهمة الأجانب في سوق التداول الإماراتية (2007-2020)	5-3
177	تطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر من وإلى الإمارات خلال الفترة (2010-2020)	6-3
182-180	متطلبات الإفصاح في القوائم المالية وفق هيئة سوق الأوراق المالية والسلع	7-3
186	مضاعف التسعير إلى القيمة الدفترية في سوق الأوراق المالية الإمارات (2010-2019)	8-3
187	مضاعف التسعير إلى العائد في سوق الأوراق المالية الإمارات (2010-2019)	9-3
196	نسب حدود ملكية المستثمرين الأجانب للشركات المدرجة في سوق القيم المنقولة الجزائر 2020	10-3
197	تطور معدلات التضخم خلال الفترة (2007-2018)	11-3
200	تطور حجم الودائع والقروض في الجزائر من (2013-2018)	12-3
218-217	المعايير الجزائرية للتدقيق	13-3

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
6	أنواع سوق الأوراق المالية	1-1
45	تطور صافي الاستثمار الأجنبي في الدول المتقدمة (2007-2020)	2-1
48	تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي للدول النامية والأسواق الناشئة (2007-2020)	3-1
149	معايير تحقق جودة التقارير المالية	1-3
150	الخصائص النوعية الواجب توفرها في المعلومات المحاسبية	2-3
159	العلاقة بين جودة الإفصاح وعدم تماثل المعلومات	3-3
170	نسب التداول في سوق الأوراق المالية الإماراتية حسب الجنسية سنة 2019	4-3

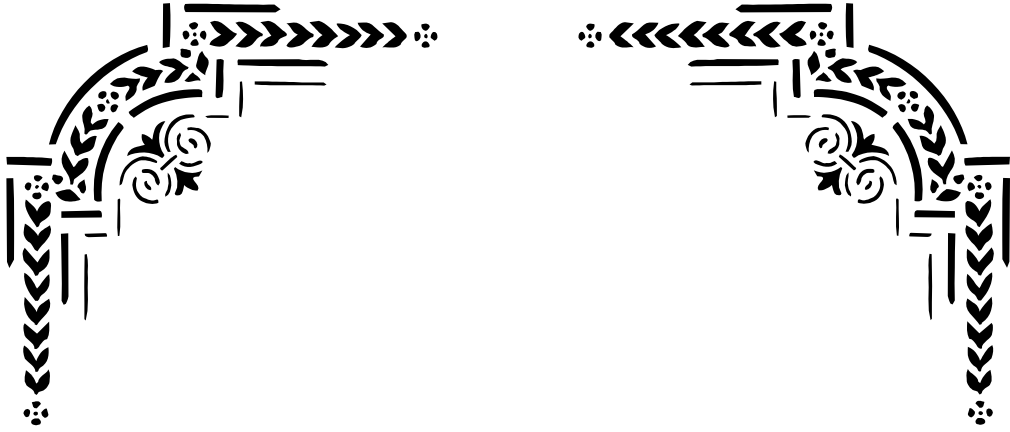
## قائمة الاختصارات

Definition	Code	الدلالة
Association of Chartered Certified Accountants	ACCA	جمعية المحاسبين القانونيين المعتمدين
Association of International Certified Professional Accountants	AICPA	الجمعية الأمريكية للمحاسبين القانونيين
Accounting Principles Board	APB	مجلس مبادئ المحاسبة
Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse	COSOB	لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
Financial Accounting Foundation	FAF	مؤسسة المحاسبة المالية
Financial Accounting Standards Board	FASB	مجلس معايير المحاسبة المالية
Gross Domestic Product	GDP	الناتج المحلي الاجمالي
Hypertext Markup Language	HTML	لغة ترميز النص الفائق
International Accounting Standards	IAS	معايير المحاسبة الدولية
International Accounting Standards Board	IASB	مجلس معايير المحاسبة الدولية
Inter-Agency Standing Committee	IASC	اللجنة الدائمة المشتركة بين الوكالات
Impôt sur les Bénéfices des Sociétés	IBS	الضريبة على أرباح الشركات
International Federation of Accountants	IFAC	الاتحاد الدولي للمحاسبين
International Finance Corporation	IFC	مؤسسة التمويل الدولية
International Financial Reporting Standards	IFRS	معايير الابلاغ المالي الدولية
International Monetary Fund	IMF	صندوق النقد الدولي
Les Intermédiaires en Opérations de Bourse	IOB	وسطاء عمليات البورصة
Impôt sur le Revenu Global	IRG	الضريبة على الدخل الاجمالي
Morgan Stanley Capital International	MSCI	الشركة المالية العالمية مورغن وستانلي
Organisation for Economic Co-operation and Development	OECD	منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
Foreign Indirect Inversement	FII	الاستثمار الأجنبي غير المباشر
Systeme Comptable Financier	SCF	النظام المحاسبي المالي

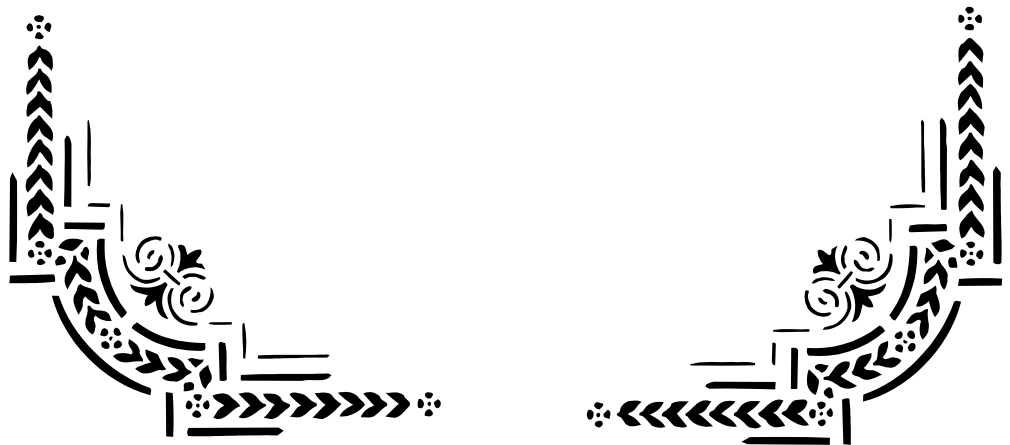
U.S. Securities and Exchange Commission	SEC	لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية
La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières	SGBV	شركة تسيير بورصة القيم المنقولة
United Nations Conference on Trade and Development	UNCTAD	مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية
eXtensible Business Reporting Language	XBRL	لغة تقارير الأعمال الموسعة
Extensible Markup Language	XML	لغة الترميز الموسعة
IAS & IFRS	المرجع المحاسبي الدولي	معايير المحاسبة الدولية ومعايير الإبلاغ المالي الدولية

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
1	الهيكل التنظيمي لهيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات	234
2	تطور أداء سوق الأوراق المالية بالإمارات 2007-2020	235
3	تطور أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر من 2007-2020	236
4	ملخص قرار مجلس إدارة هيئة سوق الأوراق المالية والسلع رقم (03/ر.م) لسنة 2020م بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة	237



# مقدمة عامة



شهدت الأسواق المالية تطوراً كبيراً على جميع الأصعدة والمستويات خصوصاً في العقود الأخيرة، حيث أصبحت الوجه الحقيقي لاقتصاد أي دولة، ولذلك قام مهندسو النظام المالي في الدول المتقدمة باستخدامها لتوفير التمويل اللازم للشركات الكبرى والدول بشكل عام، وصارت تمثل ملاذاً مميّزاً للمستثمرين الذين تسيطر عليهم الرغبة في الاستثمار وتحقيق الأرباح. وارتبط تطور أسواق الأوراق المالية في معظم الدول بكثرة شركات المساهمة التي تعددت وتنوعت أحجامها ومجالات نشاطها، والانتشار الواسع للشركات متعددة الجنسيات عبر مختلف أقطار العالم مما ساعد على تنوع وكثرة الأوراق المالية المطروحة للتداول في السوق، الأمر الذي ترتب عنه استقطاب أكبر عدد من المتعاملين، إذ يوفر فرص أكثر أمام أصحاب الفوائض المالية لاختيار أفضل توظيف لأموالهم.

وبظهور العولمة المالية التي تهدف إلى تحرير المعاملات المالية بين الدول وإزالة جميع العقبات والصعوبات من ذلك حرية انتقال رؤوس الأموال، تحرير العملة وأسعار الفائدة، وكذا الثورة التكنولوجية الهائلة في مجال الإعلام والاتصال، أدت إلى اتجاه الكثير من الدول لربط أسواقها بأسواق الأوراق المالية الدولية، ومنه زيادة التدفقات الرأسمالية الأجنبية إلى العديد من الدول بما في ذلك الدول النامية والعربية. ومن بين التدفقات الرأسمالية، التدفقات في شكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى أسواق الأوراق المالية نتيجة التحرر المالي، والذي أصبح من بين أهم مصادر التمويل للشركات في مختلف دول العالم، ومصدر لتحقيق الأرباح من طرف المستثمر الأجنبي، والذي يمكنه التحرر الدولي من تنوع محفظته الاستثمارية بمختلف الأوراق المالية من مختلف الاقتصادات.

وصاحب التطور في الأسواق المالية وتفرع الشركات متعددة الجنسيات، تطور في مجال الإفصاح المحاسبي الذي كان يقتصر على أنظمة إفصاح محلية تختلف من دولة إلى أخرى، ما دعت الحاجة إلى توحيد الممارسات المحاسبية تحت إطار دولي موحد، وبعد صدور عدة دراسات واقتراحات من طرف الجمعيات المحاسبية والمؤسسات المالية المعروفة دولياً، تم الاتفاق على تأسيس مجلس معايير المحاسبة الدولي لحل قضايا المحاسبة العالقة على المستوى الدولي، أين تم إنشاء سلسلة معايير محاسبة دولية تم اعتمادها مباشرة من طرف الشركات أو إنشاء نظام محاسبي مالي محلي يتوافق مع معايير المحاسبة الدولية ومعايير الإبلاغ المالي الدولي المتعارف عليها. هذا ما يسهل على المستثمرين في أسواق الأوراق المالية خارج مناطقهم الجغرافية من فهم المعلومات المتضمنة في قوائم وتقارير الشركات من أجل اتخاذ قرار الاستثمار.

ولإبراز دور الإفصاح وفق المرجع المحاسبي الدولي في مجال الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ونظراً لأهمية البحث الاقتصادية قمنا بصياغة الاشكالية التالية:

## 1-اشكالية الدراسة:

كيف يساهم الإفصاح عن المعلومات المالية والمحاسبية وفق المرجع المحاسبي الدولي في جذب تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر لسوق الأوراق المالية؟

وتندرج تحت الإشكالية الرئيسية الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي أسواق الأوراق المالية التي تتركز فيها تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية غير المباشرة؟
  - على أي أساس يتخذ المستثمر الأجنبي قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية؟
  - فيما تتمثل طبيعة الإفصاح في الدول المفتوحة على الاستثمار الأجنبي غير المباشر؟
  - كيف يؤثر الإفصاح عن المعلومات المالية والمحاسبية وفق المرجع المحاسبي الدولي على قرار المستثمر الأجنبي في سوق الأوراق المالية؟
  - هل تمتلك الدول العربية كدولة الإمارات والجزائر مقومات استقطاب تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر؟ وهل للإفصاح المحاسبي في هاتين الدولتين دور في جذب المستثمرين الأجانب لسوق الأوراق المالية؟
- 2-فرضيات الدراسة:** قصد التمكن من الإجابة على الاشكالية والأسئلة المطروحة، قمنا بتحديد نطاق الإجابة عليها من خلال الفرضيات التالية:

**-الفرضية الأولى:** تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر تتدفق إلى أسواق الدول النامية التي بها شركات حديثة النشأة، تحقق نسب نمو كبيرة في قيمتها السوقية وتمكنهم من تحقيق أهدافهم الاستثمارية.

**-الفرضية الثانية:** يتخذ المستثمر الأجنبي قراره بناء على المعلومات المالية والمحاسبية المتوفرة من طرف الشركة والمصادر الاعلامية المختلفة.

**-الفرضية الثالثة:** تظهر أهمية الإفصاح وفق المرجع المحاسبي الدولي ضمن القوائم والتقارير المالية بشكل عام معلومات عن الوضعية المالية للشركة تساعد في اتخاذ قرار الاستثمار.

**-الفرضية الرابعة:** كلا البلدين الإمارات والجزائر يمتلكان مقومات استقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر، نظرا لامتلاكهما سوق أوراق مالية منظم والذي يعتبر المصدر الرئيسي لتدفقات الأموال الأجنبية لهذا النوع من الاستثمار، ويصاحب ذلك توافق الافصاح المحاسبي في كلا البلدين مع المرجع المحاسبي الدولي.

**3- أهمية الدراسة:** تنبع أهمية الدراسة من الدور الذي يؤديه الاستثمار الأجنبي وسوق الأوراق المالية في دعم اقتصاد البلد المضيف والشركات المحلية، حيث تسعى مختلف الدول إلى تدارك المشاكل والعراقيل التي تدفع المستثمرين إلى البحث عن أسواق أخرى للاستثمار. كما تبرز أهمية الدراسة من أهمية القرارات المتخذة في سوق الأوراق المالية، ودور الإفصاح عن المعلومات المالية والمحاسبية في القوائم والتقارير المالية في ضوء المرجع المحاسبي الدولي في اتخاذ قرار الاستثمار، حيث يعد توفير افصاح محاسبي تدعمه القوانين والتشريعات المحلية والدولية مطلباً هاماً من أجل اضعاف العدالة والشفافية للاستفادة من الاستثمارات الأجنبية.



#### 4-أهداف الدراسة: نهدف من خلال هذا البحث إلى:

- تحديد العوامل المؤثرة في مستوى تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر
- كيفية انتقال رؤوس الأموال الأجنبية بين أسواق الأوراق المالية
- معرفة متطلبات الإفصاح الضرورية وفق المرجع المحاسبي الدولي في الدول التي تستقطب تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر.
- أهمية الإفصاح عن المعلومات المالية والمحاسبية في تعزيز ثقة المستثمر الأجنبي بسوق الأوراق المالية للدولة المضيفة.
- عرض نموذج متكامل متمثل في مناخ الاستثمار لدولة تستقطب تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، والتعرف على بنود الإفصاح المطبقة فيها ومدى مطابقتها للقوانين واللوائح الدولية في مجال الإفصاح المحاسبي.
- التعرف على واقع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الجزائر، واسقاط متطلبات الإفصاح الدولية لاستقطاب تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على الإفصاح وفق النظام المحاسبي المالي في الجزائر مع تقديم مقترح لسد النقص الموجودة في النظام.

- 5-المنهج المتبع وأدواته: قصد الإحاطة بمختلف جوانب الدراسة والاجابة عن اشكالية البحث، تم استخدام المنهج الاستنباطي باستخدام أداة الوصف في الجانب النظري للموضوع، والمنهج التحليلي في الجانب التطبيقي، واستعملنا أدوات المسح المكتبي، من كتب ورسائل جامعية وملتقيات ومجلات ومواقع الكترونية.
- 6-حدود الدراسة: تتمثل الحدود الموضوعية والمكانية في مساهمة الإفصاح المحاسبي في جذب تدفقات الاستثمار الأجنبي للدول التي تمتلك سوق أوراق مالية، وتم تخصيص الدراسة على دولة الإمارات كنموذج واسقاط هذه الدراسة على بيئة الاستثمار والإفصاح الجزائرية. أما الحدود الزمنية على حسب البيانات المتوفرة من سنة 2007 إلى سنة 2020.

#### 7-صعوبات الدراسة: واجهت دراستنا بعض الصعوبات، ويمكن أن نذكر منها

- صعوبة الحصول على بيانات الاستثمار الأجنبي غير المباشر وقلة التشريعات المتعلقة به في الدول التي تتوفر على أسواق الأوراق المالية.

#### 8-الدراسات السابقة: هناك العديد من الدراسات السابقة التي عاجلت اشكاليات لها علاقة بجوانب

مختلفة من موضوعنا، ويمكن ذكر البعض منها في ما يلي:

#### 8-1-الدراسات العربية: نذكر أهم الدراسات السابقة العربية المتعلقة بموضوعنا فيما يلي:

- دراسة طارق الحاج، 2004 أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على ربحية الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، المجلد 18، العدد 01، فلسطين.

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على ربحية الشركات المساهمة العامة

الفلسطينية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتم توزيع 7 استبيانات على جميع مدراء شركات الوساطة المالية، بواقع استمارة لكل شركة و 24 استبانة على جميع مدراء الشركات المدرجة، وأظهرت الدراسة أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر لا يؤثر على ربحية الشركات، إذ تقاس الربحية عن طريق النسب التي لها علاقة بالدخل الصافي للشركات، الذي يتحكم بحجم المبيعات وخدمة ما بعد البيع وغير ذلك من العوامل. إذ أن الزيادة بهذه العوامل يؤدي إلى الزيادة في الربح الصافي للشركات، والمستثمر الأجنبي يصل على حصته من هذا الربح دون أن يؤثر به.

-دراسة أمية طلبة، 2008-2009 بعنوان: أثر الإفصاح المالي والمحاسبي على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة بعض الشركات المدرجة في البورصة-، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة منتوري.

تهدف الدراسة إلى مقارنة الإفصاح المالي والمحاسبي لمجموعة من الشركات ودرجة تأثيره على القيمة السوقية للأسهم في سوق الأوراق المالية بالإمارات والجزائر، ومن خلال الدراسة تم التوصل إلى أن سوق الأوراق في الإمارات رغم أنه حديث النشأة إلا أنه على درجة عالية من الالتزام بقواعد الإفصاح خاصة الدولية منها والتي تملئها على الشركات المسجلة بها، وبالمقابل كانت قواعد الإفصاح عامة ووفق المعايير الدولية على مستوى الشركات المسجلة في بورصة الجزائر غائبة تقريبا باستثناء قائمتين فقط. أما المعلومات المالية والمحاسبية فيؤثران على أسعار الأسهم العادية في كلا السوقين، من خلال استخدام متغيرين (الإفصاح عن ربحية السهم الواحد ونصيب السهم الواحد) وذلك بعد انعقاد الجلسة الأولى التي تلي الجمعية العمومية بالنسبة لبورصة الجزائر.

-دراسة عبد الرزاق حسين وعامر كاظم، 2009 بعنوان قياس أثر الاستثمار غير المباشر على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في البلدان النامية (الهند دراسة حالة)، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 18، العراق.

هدفت الدراسة إلى بيان المشاكل التي تواجهه الموارد اللازمة لتمويل الاستثمار في معظم البلدان النامية والتي تعاني من انخفاض في متوسط دخل الفرد وانخفاض معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي مقارنة مع الدول المتقدمة، والتي تؤدي إلى التسبب في نقص في الأموال اللازمة لتمويل التنمية، لذلك اتجهت نحو سوق التمويل الدولي من خلال الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة لسد الفجوة بين الادخار والاستثمار المحليين، وأظهرت الدراسة وجود علاقة طردية بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر والعديد من المتغيرات الاقتصادية في الهند، مثل الناتج المحلي الإجمالي، والمعروض النقدي، والادخار، ومستوى الأسعار والاستهلاك، وأوصت الدراسة على العمل على تشجيع الاستثمار طويل الأجل في الأوراق المالية، عن طريق منح المستثمرين حوافز معينة، كحوافز ضريبية لمن يحتفظ بالأسهم لمدة معينة ومنح أسهم مجانية.

-دراسة محمد أحمد، 2011 بعنوان آثار الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية على مستقبل الاستثمار المحلي-دراسة تحليلية لبعض الدول الخليجية 1992-2010-، مجلة بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 26، العراق.

هدفت الدراسة إلى التركيز على تحليل الاستثمار الأجنبي غير المباشر وتأثيره على الاستثمار المحلي تحت ظواهر العولمة في كل جوانبه مع تطور وسائل الاتصال التي جعل التقارب في الأفكار أسهل بكثير، وأصبحت المزيد من الاستثمارات بدون جنسية نظرا للتجارة الدولية وسياسة التحرير. ذلك وبدأت دول الخليج العربية خصيصا العمل بجد في محاولة لجذب الاستثمارات الأجنبية عموما والاستثمار الأجنبي المباشر خصيصا، من خلال استبعاد القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال ومنح حوافز كبيرة لجذب المستثمرين، وكانت المحصلة تحسن مناخ الاستثمار، والذي أثر على نمو الاقتصاد مباشرة، والحرية الاقتصادية وتبسيط الإجراءات، وتوافر الأسواق المالية، ومستوى عال من التعليم والتدريب، فضلا عن انخفاض مؤشر الفساد، هذه العوامل المذكورة أعلاه أدت الى زيادة كبيرة في مساهمة الاستثمار في النمو الاقتصادي وبالتالي فإن الاستثمارات الاجنبية أصبحت أكثر أهمية لتحليل التوجهات السياسية في الداخل، والتركيز على الدور الذي يمكن أن تلعبه في عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي.

**-دراسة مفتاح صالح، بوعبد الله علي، 2013 واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 01، العدد 14، الجزائر**

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح أهم محددات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية، وواقعه في أسواق الأوراق المالية العربية باختلاف سياساتها اتجاه هذا الاستثمار، واستخلصت الدراسة إلى أن معوقات الاستثمار الأجنبي في اسواق الأوراق المالية العربية تتمثل في قلة الأوراق المالية وعدم تنوعها، السماح للأجانب بالتداول في عدد قليل من الشركات، اضافة للقوانين المقيدة لهذا الاستثمار، وعدم التزام الشركات بمعايير الإفصاح ووجود بعض المضاربات الضارة، انعكس سلبا على تطور ونمو الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأسواق العربية.

**-دراسة العايب فوزية، 2016-2017 بعنوان: أثر محددات الإفصاح المحاسبي والمالي على نوعية المعلومات الواردة في التقارير السنوية -دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية-**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، جامعة قسنطينة 2 عبد الحميد مهري.

تهدف الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة في مستوى الإفصاح المحاسبي والمالي ضمن البيئات الاقتصادية على المستوى الدولي ومحاولة اسقاط هذه العوامل على بيئة الأعمال الجزائرية، ومن أهم نتائج الدراسة أن مستوى الإفصاح في الشركات الجزائرية ليس بالشكل المطلوب مقارنة ببيئة الأعمال الدولية، ويعود سبب ذلك إلى عزوف الشركات على الإفصاح نظرا لطبيعة الاقتصاد (الاعتماد على المحروقات) والنسيج الاقتصادي الجزائري، اضافة إلى نمط التمويل التي تعتمد عليه الشركات الجزائرية، فهذه العوامل توقف مسار الاهتمام بعنصر الإفصاح وتنشيط سوق الأوراق المالي.

-دراسة براهيم علي عباس، 2017 بعنوان: أهمية المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية كأساس لخدمة قرارات الاستثمار في الأوراق المالية -دراسة ميدانية في سوق الأوراق المالية بالجزائر-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة المدية.

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في توضيح مدى تأثير المعلومات المالية والمحاسبية سواء الواردة بالتقارير المالية أو النسب المالية المشتقة منها، وبقية المعلومات الكمية وغير الكمية بشكل عام على قرار الاستثمار في الأوراق المالية، ومن أهم ما نتج عن الدراسة أن الإفصاح المحاسبي يزيد ثقة المستثمرين في السوق، ومن سمات السوق الكفاء أن تعكس وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية، تدفق المعلومات من مصادر مختلفة غير ما توفره التقارير المالية من معلومات يعتبر أمرا لازما لاكتمال قاعدة بيانات المعلومات.

-دراسة ابراهيم السيد الجندي، 2018 بعنوان: دور الإفصاح الاختياري في جذب الاستثمار بهدف تنشيط أسواق المال الناشئة مع دراسة ميدانية، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد 01، العدد 19.

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم دور الإفصاح الاختياري في رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية الناشئة من خلال دراسة ما يحتاجه المستثمرين وفقا لمتطلبات الإفصاح في المرجع المحاسبي الدولي IAS/IFRS، واستخلصت الدراسة إلى أن التوسع في الإفصاح وفق المرجع المحاسبي الدولي يعد أحد الآليات اللازمة لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وتحقيق كفاءة السوق.

8-2- الدراسات الأجنبية: نذكر أهم الدراسات السابقة باللغات الأجنبية التي تطرقت لبعض جوانب

الدراسة:

-دراسة ( Nicola Brin and Wilma Viviers ) 2003 بعنوان:

**Obstacles in attracting increased portfolio investment into southern africa, Development Southern Africa, V20, N02.**

تهدف الدراسة إلى معرفة معوقات استقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى دول جنوب القارة الأفريقية، حيث استنتجت الدراسة أنه رغم توافر عدة مقومات اقتصادية لجذب الاستثمار الأجنبي إلا أن ضعف الإفصاح عن المعلومات الاقتصادية والمعلومات القطاعية والمعلومات عن الشركات المدرجة في أسواقها المالية يقف عقبة أمام هذا النوع من الاستثمار.

-دراسة برسانا (N. Prasanna) 2010 بعنوان:

**Direct and Indirect Impact of Foreign Direct Investment on Domestic Investment in India**

هدفت هذه الدراسة إلى اظهار دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تطور الاستثمار المحلي في البلد المضيف، وأظهرت الدراسات التجريبية أن سبب الزيادة في الاستثمار المحلي هي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ثم تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وأثبتت الدراسة أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يؤثر ايجابا

على الاستثمار المحلي في الهند.

–دراسة (Onuorah, Anastasia Chi-chi and Akujuobi, Linus Eze) 2013 بعنوان:

**Impact of Macroeconomic Indicators on the Performance of Foreign Portfolio Investment in Nigiria, European Journal of Business and Management, Vol.5, N02.**

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة في الاقتصاد النيجيري على تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، واستخلصت الدراسة إلى أن سعر الفائدة، معدل التضخم وسعر الصرف لهم تأثير مباشر على تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ووجود دليل قوي على ارتباط الاستثمار الأجنبي غير المباشر عكسيا مع الناتج المحلي في الأجل الطويل في الاقتصاد النيجيري في اطار القوانين المعمول بها.

–دراسة (Shereen Mostafa Sobhy Bacheer) 2013 بعنوان:

**The Effect of Foreign portfolio Investment on Real Economic Growth in Egypt, Thesis submitted in Fulfillment for requirement of PHD in Economics, Cairo University, Egypt.**

تهدف الدراسة إلى اثبات وجود أثر للاستثمار الأجنبي غير المباشر على النمو الاقتصادي في دولة مصر من عدمه، وما هي المخاطر المحتملة التي يمكن أن يسببها، وخلصت الدراسة إلى أن تدفقات الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية المصرية لم ترتقي إلى المستوى الذي يمكن أن يؤثر بالشكل الكبير على نمو الاقتصاد وهذا لوجود قوانين وسياسات تحد من امكانية دخوله بالشكل المطلوب، ولتفعيل دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الهيئات في الدولة تغيير القوانين المتعلقة بحرية الاستثمار، وتطوير الإفصاح والشفافية لتمكين الأجانب للدخول إلى السوق المالي المصري.

–دراسة (Matthew Olubayo, Daniel Petrus and Merwe Oberholwer) 2020 بعنوان:

**The effect of adoption of International Financial Reporting Standars on foreign portfolio investement in Africa, South Africa Journal of Accounting Research, Vol36, N01.**

يهدف البحث إلى دراسة أثر تبني معايير IFRS على تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، اجريت الدراسة على مجموعة من الدول الإفريقية حديثة تبني معايير الابلاغ المالي الدولية، وذلك بمقارنة واقع تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر قبل وبعد التبني، وأثبتت الدراسة أن تبني معايير IFRS لها دور ايجابي في جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر، إلا أن الأثر السلبي لمستوى الفساد في بعض الدول يعتبر عقبة حتى يؤثر تبني معايير الابلاغ المالية ايجابيا على تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

**8- مميزات الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:** تتفرد دراستنا بعدة معطيات تجمع مختلف

الدراسات في مجال الاستثمار والمحاسبة، ويمكن تحديد نقاط التميز فيما يلي:

–دراستنا جمعت العلاقة بين ثلاثة متغيرات تتمثل في استقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر، كفاءة سوق الأوراق المالية، الإفصاح المحاسبي وفق المرجع المحاسبي الدولي، بحيث لم يسبق أن جمعت دراسة هذه المتغيرات مع

بعضها.

-تتعلق دراستنا بتحديد مختلف العوامل المؤثرة على تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر انطلاقاً من الدراسات السابقة وتجارب الدول الرائدة في هذا المجال.

-دراستنا تبين كيف يساهم الإفصاح المحاسبي في استقطاب تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في سوق الأوراق المالية بشكل أكثر تفصيلاً، حيث تدرس نوعية المعلومات المطلوب الإفصاح عنها لتحقيق كفاءة السوق وعدالة الأسعار حتى تسهم في قرارات بيع وشراء المستثمرين الأجانب والذين يمثلون المولد الرئيسي لتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

-تتمحور الدراسة حول الإفصاح في الدول المستقطبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر وأهمية الهيئات الدولية في تنظيم وتدعيم جدوة الإفصاح، ومن ثم اسقاطها على بيئة الإفصاح المحاسبي في الجزائر.

## 9- هيكل الدراسة: تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول تتمثل فيما يلي:

### الفصل الأول: الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية

من خلال الفصل سنتعمق في جوانب وتفاصيل الاستثمار الأجنبي غير المباشر، حيث تم تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول تطرقنا فيه إلى الاطار العام لأسواق الأوراق المالية، المبحث الثاني نتعرف فيه على أساسيات حول الاستثمار الأجنبي غير المباشر، أما المبحث الثالث نحدد فيه فلسفة ومتطلبات الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

### الفصل الثاني: الإفصاح المحاسبي في أسواق الأوراق المالية وفق المرجع المحاسبي الدولي

يحتوي هذا الفصل على ثلاثة مباحث، حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى الإطار المفاهيمي للإفصاح المحاسبي، أما المبحث الثاني نذكر بنود الإفصاح المحاسبي التي جاء بها المرجع المحاسبي الدولي IAS/IFRS، وفي المبحث الثالث والأخير نستعرض متطلبات الإفصاح ضمن أسواق الأوراق المالية الدولية.

### الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية

المتحدة-

يوضح هذا الفصل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي والاستثمار الأجنبي غير المباشر، ويتشكل من ثلاث مباحث، تطرقنا في المبحث الأول إلى دور الإفصاح عن المعلومات المالية والمحاسبية في جذب المستثمر الأجنبي لسوق الأوراق المالية، وفي المبحث الثاني نستعرض تجربة الإمارات في تطوير الإفصاح المحاسبي لاستقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر، أما المبحث الثالث سبل تعزيز الإفصاح المحاسبي وفق المتطلبات الدولية لاستقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الجزائر.

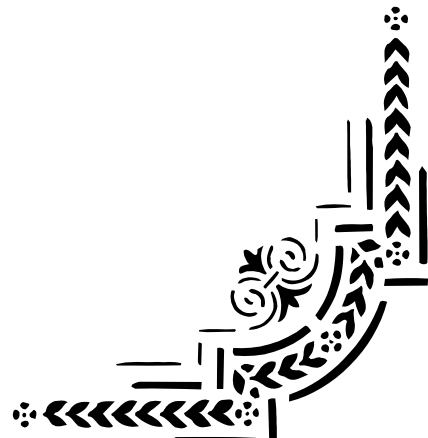
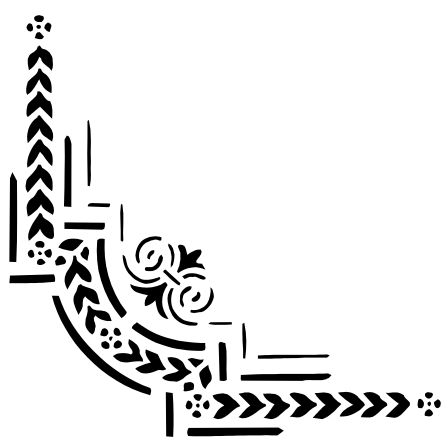


# الفصل الأول:

الاستثمار الأجنبي غير

المباشر في سوق

الأوراق المالية



تمهيد:

سوق الأوراق المالية هي أحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي حيث تعتبر من أهم مصادر التمويل الحديثة، فإذا كانت هذه السوق ذات أداء جيد بالنسبة إلى حجمها وسيولتها، فسينعكس ذلك إيجاباً على الأداء الاقتصادي ككل، ويتم تحقيق ذلك من خلال الجمع بين المدخرين والجهات التي تقوم باستثمار الأموال، وبذلك احتلت هذه السوق مكانة هامة في اقتصاديات معظم الدول، وحظيت باهتمام كبير خاصة من طرف الحكومات والمستثمرين.

وساهم الاتجاه إلى التحرير والعملة توثيق العلاقات التجارية والمالية بين مختلف الدول المتقدمة والنامية، وترتب على ذلك بروز ظاهرة تدفق رؤوس الأموال دولياً، وتعد هذه التدفقات مورداً رأسمالياً هاماً للدول المتلقية خاصة الدول النامية التي يمثل عدم التمويل الكافي أحد أهم العقبات التي تواجهها في سبيل سعيها لزيادة الاستثمار ودعم النمو الاقتصادي، حيث تهدف معظم الدول إلى جذب تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، كما تسعى في نفس الوقت إلى ضمان استمراريته وذلك لما قد يسببه توقفها أو خروجها بشكل مفاجئ من أزمات اقتصادية.

وتأخذ تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية عدة أشكال، من بينها الاستثمار الأجنبي غير المباشر الذي يتركز أساساً في سوق الأوراق المالية، حيث سنتناول في هذا الفصل الإطار العام لسوق الأوراق المالية، ومن ثم التعرف على أساسيات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، بعد ذلك نتطرق إلى نماذجه ومبرراته وفي الأخير إلى متطلبات جذبه وفق الترتيب التالي:

**المبحث الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية**

**المبحث الثاني: أساسيات حول الاستثمار الأجنبي غير المباشر**

**المبحث الثالث: فلسفة ومتطلبات جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر**



## المبحث الأول: الاطار العام لسوق الأوراق المالية

نظرا لأهمية سوق الأوراق المالية في دعم الاستثمار والمساهمة في تنمية اقتصاد الدول، سنتطرق في هذا المبحث لمفهوم سوق الأوراق المالية، تنظيم وتصنيف أسواق الأوراق المالية العالمية، ومن ثم التطرق إلى مفاهيم كفاءة سوق الأوراق المالية.

### المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم الركائز الاقتصادية لأي دولة والتي نجد ضمنها أهم الشركات الوطنية والدولية، بحيث يكون مرآة عاكسة لمدى تطور بيئتها الاقتصادية، وسنتطرق إلى تعريف سوق الأوراق المالية، بنيته، وظائفه وأهميته.

### الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية:

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية نستعرض منها ما يلي:

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها: "مكان اجتماع تجري فيه المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، وعلى أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع"<sup>(1)</sup>.

تعرف أيضا بأنها السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل، وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها على السنة مثل السندات أو التي لا استحقاق لها مثل الأسهم<sup>(2)</sup>.

كما تعرف على أنها: "المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من المدخرين إلى المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية وحصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية، الأمر الذي يترتب عليه تحويل المدخرات النقدية إلى أوراق مالية أو العكس، وبمعنى آخر البورصة هي حلقة الوصل بين المدخرين والمقترضين"<sup>(3)</sup>.

مما سبق، يرى الباحث أن سوق الأوراق المالية هو مكان تلتقي فيه الشركات والمستثمرون أصحاب الفائض المالي، لبيع وشراء الأوراق المالية من خلال الوسطاء بهدف الحصول على عوائد أو أرباح أكبر في المستقبل، ومن ذلك تعزيز القدرة الإنتاجية للأصول المادية لدى الشركات أي تمويل مشروعاتهم الاستثمارية، وفي نفس الوقت تعظيم القيمة السوقية لدى المستثمرين.

<sup>1</sup> وليد أحمد صائي، أنس بكر، الأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر، الأردن، 2009، ص 62.

<sup>2</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص 124.

<sup>3</sup> فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص 45.

الفرع الثاني: بنية سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق فورية للأوراق المالية التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات وسوق المشتقات المالية (سوق العقود المستقبلية)<sup>(1)</sup>، حيث تنقسم السوق الفورية إلى سوق أولية (سوق الاصدار) وسوق ثانوية (سوق التداول) والتي تنفرع بدورها إلى سوق منظمة وأخرى غير منظمة.

أولاً: السوق الأولية

تعتبر سوق رسمية تصدر فيها أوراق مالية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية<sup>(2)</sup>، بحيث تختص بتأسيس الشركات الجديدة أو التوسع في رأس مال الشركات في صورة أوراق مالية<sup>(3)</sup>.

وتتصف هذه العملية بأنها غير دورية وغير متكررة، وقد يتم اصدار وتصريف هذه الأوراق إما بطريقة مباشرة أين تقوم الجهة المصدرة الاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء أفراد أو مؤسسات مالية لكي تباع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها، وإما أن يتم بطريقة غير مباشرة حيث يعتمد هذا الأسلوب على استخدام الوسطاء الذين يتولون مسؤولية الاصدار وتحمل مخاطر تقلبات الأسعار، والوسطاء هم مؤسسات متخصصة عادة مؤسسات مالية، وهذا الأسلوب الأكثر شيوعاً<sup>(4)</sup>.

ونجد ثلاثة أنواع من العروض يقدمها الوسطاء الماليون لطالبي الأموال هي: <sup>(5)</sup>

**1-عروض الاكتتاب الكامل:** فيها يلتزم الوسيط المالي بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل أيا كانت استجابة السوق، وبالطبع قد ينجح الوسيط المالي في إعادة تسويق العملية أي توزيعها كلياً أو جزء منها على مكتسبين آخرين، وقد لا تنجح العملية، المهم أن المدين الأصلي قد ضمن عن طريق الاكتتاب الكامل الحصول على مبلغ الاستثمار كله.

**2-عرض بذل أقصى جهد:** فيها يلتزم الوسيط ببذل أقصى جهد لتحقيق الاكتتاب الكامل للعملية، ولكنها لا يقدم في النهاية إلى المدين إلا ما توصل إليه من اكتتابات فعلية أيا كانت نسبتها من إجمالي العملية.

**3-العروض المزدوجة:** ويلتزم فيها الوسيط التزاماً نهائياً بتقديم مبلغ معين أو نسبة معينة من إجمالي قيمة العملية والباقي يبذل فيه أقصى جهد.

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر، سوريا، 2009، ص 136.

<sup>2</sup> محمد صلاح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 26.

<sup>3</sup> رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتر للنشر، الأردن، 2004، ص 22.

<sup>4</sup> حنفي عبد الغفار، قباقص رسمية، البورصات والمؤسسات المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 305.

<sup>5</sup> عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي: دراسة المبادئ الحاكمة لاقتصاديات النقود والبنوك والائتمان، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2004، ص ص 106-107.

ثانياً: السوق الثانوي

يتداول في هذا السوق الأوراق المالية المصدرّة في السوق الأولي. ويكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصل المشترون على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية<sup>(1)</sup>، وتتخذ السوق الثانوية شكلين هما: السوق المنظمة والسوق غير المنظمة.

**1-السوق المنظمة:** تعتبر من الأسواق التي لها قانون ونظام ومكان معلوم، تعتمد في عملية بيع وشراء الأوراق المالية على السماسرة الذين يعملون لحساب غيرهم، ويتم التعامل فيها على أساس المزاد ويترب على هذا التعامل بعض التكاليف والعمولات النقدية، وأهم شروطها توجيه المدخرات نحو مختلف الاستثمارات وكذلك وجود استقرار سياسي وضمان حصول المتعاملين فيه على عائد معقول مع استقرار سعر العملة المعمول بها أمام العملات الأخرى، كذلك سهولة الإعلام عن الفرص الاستثمارية المتاحة<sup>(2)</sup>.

وتنقسم سوق الأوراق المالية المنظمة إلى قسمين:<sup>(3)</sup>

**1-1-سوق محلية:** هي بورصات المناطق والتي تتعامل في أوراق مالية لمنشآت صغيرة تم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة.

**1-2-سوق دولية:** وهي التي تتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى البورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي المصدر للأوراق المالية مثل بورصة لندن وطوكيو.

**2-السوق غير المنظمة:** يعرف هذا النوع من الأسواق بأنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أو غير المسجلة فيها، حيث يستخدم هذا المصطلح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة، فلا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل ويتم التعامل في أوقات غير الأوقات الرسمية للبورصة ويتحدد سعر الورقة المالية طبقاً للتفاوض وذلك ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، فمن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار<sup>(4)</sup>.

ونجد في السوق غير المنظمة سوقين: السوق الثالثة والسوق الرابعة.

**1-2-السوق الثالثة:** هي نوع من الأسواق غير المنظمة تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وإن كان لهم الحق في العمل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وبيوت السمسرة هذه تكون

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، المقترحات، الطبعة الأولى، عالم الكتب للنشر، مصر، 2003، ص 16.

<sup>2</sup> فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، مرجع سبق ذكره، ص 56-57.

<sup>3</sup> محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، الإمارات، 2006، ص 9.

<sup>4</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008، ص 22.

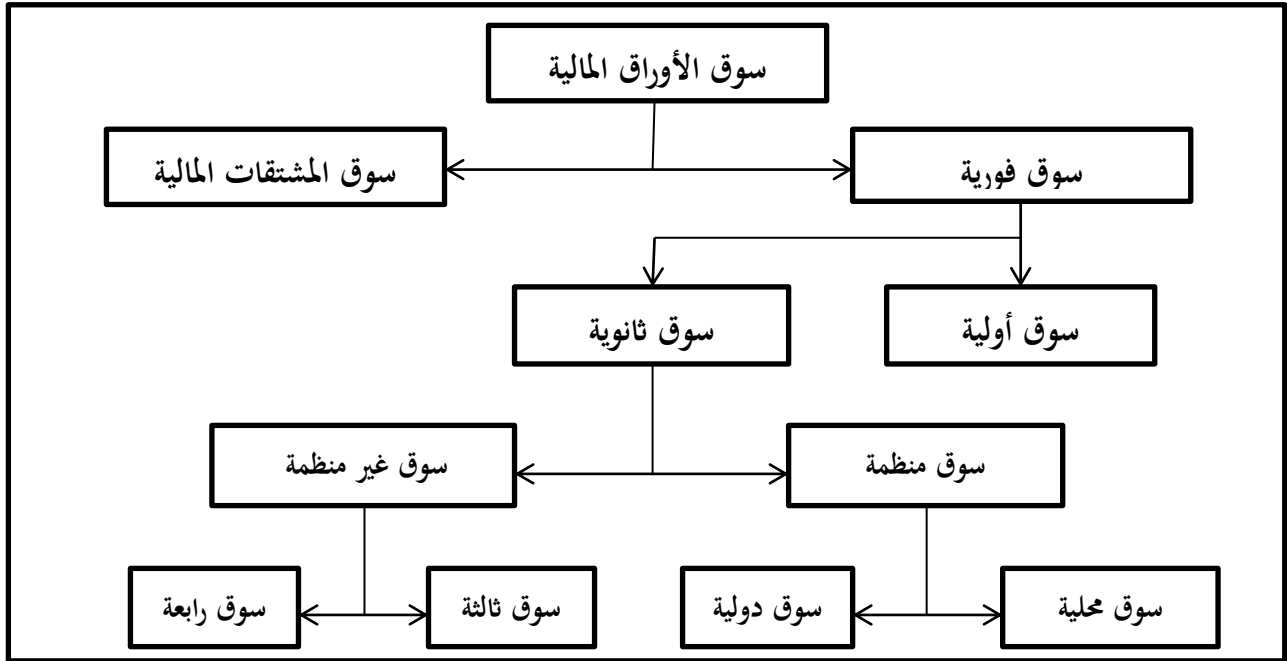
على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية سواء صغيرة أو كبيرة، أما جمهور العملاء في هاته السوق هم المؤسسات الكبرى مثل صناديق المعاشات التي تديرها البنوك التجارية<sup>(1)</sup>.

**2-2- السوق الرابعة:** هي سوق مباشرة تتعامل فيها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة من أجل شراء وبيع الأوراق المالية بطلبات كبيرة، وذلك كاستراتيجية للحد من العملات التي يدفعونها إلى السماسرة، ويتم الالتقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسطاء يعملون على إتمام الصفقات بالإضافة إلى شبكة اتصالات قوية، لذلك ففي السوق الرابعة يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة منخفضة<sup>(2)</sup>.

### ثالثا: سوق المشتقات المالية

تعد سوق المشتقات المالية سوق آجلة، وهي من أحدث أنواع الأسواق المالية الدولية، إذ بدأ التعامل بأدوات هذه السوق بعد التقلبات الحادة التي شهدتها كثير من أسواق المال العالمية وخاصة في جانب أسعار الفائدة، أسعار الصرف وأسعار الأسهم، لذا أنشئت هذه الأسواق للتحوط من مخاطر تقلبات تلك الأسعار، حيث يتم الاتفاق في هاته السوق على السعر والأصل المباع أو المشتري حالا على أن يتم التسليم لاحقا، وتستخدم أساسا لحماية المستثمرين من تقلبات الأسعار المستقبلية وتحقيق الأرباح الرأسمالية<sup>(3)</sup>.

### الشكل (1-1): أنواع سوق الأوراق المالية



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات السابقة

<sup>1</sup> سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر، الأردن، 2009، ص ص 186-187.

<sup>2</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص 21.

<sup>3</sup> رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 23.

### الفرع الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية

تقوم سوق الأوراق المالية بحكم وظيفتها الاقتصادية والمالية بدور مزدوج في تعبئة الموارد المالية للمجتمع، وفي التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى، ومن أجل ذلك خصصنا هذا الفرع لتحديد وظائف كل من سوق الاصدار وسوق التداول.

#### أولاً: الوظائف الاقتصادية لسوق الاصدار

تقوم سوق الاصدار بعدة وظائف أهمها:<sup>(1)</sup>

-تعتبر آلية لتجميع المدخرات الفردية، وكذلك نقل حركة رؤوس الأموال الوطنية من قطاعات المجتمع ذات الفائض المالي إلى القطاعات الإنتاجية ذات العجز المالي.

-تمثل حلقة وصل بين المدخرين والمستثمرين

-تؤدي دور مهم يتمثل في كونها أداة لتوجيه المدخرات الوطنية إلى الاستثمار الحقيقي في إقامة أو التوسع في أصول رأسمالية منتجة، عوضاً عن توظيفها في استثمارات سلبية مثل شراء العقارات والذهب.

-تؤدي الدور الذي يعجز الأفراد عن القيام به في التمويل الكبير لتأسيس شركات المساهمة أو لتلبية احتياجات ما هو قائم منها من المواد اللازمة للتوسع أو التطوير.

#### ثانياً: الوظائف الاقتصادية لسوق التداول

سوق التداول هي السوق التي يجري التعامل فيها مع الأوراق المالية التي سبق اصدارها من قبل سوق الاصدار، ويمكن تحديد الوظائف الاقتصادية التي تؤديها فيما يلي:

**1- توفير السيولة:** تتكفل هاته السوق بتوفير السيولة السريعة للمستثمرين في الوقت الذي يحتاجون إليها، وذلك يتم من خلال بيع وتدوير الأوراق المالية التي بحوزتهم<sup>(2)</sup>.

**2- تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة:** يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضة أو المزايعة، والتي تعكس بصورة أقرب رأي المتعاملين في للورقة المالية وفقاً لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركات وأرباحها ومراكزها المالية، وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية.

**3- تقويم أداء الشركات والمشروعات:** تمثل البورصة سلطة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة السياسات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، حيث تعمل إدارة السوق

<sup>1</sup> نجد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 15-16.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 17.

من خلال نظمها ولوائحها على التعرف على المراكز الحقيقية للشركات<sup>(1)</sup>، حتى يسهل تقييم أداء الشركات وإعطاء صورة واضحة وصادقة حول وضعها المالي.

4- سوق الأوراق المالية مرآة للنشاط الاقتصادي: تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين معظم الفاعلين الاقتصاديين مثل البنوك، الشركات، المدخرين... الخ. الأمر الذي يؤهلها لأن تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، وهي مؤشرات كلية تعكس جزءا مهما من واقع الاقتصاد القومي.

5- تلافى النتائج السلبية للتضخم: خاصة تآكل قيمة النقود المدخرة في أوعية الادخار النقدية، حيث تعوض أرباح وعوائد الأوراق المالية تآكل قيمتها النقدية بفعل التضخم<sup>(2)</sup>.

6- جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية: يساعد وجود سوق أوراق مالية ناجحة ومتطورة في جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في مشروعات محلية وفقا لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي<sup>(3)</sup>.

### المطلب الثاني: تنظيم وتصنيف أسواق الأوراق المالية

صاحب التطور الذي شهدته الدول الرأسمالية على أثر الثورة الصناعية تطور أسواقها المالية كنتيجة لزيادة الحاجة إلى التمويل بانتشار شركات المساهمة، ومع التطور التكنولوجي في وسائل الاتصال أصبحت تعاملاتها في الأوراق المالية تتم عبر القارات فأصبحت هناك أسواق مالية عملياتها تتعدى الحدود الجغرافية في مختلف البلدان المتطورة والنامية، وتتمتع هذه الأسواق بهيكل تنظيمي يمكن الشركات والمستثمرين من القيام بعملياتهم بشكل منظم وسهل. وستتطرق في هذا المطلب إلى تنظيم أسواق الأوراق المالية وتصنيفها حسب الخصائص التي تملكها ودرجة تطورها.

### الفرع الأول: تنظيم سوق الأوراق المالية

تعد الأوراق المالية التي تصدرها الشركات الأدوات المالية الرئيسية المتداولة في سوق الأوراق المالية، حيث تمثل أداة دين على الشركة أو أداة ملكية للمستثمر في رأسمال الشركة أو تكون أدوات مركبة مكونة من أوراق الملكية، ويتم التعامل في سوق الأوراق المالية عن طريق وسطاء متخصصين سواء بنوك أو مؤسسات مالية يقومون بعمليات الاصدار والبيع والشراء، ويكون لهؤلاء الوسطاء دور في تنظيم وتسعير الأوراق المالية بطرق مختلفة.

### أولا: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية العالمية

تأخذ الأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية عدة أشكال هي الأسهم، السندات والأدوات المشتقة عنهما، حيث مكنت هذه الأدوات الشركات الاقتراب من الأفراد والاستفادة من مدخراتهم وذلك بغرض الاستثمار.

<sup>1</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، بدون طبعة، دار النفائس للنشر، الأردن، 2009، ص 63.

<sup>2</sup> محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 17.

<sup>3</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 67.

## 1-أدوات الملكية (الأسهم)

تشكل الأسهم رأسمال المكتسبين من المستثمرين، حيث هناك العديد من أنواع الأسهم تختلف حسب خصائص ومزايا كل نوع.

ويعرف السهم على أنه جزء من رأسمال الشركة، يمثل حق المساهم مقدرا بالنقود لتحديد مسؤوليته ونصيبه في الربح، وعادة ما يكون رأسمال الشركة المساهمة مقسم إلى أجزاء متساوية على حسب عدد الأسهم، حيث يكتب في هذه الأخيرة (أي يتم شراؤها من قبل الجمهور) دون توفر الثقة الشخصية بينهم. وللسهم قيم مختلفة نذكر منها:

- القيمة الإسمية: هي القيمة المدونة على قسيمة السهم، أي القيمة التي ظهر بها في أول اصدار.
- القيمة الدفترية: وتمثل قيمة السهم حسب سجلات الشركة، كما أنها تعادل قيمة السهم عند التصفية، تحسب بقيمة إجمالي حقوق المساهمين على عدد الأسهم المتداولة.
- القيمة السوقية: وهي القيمة التي يحددها التعامل في السوق الثانوية للأوراق المالية فقد تكون أكبر من القيمة الإسمية أو أقل منها حسب نقطة توازن العرض والطلب.

وتختلف أنواع الأسهم باختلاف تصنيفاتها حيث نجد:

**1-1-التصنيف حسب الشكل:** وتنقسم إلى ثلاثة أنواع: أسهم اسمية تصدر باسم صاحب السهم وبالتالي فإن نقل ملكيتها يحتاج العودة إلى المصدر، أسهم لأمر المساهم هنا غير معروف للشركة وتنتقل ملكيتها بطريقة التظهير، وأسهم لحاملها ليست باسم شخص ومالكها هو الشخص الذي يجوز عليها<sup>(1)</sup>.

**1-2-التصنيف حسب الحصة التي يدفعها المساهم:** وتشمل ثلاثة أنواع: أسهم نقدية تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الاسمية نقدا، أسهم عينية تستوفي الشركة المساهمة قيمتها بحصص عينية كالعقار أو صافي موجودات مصنع أو متجر أو مخزن، وأسهم مجانية تقوم الشركة بإصدار هذا النوع من الأسهم عند زيادة رأس المال من خلال ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، حيث يكون التوزيع على المساهمين كل بما يملكه من الأسهم الأصلية<sup>(2)</sup>.

## 1-3-التصنيف حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:

**1-3-1-أسهم عادية:** يمثل السهم العادي وثيقة أو صك ملكية، يتم تمثيل ملكية الحصص بوثائق ملكية حيث أن كل صك يحمل اسم الشركة صاحبة الاصدار، نوع السهم ورقمه، وعدد الأسهم.

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، مرجع سبق ذكره، ص 80.

<sup>2</sup> محمود نجاد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر، الأردن، 2005، ص 88.

وتختلف الأسهم العادية عن غيرها من أدوات رأس المال في خصائص عديدة منها: (1)

- حق الملكية ويكون مالكا جزئيا لموجودات الشركة تقدر مساهمته في الأسهم المعروضة.

- أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة.

- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق الثانوية.

- حق المشاركة في انتخاب مجلس الإدارة، والتدخل في سياسات الشركة واجراءاتها الإدارية.

وتتمتع الأسهم بالمرونة فقد تصدر في صيغ مختلفة ومن بين الاتجاهات الحديثة للأسهم نذكر: الأسهم العادية بوفرات ضريبية بحيث تلجأ بعض الحكومات لإصدار تشريع يمنح الشركة أحقية خصم توزيعات الأسهم المملوكة للعاملين قبل احتساب الضريبة، الأسهم العادية المضمونة تمنح حاملها الحق في المطالبة بتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين وخلال مدة محدودة بعد الاصدار، والأسهم عادية للأقسام الانتاجية يرتبط بالنشاط الانتاجي للقسم، ومعدلات الأرباح التي يحققها تعد أساسا لتوزيعات هذا السهم (2).

**1-3-2-أسهم ممتازة:** السهم الممتاز هو مستند ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي (3)، لكن السهم الممتاز ينفرد بمجموعة من الخصائص أهمها: (4)

- حق الأولوية في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها.
- حق الأولوية عند التصفية بعد حملة السندات وقبل حملة الأسهم العادية.
- الحق في الحصوا على دخل ثابت سنوي مهما كانت نتائج الشركة.
- حامل السهم الممتاز ليس له حق التصويت في الجمعية العامة إلا في حالات محددة.

وللأسهم الممتازة اتجاهات حديثة تتميز بخصائص إضافية منها: الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت، الأسهم الممتازة المجمعدة للأرباح، والمشاركة في الأرباح.

## 2-أدوات الدين (السندات)

يعتبر السند من أنواع التمويل المتمثل في الإقراض إلى جانب السهم من أهم الأدوات التي تعتمد عليها الشركات في تمويل مشاريعها.

ويعرف السند على أنه عبارة عن قرض طويل الأجل يقدمه المشتري إلى الشركات أو الحكومات، حيث يحصل

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، مرجع سبق ذكره، ص ص 94 - 96.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره، ص 100.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، بدون طبعة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2009، ص ص 26-27.

<sup>4</sup> ضياء مجيد موسوي، البورصات: أسواق المال وأدواتها، بدون طبعة، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص 40.



المستثمر على سعر فائدة محدد نظير إقراض أمواله لفترة معينة، وفي المقابل تحصل الشركة أو الحكومة على الأموال التي تحتاجها<sup>(1)</sup>، ويتميز السند بمجموعة من الخصائص هي:

- يمنح السند لحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية ثابتة.
- لا يشترك حامل السند في الجمعية العامة.
- السند أداة دين طويلة الأجل، تنتهي علاقة حامل السند بالمقترض حال تسديد قيمتها.
- للسند قيمة اسمية هي التي يصدر بها لأول مرة، وقيمة سوقية يتداول بها في السوق الثانوية.

وتوجد عدة أنواع من السندات يمكن تصنيفها حسب عدة معايير نذكر منها:

**2-1- من حيث قيمة الاصدار:** وتشمل سندات خاصة تصدر عن شركات المساهمة كالسندات العادية أو العقارية لتلبية احتياجاتها التمويلية، وسندات حكومية صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنتها فهم البنوك وشركات القطاع العام والخاص، بهدف تمويل العجز في الميزانية.

**2-2- حسب تاريخ الاستحقاق:** تنقسم إلى نوعين: سندات محددة المدة يتم سداد القيمة الاسمية لكافة السندات المصدرة في تاريخ واحد، وسندات تسدد على أقساط يتم اصدارها في اصدار واحد وتستحق في تواريخ مختلفة، يسمح هذا النوع من السندات للشركة المصدرة بأن تسدد التزاماتها على دفعات<sup>(2)</sup>.

**2-3- من حيث الضمان:** تنقسم إلى نوعين: سندات مضمونة بأصول كالسندات المضمونة بالأسهم أو العقارات، وسندات غير مضمونة تصدر عادة من طرف الشركات الكبيرة الموثوق في أدائها.

**2-4- حسب حامل السند:** تنقسم إلى نوعين: سندات إسمية يكتب فيها اسم المالك، وسندات لحاملها لا يسجل اسم المالك عليها عند الاصدار، فحاملها هو المالك للورقة.

**2-5- من حيث العائد:** وتضم سندات ذات عائد ثابت أي العائد متساو في جميع السنوات من تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق، وسندات ذات عائد متغير حسب معدل الفائدة السائد في السوق.

**2-6- حسب الامتيازات الممنوحة:** ويشمل سندات قابلة للتحويل إلى أسهم أي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وسندات ذات علاوة لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر اصدارها.

**2-7- حسب جنسية المقرض:** تكون على شكل سندات محلية تصدرها شركات وطنية لصالح القرضين المحليين، أو سندات أجنبية تصدرها شركات وطنية لصالح مقرضين أجانب ويتم تداولها في الداخل<sup>(3)</sup>.

<sup>1</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، مرجع سبق ذكره، 2008، ص 87.

<sup>2</sup> ضياء مجيد موسوي، البورصات: أسواق المال وأدواتها، مرجع سبق ذكره، ص 58.

<sup>3</sup> فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، مرجع سبق ذكره، ص 78.

### 3- المشتقات المالية

تعرف المشتقات المالية على أنها عقود تشتق قيمتها من قيمة أصول معينة، هذه الأصول قد تكون أسهم، سندات أو عملات أجنبية... الخ، بحيث تسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء موضوع العقد<sup>(1)</sup>، تستعمل في أغلب الأحيان من قبل المستثمر لمواجهة مخاطر تقلبات أسعار الأسهم في السوق، أو تغيرات أسعار الفائدة وكذا تقلبات أسعار العملة، ومن أهم الأدوات المشتقة نذكر:

**3-1- عقود الخيار:** يمثل عقد الخيار اتفاق بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر محرر الخيار، وبموجبه يكون للطرف الأول الحق في أن يشتري أو يبيع إذا ما رغب من الطرف الثاني أصلاً معيناً في تاريخ محدد أو فترة معينة حسب الاتفاق، مقابل أن يقوم الطرف الأول بدفع علاوة معينة للطرف الثاني<sup>(2)</sup>.

**3-2- العقود المستقبلية:** هو التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم للآخر أو يستلم منه بواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصول أو سلع معينة في مكان وزمان محددين وبموجب سعر معين<sup>(3)</sup>.

**3-3- عقود المبادلة:** هو عقد يتم الاتفاق فيه بين طرفين أو أكثر على تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة معينة أي هي سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، وتتم عملية التسوية للعقد على مدد دورية، ويعد عقد المبادلة ملزماً لطرفي العقد عكس عقد الخيار<sup>(4)</sup>.

### ثانياً: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

ويقصد بهم عارضي وطالبي رؤوس الأموال من أفراد وبنوك وشركات وصناديق الادخار وكذا شركات السمسرة الذين يعملون في مجال الأوراق المالية ونذكرهم كما يلي: <sup>(5)</sup>

**1- الوسطاء الماليون:** هم الوسطاء العاملين في سوق الأوراق المالية الذين يعرفون بسماسرة الأوراق المالية، حيث لا يتم تنفيذ أوامر التداول إلا عن طريقهم، فهم من الفاعلين الأساسيين في السوق، يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع وشراء الأوراق المالية.

**2- البنوك:** تعتبر من أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية فتقوم بتقديم القروض للمؤسسات الخاصة والعامة

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 5.

<sup>2</sup> محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص 256.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص 270.

<sup>4</sup> حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية: أداؤها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، مرجع يبق ذكره، ص 82.

<sup>5</sup> حنفي عبد الغفار، أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص

بمعدلات فائدة معينة، كما تقوم باستلام الودائع وفتح حسابات الادخار بمعدلات فائدة أقل، والفرق التي تحصل عليه تقوم باستثماره في السوق لحسابها.

**3-الأفراد والعائلات:** هم من أهم عارضي رؤوس الأموال نظرا لحجم السيولة الكبيرة التي يمتلكونها، حيث يمكن لهم الاستثمار في سوق الأوراق المالية عن طريق الوسطاء الماليين.

**4-شركات التأمين:** تقوم شركات التأمين بالتأمين على المخاطر المحتملة التي تصيب ممتلكات الأشخاص والشركات مما يسمح لها بالحصول على سيولة تقوم بتوظيفها في البورصة لتحقيق عوائد.

**5-صناديق التقاعد:** تقوم هذه الصناديق باقتطاع جزء من أجور العمال والموظفين بغرض الاحتفاظ بها وإعادة استثمارها لهم في شكل رواتب، والفرق الزمني بين الاقتطاع وفترة الاستحقاق تقوم باستثمار هذه الأموال في البورصة قصد الاستفادة من عوائدها.

**6-المستثمرون التأسيسيون:** هم عبارة عن هيئات عمومية وخاصة تسهر على جمع الادخارات من عدد كبير من الأفراد والمؤسسات وتوظيفها في شكل أوراق مالية، فهم بذلك أداة مساعدة لصغار المستثمرين على تنويع توظيفاتهم من خلال محافظ مالية ضخمة ومنوعة تنوعا واسعا.

### ثالثا: نظام التشغيل والتسعير في سوق الأوراق المالية

يشترط في السوق المنظمة أن يتم تداول الأوراق المالية المسجلة فقط، وذلك داخل قاعة للتعامل عن طريق الوسطاء الماليين، وتحدد الهيئة المشرفة على السوق وحدات التعامل ووحدات التسعير، وكذا تتولى الهيئة الاعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل من الأوراق المالية المسجلة فيها، وتتم عملية التداول وفق طريقتين:

**1-طريقة المفاوضة:** وفق هذه الطريقة يتم الاعلان عن أسعار العرض والطلب لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

**2-طريقة المزايمة:** وفق هذه الطريقة تتم المزايمة على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري ويتم الاعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي، فتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

ويتم التوصل لسعر أي سهم من الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية عند بدأ التعامل اليومي بطرق عديدة تتفق في مضمونها ولكنها تختلف من حيث الأسلوب والاجراءات ومن أشكالها ما يلي:

**1-نقطة التوازن:** تكون نقطة التوازن نتيجة تلاقي العرض والطلب عند نقطة معينة، ويختل هذا الوضع في حال قصور العرض عن مجارة الطلب، والعكس في حال عدم مجارة الطلب للعرض<sup>(1)</sup>.

**2-التسعير بالدرج:** هي طريقة كتابية سهلة يتم اللجوء إليها في حال ما إذا كان التبادل بكميات قليلة من الأوراق المالية، وفي ظل هذه التسعيرة يتم تسجيل كل الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج خاص بها موضوع تحت تصرف وسيط مالي، حيث يقوم هذا الأخير في بداية كل حصة بجمع الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعنية ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي ما زالت صالحة ويحدد من خلال ذلك سعر التعامل الجديد.

**3-التسعير بمناداة:** يتم التسعير عن طريق المناداة باجتماع الوسطاء في صالة ومناداتهم بأعلى أصواتهم على العروض والطلبات التي بحوزتهم، ونظرا للضجيج في الصالة يلجأ الوسيط إلى إشارة اليد أفقيا في حالة الشراء وعموديا في حالة البيع<sup>(2)</sup>.

**4-التسعير بالمقارنة:** هي تقنية تقع بين الطريقة الشفوية والكتابية، حيث يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه السجلات إلى معرفة مقدار بيعه أو شرائه من الأسهم في حدود الأسعار المعروضة.

**5-التسعير بالصندوق:** هي صورة من صور التسعير بالمقارنة، ويلجأ إليها المتعاملون عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة، حيث يقوم الوسطاء بوضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص ثم تقوم لجنة السوق بفرزها وتحديد السعر بالأسلوب المتبع في هاته الطريقة.

ويرى الباحث أن طرق التشغيل والتسعير المذكورة أعلاه قد قل الاعتماد عليها بشكل ملحوظ نتيجة التقدم التكنولوجي، حيث أصبحت غالبية أسواق الأوراق المالية والوسطاء الماليين يعتمدون على وسائل الإعلام الآلي والأنترنت في نشر الأسعار واتمام الصفقات دون الحضور الشخصي للمستثمر أو وكيله.

## الفرع الثاني: تصنيف سوق الأوراق المالية دوليا

تصنف الأسواق المالية إلى نوعين رئيسيين هما:

### أولا: أسواق الأوراق المالية المتقدمة

ان مصطلح أسواق الأوراق المالية العالمية يطلق عادة على بورصات الدول الرأسمالية المتطورة وبورصات الدول

<sup>1</sup> محمد يوسف ياسين، البورصة: عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص 105.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 106.

الصناعية، وسنعترض في ما يلي تصنيف وخصائص هاته الأسواق، وأهم مراكزها حول العالم.

### 1-خصائص الأسواق المالية المتقدمة

تقسم الأسواق المالية العالمية حسب المعيار الجغرافي إلى البورصات الأمريكية، البورصات الأوروبية والبورصات الآسيوية، ووفق التصنيف السنوي لأسواق الأوراق المالية العالمية الصادر من منظمة مورجان وستانلي ( Morgan Corporation Index & Stanly) التي يصدر في شهر جوان من كل سنة، تعتبر الأسواق المالية المذكورة في الجدول أدناه أسواقا متطورة.

### الجدول رقم(1-1): قائمة أسواق الأوراق المالية المتطورة حسب الدول 2020

الأسواق حسب الدول	المنطقة
الولايات المتحدة الأمريكية، كندا.	أمريكا
النمسا، بلجيكا، الدنمارك، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، إيرلندا، إيطاليا، هولندا، النرويج، البرتغال، اسبانيا، السويد، ايسلندا، المملكة المتحدة.	أوروبا والشرق الأوسط
استراليا، هونغ كونغ، اليابان، نيوزلندا، سنغافورة	آسيا

Source: official site web of MSCI

[http://www.msci.com/products/indexes/market\\_classification.html](http://www.msci.com/products/indexes/market_classification.html)

وتتميز أسواق الأوراق المالية العالمية بصفات كثيرة أهمها: (1)

-ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في السوق المالية، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي.

-ارتفاع نسبة مساهمة البلدان المتطورة بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص في القيمة الكلية للتبادلات الدولية.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص ص 185-186.

-اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية ومتابعة اجراءات تنفيذها.

-غالبية الأسواق تسودها المضاربة فتعاني من تقلبات شديدة وحساسية عالية للشائعات.

-تزايد دور التعاملات غير النظامية سواء بشكل مباشر بين أطراف العقود أو غير مباشر من خلال الوساطة المالية أو الاتصالات السلوكية أو اللاسلوكية، وقد صارت هذه التعاملات سمة للأسواق المالية الدولية بسبب تعاضم نسبتها في القيمة الكلية لهذه الأسواق.

-الارتباط الواضح بين هاته الأسواق العالمية، وهذا يؤكد مدى عالمية الأسواق المعنية.

## 2- أهم المراكز المالية للأوراق المالية:

وتتوزع على مختلف القارات، نذكر أهمها كما يلي:

**2-1-1-البورصات الأمريكية:** تحتل الولايات المتحدة الأمريكية المركز الأول من ناحية التقدم في أسواق المال، حيث يوجد فيها أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة، وتتميز الأسواق الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة بحيث يتم التعامل فيها في عقود المستقبلات والخيارات<sup>(1)</sup>.

وتتمثل الأسواق الأمريكية للأوراق المالية بأسواق نيويورك (وول ستريت) كأكبر سوق بورصة في العالم من حيث عدد الشركات وحجم التداول الكبير، يصل حجم متوسط استثماراتها إلى 900 مليار دولار سنويا<sup>(2)</sup>.

## 2-2-البورصات الأوروبية: نذكر منها:

**2-2-1-بورصة لندن:** تعتبر بورصة لندن أهم مركز مالي على المستوى الأوروبي، إذ يزيد عدد الأوراق المسجلة فيها عن 6000 سهم أي ما نسبته 50% من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في البورصات الأوروبية، ويعود تاريخ انشاءها إلى سنة 1802 حيث بقيت البورصة الأهم على امتداد القرن التاسع عشر على المستوى العالمي، وفي الوقت الراهن تأتي في المرتبة الثالثة عالميا بعد بورصتي نيويورك وطوكيو<sup>(3)</sup>.

**2-2-2-البورصة الفرنسية:** تتمثل السوق الفرنسية بشكل رئيسي من بورصة باريس، وما يميز السوق الفرنسية أنها سوق واحد يشمل البورصات التي تنتشر في المدن الفرنسية باريس، بوردو، ليل، ليون، مرسيليا ونانسي تحت نظام واحد متكامل تخضع لنفس السلطة ولنفس القواعد في نشر البيانات، حيث تتم المتاجرة بالأوراق المالية تحت نظام

<sup>1</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، بدون طبعة، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص 115.

<sup>2</sup> وليد أحمد صافي، أنس بكر، الأسواق المالية الدولية، مرجع سبق ذكره، ص 62.

<sup>3</sup> حنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية، البورصات والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 200.

الكثروني يمكن المستثمرين من المتاجرة في الأوراق المالية في كل أنحاء فرنسا وفي وقت واحد<sup>(1)</sup>.

2-3-البورصات الآسيوية: تحتل كل من بورصة طوكيو وهونغ كونغ المراكز الأولى، حيث تتجاوز بورصة طوكيو قيمة رسملة تعاملاتها حجم البورصات الأوروبية مجتمعة، أما بورصة هونغ كونغ فمستقبلها مرتبط بالعلاقة الصينية البريطانية فيما يتعلق بالشكل القانوني لهونغ كونغ، وبجانب هاتان البورصتان يشهد العالم تطور بورصات جديدة لا تقل أهمية عنهما، خاصة في ماليزيا، الصين، كوريا والفلبين<sup>(2)</sup>.

### ثانيا: أسواق الأوراق المالية الناشئة

توجد إلى جانب أسواق الأوراق المالية المتقدمة أسواق ناشئة أقل من الأولى من حيث المردودية وتمتع بخصائص تميزها عن باقي الأسواق، وسنتطرق إلى مفهوم الأسواق الناشئة، خصائصها وتصنيفها.

### 1-خصائص الأسواق المالية الناشئة

تعتبر مؤسسة التمويل الدولية IFC الأسواق الناشئة هي الأسواق التي يوجد فيها نوع من التغيير بصدد الحدوث وأن السوق المعنية تنمو من حيث الحجم وجودة الأدوات المالية مقارنة بسوق أخرى أقل منه نشاطا وحجما ولا يظهر عليه أي تغيير.

وتعتبر الأسواق حسب مؤشر مورجن وستانلي أسواقا ناشئة، الأسواق المذكورة في الجدول الاتي:

### الجدول رقم (1-2): قائمة الأسواق المالية الناشئة الأكثر تقدما 2020

المنطقة	الأسواق حسب الدول
أمريكا	البرازيل، الأرجنتين، الشيلي، كولومبيا، المكسيك، بيرو.
أوروبا، الشرق الأوسط، افريقيا	جمهورية التشيك، مصر، اليونان، المجر، بولندا، قطر، روسيا، المملكة العربية السعودية، جنوب افريقيا، تركيا، الإمارات العربية المتحدة.
آسيا	الصين، الهند، إندونيسيا، كوريا، ماليزيا، باكستان، الفلبين، تايلند، تايوان.

Source: official site web of MSCI

[http://www.msci.com/products/indexes/market\\_classification.html](http://www.msci.com/products/indexes/market_classification.html)

<sup>1</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 122.

<sup>2</sup> حنفي عبد الغفار، قراقص رسمية، البورصات والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 202.

تتشترك الأسواق الناشئة في بعض المميزات على غرار تباينها فيما يتعلق ببعض المؤشرات أهمها: (1)

- **الحجم الصغير:** يعكسه كل من رسملة السوق ومؤشر عدد الشركات المسجلة، وعلى الرغم من تحقيق بعض الأسواق لمعدلات جيدة وارتفاع لبعض مؤشراتهما إلى أكثر من تلك المحققة في الأسواق المتقدمة إلا أنها تبقى متميزة بنوع من التواضع.

- **درجة تركيز عالية:** تبدو من خلال ملاحظة تقاطع مؤشرات الحجم والتركيز، أي بدلالة وزن أهم الشركات المسجلة في رسملة البورصة مما يسمح بعزل البورصات الناشئة عالية التركيز.

- **التذبذب الكبير:** تقاس درجة التذبذب بواسطة الانحراف المعياري لعوائد السوق المعنية، وأيضاً بمعدل سعر السهم على عائدته، وهذا المعدل مرتفع جداً في الأسواق الناشئة.

- **التطور السريع:** حققت العديد من الأسواق الناشئة معدلات نمو مرتفعة وقد سجل هذا التحسن في: إندونيسيا، تركيا، البرتغال، فنزويلا، اليونان، ماليزيا، وهذا راجع في غالب الأحيان إلى الدخول المكثف للشركات الخاصة إلى هذه الأسواق.

- **قلة الكفاءة في التنظيم وضعف المنظومة القانونية:** إذ تحتاج الأسواق الناشئة إلى كفاءة الاطارات المسيرة من أجل السير الحسن للعمليات المالية، بالإضافة إلى جهاز معلوماتي شفاف فيما يتعلق بالشركات المسجلة، كما لا بد من وجود قوانين لحماية المدخرين أو المستثمرين خاصة فيما يتعلق بعمليات تحويل رؤوس الأموال واعادتها إلى الوطن أو تحويل الأرباح.

## 2- تصنيف الأسواق المالية الناشئة

تصنف الأسواق الناشئة ضمن ثلاثة فئات: (2)

**2-1- الأسواق الناشئة الأكثر تقدماً:** هذه المجموعة تضم أسواق بلدان عدة مثل ماليزيا، المكسيك، كوريا الجنوبية، تايوان، تايلند، تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتطورة: معدلات تضخم منخفضة، استقرار نسبي، سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم والسندات، تبادل هام في سوق الأسهم، استخدام تقنيات متطورة نسبياً في كافة العمليات الواقعة على الأوراق المالية.

**2-2- الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق للمصطلح:** هي أسواق البرازيل والهند والفلبين التي تعتبر سائرة في اتجاه تحقيق تبدلات نوعية في بنائها وتقنيات عملها فعلى الصعيد التقني يلاحظ أن بعض التقنيات المرتبطة بحسن أداء

<sup>1</sup> سامية جداني، أثر الاستثمار الأجنبي على تنمية الأسواق المالية العربية - دراسة حالة دول الخليج -، مذكرة مقدمة لنيل درجة ماجستير، كلية علوم التسيير وعلوم الاقتصاد وعلوم التجارة، قسم الاقتصاد، جامعة حسينية بن بوعللي، شلف، دفعة 2009-2010، ص ص 60-61.

<sup>2</sup> وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل للنشر، لبنان، 2003، ص ص 95-97.



الأسواق هي قليلة الانتشار وهذا فيما يتعلق بتسليم الأوراق المالية ونشر المعلومات وبدرجة استخدام المعلوماتية في التسعير، رغم وجود بعض المشكلات الدورية والهيكلية كالتضخم الحاد، التوجه إلى الأسواق الدولية ليست في غاية السهولة، لكن ما أشير له يختلف من بلد إلى آخر، وعلى وجه عام يمكن القول أن هذه الأسواق تسيير باتجاه الأفضل.

2-3- الأسواق الحديثة النشأة أو تلك التي تعاني من الركود: في إطار تعريف أكثر شمولاً للأسواق الناشئة، يمكن القول بأن المصطلح ينطبق على أسواق جميع البلدان التي لا تعتبر اقتصاداتها متقدمة.

### المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

تشجع التنافسية في مجال الاقتصاد بين الدول على تحقيق كفاءة أنظمتها الاقتصادية حتى تواكب متطلبات الأطراف المختلفة ذات العلاقة، ولتعطي صورة محسنة لاقتصادها حتى تحصل على بعض الصفقات الدولية أو على التمويل الخارجي أو الداخلي لمشاريعها التنموية، ويعتبر سوق الأوراق المالية من بين الفاعلين في سوق الأوراق المالية، حيث كلما كانت كفاءة سوق الأوراق المالية مرتفعة كلما زادت كفاءة النظام المالي وبالتالي تدعيم الاقتصاد الوطني، وفي هذا المطلب سنتطرق إلى مفهوم ومتطلبات وأنواع كفاءة سوق الأوراق المالي.

### الفرع الأول: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

من الأمور التي يجب إدراكها أن كفاءة سوق الأوراق المالية هي مفهوم نسبي وليس مطلق، يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للأوراق المالية وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر للاستثمار في هذه الأوراق المالية من جهة أخرى<sup>(1)</sup>.

ويمكن تعريفها على أنها السوق التي يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية فيها على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيها، إذ يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للأوراق المالية<sup>(2)</sup>.

كما تعرف كفاءة السوق على أنها "السوق التي يعكس سعر الأوراق المالية فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا يعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماماً، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية: أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة-تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة-أسواق الإصدار والتداول، بدون طبعة، دار التعليم الجامعي للنشر، مصر، 2013، ص 128.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، بدون طبعة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003، ص

يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها"<sup>(1)</sup>.

وتعرف أيضا على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية<sup>(2)</sup>.

من خلال ما سبق يرى الباحث أن كفاءة السوق هي إتاحة المعلومات للمستثمرين بشكل متساو وعادل لكن لا يعني هذا عدم وجود منافسة بين المستثمرين، حيث أن كل مستثمر وكيف يفسر المعلومات الواردة له ليتخذ قراره الاستثماري، وفي ظل السوق الكفؤة الكثير من المستثمرين يبحثون عن الأوراق المالية المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية، ففي النوع من هذه السوق كل يوم تزيد المعلومات الواردة مما يعني أن جزء من ثقل الأسعار يرجع إلى هاته المعلومات، ومن ثم يقوم المستثمر بجمع وتحليل تلك المعلومات للاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية.

### الفرع الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

وفقا لمفهوم الكفاءة يفترض على السوق أن تؤدي دورين بارزين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر<sup>(3)</sup>:

-الدور المباشر: يقوم على حقيقة أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أوراق مالية مثل أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الاصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

-الدور غير المباشر: يعد اقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو ابرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية وعادة تكون بسعر فائدة معقول.

<sup>1</sup> عبد الإله مثنى ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية -تجارب ورؤى مستقبلية-، طرابلس، ليبيا، يوم 11-12-2015، ص 4.

<sup>2</sup> صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبق رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2010، ص 182.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص 186.

ولتحقيق هذا الدور، تعتمد كفاءة سوق الأوراق المالية على خاصيتين أساسيتين وهما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل:

#### - كفاءة التسعير

تعتمد كفاءة التسعير على وصول المعلومات إلى المتعاملين في السوق بسرعة وبتكلفة منخفضة، ويكون أمام كل المتعاملين في السوق الفرصة لتحليل المعلومات وتحقيق الأرباح، وينعكس هذا على صعوبة تحقيق أرباح غير عادية والمستثمر الذي يخسر يكون بسبب جهله وعدم تحليله للمعلومات المتوفرة في سوق الأوراق المالية.

#### - كفاءة التشغيل

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

ويعتبر تحقيق كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل لأسواق الأوراق المالية مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط أهمها:<sup>(1)</sup>

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

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

- وجود وسائل وقنوات اتصال فعالة في سوق الأوراق المالية توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى المؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف بـ "حركة الأسعار اليومية" التي تصدر عن البورصة.

- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين في السوق بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق والتي

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 38.

تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات في التقارير المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة ضمنه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.

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

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

### الفرع الثالث: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة، نذكرهما كما يلي:

#### أولاً: الكفاءة الكاملة

السوق الكفؤة هي السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الأوراق المالية، وهو ما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر، عاكسا بذلك ما تحمله المعلومات من معلومات ايجابية أو سلبية، على أن تكون تلك المعلومات متاحة للجميع<sup>(1)</sup>، ولكي يتحقق ذلك يجب توفر الشروط التالية:<sup>(2)</sup>

-وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر أو ما يطلق عليه الكفاءة المعلوماتية، وبذلك ستصبح توقعات المستثمرين متجانسة استنادا لتجانس معلوماتهم.

-انعدام القيود على المعاملات، مثل تكاليف المعاملات الضريبية وعدم وجود قيود في عمليات البيع والشراء مع حرية الدخول والخروج للمستثمرين.

-العدد الكبير من المستثمرين والبائعين، بحيث تمنع هذه الكثرة سيطرة أيا من المستثمرين على السوق.

-الرشادة في القرارات الاستثمارية التي تستهدف تعظيم المنفعة من وراء الاستثمار.

ويرى الباحث أن هذا النوع من الكفاءة لا يمكن تحقيقه لعدة أسباب، من بينها التشريعات والقوانين التي تضعها

<sup>1</sup> حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة إصدارات جسر التنمية، السنة الثالثة، العدد 27، 2004، ص 9.

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كاني، بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 55.

الهيئات والمؤسسات المسؤولة على سوق الأوراق المالية لحماية السوق التي تحد من حرية الاستثمار، الضرائب والعمولات المفروضة، لا يمكن للمستثمرين أن تكون توقعاتهم متجانسة حتى ولو كانت المعلومات المقدمة لكل مستثمر هي نفسها نظرا لاختلاف الأهداف وطريقة التحليل. وكلما زاد تطور سوق الأوراق المالية كلما زاد فرض القوانين والتشريعات جديدة لحماية السوق، ولهذا لا يمكن تحقيق الكفاءة الكاملة.

### ثانيا: الكفاءة الاقتصادية

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تظهر آثارها على أسعار الأوراق المالية، وهذا يعني أن القيمة السوقية للورقة المالية قد تبقى أعلى أو أقل من قيمتها الدفترية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية، خاصة على المدى البعيد. ويمكن القول أن هذا النوع من الكفاءة الاقتصادية يبدو واقعا ويسهل تحقيقه على أرض الواقع<sup>(1)</sup>.

### الفرع الرابع: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

يتم تصنيف كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال ثلاث مستويات، تتدرج في الواقع العملي وفقا لتدرج مستويات المعلومات الواردة لسوق الأوراق المالية كالتالي:

#### أولا: الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية المتاحة للأوراق المالية كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال الشركات التي تعود إليها تلك الأوراق، ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب مستثمر آخر نتيجة لعدم معرفته وعدم تماثل المعلومات المتوفرة عنده، ويمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية أو مدى عشوائية نسبة التغير في الأسعار.

#### ثانيا: الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق

وهي الأسواق التي تستجيب الأسعار فيها للمعلومات التاريخية والحالية المتاحة كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال الشركات المصدرة، ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب مستثمر آخر نتيجة لعدم معرفته وعدم تماثل المعلومات المتوفرة عنده.

<sup>1</sup> حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص9.

ثالثا: الصيغة القوية لكفاءة السوق

وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة، ولا يستطيع فيها مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاحتكاره لهذه المعلومات وعدم تكامل وجودها، وحينما يفترض أن يتعادل الطلب مع العرض وبالتالي يتحقق التوازن بمعناه الاقتصادي، إلا أنه ونظرا لاستحالة انتشار المعلومات المستقبلية بين الجميع فقد تستحوذ عليها فئة قليلة دون أخرى لذلك فإنه من المستحيل تواجد مثل هذه الأسواق في الواقع العملي.

ويمكن اختبار هذه الصيغة من الكفاءة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين يفترض أن يكون لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح للجمهور بذات السرعة، وهم الشركات المتخصصة في الاستثمار والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية ومن بينهم صناع السوق إضافة إلى المديرين وكبار العاملين الذين يستثمرون جزء من مواردهم المالية في أسهم الشركات التي يعملون بها<sup>(1)</sup>.

ويكمن توضيح أشكال السوق الكفوة في الجدول التوضيحي التالي:

الجدول رقم (3-1): أشكال السوق الكفوة

درجة الكفاءة	الشرح
السوق الضعيفة	أسعار السوق تعكس معلومات متعلقة بالماضي لا تتيح للمستثمر استخدامها في عمل تنبؤات عن الأرباح المستقبلية للشركة
السوق شبه القوية	أسعار السوق تعكس معلومات الماضي بالإضافة إلى المعلومات العامة المتاحة للجمهور، ولكن لا تساعد المستثمرين على التنبؤ طويل الأجل بالأداء المالية والاقتصادي للشركة.
السوق عالية الكفاءة	بالإضافة إلى ما سبق فإنه تتاح للمستخدمين المعلومات الداخلية للشركة والتي تساعد المستثمرين على التنبؤ بأسعار السوق مستقبلا.

Source: ACCA learning Material, Part No9: Financial Management, UK, BPP Learning Media, 2009, P18.

<sup>1</sup> نوري شقير موسى، ادارة الاستثمار، بدون طبعة، دار الميسرة، الأردن، 2012، ص 104.

### المبحث الثاني: أساسيات حول الاستثمار الأجنبي غير المباشر

تسعى الدول لاجتذاب تدفقات رؤوس الأموال الدولية لتمويل المشاريع الجديدة أو توسيع مشاريع قائمة، وتمثل الأسواق المالية مركزا لتدفق رؤوس الأموال المحلية والأجنبية نتيجة التكامل بين الأسواق المالية العالمية والمحلية، ونستعرض في هذا المبحث مفهوم وأهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر، قنواته والمخاطر المنجزة عنه وأخيرا واقعه في الأسواق المالية العالمية.

### المطلب الأول: الإطار العام للاستثمار الأجنبي غير المباشر

أدى سعي مختلف الدول إلى رفع الأداء المالي لأسواقها المحلية للأوراق المالية بانفتاحها على الأسواق المالية العالمية إلى ظهور شكل جديد من أشكال تدفقات رؤوس الأموال المتمثل في الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وسنتطرق إلى أشكال تدفقات رؤوس الأموال الدولية، تحديد مفهوم وخصائص الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأهميته في المجال الاقتصادي.

### الفرع الأول: مفاهيم حول الاستثمار

يعتبر الاستثمار من أهم أنواع الأنشطة الاقتصادية التي تعتمد عليها الدول من أجل النهوض باقتصاداتها، وأصبح الاستثمار الأجنبي المتمثل في التدفقات الأجنبية لرؤوس الأموال الداخلة والخارجة من وإلى دولة ما في الاقتصاد المعاصر من مصادر التمويل الهامة لمشاريع التنمية وبالذات في الدول النامية.

### أولاً: تعريف الاستثمار

في البداية يجب التفرقة بين الاستثمار والادخار، إذ يعرف الادخار بأنه الاستهلاك المضحي به، حين أن الاستثمار يقتصر عادة على الاستثمار الذي يترتب عليه زيادة فعلية في الناتج القومي في المستقبل<sup>(1)</sup>.

ومن هذا المنطلق يمكن أن يعرف الاستثمار بأنه التعامل بالأموال للحصول على الأرباح وذلك بالتخلي عنها في لحظة معينة ولفترة زمنية محددة، بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية.

وفي تعريف آخر يعتبر الاستثمار "عملية الانفاق الرأسمالي في مشروع ما بغرض تحقيق نمو (أرباح) أو زيادة في المبلغ المستثمر، وهو النشاط الذي تنتظر الشركة من ورائه زيادة لقوتها وقدرتها على الاستمرار في النشاط، بحيث يقوم متخذ القرار بتوظيف رأسمال حالي، مقابل مداخيل وعوائد يأمل الحصول عليها مستقبلاً<sup>(2)</sup>.

وكذا يجب التفريق بين الاستثمار والمضاربة وذلك بإدخال متغير جديد يفصل بينهما ألا وهو المقامرة، حيث أن في

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية للنشر، مصر، 1998، ص 2.

<sup>2</sup> عبد الحميد عبد المطلب، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 19.

القرار يقبل المراهن درجة عالية جدا من المخاطرة أو حتى غير محدودة فلا يمكن أن نعتبره مستثمر، وفي جانب آخر الاستثمار الفعلي يتطلب فقط استعداده لتحمل درجة معقولة من المخاطرة أملا في الحصول على عائد معقول يتمثل غالبا في صورة أرباح إيرادية هي توزيعات السهم أو كيون السند إذا أخذنا الاستثمار في سوق الأوراق المالية كمثال. أما المضاربة تحتل مركزا وسطا بين المقامرة والاستثمار، ونبقى في سوق الأوراق المالية حيث تتطلب المضاربة استعداد المستثمر لتحمل درجة عالية من المخاطرة أملا في الحصول على عوائد مرتفعة تنتج عن التقلبات المتوقعة في الأسعار السوقية للأوراق المالية. فالمضارب يكون مقامرا اذا قبل تحمل مخاطرة تتعدى الحدود المعقولة للاستثمار، أما اذا كان مستثمرا محترفا فسيبني معاملاته على تنبؤات محسوبة بعكس المقامرة التي تعتمد على مجرد الحظ<sup>(1)</sup>.

### ثانيا: مجالات الاستثمار

يقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي يوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد ومن الأمثلة: مجال العقارات، مجال الصناعة، مجال الزراعة ومجال السياحة... الخ. ويتم تحديد مجال الاستثمار وفق بابين: التبويب الجغرافي، والتبويب النوعي.

#### 1- التبويب الجغرافي لمجالات الاستثمار

تنقسم الى استثمارات محلية وأجنبية:

1-1- الاستثمارات المحلية: تمثل مجالات الاستثمار المحلية جميع الفرص المتاحة في السوق المحلية وبغض النظر عن نوع أداة الاستثمار المستخدمة مثل: العقارات، الأوراق المالية، الذهب والمشروعات الجارية... الخ<sup>(2)</sup>.

1-2- الاستثمارات الأجنبية: هو انتقال رؤوس الاموال بين بلدين بقصد توظيفها في عمليات اقتصادية مختلفة ك شراء أوراق مالية أو أموال منقولة تدر ربحا أو بقصد توظيفها في عمليات ائتمانية مثمرة كالاقتراض أو في عمليات غير مثمرة كحفظ النقود في مصرف أو بيت للإيداع. وبعبارة أخرى يعني انتقال الحقوق والقوى الشرائية المتمثلة في النقود والائتمان بحيث ينشأ عن الانتقال المذكور حالة دائنة للمستثمر ومديونية في ميزان الدولة<sup>(3)</sup>.

#### 2- التبويب النوعي لمجالات الاستثمار

إن الاستثمار هو توظيف المال بهدف تحقيق العائد أو الدخل أو الربح أو المال عموما، قد يكون الاستثمار على شكل مادي (استثمار حقيقي)، أو على شكل غير مادي (استثمار مالي).

<sup>1</sup> نجد مطر، ادارة الاستثمارات: الاطار النظري والتطبيقات العلمية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، الأردن، 2009، ص ص 28-29.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 76.

<sup>3</sup> دريد محمود السامرائي، الاستثمار الأجنبي: المعوقات والضمانات القانونية، الطبعة الأولى، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2006، ص 48.



2-1- الاستثمارات الحقيقية (الاقتصادية): يعتبر الاستثمار حقيقيا متى توفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي (real asset) كالعقار والسلع، والذهب... الخ. ويقصد بالأصل الحقيقي كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته، ويترب على استخدامه منفعة اقتصادية اضافية تظهر اما في شكل سلعة أو في شكل خدمة.

2-2- الاستثمارات المالية: الاستثمار المالي هو شراء تكوين مالي موجود، وهذا يعني شراء حصة في رأسمال (سهم) أو حصة قرض (سند، شهادة ايداع أو أذن خزانة) تعطي لحاملها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد والحقوق الأخرى التي تتضمنها القوانين ذات العلاقة. وما يحدث من عمليات بيع وشراء للأوراق المالية في السوق المالي الثانوية يعتبر انتقال ملكية الأصل المالي حيث يتخلى البائع عن ملكيته مقابل حصوله على ثمن معين<sup>(1)</sup>.

### ثالثا: أدوات الاستثمار

الأداة هي الأصل المعين الذي يستثمر فيه المستثمر أمواله، ويمكن أن يكون في المجال الواحد أكثر من أداة للاستثمار مثل الأسهم، السندات، شراء وبيع الأراضي، ونذكر هذه الادوات في الآتي:

#### 1- أدوات الاستثمار الحقيقي: ونذكر منها:<sup>(2)</sup>

1-1- العقار: تحتل المتاجرة بالعقارات المرتبة الثانية بعد الأوراق المالية وتتم بشكل مباشر عند بيع عقار حقيقي أو بشكل غير مباشر عند شراء سند عقاري من بنك عقاري مثلا.

1-2- السلع: تشبه المتاجرة بالأوراق المالية في كثير من الأوجه من حيث السوق، توافر السيولة، الأسعار تكون معلنة. إلا أن الاتجار بالسلع يكون غالبا أكثر مخاطرة منه في الأوراق المالية.

1-3- المشروعات الاقتصادية: تتنوع أنشطتها ما بين صناعي، تجاري، زراعي... الخ. يعتمد على أصول حقيقية: المباني، الآلات والمعدات، وسائل النقل والأفراد العاملين. حيث تشغيل هذه الأصول يؤدي إلى إنتاج قيمة مضافة تزيد من ثروة مالكيها وتنعكس في شكل زيادة على الناتج القومي.

بالإضافة إلى ما سبق هناك الاتجار بالمعادن النفيسة كالذهب، الفضة والبلاطين وغيرها من المعادن الأخرى.

2- أدوات الاستثمار المالي: جميع الأوراق المالية المعروفة مثل الأسهم بأنواعها، السندات، أذونات الخزينة، شهادات الإيداع... الخ.

<sup>1</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، مرجع سبق ذكره، ص ص 35-39.

<sup>2</sup> محمد مطر، ادارة الاستثمارات: الاطار النظري والتطبيقات العلمية، مرجع سبق ذكره، ص ص 82-91.

### الفرع الثاني: أشكال تدفقات رؤوس الأموال الدولية

ويقصد عادة بتدفق رؤوس الأموال من بلد إلى آخر تدفق حقوق مالية بين جهات مقرضة وأخرى مقترضة، وليس انتقال سلع استثمارية عينية كالآلات أو المعدات.

#### أولاً: المعونات الأجنبية

تشمل كافة التحويلات الدولية التي تتم وفقاً لشروط وقواعد ميسرة بعيداً عن القواعد والأسس المالية والتجارية السائدة، وتنقسم المعونات إلى: (1)

**1- المنح:** تضم كل التحويلات النقدية التي تقدمها بعض الدول لغيرها سواها لاعتبارات اقتصادية أو إنسانية، وهي تحويلات لا ترد.

**2- المساعدات الميسرة:** هي قروض ميسرة واجبة السداد تدخل في نطاق المديونية الخارجية، وتتم وفقاً لقواعد وشروط أيسر من مثيلاتها في الأسواق المالية الدولية من حيث أسعار الفائدة المنخفضة أو طول مدة السداد.

#### ثانياً: القروض الأجنبية

تعتبر معاملات يلتزم بمقتضاها المقترض بسداد القرض وأعبائه في وقت معين دون أي مشاركة من المقرض للمقترض في المخاطر التي يتحملها، وتميز بين نوعين من القروض:

**1- القروض العامة:** هي القروض التي تمنحها الحكومات الأجنبية على أسس تجارية، وذلك بغرض النظر عما إذا كانت الجهة التي تتلقى القرض، حكومة أو أي جهة أخرى.

**2- القروض الخاصة:** هي القروض التي ترد إلى الدولة من الأفراد أو الهيئات الأجنبية الخاصة، فمنذ منتصف الستينيات قد أصبحت البنوك الخاصة في الدول المتقدمة هي المانح الرئيسي لمعظم القروض الدولية، ثم جاءت أزمة المديونية العالمية أوائل الثمانينات لتساهم في تغيير مكونات تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية بشكل خاص، بحيث تضاعف حجم القروض المصرفية في حين زاد حجم الاستثمار الأجنبي (2).

#### ثالثاً: الاستثمار الأجنبي

أصبح الاستثمار الأجنبي في الاقتصاد المعاصر من مصادر التمويل الهامة لمشاريع التنمية الاقتصادية، وبالذات في الدول النامية ودول أوروبا الشرقية وآسيا، وينقسم إلى استثمار أجنبي مباشر واستثمار أجنبي غير مباشر. الاستثمار

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، التمويل العام: المدخل الادخاري والضريبي، الاسلامي، الدولي، الطبعة الثانية، مكتبة الاشعاع الفنية، مصر، 1998، ص 309.

<sup>2</sup> Shereen Mostafa Sobhy Bacheer, **The Effect of Foreign Portfolio Investment on Real Economic Growth in Egypt**, Thesis submitted in fulfillment for the requirements of PhD in Economics, Department of Economics, Cairo University, 2013, P10.

الأجنبي غير المباشر يشمل كافة التوظيفات المالية في السندات الحكومية والمؤسسية وكل أنواع الأسهم المملوكة من قبل الأجانب بهدف تحقيق الربح وتوظيف رأس المال دون منح الحق في ادارة المشروع. أما الاستثمار الأجنبي المباشر ينطوي على تملك المستثمر الأجنبي لجزء من أو كل الاستثمارات في المشروع المعين هذا بالإضافة إلى قيامه بالمشاركة في ادارة المشروع مع المستثمر الوطني في حالة الاستثمار المشترك أو السيطرة الكاملة على الادارة في حالة الملكية المطلقة، فضلا عن قيامه بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجية والفنية في جميع المجالات إلى الدولة المضيفة حيث يعتبر استثمار طويل الأجل مقارنة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثالث: مفهوم وخصائص الاستثمار الأجنبي غير المباشر

تتعدد تسميات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، فهناك من يطلق عليه الاستثمار المحفطي، هناك من يسميه استثمار الأجانب في سوق الأوراق المالية، لكنها تتمحور حول نفس المفهوم، وفيما يلي نستعرض بعض التعاريف.

تعرف منظمة التعاون والتطوير الاقتصادي بأنه: "تلك الاستثمارات الموجهة لشراء الأوراق المالية والتي تصدرها الهيئات العامة أو الخاصة في الدول النامية، على ألا يكون للأجانب منها ما يخولهم حق ادارة المشروع أو اتخاذ القرارات أو الرقابة على تلك المشروعات المرتبطة باستثماراتها"<sup>(2)</sup>.

ويعرف أيضا على أنه الاستثمار الذي يشمل كل التوظيفات المالية في السندات الحكومية والمؤسسية وكل أنواع الأسهم المملوكة من قبل الأجانب بهدف تحقيق الأرباح وتوظيف رأس المال<sup>(3)</sup>.

كما يعرف على أنه تملك الأجانب للأسهم والسندات الخاصة أو الحكومية في البلد المضيف بقصد المضاربة والاستفادة من فروقات الأسعار، أو الحصول على الأرباح التي تدرها السندات أو الأسهم بشرط ألا يملك الأجانب ما يخولهم حق إدارة المشروع<sup>(4)</sup>.

وانصرف إلى تعريفه علي عباس على أنه: "الاستثمار الذي يتعلق بشراء المستثمرين للأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى بهدف المضاربة، أما علاقة هذه الفئة من المستثمرين مع الشركات التي يشترون أوراقها المالية فهي علاقة غير مباشرة، حيث لا يكون للمستثمر دورا مؤثرا في قرارات الشركة، فإذا كانت نية المستثمر شراء أسهم بقصد إعادة بيعها وتحقيق أرباح إضافية فإن علاقته بالشركة لا تحظى باهتمامه، أما إذا كانت نيته شراء الأسهم

<sup>1</sup> شكري ماهر كنج، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، بدون طبعة، دار الحامد للنشر، 2004، ص 366.

<sup>2</sup> IMF, External debts statisticsM guide for compilers and users draft, Washington DC, March 2000, Appendix3 glossary of terms, <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=2092>.

<sup>3</sup> نورزاد عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر، الأردن، 2007، ص 180.

<sup>4</sup> حسن كريم حمزة، العوامة المالية والنمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر، الأردن، 2011، ص ص 111-112.

بقصد السيطرة على الشركة تصبح استثمارا مباشرا<sup>(1)</sup>.

عرف الاستثمار الأجنبي غير المباشر أيضا بأنه انتقال رؤوس الأموال من دولة لأخرى، يترتب عنها حقوقا للملكية لا تتعاقب معها حقوق الادارة ومسؤوليتها، ويكون محل الحق إما الأوراق المالية من صكوك دائنة (سندات) أو أسهم<sup>(2)</sup>.

ومن خلال ما سبق من تعريفات نستنتج أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر هو استثمار غير المقيمين في دولة ما في أوراق الملكية (أسهم) أو أدوات الدين (سندات) في سوق الأوراق المالية المحلية بشرائها والاحتفاظ بها للاستفادة من فوائد السندات وعوائد الأسهم، أو بيعها للاستفادة من تقلبات الأسعار والحصول على أرباح، بشرط أن لا يمتلك المستثمر حق الادارة أو المشاركة في اتخاذ القرارات أو المراقبة في الجهة المصدرة لهاته الأوراق المالية.

والاستثمار الأجنبي غير المباشر وكباقي الاستثمارات المختلفة يتميز بمجموعة من الخصائص نذكر منها:<sup>(3)</sup>

- ينحصر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في المبادلة والمتاجرة بالأوراق المالية الدولية أو الأوراق المالية المسجلة في أسواق مالية أجنبية بالنسبة للمستثمر.
- الهدف الرئيسي له يتمثل في الحصول على معدل للعائد وأرباح رأسمالية في البلدان الأجنبية التي تكون أعلى من تلك التي يحققها في السوق المحلية.
- يتميز بسرعة حركته في الدخول والخروج المفاجئ من وإلى الأسواق المحلية والدولية، لذا يطلق عليه عادة اسم "الأموال الساخنة" في أسواق الأوراق المالية.
- تكون المشاركة الوحيدة في هذا النوع من الاستثمار للمستثمر الأجنبي بالمال فقط دون أن يكون له الحق في ادارة واتخاذ القرار أو المراقبة على المشروع إلا عند نسبة تملك معينة تحددها الدولة المضيفة.
- يعتبر مصدر تمويل هام للدولة ومختلف الشركات التي تطرح أوراقا مالية في الأسواق وتسمح بتداول المستثمر الأجنبي لها.
- عادة ما يتسبب في حدوث أزمات حادة ومعقدة، وذلك لكونه يتأثر بعوامل الطمع والمخاطرة اللذان يمتلكان المستثمر في سوق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> علي عباس، ادارة الأعمال الدولية: الاطار العام، بدون طبعة، دار الحامد للنشر، الأردن، 2007، ص 36.

<sup>2</sup> رضا محمد أحمد محمد، الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في الأسواق الناشئة -دراسة نظرية-، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد 03، 2012، مصر، ص 164.

<sup>3</sup> علي بوعبد الله، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، دراسة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير وعلوم التجارة، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، دفعة 2013-2014، ص 132-133.

ويمكن تلخيص الفرق بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في الجدول أدناه:

الجدول رقم (1-4): الفرق بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر

الاستثمار الأجنبي غير المباشر			الاستثمار الأجنبي المباشر			الخاصية
أوراق مالية (أسهم وسندات)			تملك موجودات ملموسة			الأصل محل الاستثمار
سوق الأوراق المالية			الشركات متعددة الجنسيات			القناة الرئيسية
عدم وجود سيطرة			جزئية أو كلية			السيطرة على المشروع
نسبة الملكية	100%	50%	25%	20%	10%	الحد الفاصل
الدولة	هولندا	النمسا كندا	استراليا اليابان بريطانيا ألمانيا	فنلندا فرنسا اسبانيا	الدنمارك أمريكا	
الاستثمار في الأوراق المالية فقط			انتاجي (نقل التكنولوجيا والخبرات)			طبيعة النشاط
منخفضة			مرتفعة			التكلفة
لا			نعم			مشاركة الملكية الفكرية
قصير الأجل			طويل الأجل			المدى الزمني
قابل للتجزئة حسب الأسهم			متكامل (لا يتجزأ)			التجزئة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على: عمار صايقي، محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية - دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر-، دراسة مقدمة لنيل درجة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس، قسم مالية وبنوك، دفعة 2009، ص 97.

الفرع الرابع: أهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر

الاستثمار الأجنبي غير المباشر في نمو مستمر حيث أصبح يعكس عوامة الأسواق المالية، إذ أن الاتجاه نحو العوامة مرتبط بزيادة حركة رؤوس الأموال الدولية مما أثر على اقتصاديات الدول المختلفة وعلى قدرة المشروعات والمنشآت على حد سواء في الحصول على التمويل اللازم من أسواق المال العالمية<sup>(1)</sup>.

ومن ذلك فإن الاستثمار الأجنبي غير المباشر له أهمية كبيرة خاصة بالنسبة للدولة المستضيفة لما له من آثار إيجابية منها ما يلي:

-المساهمة المباشرة في تمويل الشركات المحلية في السوق الأولية اما في صورة اقراض أو على شكل مشاركة في الملكية.

-الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية يزيد من سيولة السوق ويساعد على تطوير كفاءة السوق أيضا، كما يجعلها أوسع وأكثر عمقا، والمقصود بالسيولة السهولة التي يتم بها تحويل الاستثمارات إلى نقد أو التي تمكن المستثمر من شراء الأوراق المالية دون تأثير كبير على الأسعار، وتواجد عدد كبير من البائعين والمشتريين في سوق الأوراق المالية يضمن توافر السيولة اللازمة<sup>(2)</sup>.

-الاستثمار الأجنبي غير المباشر يعود بالنفع على القطاع الحقيقي للاقتصاد، إذ يمكن للاستثمار الأجنبي غير المباشر توفير مصدر للاستثمارات الأجنبية ولا سيما إلى البلدان النامية التي هي قليلة رؤوس الأموال، لذا فإن قدوم استثمارات أجنبية في شكل محفظة استثمارية (غير مباشرة) يحسن معدل الاستثمار من خلال توفير النقد الأجنبي إلى البلدان النامية، كما يقلل من ضغط فجوة العملات الأجنبية لأقل البلدان نموا مما يجعل الواردات من السلع الاستثمارية سهلة المنال بالنسبة لهم، لذا فإن هذه التدفقات قد تقود إلى معدلات أعلى من النمو الاقتصادي<sup>(3)</sup>.

-بالنسبة للدول الآخذة في النمو يعد الوصول إلى رأس المال العالمي في شكل تدفقات استثمارية مباشرة وغير مباشرة مدعاة لتخفيض كبير في تكلفة تمويل المشروعات، ويسمح ذلك الأمر للأشخاص والشركات المحلية بتنفيذ المزيد من مشروعات الاستثمار والتي تسهم بدورها في تنمية الموارد الحقيقية، وفي المدى الطويل تتم ترجمة ذلك في شكل مستويات معيشة أعلى وارتفاع في معدلات النمو الاقتصادي.

-تحت المشاركة الأجنبية في سوق رأس المال المحلية على تطوير القواعد المحاسبية ونظم التقارير وعلى رفع مستوى

<sup>1</sup> محمد الحناوي، نihal مصطفى فريد، مبادئ وأساسيات الاستثمار، الطبعة الثالثة، المكتبة الجامعية الحديثة، مصر، 2006، ص 232.

<sup>2</sup> أمين السيد أحمد لطفى، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 475.

<sup>3</sup> رضا محمد أحمد محمد، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تمويل التنمية الاقتصادية -دراسة مقارنة بين مصر وماليزيا-، رسالة للحصول على درجة دكتوراه

الفلسفة في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2012، ص 9.

الافصاح عن المعلومات لأداء الشركات، وذلك نتيجة طلب المستثمر الأجنبي (لاسيما المستثمر المؤسسي) مستوى متقدم من القواعد والاجراءات التنظيمية للتعامل ونظم المعلومات والافصاح الجيد، وأيضا طلبه مستوى متقدم من الخدمات التي تساعد على التداول مثل شركات السمسرة، الحفظ والايدياع والتسوية والمقاصة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة درجة نمو وكفاءة الأسواق الناشئة<sup>(1)</sup>.

-يمكن الاستثمار الأجنبي غير المباشر من تحقيق الانضباط والخبرة في أسواق رأس المال المحلية، إذ في سوق أعمق وأوسع فإن المستثمرون لديهم حوافز أكثر لتخصيص وانفاق الموارد في البحث عن فرص استثمارية جديدة، وبالمقابل تشجيع المنافسة بين الشركات في الحصول على التمويل بدوره يساعد على رفع الاقتصاد المحلي وتطويره.

-يؤدي إلى إيجاد حلقة تزيد من كفاءة السوق المحلية عن طريق الاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تمتلك تكنولوجيا مالية متقدمة يكون لها أثر في جذب المزيد من التدفقات وزيادة المعرفة بتلك الأسواق مما يشجع بدوره على الاستثمار الأجنبي<sup>(2)</sup>.

-توجه الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية المحلية يعني حركة رؤوس الأموال إلى ذلك البلد، وهذا من مزاياه بأنه يزيد من الطلب على العملة التي تتجه إليها العملات في الأسواق، ويؤدي إلى زيادة عرض العملات التي تخرج منها رؤوس الأموال وبالتالي هبوط أسعارها<sup>(3)</sup>، ويقصد بذلك ارتفاع العملة المحلية إذا ما قورنت بقيمتها من العملات الأجنبية.

### المطلب الثاني: قنوات ومخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يتم الاستثمار الأجنبي غير المباشر عن طريق مجموعة من القنوات، التي تحكم وتضبط حركته وتجعل نصيب الدول منه يختلف باختلافها، كما يصاحب هذا النوع من الاستثمار العديد من المخاطر المتأنية من داخل البلد المضيف أو من البيئة الاقتصادية الدولية، وسوف نستعرض في هذا المطلب قنوات ومخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

### الفرع الأول: قنوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

نقصد بقنوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر الطرق المختلفة التي تمكن المستثمر المحلي من الوصول إلى أسواق الأوراق المالية العالمية أو تلك التي تمكن المستثمر الأجنبي من الوصول للاستثمار في سوق الأوراق المالية المحلية، حيث يمكن أن نميز بين عدد من القنوات المتمثلة في استثمار الأفراد المباشر في الأوراق المالية، صناديق الاستثمار الدولية، الاصدارات العالمية للأوراق المالية، المحافظ المشتركة وصناديق رأس المال المخاطر.

<sup>1</sup> أميرة حسب الله نجّد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية: دراسة مقارنة بين تركيا، كوريا الجنوبية ومصر، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 47.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 47.

<sup>3</sup> شكري ماهر كنج، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 370.

من الضرورة بمكان أن نتطرق إلى موضوع المحفظة الاستثمارية، إذ سبق الإشارة أن الاستثمار غير المباشر يشير إلى تملك الأجانب للأسهم والسندات، وغالبا ما تكون الاستثمارات في الأسهم والسندات على شكل محافظ استثمارية، ولهذا يسمى الاستثمار غير المباشر أيضا بالاستثمار الأجنبي المحفطي.

فالمحفظة الاستثمارية هي توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية كالأسهم والسندات وأدوات حقيقية كالعقارات والمعادن النفيسة وكل ما لا يوجه للانتفاع الترفيهي أو للاستهلاك المظهري بل يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح، حيث يتم اختيار هذه التوليفة وتنويعها من مختلف الأنشطة الصناعية والتجارية لكي تعطي أعلى عائد وتقلل مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن.

### أولاً: استثمار الأفراد المباشر بالأوراق المالية

يقصد بالاستثمار المباشر بالأوراق المالية أن يقوم المستثمرون الأجانب بشراء وبيع الأوراق المالية التي تصدر في دولة معينة بشكل مباشر في السوق المحلية لها وبالعملة المحلية، حيث تستفيد الشركات الموجودة بالدولة من التمويل اللازم في الأسواق الأولية، كما تساهم تعاملات الأجانب في زيادة نشاط الأسواق الثانوية مما ينتج عليه ارتفاع أسعار الأوراق المالية وانخفاض تكلفة التمويل، وهو ما يشجع على زيادة الاصدارات في الأسواق الأولية<sup>(1)</sup>.

### ثانياً: صناديق الاستثمار الدولية

تعتبر صناديق الاستثمار بالشكل القانوني مؤسسات استثمار جماعية<sup>(2)</sup>، تمثل وعاء مالي لتلقي الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات واستثمارها في شكل صناديق من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة ويتحدد نصيب المستثمر بعدد الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله.

أما صناديق الاستثمار الدولية فهي تجمع الأموال من المستثمرين لاستثمار في أسواق عديدة خارج الدولة الأم ومن ثم نجد منها ما هو دولي وما هو اقليمي، ولهذا النوع من الاستثمارات العديد من المزايا للمستثمر الأجنبي أو الشركات المحلية في السوق المحلية للدولة الأم، فهي تتيح للمستثمر فرصة التنوع في أسهم دولية بتكلفة منخفضة، وبالتالي يخفض من درجة المخاطرة التي يتعرض لها خصوصا في ضوء ادارة هذه المحفظة من مديرين متخصصين. أما بالنسبة للشركات المحلية فتتيح لها فرصة النفاذ إلى الأسواق العالمية وخفض تكلفة الحصول على رأس المال<sup>(3)</sup>.

<sup>1</sup> شيرين مصطفى صبحي بشير، الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية - المحددات وأهم الانعكاسات على الدول المتلقية-، دراسة مقدمة لنيل درجة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الاقتصاد و العلوم السياسية، جامعة القاهرة، دفعة 2003-2004، ص 34.

<sup>2</sup> رضا محمد أحمد مجدين، الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في الأسواق الناشئة -دراسة نظرية-، مرجع سبق ذكره، ص 187.

<sup>3</sup> علا عادل عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العددان 63-64، صيف-خريف 2013، ص 81-82.



ثالثا: الاصدارات العالمية من الأوراق المالية

تعرف الاصدارات العالمية أو الدولية من الأوراق المالية على أنها أوراق يتم تسجيلها في الأسواق المالية العالمية مما يسمح بتداولها في دول كثيرة، وعادة ما تتطلب هذه الاصدارات توافر شروط معينة للتسجيل في الأسواق العالمية مثل حجم الانتاج والمبيعات، نسب استغلال الطاقة الانتاجية، مدى اتباع المرجع المحاسبي الدولي ومدى الالتزام بسياسات ومبادئ الفصاح والشفافية وغيرها من العوامل الخاصة بالسندات كالجدارة الائتمانية والوضع الاقتصادي للدولة المصدرة في حالة السندات الحكومية<sup>(1)</sup>.

وتنقسم الاصدارات العالمية من الأوراق المالية إلى نوعين: اصدارات الأسهم واطارات السندات

**1- الاصدارات العالمية من الأسهم:** تتم هذه الاصدارات مباشرة عن طريق سوق الأسهم، أو بشكل غير مباشر عن طريق شهادات الايداع الدولية.

**1-1- سوق الأسهم الدولية:** تعمل الشركات المتعددة الجنسيات على جذب الأموال من المستثمرين الأجانب من خلال اصدار أسهم في الأسواق الدولية، واطار الأسهم في بلد أجنبي يمكن أن يعزز صورة الشركة، وسوق الأسهم الدولية يتضمن كل الأسهم التي تباع وتشتري خارج البلد المصدر، وكل من الشركات والحكومات في كثير من الأحيان تبيع الأسهم في سوق الأسهم الدولية أما المشترون فهم الشركات الأخرى والبنوك وصناديق الاستثمار وكذا صناديق التقاعد والمستثمرون الأفراد.

**1-2- شهادات الايداع الدولية:** هي عبارة عن أداة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية، ويتم تداولها كبديل عن الأسهم الأصلية، تمثل شهادات أو ايصالات الايداع حقوق ملكية في الشركات الأجنبية لذلك فإن كل شهادة تقابلها نسبة محددة من الأسهم، بحيث يتماشى سعر الشهادة مع مستويات الأسعار السائدة في السوق المسجلة فيها الشهادة خاصة إذا كان سعر السهم غير ملائم للسوق عند تحويله من العملة الوطنية إلى عملة السوق الأجنبي<sup>(2)</sup>.

ويتم الاصدار عن طريق آلية محددة تقوم من خلالها الشركة المصدرة بإيداع الأسهم لدى بنك معين في دولتها، ويقوم البنك بالاتصال بما يدعى بنك الإيداع وهو بنك يعمل في الدولة الأجنبية التي ترغب الشركة اصدار الأسهم فيها، وبناء على هذا الاتصال يقوم بنك الإيداع بإصدار شهادات الإيداع المقومة بالعملة الأجنبية، وفعليا يتم تداول شهادات الايداع وليس الأسهم نفسها<sup>(3)</sup>.

<sup>1</sup> عمار صايفي، محددات الاستثمار المخفي وآثاره على أسواق الأوراق المالية -دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص 69.

<sup>2</sup> رضا محمد أحمد مجدين، الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في الأسواق الناشئة -دراسة نظرية-، مرجع سبق ذكره، ص 183.

<sup>3</sup> شيرين مصطفى صبحي بشير، الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية -المحددات وأهم الانعكاسات على الدول المتلقية-، مرجع سبق ذكره، ص 34-35.

## 2-الاصدارات العالمية من السندات:

يتعلق الأمر بالسندات الأجنبية وهي السندات التي تصدرها شركة أو حكومة أجنبية في سوق الأوراق المالية المحلية لدولة أخرى، فهي عادة ما تباع من خلال أحد بنوك الاستثمار في الدولة المضيفة، ويتم تداولها بعد ذلك في سوق الأوراق المالية الخاصة بهذه الدولة المضيفة وعندها يخضع السند الأجنبي لقوانين الحماية الخاصة بهذه الدولة<sup>(1)</sup>.

وتوجد ثلاثة أشكال رئيسية لإصدارات السندات الدولية:

**2-1-السندات الأجنبية:** هي التي تصدرها دولة ما في دولة أجنبية، بحيث تكون مقومة بالعملة المحلية للدولة الأجنبية التي تتداول فيها الورقة.

**2-2-سندات اليورو:** تعتبر سندات طويلة الأجل، يتم إصدارها في دولة لا تستخدم العملة المصدر بها كعملة وطنية خاصة بها<sup>(2)</sup>.

**2-3-سندات اليورو دولار:** هي سوق سندات الدولار الأمريكي الموجود خارج الولايات المتحدة الأمريكية، إذ يتم التعامل بها خارج اطار أنظمة وتعليمات السلطات النقدية الأمريكية، وذلك نقيض سوق سندات المقترضين الأجانب في الولايات المتحدة (سوق اليانكي) الذي يخضع للقوانين والأنظمة المحلية للبلاد<sup>(3)</sup>.

### رابعا: المحافظ المشتركة

تعد المحافظ المشتركة شركات استثمارية مستقلة تؤسس من قبل بنوك تجارية ومؤسسات مالية أخرى مثل صناديق التقاعد وصناديق الضمان وشركات التأمين، والتي تستثمر الأموال لديها بدلا من انفاقها المباشر وذلك لضمان تدفقات منتظمة ومستمرة بشكل يضمن توازنا ديناميكيا بين حاجاتها إلى الدخول الجارية لمواجهة طلبات المتعاملين، ورغباتها الدائمة في خلق مداخيل جديدة، وتعتمد المحافظ المشتركة على ثقة المساهمين بإدارة تتولى أعمالها في الداخل والخارج في أسواق منتظمة وغير منتظمة<sup>(4)</sup>.

### خامسا: صناديق رأس المال المخاطر

يقصد بها تلك الصناديق التي يوفر من خلالها المستثمرين الأجانب التمويل والخبرة الفنية والإدارية لشركات غير مقيدة في سوق الأوراق المالية المحلية أو لمشروعات ذات مخاطرة عالية تهدف إلى تحقيق نمو مرتفع وأرباح مستقبلية

<sup>1</sup> سي بول هالوود، رونالد ماكديونالد، النقود والتمويل الدولي، بدون طبعة، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2007، ص 612.

<sup>2</sup> سي بول هالوود، رونالد ماكديونالد، النقود والتمويل الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 612.

<sup>3</sup> شيرين مصطفى صبحي بشير، الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية -المحددات وأهم الانعكاسات على الدول الملتقطة-، مرجع سبق ذكره، ص 35.

<sup>4</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 231.

متزايدة، والغرض من هذا التمويل هو المشاركة في الأرباح المستقبلية المحتملة<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني: مخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر

الاستثمار الأجنبي غير المباشر كغيره من الاستثمارات، يواجه مخاطر مختلفة على المستوى المحلي أو الدولي، نطلع عليها فيما يلي:

#### أولاً: المخاطر النظامية وغير النظامية:

يمكن تعريف الخطر على انه احتمال التباين في التنبؤات فقد تخطئ التنبؤات بعضا او كلها، وهناك من الاستثمارات من تكون احتمالات الخطر عالية فاذا كان التنبؤ غير دقيق كان احتمال الخطر عاليا اما اذا كان التنبؤ دقيق كان احتمال الخطر منخفضا، ويمكن تقسيم الخطر الى نوعين رئيسيين من المخاطر التي تعترض العمل الاستثماري والمتمثلة بالمخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية<sup>(2)</sup>.

وتعتبر المخاطر بمثابة نسبة للانحرافات التي قد تنشأ عن التحليلات والتنبؤات وعن الوضع الطبيعي، وقد تكون مسببات هذه الانحرافات يمكن تجنبها والتي غالبا ما تكون خاصة بالشركة، بينما عوامل اخرى لا يمكن تجنبها وهذه العوامل تكون مرتبطة أو متعلقة بالسوق ككل.

#### 1-المخاطر النظامية

وهو ذلك الخطر الخاص بالسوق أو هو ذاك الجزء من الخطر الذي يصيب الورقة المالية والذي لا يمكن تجنبه من خلال التنوع في الأوراق المالية وسبب هذا الخطر يكون مصدره مرتبط بعوامل السوق أو بعوامل اقتصادية كلية والتي تؤثر على كل الشركات وبشكل نظامي وهناك مجموعة من العوامل الاقتصادية والمالية المسببة لخطر السوق النظامي، وهذه العوامل تمثل خطر على الاستثمار سواء كان الاستثمار محليا أو خارجيا وهي على النحو التالي:<sup>(3)</sup>

**1-1-تغيرات اسعار الفائدة:** إن ارتفاع أسعار الفائدة يقود الى انخفاض أسعار الأوراق المالية ذلك ان المستثمر سيجد من الافضل ايداع المال في المصرف او شراء سندات بفائدة عالية بدلا من الاستثمار في الأوراق المالية وهذا يعني زيادة عرض الاسهم وبالتالي انخفاض السعر الذي يؤثر على العائد.

**1-2-تغير الأسعار أو التضخم:** تمثل تغيرات الاسعار وارتفاعها (التضخم) عاملا مهما من العوامل المسببة للخطر النظامي والاستثمار في الأوراق المالية وذلك بانسحاب هذه التغيرات على الاستثمار في الأوراق المالية مما يعني زيادة حالة العرض من الأوراق المالية وانخفاض سعرها.

<sup>1</sup> رضا محمد أحمد مجدين، الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في الأسواق الناشئة -دراسة نظرية-، مرجع سبق ذكره، ص 191.

<sup>2</sup> الجميل سمر كوكب، المدخل إلى الأسواق المالية: نظريات وتطبيقات، الطبعة الثانية، دار ابن الأثير للطباعة والنشر، العراق، 2012، ص 274.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص 275-276.

**1-3- دورات الاعمال في الاقتصاد:** ويقصد بها دورات الاعمال التي يعاني منها الاقتصاد من انكماش وازدهار مما يعني انعكاس ذلك على سوق الاوراق المالية وتأثير ذلك على اسعار الاوراق المالية وعوائدها.

**1-4- تغيرات السوق:** ويقصد بها التغيرات التي تنشأ نتيجة احتمال وقوع بعض الأحداث الهامة محليا وعالميا مثل إجراء تغيرات جوهرية في النظام الاقتصادي للدولة أو الحروب أو التقلبات السياسية. وان هذا النوع من المخاطر يرتبط بعدة عوامل منها الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والأزمات المالية والاقتصادية والحروب، وتشمل اثار هذا النوع من المخاطر أسعار كل أسهم الشركات في الاقتصاد ويزداد تأثير الخطر النظامي على الشركات الكبيرة والشركات التي تشكل التكاليف الثابتة فيها نسبة كبيرة من التكاليف الإجمالية وكذا ذات الرفع التشغيلي العالي.

## 2-المخاطر غير النظامية

وهو الخطر القابل للتنويع ويقصد به الخطر الذي يخص الشركة فقط ويصيب الورقة المالية والذي يمكن تجنبه بالتنويع وليس لهذا الخطر علاقة بالسوق ومصادره متعددة منها الإدارة والسيولة والرفع المالي والمديونية، وهناك من يرى بأنه توجد مصادر أخرى للخطر في الاستثمار الأجنبي غير المباشر ويمكن ذكر تلك المصادر كالاتي:<sup>(1)</sup>

**1-2- الضرائب:** حيث تقوم بعض الدول بفرض ضرائب على توزيعات الأرباح ومدفوعات الفائدة مما يقلل من العوائد التي يحققها المستثمر بدورها تقلل من جاذبية الاستثمار في الأسواق العالمية.

**2-2- مخاطر سعر الصرف:** إن العائد على الاستثمار في أسواق رأس المال الأجنبية يشمل العائد المحقق نتيجة التغير في سعر صرف العملة الأجنبية المستثمر بها، وبالتالي فإن معدل العائد على الأوراق المالية الأجنبية تشمل علاوة خطر سعر الصرف أيضا.

**2-3- مخاطر التسويق:** تتمثل في صعوبة بيع الورقة المالية بالشكل الذي لا يحقق فيه المستثمر خسائر ناتجة عن انخفاض في سعرها.

**2-4- مخاطر عدم السداد:** وهي تلك المخاطر المتعلقة بعدم دفع العوائد أو الفائدة وقيمة الورقة المالية عند تاريخ الاستحقاق

**2-5- مخاطر التحويل:** وهي المخاطر الناجمة عن قيام الشركة بتحويل الأسهم الممتازة أو السندات المصدرة في الفترة سابقة إلى أسهم عادية مما قد يترتب عليه انخفاض في معدل العائد

**2-6- مخاطر الاستدعاء:** يتمثل في قيام الشركة المصدرة للأوراق المالية باستدعاء حاملها لاستلام قيمتها وذلك

<sup>1</sup> رضا محمد أحمد مجدين، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تمويل التنمية الاقتصادية -دراسة مقارنة بين مصر وماليزيا-، مرجع سبق ذكره، 2012، ص

قبل تاريخ استحقاقها، وهو ما قد يضيع فرصة للمستثمر لإعادة استثمار أمواله على نفس العائد الذي كان يتحصل عليه.

**2-7- مخاطر النشاط:** وتتمثل في احتمال عدم قدرة الشركة من تحقيق أهدافها أو احتمال تراجع قدرتها التنافسية في السوق، مما ينعكس في تقلب أرباحها بشكل مستمر أو تحقيق خسارة في المستقبل. وما دامت هذه العوامل تتعلق بنشاط الشركة فانه بإمكان المستثمر الاجنبي تجنبها من خلال تنوع محفظته الاستثمارية كاستثمار في شركات اخرى لم تمسها هذه العوامل ومنه تجنب المخاطر المتأتية منها.

### ثانيا: الآثار السلبية على اقتصاد الدولة المضيفة

يتمتع الاستثمار الأجنبي غير المباشر بسرعة النمو وضخامة الحركة، وسرعة الانتقال من سوق إلى أخرى بصورة فجائية، فهذه التدفقات غير المستقرة يمكن أن تؤثر بالسلب على الدولة المضيفة له، وكذا حدوث أزمات بورصيه عالمية في حالة التدفقات الضخمة غير المتوقعة.

فالتدفقات الأجنبية غير المتوقعة إلى سوق الأوراق المالية سؤاء في حالة دخولها أو خروجها من وإلى الدولة المضيفة وكذا التذبذب في أسعار العملات، تؤدي إلى زعزعة الاقتصاد المحلي وعدم استقراره.

### 1- حالة تدفق رؤوس الأموال بكثرة إلى الدولة المضيفة

عندما تتدفق رؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل إلى الداخل بكميات كبيرة وبشكل مفاجئ، فإنها تؤدي لعدم استقرار الاقتصاد الكلي، إذ غالبا ما يحدث:

-التسارع في معدلات التضخم، حيث يؤدي دخول رؤوس الأموال إلى البلد من أسواق رأس المال المحلية إلى التوسع في حجم الأصول المحلية وزيادة الطلب على السلعة المحلية وبذلك زيادة معدل التضخم<sup>(1)</sup>.

-ارتفاع في سعر العملة الوطنية (نتيجة زيادة الطلب عليها) الأمر الذي يضر الصادرات ويزيد الواردات فيزداد العجز في ميزان المدفوعات<sup>(2)</sup>.

-تبعاً لنظام سعر الصرف السائد، ففي حالة سعر الصرف الموم يرتفع سعر صرف العملة المحلية لأن زيادة الطلب الأجنبي على الأوراق المالية المحلية يعتبر بمثابة زيادة في الطلب على العملة المحلية، وهو ما قد يتسبب في اضعاف القدرة التنافسية للصادرات المحلية ومنه إلحاق أضرار بالاقتصاد الوطني. أما في حالة نظام سعر الصرف الثابت تنخفض أسعار الفائدة، وذلك نتيجة ارتفاع أسعار الأوراق المالية بسبب زيادة الطلب عليها، وهو ما قد يحدث

<sup>1</sup> علي بوعبد الله، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص 143.

<sup>2</sup> علا عادل عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مرجع سبق ذكره، ص 85.

حالة عدم التوازن في الاقتصاد<sup>(1)</sup>.

## 2- حالة تدفق رؤوس الأموال بكثرة من الدولة المضيفة

يحدث ذلك عندما يتخذ المستثمرين الأجانب قرارا مفاجئا بمغادرة البلد الذي يستثمرون في سوقها للأوراق المالية، فسيكون له أثر بالغ من حيث أحداث تقلب كبير في أسعار الصرف أو الارتفاع في أسعار الفائدة أو كليهما، ويمكن تقسيم أسباب خروج رؤوس الأموال في الحالتين الآتيتين:

- حالة ما إذا كانت التدفقات مؤقتة من نوع الأموال الساخنة، وهذا النوع من التدفقات يكون الدافع إلى اجتذابه عادة وجود اختلالات في السوق أو خطأ في السياسات يؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية، كأن يقوم البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة المحلية يؤدي إلى خلق هذه الفجوة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية<sup>(2)</sup>.

- حالة خروج بسبب صدمة سلبية مثل حدوث تطور سياسي غير متوقع أو انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية أو الزيادة في ثمن سلعة الاستيراد الرئيسية أو التغيير في الظروف التي تؤثر على العائد من هذه التدفقات<sup>(3)</sup>.

وفي كلتا الحالتين يكون ذلك دافعا للمستثمر الأجنبي لأن يحول أمواله إلى خارج البلد المضيف، ويكون رد فعله بيع ما يحوزه من الأوراق المالية مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها وبالتالي انخفاض في مؤشر البورصة، ويشترى بعوائدها عملة أجنبية وهو ما يؤدي أيضا إلى ضغوط على نظام سعر الصرف وربما انخفاض في سعر العملة المحلية أو ارتفاع في سعر الفائدة المحلية أو كلاهما.

## 3- مخاطر العملات

يتضمن الاستثمار في الأسواق المالية أصولا مقيمة بعملة أجنبية معرضة للتذبذب في أسعارها، فإذا ما انخفضت قيمة تلك العملة فإن ذلك يعني عائدات أقل عند قياسها بالعملة الأساسية للمستثمر، ومن ثم انخفاض تدفقات رأس المال الداخل، وحتى ارتفاع قيمة العملة الأساسية للمستثمر الأجنبي بدوره يخلق عائدا غير متوقع يدفع المستثمرين الأجانب إلى تحويل أموالهم للخارج، أو قد يؤدي إلى قيام هؤلاء المستثمرين ببيع الأصول المحلية التي يمتلكونها لشراء العملة الأجنبية، وفي هذه الحالة إذا عجز البنك المركزي عن اتخاذ الخطوات اللازمة لتلاشي تلك الآثار نظرا لانخفاض الاحتياطيات الأجنبية لديه فقد يترتب على ذلك اختلال في ميزان المدفوعات<sup>(4)</sup>.

<sup>1</sup> علي بوعبد الله، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص 139.

<sup>2</sup> علا عادل عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مرجع سبق ذكره، ص 85.

<sup>3</sup> علي بوعبد الله، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص 143.

<sup>4</sup> علا عادل عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مرجع سبق ذكره، ص 86.

ونجد مثل هذه المخاطر تتزايد في كثير من الأسواق الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي ووجود معدل تضخم مرتفع بحيث تنخفض قيمة العملة، وعندما تتزامن المستويات المرتفعة من التضخم مع الانخفاض في مؤشر السوق يحصل تأكل شديد لمحفظة المستثمرين.

### ثالثا: الاستثمار الأجنبي غير المباشر والأزمات المالية

يعود السبب الرئيس في التعرض لأزمات مالية قيام الدول بتحرير القطاع المالي بها دون أن يصاحب ذلك تطوير القدرات التنظيمية بالقدر الكافي لمواجهة الزيادة في المعاملات في أسواق المال، إلى جانب ذلك سلوك القطيع وأثر العدوى ظاهرتان لهما دور هام في أحداث الأزمات، فالأولى تعني قيام المستثمرين في سوق المال بمحاكاة سلوك الآخرين في حالة عدم توفر المعلومات أو ارتفاع تكلفة الحصول على هذه المعلومات، أما الثانية تعني انتقال الأزمة من دولة إلى أخرى<sup>(1)</sup>، ومن بين الأزمات نذكر:

#### 1- الأزمة المكسيك 1994:<sup>(2)</sup>

انجذبت تدفقات الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية بالمكسيك بعد سنوات من تثبيت الاقتصاد الكلي والاصلاح الهيكلي الذي بدأت فيه المكسيك منذ منتصف الثمانينيات، وقد تلقت المكسيك تدفقات محفظة بلغت 493 مليون دولار أمريكي عام 1989 تزايدت هذه التدفقات بمعدلات مرتفعة حتى وصلت أقصاها عام 1993 بنحو 28431 مليون دولار أمريكي.

حيث مثل عدم ادارة هذه التدفقات بصورة سليمة عاملا محفزا لوقوع الأزمة (فمثلا زادت السندات المقومة بالدولار متضمنة ديون البنوك عن 22 بليون دولار سنة 1994، في حين أن إجمالي الاحتياطات من النقد الأجنبي لم تتعد 13 بليون دولار في هذا التاريخ.

فبعد بداية وقوع الأزمة تم خفض قيمة البيزو أمام الدولار جاء نتيجة خروج استثمارات المحفظة من سوق الأوراق المالية بشكل كبير وفي وقت وجيز، وانخفضت الاحتياطات الأجنبية لدى المكسيك من 17 بليون دولار إلى 6 بليون دولار في يومين فقط. وصاحب ذلك عدم ثقة أسواق المال الدولية في قدرة المكسيك على سداد خدمة الديون المصاحبة للسندات التي تصدرها بالدولار.

ولقد أثرت أزمة المكسيك تأثيرا واضحا على تدفقات المحفظة للأسواق الناشئة بالانخفاض، حيث انعكس هذا الانخفاض على المؤشر العام لمؤسسة التمويل الدولية والذي انخفض بحوالي 13% في الربع الأول من عام 1995.

<sup>1</sup> شيرين مصطفى صبحي بشير، الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية - المحددات وأهم الانعكاسات على الدول المتلقية-، مرجع سبق ذكره، ص 125.

<sup>2</sup> محمد عبد المطلب عبد المطلب بدوي، محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق رأس المال الناشئة وآثارها على المتغيرات الاقتصادية -دراسة تطبيقية مقارنة على كل من مصر، فلسطين، تركيا-، دراسة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2002، ص ص 99-101.

2- أزمة جنوب شرق آسيا 1997:<sup>(1)</sup>

لقد اجتذبت أسواق شرق آسيا حجما هائلا من تدفقات المحفظة قبيل الأزمة، وذلك نتيجة لما توافر بها من أسواق مالية منتعشة وكذلك لقيامها بتحرير حساباتها الرأسمالية، فلقد اجتذبت الدول الآسيوية نصف تدفقات رأس المال للدول النامية في عام 1996.

لقد مثل هذا الحجم الكبير من التدفقات عاملا أساسيا في وقوع الأزمة، حيث قامت المؤسسات المالية في تلك الدول بتوجيه نسبة كبيرة من هذه الأموال بدون أي غطاء من النقد الأجنبي إلى مشاريع تتسم بالمخاطرة، وخاصة في قطاع العقارات، ونتيجة لذلك ارتفعت أسعار الأصول واجتذبت المزيد من الاستثمارات إلى هذا القطاع، ولم يظهر الأثر السلبي لذلك بسرعة نتيجة للنمو الكبير الذي حققته الاقتصادات الآسيوية، ولكن مع الاستمرار في ذلك حدثت فجوة واسعة بين قيمة القروض وقيمة العقارات التي تساندها، ومع انهيار أسعار العقارات بدأت المحافظ المستحقة الدفع في التضخم وازعاف النظام المالي مما أوقع الأزمة.

ولقد تزامن الحجم الضخم من التدفقات مع العديد من العوامل والتي من أهمها تقييد الدول لعملاتها أمام الدولار، عجز وضعف النظام المالي، عدم توافر البيانات وعدم اكتمال الشفافية بتلك الدول، أدت كل تلك العوامل إلى دخول أسواق جنوب شرق آسيا في أزمة استمرت شهور عديدة ولم تقتصر آثاره السلبية على تلك الدول فقط، بل أثر على معدل النمو العالمي وعلى تدفقات المحفظة على مستوى العالم ككل.

ومن جانب آخر يرى الباحث أنه يمكن للدولة المضيفة وضع قوانين وتشريعات خاصة لتشجيع المستثمرين الأجانب للاستثمار في أسواق الأوراق المالية، من خلال تخفيض الضرائب، تسهيل حركة رؤوس الأموال، وكذا وضع نظام إفصاح خاص بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، لأن أساس هذا النوع من الاستثمار هو وصول المعلومة للمستثمر الأجنبي في الوقت والكمية المناسبة بأقل تكلفة لاتخاذ قرار البيع والشراء نظرا للوضع الجغرافي وعدم معرفته الدائمة بالأحوال الاقتصادية السائدة، وهنا تظهر أهمية معيار الإفصاح المحاسبي في عملية توصيل المعلومة في الوقت المناسب وكذا الحد من احتكار المعلومة، وستتطرق إلى هاته النقاط في الفصلين القادمين.

## المطلب الثالث: واقع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأسواق المالية العالمية

تعتبر الاستثمارات الأجنبية انتقال رؤوس الأموال الأجنبية من دولة معينة لدولة أخرى للمساهمة في المشروعات التي تعمل على توسيع نشاطها، وتعد اسواق الأوراق المالية مصدرا من مصادر التمويل الدولي من خلال التدفقات الرأسمالية التي تسري ضمنها إلى الدولة المعنية، حيث يعكس حجم وتطور هذه الأسواق حجم وكبر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية من وإلى الدولة صاحبة السوق، فكلما زاد تطورها زادت جاذبيتها في جلب الاستثمارات الأجنبية، والعكس إذا كانت هذه الأسواق تعاني من نقائص تشريعية او تنظيمية أو تقنية فتكون تدفقات رؤوس الأموال من خلالها ضعيفة باعتبارها بيئة غير صالحة للاستثمار، وسنستعرض في هذا المطلب تطور

<sup>1</sup> رضا محمد أحمد محمد، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تمويل التنمية الاقتصادية -دراسة مقارنة بين مصر وماليزيا-، مرجع سبق ذكره، ص 59.



تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر عالمياً.

الفرع الأول: تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول المتقدمة

تعتبر الدول المتقدمة ذات اقتصاد مفتوح على جميع أشكال الاستثمارات، حيث وصل حجم الاستثمار في أسواقها المالية والنقدية إلى حد التشبع باعتبار أن الاستثمار فيها يكون بأحجام ضخمة فتصبح عرضة لأزمات مالية محلية تنقل عدوها إلى كافة العالم لتصبح أزمات مالية عالمية عن طريق أسواقها المالية المرتبطة بكافة أسواق المال العالمية، ولهذا السبب أصبحت هذه الدول تتجه للاستثمار في الأسواق الناشئة وحديثة النشأة ذات الاستثمارات الخصبة، والشكل الموالي يبين صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي للدول المتقدمة.

الجدول رقم (5-1) تطور صافي تدفق الاستثمار الأجنبي للدول المتقدمة (2007-2020)

السنة	صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر (مليار دولار)	صافي الاستثمار الأجنبي المباشر (مليار دولار)	مجموع صافي التدفقات الأجنبية (مليار دولار)
2007	-1003.8	611.4	-392.4
2008	-1186.2	628.1	-558.1
2009	-342.3	249.2	-93.1
2010	-722.4	355.6	-386.8
2011	-1110	358.3	-751.7
2012	-248.8	116.8	-132
2013	-553	115	-438
2014	74	210.4	284.4
2015	253.3	-39.1	214.2
2016	558.2	-260	298.2
2017	5.7	322.1	327.8
2018	353.5	-148.2	205.3
2019	417.1	14	431.1
2020 متوقعة	471.9	42.2	514.9

Source: By student relay on:

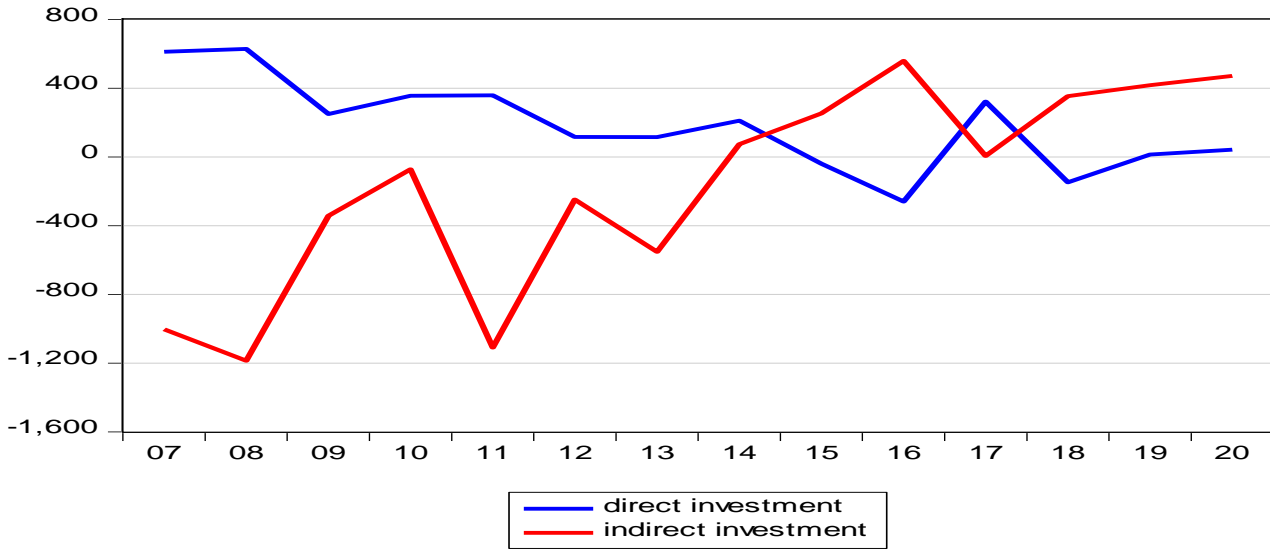
-IMF, World Economic Outlook Uneven growth, short & long term factors, Whashington DC, April 2015, P201.

-IMF, World Economic Outlook Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers, Whashington DC, October 2019, P169.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن مجموع صافي تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في الدول المتقدمة في السنوات 7 الأولى من سنوات الدراسة 2007 إلى 2013 سجلت قيم سالبة أي تدفقات نحو الخارج، إذ وصلت إلى أعلى تدفق نحو الخارج لها في سنة 2011 حيث بلغت 751.7 مليار دولار وذلك راجع إلى الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية التي ضربت العالم وبشكل كبير الدول المتقدمة، وتواصل هذا التأثير إلى غاية سنة 2013، بعد ذلك وخلال الفترة ما بين 2014 إلى 2021 سجلت قيم ايجابية تتمثل في صافي تدفقات أجنبية استثمارية نحو الداخل، بلغت أعلى قيمة لها سنة 2014 بـ 327.8 مليار دولار ويتوقع وصول صافي الاستثمار الأجنبي الموجب للدول المتقدمة إلى قمة جديدة سنة 2020 قدرت بحوالي 514.9 مليار دولار.

أما فيما يخص صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر كانت في مجملها صافي تدفقات نحو الخارج أي اجمالي قيمة الشراء أقل من اجمالي قيمة البيع للأوراق المالية وذلك في الفترة الممتدة من 2007 حتى 2013، حيث سجلت أعلى قيمة سالبة لها بحوالي 1186.2 مليار دولار سنة 2008 وذلك لسحب المستثمرين أموالهم من الأسواق وعزوفهم عن الاستثمار بسبب انهيار الأسعار نتيجة الأزمة المالية العالمية، وفي سنة 2014 بدأت في التعافي حيث سجلت أول صافي تدفق نحو الداخل أي صافي الشراء أكبر من صافي البيع منذ سنة 2007 بحوالي 74 مليار دولار، لتستمر الإيجابية في السنوات اللاحقة حتى سنة 2019 أين سجلت أعلى نسبة صافي تدفق نحو الداخل سنة 2016 بـ 558.2 مليار دولار، ليتوقع استمرارية صافي التدفق الموجب نحو الداخل لسنة 2020. ويعود سبب هذه التدفقات الموجبة للاستثمار غير المباشر في الأسواق المالية التي تسجلها الدول المتطورة، إلى أن معظم المستثمرين في الدول المتطورة يقومون باستثمارات متوسطة وطويلة المدى في الغالب نظراً لتشبع السوق ووصول أكبر الشركات فيها إلى قيمتها الحقيقية مقارنة بقيمتها السوقية وهذا ما يحد من فرص الربح على المدى القصير. ونلاحظ العلاقة العكسية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر فالمستثمرون عند استثمارهم المباشر في الشركات يسحبون أموالهم المستثمرة في أسواق الأوراق المالية والعكس صحيح، وهذا يدل على أن المستثمر يبحث عن فرص الاستثمار الأفضل التي تحقق لو عوائد وأرباح أكبر، وهذا ما يظهره الرسم البياني في الشكل أدناه.

الشكل رقم (1-2): تطور صافي الاستثمار الأجنبي في الدول المتقدمة (2007-2020)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (1-5)

#### الفرع الثاني: تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول النامية والأسواق الناشئة

ساد الاستثمار الأجنبي غير المباشر في القرن السابع عشر وحتى نهاية النصف الأول من القرن العشرين، حيث كان الجزء الأكبر من الاستثمارات التي تقوم بها الشركات متعددة الجنسيات في هذه الفترة يتم في شكل حقيبة أوراق مالية، بمعنى أن الاستثمار كان يتم بغرض الحصول على عائد رأسمالي دون أن يصاحبه سيطرة على المشروع إلا أن الهيكل العام قد تغير بشكل جذري منذ نهاية الحرب العالمية الثانية، وأصبح الجزء الأكبر من هذه الاستثمارات لا يتم في شكل استثمار غير مباشر بل يتم بشكل استثمارات مباشرة، إلا أنه وفي السنوات الأخيرة من القرن العشرين ومع انتشار أسواق الأوراق المالية وتطورها لوحظ التطور الواضح في أحجام الاستثمار الأجنبي غير المباشر خاصة في الأسواق الناشئة والدول النامية<sup>(1)</sup>، والجدول التالي يوضح تدفقات صافي الاستثمار غير المباشر.

<sup>1</sup> عمار صايغي، محددات الاستثمار الخفطي وآثاره على أسواق الأوراق المالية -دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص 55.

الجدول رقم(1-6): صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي للدول النامية والأسواق الناشئة(2007-2020)

السنة	صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر	صافي الاستثمار الأجنبي المباشر	مجموع صافي التدفقات الأجنبية
2007	108.2	442.9	551.1
2008	-81.6	468.8	387.2
2009	57.6	332.2	389.8
2010	193.4	409.9	603.3
2011	-134.3	-531.6	-665.9
2012	-244.5	-494.2	-738.7
2013	-150.2	-482.8	-633.0
2014	-89.7	-430.1	-519.8
2015	123.3	-344.8	-221.5
2016	-54.6	-259.4	-314.0
2017	-210.6	302.9	92.3
2018	-116.1	-383.2	-499.3
2019	-20.6	-384.9	-404.9
2020 متوقعة	-8.1	-408.6	-416.7

Source: By student relay on:

-IMF, World Economic Outlook Recovery strengthens, Remain unven, Whashington DC, April 2014, P200.

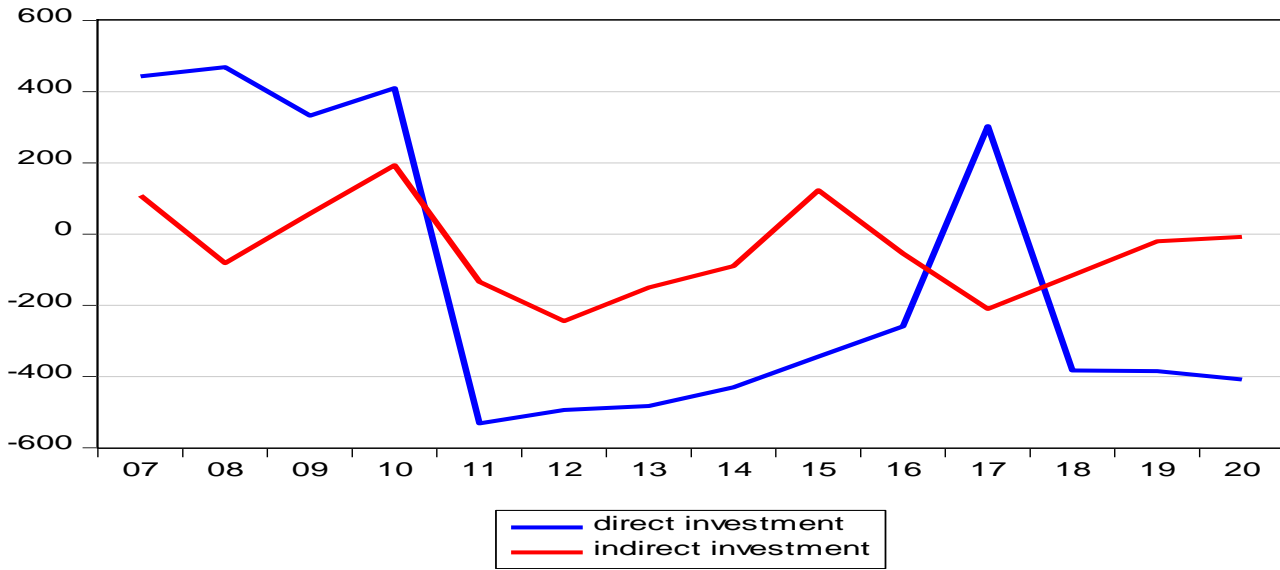
-IMF, World Economic Outlook Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers, Op.cit. P173.

إن أهم ما نلاحظه من الجدول أن مجموع صافي تدفقات الاستثمار في البلدان النامية والأسواق الناشئة سجل تدفقا لرؤوس الأموال إلى الخارج معظم سنوات الدراسة، ويتوقع أن يبقى على هذه الحال في نهاية سنة 2020، حيث سجل تدفق نحو الداخل في سنوات 2007، 2008، 2009، 2010، 2017 ووصل أعلى تدفق موجب له سنة 2010 بـ603.3 مليار دولار أما باقي السنوات فكلها تدفقات سالبة وبلغ أقصى تدفق نحو الخارج في سنة 2018 بحوالي 738.7 مليار دولار، وما يمكن ملاحظته أن مجموع صافي تدفقات الاستثمار الأجنبية سجل تدفق موجب خلال الأزمة المالية سنة 2008. وإذا ما قارناها مع صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي في الدول المتقدمة نجد أن زيادة قيمة التدفقات الصافية الداخلة للدول النامية يقابله خروج لرؤوس الأموال من الدول المتقدمة.

أما ما يخص صافي الاستثمار غير المباشر من وإلى أسواق البلدان النامية والأسواق الناشئة، نجد أنه سجل صافي تدفقات سلبية في معظم السنوات محل الدراسة أي قيمة البيع أكبر من قيمة شراء المستثمرين الأجانب للأوراق المالية، فسجلت صافي شراء في كل من سنة 2007، 2009، 2010، 2015، وكانت أعلى قيمة لصافي التدفقات الموجبة حوالي 193.4 مليار دولار سنة 2010، أما باقي السنوات سجلت تدفقات سالبة نحو الخارج حيث كانت أعلى قيمة تدفق سالب سنة 2012 قدر بـ244 مليار دولار، ويتوقع أن يبقى تدفق رؤوس الأموال الأجنبية سلبى بنهاية سنة 2020.

ومقارنة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول النامية والأسواق الناشئة مع صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول المتقدمة، نجد أن قيمة صافي التدفقات في الدول المتقدمة أكبر بكثير من صافي التدفقات في الدول النامية والأسواق الناشئة نظرا لعمق سوق الأوراق المالية في الدول المتقدمة وكبر حجمها اين نجد تطور القيمة السوقية تكون أقل نظرا لتثبيع السوق أي معدل فوائد وأرباح أقل وتكون فرص الاستثمار الأجنبي فيها على المدى القصير أقل من الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل، إلا أن عقلية المستثمر في البحث عن الربح السريع توجهه إلى أسواق الدول النامية والأسواق الناشئة حيث تكون معظم الشركات ناشئة وقيمها السوقية في ارتفاع مستمر ومنه تحقيق أرباح وعوائد أكبر من التي يحققها في أسواق الدول المتقدمة على المدى القصير، وهذا ما يعكسه التدفق السالب لصافي رؤوس الأموال الأجنبية من الدول النامية والأسواق الناشئة، إلا أن هذه التدفقات الاستثمارية السلبية المتواصلة يمكن أن تحدث أزمات مالية على المستوى المحلي والدولي في حالة خروج تدفقات رؤوس أموال بأرقام كبيرة.

الشكل رقم (1-3): تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي للدول النامية والأسواق الناشئة (2007-2020)



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (1-6)

وفي هذا الصدد يمكن ايضاح صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الدول النامية والأسواق الناشئة حسب الموقع الجغرافي لهذا التدفق والمبين في الجول الآتي:

الجدول رقم (1-7): التوزيع الجغرافي لتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الدول النامية والأسواق الناشئة (2007-2020)

السنة	الأسواق الناشئة والدول النامية آسيا	الأسواق الناشئة والدول النامية أوروبا	أمريكا اللاتينية والكاربي	الشرق الأوسط وشمال افريقيا	جنوب الصحراء الافريقية
2007	52.2	-3.3	45.8	-5.5	0.2
2008	-0.4	-10.8	-13.2	1.9	-27.8
2009	48.5	-10.8	-13.2	1.9	-27.8
2010	82	27.2	65.7	10.6	-0.9
2011	-57.9	-40.7	-104.4	88	-19.2
2012	-115.6	-92.9	-80.9	73	-28.2
2013	-64.8	-37.8	-100.4	75.2	-22.3

-9.3	129.9	-109.4	23.5	-124.4	2014
-23.4	61.8	-50.8	54.1	81.6	2015
-16.7	-12.2	-49.4	-7.3	31	2016
-22.4	-41.5	-41.9	-35.1	-69.7	2017
-19.9	-3.9	-4.9	13.9	-101.3	2018
-9.8	-9.7	9.2	-15.7	5.2	2019
-12.4	-6.3	-13	-12.3	35.8	2020 متوقعة

Source: By student relay on:

-IMF, **World Economic Outlook Recovery strengthens, Remain unven**, Op. cit, p203.

-IMF, **World Economic Outlook Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers**, Op.cit. P173.

نلاحظ من الجدول أن صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر تتركز في الأسواق الناشئة والدول النامية في آسيا وأمريكا اللاتينية نظرا لوتيرة النمو المتزايد التي تشهدها اقتصادات هذه الدول خاصة الصين، الهند والبرازيل سجلت أعلى القيم من صافي التدفقات مقارنة بالمناطق الأخرى حيث أن المستثمر الأجنبي يتوجه لهاته الأسواق لوجود فرص تحقيق أرباح وعوائد أكبر وهذا ما تبينه التدفقات الرأسمالية إلى خارج هذه الدول، لتأتي بعدها أسواق أمريكا والأسواق الناشئة لأوروبا، أما أسواق الشرق الأوسط وشمال افريقيا تساهم بنسب أقل من تدفقات الأجنبية غير المباشرة الاجمالية للأسواق الناشئة والدول النامية بالمقارنة مع نظيراتها من الأسواق الآسيوية واللاتينية والأوروبية، وتأتي في الأخير دول جنوب الصحراء الافريقية على الترتيب.

## المبحث الثالث: فلسفة ومتطلبات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

تتركز تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مستوى أسواق الأوراق المالية العالمية، وهي تعتبر من أنواع الاستثمارات غير المستقرة نسبياً لإمكانية خروجها ودخولها في أي وقت وبدرجة متفاوتة من وإلى البلد المستضيف وهذا على حسب البيئة الاقتصادية السائدة، حيث يجب توفر عدة متطلبات لاستقطابه، من بينها نظام معلوماتي متطور يفصح عن المعلومات المالية وغير المالية بالنسبة للمستثمر الأجنبي في سوق الأوراق المالية، ولهذا سنستعرض في هذا المبحث فلسفة الاستثمار الأجنبي غير المباشر من خلال النماذج المفسرة له وتحديد مبرراته، بالإضافة إلى أهم المتطلبات الاقتصادية التي يجب توفرها لاستقطاب هذا النوع من الاستثمار.

## المطلب الأول: فلسفة الاستثمار الأجنبي غير المباشر

تقوم فلسفة الاستثمار الأجنبي غير المباشر على معرفة النماذج المفسرة لهذا النوع من الاستثمارات وتحديد مبرراته حتى نصل إلى مصدر تدفقات الاستثمار الأجنبية غير المباشرة وكيفية توسعه من خلال الأحداث الاقتصادية العالمية المتتالية.

## الفرع الأول: النماذج المفسرة للاستثمار الأجنبي غير المباشر

تتعدد النماذج المفسرة للاستثمار الأجنبي غير المباشر، نحدد هنا فيما يلي:

## أولاً: نموذج عدوى الأزمات

يمكن النظر إلى مفهوم العدوى على الأساس الكلي بأنها زيادة العائدات في بلد معين ينعكس بالزيادة نفسها على بلد ثان والبلدان يعيشان ظروفًا اقتصادية وتركيبية اجتماعية وسياسية متماثلة، وهذا يمثل الأساس لمفهوم العدوى، والمفهوم الدقيق للعدوى المالية بحسب البنك الدولي بأنها انتقال الصدمات المالية من شركات أعمال بلد ما أو انتقالها إلى بلد الارتباط المشترك الصلة بمتغيرات أساسية، باستثناء سلوك القطاع المشترك بين المستثمرين، ويذكر أن أهم المتغيرات الأساسية تشمل العلاقات المالية الفعلية والمتغيرات السياسية والاجتماعية تنتقل بمسببات أساسية وأهمها الصدمات والهزات المالية، ويمكن أن لا يكون مبرر لها، ويمكن تجنبها<sup>(1)</sup>.

ويبين هذا النموذج إلى أن عدوى الأزمات هي من أهم الظواهر المؤثرة في حركة الاستثمار الأجنبي غير المباشر، فقد اثبتت تجارب الأزمات المالية التي شهدتها الأسواق الناشئة أن الدول الصناعية والمؤسسات المالية الكبرى تركز اهتمامها في حصر آثار الأزمات في الدول المعنية بها، وتجنب وصولها إلى الدول الصناعية المتقدمة، أكثر من تركيزها على معالجة جذور الأزمة<sup>(2)</sup>.

<sup>1</sup> Mardi Dungey and Demosthenes Tambakis, **Financial Contagion: What do we mean? What do we know?**, Working paper, University of Cambridge, 2000, P21.

<sup>2</sup> UNCTAD, **World Economic Outlook**, Washington, DC, May 2002, P134.



ويذكر هذا النموذج بأن عدوى الأزمات في الاستثمارات غير المباشرة، تنتقل الى الأسواق المالية على موجتين، وتمثل الموجة الاولى في الانخفاض الحاد لأسعار الموجودات في اسواق المال الدولية بسبب عمليات التصفية والتخلص من الأسهم وتزداد مع هذه الموجة المخاطر، وبخاصة مخاطر عدم السداد، أما الموجة الثانية فهي أكثر حدة وديمومة من الموجة الأولى، بسبب ما سيكون لها من اثار وانعكاسات سلبية على الاقتصاد الحقيقي، وتبرز في صورة صعوبات تواجهها الحكومات والشركات فيما يتعلق بقدرتها في تمويل العجز المتزايد في الحساب الجاري، وفي تمويل الديون المستحقة، فضلا عن اضطرار السياسات الاقتصادية الى التشدد مما ينعكس سلبا على النمو الاقتصادي الذي يؤدي الى انخفاض معدلات الناتج القومي<sup>(1)</sup>.

وكذلك تنتشر العدوى المالية في الأسواق المالية بين أدوات التداول، فضلا عن انتقالها من سوق إلى آخر، إذ يمكن أن تنتقل العدوى المالية من السوق الأولى إلى السوق الثانية أو من سوق دولة ما إلى سوق دولة أخرى، وتعتمد العملية برمتها على اشتراك أداة ما من أدوات التداول بصفات متوقعة مشتركة خلال أفق زمني محدد، خصوصا ما يرتبط بعوائد الأداة طويلة الأجل وما يرافق هذه العوائد من آثار جانبية، إذ يمكن للمستثمرين وصناع السوق من رؤية نشاط سوق ما تتعرض لهبوط التداول قد ينتقل إلى سوق أخرى نتيجة توقف تدفق المعلومات المالية في بداية التداول وتحديد أسعار الأدوات المالية التي لم تحدد بعد وقد تتخذ السوق الثانية قرارات خاطئة نتيجة الحالة السابقة وهذه تمثل احدي حالات العدوى المالية وبعبارة أخرى إن الإعلام عن المعلومات وانتشارها بين المستثمرين يجب أن تؤخذ من قبل السوق الأخرى بالدقة والتحليل الدقيق، وإن انتقال المعلومات بشكل عشوائي يشكل حالة معدية، وإذا لم تؤخذ بالجدية المطلوبة فإنها ستصبح حالة مستعصية دائمة تنتشر آثارها إلى أبعد من السوق المالية<sup>(2)</sup>.

### ثانيا: نموذج الاستنزاف المزدوج

إن نشوء هذا النموذج يعود إلى بداية عقد الثمانينيات في القرن الماضي، حيث قامت عدة دول نامية بتحرير أنظمتها المالية، وتنفيذ برامج الخصخصة، والتسريع في تنفيذها عبر أسواق المال، مع تقليص القيود على حركة رؤوس الأموال بشكل يتوافق مع حركة التحرر الاقتصادي والانفتاح على الخارج التي أخذت تتزايد مع مرور السنوات.

ويفسر هذا النموذج التباين في حركة الاستثمارات غير المباشرة في البلدان النامية في اطار اختلاف الأداء بين الأسواق الناشئة، وإن الحصول على معلومات مفيدة بشأن أداء وسير العمل في هذه الأسواق، يتطلب فهم مركزاتها وقدرتها في مقاومة الأزمات الاقتصادية، وذلك يتطلب تحليل مسببات الأزمات المالية في هذه الأسواق

<sup>1</sup> IMF, World Economic Outlook, Washington, DC, May 2001, P79.

<sup>2</sup> معن وعد الله جار الله المعاضيدي، حسن صبحي حسن العباس، تفسيرات سلوك القطيع وأثرها على حركة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 94، العدد 31، جامعة الموصل، العراق، 2009، ص 118.

التي دخلت مرحلة عولمة أسواق المال والاستثمار بما تنطوي عليه من مخاطر على الرغم من النمو المتصاعد في أسواق المال الناشئة، وتسارع تدفقات رؤوس الأموال العالمية إليها، ولقد أثبت هذا النموذج بعد دراسة عينة مكونة من 25 دولة نامية تبين فيها ان مسببات الأزمات المالية في الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي تعود الى الاثار المالية السلبية الحادة بعد عدة سنوات من تحرير الأسواق المالية فيها، والتي أدت بدورها الى أزمات في العملات وقد سميت هذه الحالة (الاستنزاف المزدوج) ويعرض هذا النموذج أن التدفقات الرأسمالية الى الأسواق الناشئة تتسم بالتقلب، وقد تغير اتجاهها وفي ضوء هذا النموذج فإن أية سياسة مالية أو نقدية، توسعية او انكماشية تتبناها الدول المتقدمة لا بد وأن تكون لها آثار في اسواق مال الدول النامية المنفتحة عليها<sup>(1)</sup>.

### ثالثا: نموذج الانفتاح والاندماج والتكامل العالمي

ينطلق هذا النموذج من حقيقة مفادها أن الأزمات الاقتصادية هي صفة ملازمة للاقتصادات الرأسمالية، فسواء كانت هذه الأزمات في القطاع العيني او المالي او المؤسسي، فهي تنتقل وتؤثر في البلدان المرتبطة بالاقتصاد الرأسمالي العالمي، كما اثبتت ذلك التجربة التاريخية (مثال على ذلك الأزمات التي واجهتها دول جنوب شرق آسيا والمكسيك)<sup>(2)</sup>.

إن هذا النموذج في الاستثمار غير المباشر يطرح تصورا تنمويا يدعو الى الانفتاح والاندماج والتعامل مع الاقتصاد العالمي عبر مجموعة من القنوات تحددها برامج الإصلاح الاقتصادي متمثلة في التجارة والاستثمار الاجنبي وتحرير الأسواق، وخصخصة الموجودات والتوزيع العابر للقوميات للإنتاج المصنع من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر، مع الانفتاح الكامل للتعامل بين الأسواق المالية بما يحقق وحدة الأسواق المالية والنقدية وإن الحجة الأساسية التي يستند اليها هذا النموذج، هي ان الاندماج في الاقتصاد العالمي يحقق منافع متمثلة في زيادة النمو الاقتصادي نظرا للتوسع في الاستثمار، فضلا عن تحسين تخصيص الموارد على نحو افضل، اما المنطلقات الأساسية لهذا النموذج فتتمثل في الآتي:

#### 1- العمل المضاربي

يشجع هذا النوع ويدفع الأفراد والشركات الى تفضيل استخدام فائض السيولة المتاح في عمليات المضاربة في أسواق الصرف واسواق الأوراق المالية، بسبب الخاطر المترتبة على الاستثمار الانتاجي بسبب ظروف النمو الاقتصادي البطيء المصحوب بموجات من الانكماش.

<sup>1</sup> Shereen Mostafa Sobhy Bacheer, **The Effect of Foreign Portfolio Investment on Real Economic Growth in Egypt**, Op. cit, P80.

<sup>2</sup> Op. cit, P85.

## 2- الانكشاف المالي

يؤكد هذا النموذج أن اندماج الدول في الاقتصاد العالمي، من خلال تبني سياسات الانفتاح والتحرر الاقتصادي المالي في إطار اقتصاد العولمة، قد عزز من امكانية نقل الأزمات بين الأسواق المالية مع تنويع قنواتها لتشمل تشكيلة واسعة من المؤسسات المالية.

## 3- أثر السلوك الجماعي

يؤكد هذا النموذج أن غريزة القطيع هي العامل الحاسم في حكم ردود أفعال المستثمرين على البيع والشراء، لأن طبيعة الاستثمارات المالية في اقتصاد النقد جعلها تخضع الى اعتبارات الثقة وتغير الأحوال النفسية، فالعوامل النفسية المتمثلة بالتصرفات السلوكية والتقليد بدوافع غريبة وبدون تحليل دقيق للنتائج، تلعب دوراً أساسياً وحاسماً عند اتخاذ القرار الاستثماري، ومن هذه التصرفات هي الولاء لورقة سهم معين أو الركض وراء الجموع ومعاكسة التيار بالاتجاه المخالف وهذا من شأنه التأثير على أسعار الأسهم واتجاهات السوق بشكل عام، وتبقى مسألة التعامل في الدخول إلى القطيع مسألة حاسمة تقف أمام المستثمر كيف يتهيأ للدخول؟ وما هي التحضيرات والأسس التي يجب مراعاتها عندما يتشكل القطيع، وهذه الأسس هي على النحو التالي:<sup>(1)</sup>

- يجب على المستثمر جمع كل المعلومات والأخبار من جميع المصادر المتاحة سواء الداخلية منها أم الخارجية والعمل على تحليلها.
- متابعة مسألة نسبة تداول الأجنبي في السوق، فزيادة هذه النسبة تعكس اقبال أو احجام المستثمر الأجنبي على الدخول في السوق، وبالتالي تعكس مدى جاذبية المناخ العام على تلقي الاستثمار الأجنبي مما يؤثر على السوق بالإيجاب لو تدفقت الاستثمارات الأجنبية ويؤثر بالسلب لو قلت الاستثمارات عن التدفق.
- متابعة نسبة الشركات المدرجة في السوق كون أن هذه الشركات تدار من قبل خبراء محترفون في مجال العمل المالي فيجب العمل على إتباع هذه الشركات وعدم معارضتها من خلال التحليل المستمر عن نسبة المستثمرين إلى الشركة المدرجة مما يساهم ذلك على معرفة أن السوق في هبوط أو صعود.

## الفرع الثاني: مبررات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

هناك مجموعة من المضامين العلمية للاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفظي) وتتمثل هذه المضامين فيما يلي:<sup>(2)</sup>

– أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر وضمن المفهوم الحديث الذي يتحدد بالأموال الأجنبية المستثمرة في الأوراق المالية من أسهم وسندات يسعى الى الربح السريع الذي حاول المستثمر الأجنبي ان يحققه من عمليات المضاربة

<sup>1</sup> معن وعد الله جار الله المعاضيدي، حسن صبحي حسن العباس، تفسيرات سلوك القطيع وأثرها على حركة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 111.

<sup>2</sup> الجميل سمر كوكب، التمويل الدولي: مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات، الطبعة الأولى، الدار النموذجية للطباعة والنشر، لبنان، 2011، ص ص 205-203.

والتداول بالأوراق المالية وأن الأرضية التي يتركز عليها هذا النوع من الاستثمار تكمن في الوصول الى المزيد من الأرباح مع أقل احتمال ممكن للخسارة من دون النظر الى الدول التي يعمل فيها.

-أن معظم الاستثمار الأجنبي غير المباشر يذهب باتجاه السوق الثانوية حيث الاتجار بالأوراق المالية بيعا وشراء، مما يعني ان التعامل سيكون بالموجودات المالية بدلا من الموجودات المادية وهذا يعني ان التعامل بالموجودات المادية هذه سيكون بطريقة غير مباشرة وهنا سوف يبرز دور الاسواق المالية في توزيع الموارد.

-أن هناك عدد من العوامل التي تحكم التدفقات الخارجة والداخلية للاستثمار الاجنبي منها سعر الفائدة وسعر الصرف وفي ظل غياب شبه كامل للمعلومات في الدول النامية فهذا يعني تأثير قوى أخرى في السوق غير الكفاءة.

-التقييم يعد أحد أهم المشاكل التي تعترض الاستثمار الأجنبي غير المباشر ولما كانت سوق الاوراق المالية تعمل في ظل إدارة قد تتيح او لا تتيح المعلومات اللازمة لعملية التقييم فان هذه المعلومات تصبح مشوهة ولا تعطي المقياس الصحيح لتقييم الورقة المالية.

وكذلك من المهم أن نتعرف على مميزات هذا النوع من الاستثمار لكي يتسنى لنا ان نقف على مبررات وأسباب هذا النوع من الاستثمار ومن هذه المميزات وجود سوق للأوراق المالية يتم فيها تداول الأصول المالية وتكون هذه السوق منظمة لعمليات تداول الاوراق المالية وكذلك تكون ضامنة لحقوق المستثمرين، وتتميز عمليات الاستثمار هذه بارتفاع درجة المخاطرة فيها نتيجة عدم الاستقرار في أسعارها وشدة تقلبها، وكذلك وجود وسطاء وسماسرة يتولون مهمة البيع والشراء فيها نيابة عن المستثمرين، وتتمتع هذه الاستثمارات ايضا بتجانسها، فيجد أسهم أو سندات شركة معينة غالبا ما تكون متجانسة من حيث قيمتها وشروطها، وكذلك انخفاض التكاليف المتعلقة بهذا النوع من الاستثمارات.

ولغرض فهم الاسباب والمبررات التي تقف وراء الاستثمار الاجنبي غير المباشر لابد من التعرف على اسباب تدويل الاستثمار الاجنبي بشكل عام إذ تناقش نظرية التدويل هذا الموضوع وبالتفصيل وتوضح الاسباب التي وقفت وراء هذه الظاهرة ومنها هذه الاسباب الاخطار المالية والتهديدات بفعل عوامل مختلفة اقتصادية ومالية وايضا التغيرات غير المتوقعة فكانت بمثابة التحديات لتخطي الحدود، والإنتاج الكبير للسلع والخدمات دفع الشركات الى البحث عن اسواق في دول اخرى وقد وضعت الشركات الاسواق كهدف لها، ومحاوله الاقتراب من المستهلك الاجنبي والموارد البشرية والمادية في أوطانها وهي محاولة هادفة نحو تحقيق الكفاءة وخفض الكلفة لزيادة القدرة التنافسية، والاجراءات الجمركية والمشاكل والمعوقات الادارية قادت الاستثمار الى تخطي الحدود ومنذ ذلك الوقت بدأت تنشأ التكتلات الاقتصادية الدولية والهدف الاساسي لتلك السياسات هو تسهيل عمليات تخطي الحدود ومحاوله تدويل الانشطة، بالإضافة الى تطورات تكنولوجيا المعلوماتية والاتصال والتي بدأت تدخل في المجالات الصناعية

والإنتاجية وبت هناك سباق كبير لاقتناص الفرص وبناء القدرات التنافسية<sup>(1)</sup>.

ومما لا شك فيه أن المستثمرين في الأوراق المالية والتي هي أساس الاستثمار الأجنبي غير المباشر لابد ان تكون لديهم مبرراتهم للتوجه بتلك الاستثمارات دوليا عبر الأسواق المالية الدولية ومن هذه المبررات التنوع الدولي، المضاربة وانخفاض اسعار الفائدة في الأسواق العالمية:

### أولا-التنوع الدولي

ان التنوع الدولي يتيح للمستثمر الأجنبي مجموعة من الميزات ومن أهم هذه الميزات تخفيض المخاطر إذ إن إحدى أهم منافع التنوع الدولي هي الحصول على مخاطرة أقل بدون التضحية بالعائد المتوقع وتعليل ذلك يكمن بالسلوك السعري المستقل الى حد ما بين مختلف الأسواق المالية في العالم.

ومن الميزات المهمة للتنوع الدولي أيضا هي تعظيم العوائد إذ يرى البعض أن الوصول إلى التنوع لا يشترط في الاتجاه دوليا بينما يمكن الوصول إلى التنوع من خلال الاستثمار في أدوات الدخل الثابت المحلية الخالية من المخاطر لكن الاستثمار في مثل الأدوات لا يؤدي إلى تخفيض المخاطر فحسب بل يؤدي إلى تخفيض العائد المتوقع أيضا، لذلك يقوم المواطنون في دولة ما بشراء السندات من دولة أخرى إذا كانت عوائد هذه السندات أعلى منها في السوق المحلية، وتعتبر هذه الخطوة الطريق البسيط المباشر لتعظيم العائدات المالية على الأسهم والسندات ومساواتها على المستوى الدولي<sup>(2)</sup>.

### ثانيا-المضاربة

لا يعد التنوع الدولي وحده هو الدافع وراء الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية، فقد يكون الهدف من الاستثمار غير المباشر هو المضاربة في الأسواق المالية التي تتسم بتواضع مستوى الكفاءة، والتي غالبا ما تكون الأسواق المالية في البلدان النامية، ومن ثم البحث عن الأوراق المالية ذات التسعير الخاطيء، وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية قد لا يستطيع المستثمر أن يحصل عليها في السوق المحلية الذي يتسم بانه سوق مالية كفوّة.

### ثالثا-انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية

يحفز الانخفاض في معدلات الفائدة المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية ذات العائد المرتفع على الاستثمار في الأوراق المالية، وقد مثلت الأسواق الناشئة مصدر جذب لكثير من هذه الاستثمارات نظرا إلى ما تتمتع به من قدرة على تحقيق مكاسب مرتفعة للمستثمرين<sup>(3)</sup>.

<sup>1</sup> سرمد كوكب الجميل، التمويل الدولي: مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات، مرجع سبق ذكره، ص 268.

<sup>2</sup> علي عبد الفتاح أبو شرار، الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، الأردن، 2007، ص 17.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص 25.

ومن خلال كل ذلك يمكن القول بأن مبررات الاستثمار الاجنبي غير المباشر لا تتمثل بالأرباح فقط، وأن هناك المزيد من المبررات التي دعت المستثمرين إلى الاستثمار في الأوراق المالية في الاسواق الأجنبية فالتنوع الدولي هو أحد المبررات التي قادت إلى الاستثمار الاجنبي غير المباشر وذلك لتقليل المخاطر، وكذلك من المبررات المهمة أيضا تعظيم العوائد إذ يرى الكثير بأن توزيع المخاطر يمكن تجاوزه من خلال الاستثمار في سندات الدولة او الحكومة وهي سندات مضمونة، لكن سيكون هناك تضحية بالعائد لأن الاستثمار في هذا النوع من الأدوات المالية سيكون منخفض العائد، وبذلك يلجأ المستثمرون الى الأسواق الاجنبية، ومن المبررات أيضا المضاربة في الاسواق المالية الاجنبية وخاصة الاسواق ذات المستوى الضعيف لأن هذه الاسواق تتسم بكونها ذات تسعير خاطئ للأوراق المالية، وبهذا يستطيع المستثمرون تحقيق أرباح غير عادية، ومن مبررات الاستثمار الاجنبي غير المباشر انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية اذ يحفز انخفاض معدل الفائدة المستثمرون في الدول الصناعية الاستثمار في اسواق المال في الدول النامية ذات العائد المرتفع.

### المطلب الثاني: متطلبات الاستثمار الأجنبي غير المباشر المتعلقة باقتصاد البلد المضيف

يختلف حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر من دولة إلى أخرى على حسب البيئة الاستثمارية السائدة ومدى تأثيره بالاقتصاد العالمي، حيث يتطلب استقطابه توافر مجموعة من العوامل من السياسات الاقتصادية المتبعة إلى هيكل سوق الأوراق المالية والتغيرات الحاصلة على مستوى الاقتصاد العالمي.

#### أولاً: السياسات الاقتصادية الكلية

هناك ارتباط وثيق بين الظروف الاقتصادية للبلد وفاعلية السوق والعوائد المحتملة فيها، بحيث تحسن الأوضاع الاقتصادية وانتعاشها لها تأثيرها البالغ في تحسن أداء سوق الأوراق المالية وعوائدها، ويمكن توضيح تأثير هذه الأوضاع والسياسات وفق الآتي:

**1- معدل النمو الاقتصادي:** إن تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة في الأسواق المالية من العوامل المحفزة على الاستثمار في هذه الأسواق، إذ أنها تعني حدوث تغيرات ايجابية في مستوى النشاط الاقتصادي الحقيقي وهو ما يسبب ارتفاع أسعار الأسهم، وبالتالي زيادة العائد المتوقع من الاستثمار في هذه الأدوات، ومن ثم زيادة الاقبال عليها من جانب المستثمرين المحليين والدوليين<sup>(1)</sup>.

**2- حجم الاقتصاد:** ويؤثر حجم الاقتصاد الكبير للبلد المضيف بشكل ايجابي على تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ولهذا فإن الدول ذات حجم الاقتصاد الكبير تستقطب تدفقات رؤوس أموال أكبر من الدول ذات الاقتصاد الأقل حجماً، أما الاقتصادات الضعيفة فهي تؤثر بشكل سلبي على تدفقات الاستثمار الأجنبي غير

<sup>1</sup> أميرة حسب الله نجد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية: دراسة مقارنة بين تركيا، كوريا الجنوبية ومصر، مرجع سبق ذكره، ص 52.

المباشر، ويقاس حجم الاقتصاد عن طريق الناتج المحلي الإجمالي (GDP)<sup>(1)</sup>.

وأثبتت العديد من الدراسات هذه العلاقة الطردية بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وحجم الاقتصاد المحلي، ومن الدراسات الحديثة، دراسة قام بها Erdul and Tataglu على مستوى سوق الأوراق المالية في تركيا، أين توصلوا إلى نتيجة أن الناتج المحلي الإجمالي كان له أثر إيجابي على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية المباشرة وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية غير المباشرة إلى سوق الأوراق المالية<sup>(2)</sup>.

**3- انخفاض معدل التضخم:** نتيجة وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة الحقيقية للنقود فإن هذا العامل يعتبر من العوامل الجاذبة للاستثمار الأجنبي، حيث أن المستثمر يبحث عن السوق الذي تتسم بانخفاض معدل التضخم وبالتالي ارتفاع القيمة الحقيقية للنقود مما يؤدي إلى تعظيم العائد من الأموال المستثمرة في الأدوات المالية، أو على الأقل ثبات هذا المعدل لكي لا يحقق المستثمر خسائر ناجمة عن انخفاض القيمة الحقيقية لأمواله المستثمرة<sup>(3)</sup>.

**4- استقرار أسعار الصرف:** تتأثر تعاملات الأجانب بمدى استقرار أسعار الصرف في الدول المختلفة، فكلما انخفضت تقلبات أسعار الصرف كان من العوامل الأساسية لاطمئنان المستثمر الأجنبي، وزيادة اقباله على الاستثمار في هاته السوق<sup>(4)</sup>.

ويعتبر من أهم المتغيرات التي يهتم بها المستثمر الأجنبي في سوق الأوراق المالية، حيث يؤدي انخفاض سعر الصرف إلى خروج تدفقات رؤوس الأموال من البلد المستضيف والعكس صحيح، لأن المستثمر يتوقع دائما الحصول على عوائد أكبر. ولهذا فإن استقرار سعر الصرف في حدود معينة يكون بمثابة حافز للمستثمر الأجنبي على توسيع استثماراته في سوق الأوراق المالية للدولة المضيفة<sup>(5)</sup>.

كما أن تقلب سعر الصرف أو عدم استقراره في الدولة المستثمر فيها يؤدي إلى تقليل العوائد المتوقعة على الاستثمارات الأجنبية في الأوراق المالية من ناحية، وزيادة المخاطر التي تتعرض لها من ناحية أخرى، وبالتالي عدم تشجيع تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل إلى داخل هذه الدولة بل ويشجع على خروج رأس المال. إن احتمال انخفاض قيمة العملة التي سبق تقويم الاستثمار بها تؤدي إلى عائدات أقل عند قياسها بالعملة الأساسية

<sup>1</sup> Guluzar Kurt Gumus and others, **The relationship between Foreign Portfolio Investment and Macroeconomic variables, European Scientific Journal**, Vol9, No.34, P217.

<sup>2</sup> Erdul Fuat, Tatoglu Ekrem, **Locational Determinants of Foreign Investment in an Emerging Market Economy: Evidence from Turkey**, *Multinational Business Review*, Vol10, No.1, 2002, P26.

<sup>3</sup> رضا محمد أحمد مجدين، الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في الأسواق الناشئة -دراسة نظرية-، مرجع سبق ذكره، ص 197.

<sup>4</sup> محمد عبد المطلب عبد المطلب بدوي، محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق رأس المال الناشئة وآثارها على المتغيرات الاقتصادية -دراسة تطبيقية مقارنة على كل من مصر، فلسطين، تركيا-، مرجع سبق ذكره، 2002، ص 82.

<sup>5</sup> Afaq Haider & others, **Detrminants of foreign portfolio investment and its effects on china**, *International Journal of Economics and finance* Published by Canadian Centre of Science and Education, Vol 8, No.12, 2016, P148.

للمستثمر، وبالتالي يخشى المستثمر الأجنبي من توجيه استثماراته إلى تلك الأسواق التي تتعرض لمخاطر عدم استقرار سعر عملتها مقابل العملات الأخرى.

**5-زيادة الاتجاه نحو الخصوصية:** إن التوسع في الخصوصية وخاصة التي تتم عن طريق سوق الأوراق المالية وذلك بالطرح الكلي أو الجزئي لرأس مال شركات القطاع العام في شكل أسهم وسندات للاكتتاب العام من طرف المستثمرين تؤدي إلى توسيع حجم الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية، ما يخلق فرص استثمارية إضافية على أوراق مالية جديدة، كما تؤدي إلى زيادة كمية ونشاط السوق المحلية وزيادة جاذبيتها للمستثمرين المحليين والأجبيين<sup>(1)</sup>.

وتشير الإحصاءات إلى أن أكثر من ثمانين دولة في مختلف أنحاء العالم طبقت برامج تطمح لتحويل شركات القطاع العام بها إلى قطاع خاص، وفي الدول النامية فقط تم منذ عام 1980 وحتى عام 1992 تخصيص أكثر من 20000 شركة من شركات القطاع العام، وقد تمكنت أكثر من 450 شركة عاملة في أسواق الأوراق المالية من جمع ما يزيد عن 28 مليار دولار من خلال إصدارات الأسهم عام 1992، ولقد ساهم تخصيص شركات القطاع العام على تحسن نشاط سوق الأوراق المالية من خلال زيادة العروض من الأوراق المالية، فمثلا في ماليزيا ترتب على تخصيص شركات الاتصالات المملوكة للحكومة في عام 1990 على زيادة حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم عن أي وقت مضى.

كما أن الشراكة بين القطاع الخاص والعام وفق عقد البوت في بناء وتشغيل وتحويل ملكية مشروعات البنية التحتية تؤدي إلى تنشيط السوق وجذب الاستثمار الأجنبي، إذ أن انشاء مرفق عام عن طريق نظام البوت يتم غالبا عن طريق مستثمر أجنبي، وبالتالي يتم إدخال أسهم وسندات إلى سوق الأوراق المالية، سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداول، فإذا كان المستثمر الأجنبي هدفه انشاء شركة مساهمة جديدة للقيام بالمشروع، فهنا تشط سوق الإصدار نتيجة إصدار أسهم الشركة الجديدة، أما إذا كان المستثمر الأجنبي شركة قائمة بالفعل وتريد تمويلا ذاتيا لهذا المشروع عن طريق زيادة رأسمالها، فهنا تشط سوق الإصدار نتيجة إصدار الأسهم الجديدة<sup>(2)</sup>.

**6-الحوافز الضريبية:** يؤثر معدل الضريبة المفروضة على أوعية سوق الأوراق المالية وعملياته وعلى عائد الاستثمار في الأدوات المالية ومن ثم الاستثمار في هذه الأدوات، إذ ينتج عن التخفيض أو الإعفاء من الضريبة على التعاملات بالبيع والشراء للأوراق المالية وعلى إيراداتها الجارية المتمثلة في أرباح الأسهم الموزعة وفوائد السندات وعلى الأرباح الرأسمالية زيادة الربح الصافي للمستثمر وهو ما يترتب عنه ارتفاع القيمة الاستثمارية للأوراق المالية،

<sup>1</sup> علي بوعبد الله، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص 82.

<sup>2</sup> صبرينة مانع، ليليا بن منصور، اسهامات الشراكة العمومية الخاصة وفق نظام البوت في تمويل وتنفيذ مشروعات البنية التحتية، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 07، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2017، ص 8.



الأمر الذي يشجع المستثمرين على الاستثمار في هاته السوق<sup>(1)</sup>.

وهناك دراسة أجراها Kim على أثر التكامل بين الأسواق المالية العالمية، خلصت إلى أن الضرائب على الأرباح من بين العوامل التي تؤثر على تركيز تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية بين الأسواق المالية العالمية، حيث أن المستثمر يحول استثماراته إلى الأسواق التي تفرض ضرائب أقل<sup>(2)</sup>.

يتضح مما سبق أن استقرار البيئة الاقتصادية وتحسنها من أهم العوامل التي تشجع الاستثمار الأجنبي وتدفق الأموال الضخمة إلى الأسواق المحلية، وهذا يتطلب من الدول النامية والعربية أن تسعى جاهدة لإصلاح بيئتها الاقتصادية.

**7-حجم الصادرات:** تمثل الصادرات مجموع قيمة السلع والخدمات التي تقوم الدولة ببيعها إلى الخارج، وهناك علاقة طردية بين حجم الصادرات وتدفق رأس المال الأجنبي لأن زيادة الصادرات تؤدي إلى زيادة تدفق رأس المال إلى داخل البلد.

**8-الاستقرار السياسي:** وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة من أهم آليات جذب رؤوس الأموال وتحويلها من مدخرات خاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل. فالاستقرار السياسي يعتبر عاملا مهما لجذب رؤوس الأموال إضافة إلى توفير للمستثمرين بعض التسهيلات في تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأسمال المستثمر الأجنبي عند نهاية الاستثمار إلى بلده. إضافة إلى ذلك ينبغي على الدولة أن توفر للمستثمرين الأجانب بعض التسهيلات في تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأس مال المستثمر الأجنبي عند نهاية الاستثمار إلى بلده.

**9-الاستثمار الأجنبي المباشر:** أثبتت دراسة تتمحور حول محددات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الصين، أن حجم الاستثمار الأجنبي المباشر يؤثر على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية من وإلى أسواق الأوراق المالية ولو بشكل أقل من أثر المتغيرات الأخرى على الاستثمار الأجنبي غير المباشر. حيث أن المستثمر الأجنبي المباشر خاصة إذا كان ذو شهرة عالمية، فإن الأصول المالية للشركة المسيطر عليها أو في إطار الاستثمار المشترك يكون الطلب عليها متزايدا من طرف المستثمرين المحليين والأجانب في سوق الأوراق المالية، لأنها أصول مالية ذات جودة وتحقق أرباح أكبر مقارنة بالشركات المدرجة الأخرى<sup>(3)</sup>.

**10-أثر العدوى:** ويعتبر من عوامل جذب الاستثمارات المالية الأجنبية ويعرف بأثر العدوى، وهو نوع من

<sup>1</sup> أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية: دراسة مقارنة بين تركيا، كوريا الجنوبية ومصر، مرجع سبق ذكره، ص 54.

<sup>2</sup> Kim Hak-Min ‘Globalization of International Financial Markets: cause and consequences’, 1999, P190.

<sup>3</sup> Fayyaz ahmad and Umar Dzar, **Determinants of foreign portfolio inflows: Analysis and implications for china**, Asian Journal of Finance & Accounting, Vol 7, No.2, 2015, P75.

الوفرات الخارجية يخلقها انتقال رأس المال إلى دولة أو أكثر في منطقة معينة بالنسبة لدول أخرى مجاورة، ويحدث ذلك عندما تؤدي التطورات التي تطرأ على أحد الأسواق المالية إلى سلسلة من التغييرات في الجدارة الائتمانية لأسواق أخرى مجاورة في نفس الاتجاه سواء بالسلب أو الإيجاب.

وتعددت تعريفات أثر العدوى، فأحيانا يعرف على أنه انتقال الصدمات من دولة إلى أخرى، أو انتقال الصدمة بين دولتين رغم اختلاف أساسيات الاقتصاد وسوق رأس المال في كل منهما. بالرغم من أن العامل النفسي يعتبر أحد أهم القنوات التي من خلالها تؤثر ظروف أحد الأسواق المالية على الأخرى، كأن يتوقع المستثمر مثلا أن الإصلاح في بعض الدول يتبعه تطبيق برامج مشابهة في الدول المختلفة من خلال قنوات أخرى أهمها:<sup>(1)</sup>

- التكامل بين أسواق المال في دولتين، مما يؤدي إلى انتقال الصدمات من السوق الكبرى إلى السوق الصغرى عن طريق المعاملات في الأوراق المالية.

- اتفاقيات التجارة بين الدول تساهم أيضا في انتقال الصدمات، فإن حدوث أزمة في دولة ما معناه انخفاض وارداتها من شركائها التجاريين، والعكس في حالة تحسن أوضاعها الاقتصادية.

- أسلوب أداء المؤسسات الاستثمارية في الدول المتقدمة التي تقوم بتنوع محافظ الأوراق المالية الخاصة بها عالميا وتخصص جزءا منها لشراء أصول الأسواق الناشئة، وهو ما يشجع مستثمرين آخرين على الدخول إلى هذه الأسواق فيما يعرف بسلوك القطيع. لكن من ناحية أخرى تكون ردود أفعال هذه المؤسسات واسعة في مواجهة الصدمات، فإن حدوث أزمة في سوق ناشئة معينة كثيرا ما يدفعها لبيع الأوراق المالية التي تمتلكها في أسواق ناشئة أخرى، مما يعجل بحدوث أزمة في هذه الأسواق، أي يتسع نطاق الأزمات.

- عندما يتجه المستثمر في الدول المتقدمة إلى دخول أسواق المال الناشئة فإنه عادة ما يبدأ بأسواق الدول الأكبر نسبيا التي يكون أكثر علما بأوضاعها وفرص الاستثمار المتاحة بها، وبعد أن يعتاد على فكرة الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة وتزيد ثقته فيها فإنه يتجه إلى أسواق أخرى مجاورة لها.

### المطلب الثالث: متطلبات هيكلية لسوق الأوراق المالية ومتغيرات الاقتصاد الدولية

إضافة لمتطلبات السياسة الاقتصادية، يجب أن توفر الدولة المضيفة سوق أوراق مالية منظمة وعميقة لتستقطب هذا النوع من الاستثمار، كما على الدولة المضيفة أيضا مراقبة المتغيرات في البيئة الدولية والاستفادة منها.

### الفرع الأول: متطلبات هيكلية لسوق الأوراق المالية

يعد هيكل سوق الأوراق المالية من بين أهم متطلبات جذب المستثمر الأجنبي، وقد خطت الكثير من الدول

<sup>1</sup> رضا محمد أحمد محمد، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تمويل التنمية الاقتصادية - دراسة مقارنة بين مصر وماليزيا -، مرجع سبق ذكره، ص 52.

وخصوصا بعض الدول النامية خطوات ايجابية فيما يتعلق بتطوير أسواقها المالية وإن كانت تحتاج إلى المزيد من الاصلاحات من حيث تنظيم السوق، تنوع الأدوات والأوراق المالية المتوفرة في السوق، الافصاح والشفافية، فضلا عن وجود الوسطاء الماليين<sup>(1)</sup>.

### أولا: نمو سوق الأوراق المالية

يعتبر نمو وتطور سوق الأوراق المالية في دولة ما من أهم العوامل التي تجذب الاستثمارات الأجنبية إليها، فهو المكان الذي تتم فيه عملية الاستثمار. وخير دليل أسواق الأوراق المالية الناشئة حتى منتصف الثمانينات من القرن العشرين تعاني من عدة مشاكل أهمها ضعف السيولة، وقلة عدد أدوات الاستثمار بها، وعدم كفاية المعلومات المتاحة، بالإضافة إلى أنها كانت مغلقة أمام المستثمرين الأجانب وبالتالي لم تكن مصدرا لجذب الاستثمار المحلي أو الأجنبي. ولكن منذ منتصف الثمانينات من القرن العشرين، بدأت معظم الدول النامية الإصلاح الاقتصادي والتحرير المالي، إلى جانب الاهتمام بتنمية وتطوير الأسواق المالية.

### ثانيا: تنظيم سوق الأوراق المالية

إن وجود اطار تشريعي وتنظيمي مرن وفعال وقادر على التكيف باستمرار مع المتغيرات المحلية والدولية يساعد كثيرا على في تسهيل المعاملات المالية وزيادة المنافسة داخل السوق من ناحية، وتوفير الحماية التأمينية للمستثمرين من ناحية أخرى، وهو ما يدعم ثقة المستثمر ويؤدي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال تجاه الأسواق الصاعدة بطريقة صحيحة وذلك من خلال:<sup>(2)</sup>

- سن وتنفيذ القوانين والتشريعات الخاصة بسوق الأوراق المالية اللازمة لضبط التعامل داخل السوق، والوصول إلى سوق عادلة متاح فيها كافة المعلومات المالية لجميع المستثمرين، وتسهيل فيها عملية تداول الأوراق المالية وتسويتها وحفظها.

- تكوين جهات رقابية للإشراف على القوانين المنظمة لعمل السوق ومراقبة أدائها بشكل حيادي وذلك من أجل حماية السوق، هذا مع مراعاة ألا ترقى هذه الرقابة إلى درجة القيود التي تحد من فعالية السوق وتؤدي إلى هروب المتعاملين.

- تشجيع المنافسة بين المتعاملين في السوق عن طريق تسهيل الدخول إلى السوق والخروج منها، وعدم فرض أية قيود على الاستثمارات الأجنبية مع عدم وجود أية قيود على تحويلات الأرباح ورأس المال إلى الخارج.

<sup>1</sup> إباد طاهر، صلاح حسن، الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاساته على تداول الأسهم العادية، مجلة بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص 111.

<sup>2</sup> أميرة حسب الله مجد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية: دراسة مقارنة بين تركيا، كوريا الجنوبية ومصر، مرجع سبق ذكره، ص ص 55-56.

- حماية حقوق المستثمر وحملة الأسهم والتي تتضمن حقوق التسجيل، حقوق التصويت، حقوق الاشتراك في الادارة، حقوق الأقلية من حملة الأسهم وتوزيعات أرباح الأسهم. وتشمل حماية المستثمرين أيضا:
- محاسبة الأفراد والمؤسسات التي تقوم ببث إشاعات معرضة ومضللة عن أداء الشركات المسجلة بالبورصة بغرض التأثير غير المباشر على حركة التداول داخل السوق المالية.
- منع استغلال المعلومات غير المعلنة والتي يتسنى لبعض الأفراد الحصول عليها بطريقة أو بأخرى من داخل الشركات المسجلة والتي من شأنها التأثير على حركة الأسعار داخل السوق.
- التيقن من مدى صحة ودقة وثمولوج البيانات المالية المنشورة من قبل الشركات المسجلة في السوق الثانوية.
- معرفة مدى التزام هذه الشركات بتطبيق معايير المحاسبة ومدى توافقها مع المعايير المقبولة دوليا.
- تحديد متطلبات الإفصاح بالنسبة للإصدارات الجديدة ووضع متطلبات القيد في السوق الثانوية.
- تحسين إجراءات تسوية المعاملات.
- تطوير قواعد المراجعة المالية لشركات المساهمة بما يتوافق مع المعايير الدولية.
- تحديد الأسعار الاستكشافية المتوقعة للأوراق المالية بطريقة صحيحة.

### ثالثا: تنوع الأدوات المالية

تزداد كفاءة السوق كلما زاد اتساعها، أي كلما كانت السوق قادرة على استيعاب عدد كبير من الأوراق المالية المختلفة وتنوع هذه الأوراق بحيث تشمل كافة الخصائص التي تقابل متطلبات المستثمرين، فإنها تؤدي حتما إلى جذب عدد كبير من المستثمرين في مختلف المجالات.

### رابعا: وجود مؤسسات مالية متخصصة

إن وجود سماسة يعتبر أمرا ضروريا للتعامل في أسواق الأوراق المالية، حيث يكفي المستثمر بإصدار الأوامر ليقوم السماسر على وجه السرعة بتنفيذها دون حضور المستثمر، كما أن وجود شبكة متكاملة من بيوت الاصدار وشركات السمسرة والمؤسسات المالية المختلفة كالبانوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد التي تقوم بتجميع الأموال للمستثمرين من شأنه زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى سوق الأوراق المالية<sup>(1)</sup>، وتقوم هذه المؤسسات بما يلي:

- تقديم المشورة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية حول كيفية استثمار أموالهم.
- استثمار أموال المستثمرين نيابة عنهم، حيث أن ما لديهم من أموال قد لا تكفي لتكوين محفظة أوراق مالية، أو أن وقتهم لا يسمح بذلك.
- تسهيل وتسريع عمليات التداول والبت فيها.

<sup>1</sup> عمار صافي، محددات الاستثمار الخفطي وآثاره على أسواق الأوراق المالية - دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص 106.

- إيجاد سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية المطروحة للبيع والشراء بكميات كبيرة.
- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها، حيث أن تكوين الشركات أو طرح المستندات لا بد أن يرافقه إعلام مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي تحتاج توظيف الأموال فيها.

#### خامسا: الإفصاح وتوافر المعلومات

الإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية للشركات المتعاملة في مجال الأوراق المالية من حيث سرعة تواجد هذه المعلومات وقلة تكلفتها تؤدي إلى زيادة كفاءة السوق، كما أن الإفصاح عن المعلومات بدقة وموضوعية من شأنه أن يساعد المستثمر على اتخاذ قراراته الاستثمارية بثقة كبيرة، ويصبح الإفصاح عن المعلومات أكثر فعالية إذا ما توفرت معايير المحاسبة وقواعد المراجعة والحوكمة على قدر كبير من التطور، بحيث تتفق مع المعايير المقبولة دولياً<sup>(1)</sup>.

كما أن على الجهة المنظمة لعمل السوق القيام بوضع متطلبات إضافية لدعم الإفصاح والشفافية على النحو الآتي:<sup>(2)</sup>

**1-متطلبات قيد الشركات في سوق الأوراق المالية:** لكي يتم قيد أي شركة يتعين توفر عدة متطلبات للإفصاح منها: تحديد الحد الأدنى من حملة الأسهم، تحديد عدد أسهم الشركة وقيمتها، نتائج الميزانية عبر عدة سنوات، تقدير امكانيات الشركة فيما يتعلق بمعايير الأداء التي تحكمها، مستندات المديونية للشركة، إلى غير ذلك من المعلومات.

**2-متطلبات الطرح الأولى:** متطلبات الإفصاح للشركات التي تطرح أوراقها المالية للاكتتاب العام سواء كانت حديثة التأسيس أو متوسعة وتضم نوعين من المعلومات، المعلومات التي تسمح للمستثمرين بتقييم الوضع العام للشركة المصدرة للأوراق المالية شاملة عناصر المخاطرة والأداء السابق، ومعلومات محددة عن الإصدار الجديد مثل هيكل رأس المال للمشروع ومبررات زيادة رأس المال، طريقة تغطية الاكتتاب، الأهداف التي تعتمدها الشركة لتحقيقها، طريقة توزيع الأرباح، أنشطة الشركات الأخرى، الوضع المالي لمصدري الأوراق المالية.

**3-متطلبات الإفصاح عن استمرار نشاط الشركة:** يطلب من الشركة المقيدة في سوق الأوراق المالية أن تفصح عن نتائجها المالية بشكل منتظم من خلال تقديم تقارير وقوائم مالية توضح المركز المالي للشركة عن فترة زمنية قد تكون نصف سنوية أو ربع سنوي أو أقل من ذلك، بالإضافة إلى تقديم تقارير سنوية تحتوي على معلومات محاسبية معدة وفقاً للمرجع المحاسبي الدولي مع الإفصاح عن المعلومات غير المالية بما يمكن المستثمر من تقييم عائد الاستثمار على الأوراق المالية في السوق والمخاطر المحيطة بها.

<sup>1</sup> رضا محمد أحمد محمد، الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في الأسواق الناشئة -دراسة نظرية-، مرجع سبق ذكره، ص 199.

<sup>2</sup> أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية: دراسة مقارنة بين تركيا، كوريا الجنوبية ومصر، مرجع سبق ذكره، ص 57-58.

4-المعلومات الصادرة عن سوق الأوراق المالية: وذلك من الجهات المنظمة لعمل السوق، وتمثل هذه البيانات في أعداد الشركات المقيدة كل عام، عدد الأسهم المقيدة، مجموع رؤوس أموال تلك الشركات، اتجاهات التعامل وحجمه وتطوره على مدى سلسلة زمنية طويلة، مع ضرورة تفسير هذه البيانات للمستثمر.

#### الفرع الثاني: الاستفادة من متغيرات الاقتصاد العالمي لجذب رؤوس الأموال الأجنبية غير المباشرة

ترتبط العوامل الخارجية بتلك المتغيرات التي يشهدها الاقتصاد العالمي، وبالتالي فهي تخرج عن نطاق سيطرة الدولة المضيفة. وبالرغم أن هاته الآليات لا يمكن السيطرة عليها، إلا أن لها دور غير مباشر في تحديد توجه تدفقات رؤوس الأموال من وإلى أسواق الأوراق المالية الدولية، حيث أثبتت دراسة أمريكية اهتمام المستثمر الأجنبي في سوق الأوراق المالية بالمتغيرات التي يشهدها الاقتصاد العالمي ووقعها على أداء سوق الأوراق المالية ومن ذلك أثرها على تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة ما بين 1977 و2007، أكدت على عدم التركيز فقط على العوامل الداخلية، بل يجب متابعة المتغيرات الخارجية في الاقتصاد العالمي بالاستفادة منها في جذب التدفقات الرأسمالية أو لتفادي الوقوع في الأزمات أو انتقال العدوى من بلدان أخرى.<sup>(1)</sup> ومن هذه العوامل نذكر ما يلي:

#### أولاً: الدورات الاقتصادية

ان الدورات الاقتصادية التي تحدث في الدول المتقدمة والتي تتوافق في بعض الحالات مع حدوث انخفاض في معدلات الفائدة القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل، هو ما يدفع المستثمرين في هذه الدول إلى البحث عن فرص بديلة ذات عوائد مرتفعة لتوظيف أموالهم، فعندما تكون معدلات الفائدة أو معدلات العائد على الأوراق المالية الأجنبية أكبر منها على الأوراق المالية المحلية للمستثمر، فإن ذلك سيدفع هذا الأخير إلى توجيه أمواله للاستثمار في الأصول المالية للدول الأجنبية.<sup>(2)</sup> كما أن البيئة الانكماشية في الدول الصناعية لاسيما الولايات المتحدة الأمريكية كانت بمثابة المحددات الأساسية لزيادة تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى الدول النامية.

#### ثانياً: الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية

نقصد بذلك زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية من جانب مؤسسات الاستثمار مثل صناديق الاستثمار، شركات التأمين، صناديق المعاشات، البنوك المتعاملة في سوق الأوراق المالية، وهذه المؤسسات لديها القدرة على تنوع استثماراتها على الساحة الدولية، فهي تتجه للاستثمار في الأسواق الصاعدة بدافع الرغبة في زيادة العائد

<sup>1</sup> Peter V.Egly and Others, **Foreign Portfolio Investment Inflows to the United States: the impact of investor risk aversion and US stock market performance**, North American Journal of Finance and Banking Research Vol4, No.4, 2010, P38.

<sup>2</sup> عمار صافني، محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية -دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص 106.

الكلبي على الاستثمار في محفظة الأوراق المالية من ناحية، وتنوع مخاطر الاستثمار من ناحية أخرى<sup>(1)</sup>.

كما أن المستثمر يهدف إلى تعظيم العائد الكلي الذي يحصل عليه من الاستثمار في الأوراق المالية، ومن ثم يتجه إلى شراء أصل مالي أجنبي إذا كان العائد المتوقع عليه يفوق العوائد على الأصول المحلية.

وإذا كان هدف المستثمر هو مجرد تنوع مكونات المحفظة لخفض درجة المخاطر الكلية عليها، فإنه يمكنه تحقيقه من خلال الاكتفاء بالاستثمار مالياً، مع تخصيص جزء من استثماراته في أصول منخفضة المخاطر، مثل أدون الخزينة والسندات الحكومية. لكن المستثمر عادة ما يستهدف أيضاً تعظيم العوائد المتوقعة على استثماراته المختلفة. بذلك فإن عملية تنوع محفظة الأوراق المالية عالمياً تمكن المستثمر من خفض المخاطر الكلية على المحفظة، مع توفير قدر أكبر من الاستثمارات المربحة، حيث يمكنه الحصول على نوعين من العوائد: العائد على الأصل المالي الأجنبي، والعائد على الاستثمار في العملة الأجنبية (عملة الدولة مصدرة الأصل المالي) أي تحقيق مكاسب من العملات، وذلك في حالة ارتفاع سعر صرف عملة الدولة الأجنبية في مقابل عملته الوطنية، مما يحقق للمستثمر عائداً إضافياً عندما يقوم بتحويل العوائد والمكاسب الرأسمالية إلى عملته الوطنية.

### ثالثاً: اتجاه الأسواق المالية إلى التكامل

ان ازالة القيود التشريعية والتنظيمية والرقابية بالأسواق الدولية والتطورات الحديثة في تقنيات معالجة المعلومات المالية وابتكار الوسائل المتنوعة لمواجهة المخاطر المالية المحتملة ترتب عليه اتجاه الأسواق المالية إلى التكامل، فالأسواق التي حققت درجة أكبر من الاندماج شهدت قدراً كبيراً من التدفقات للاستفادة من مزايا التنوع في الأصول والمحافظة الاستثمارية.

### رابعاً: التغيرات المؤسسية في الدول النامية والمتقدمة

لقد جرت التغيرات لتحقيق المزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، وكان من أهم هذه التغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة تخفيف القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي، وتبسيط إجراءات القيد والتسجيل، وتخفيف القيود على إعادة بيع الأوراق المالية المطروحة بشكل خاص، مثل المادة alpha144 التي أصدرتها الولايات المتحدة الأمريكية لتسهيل للمستثمرين سبل الوصول إلى أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، وقامت الدول النامية أيضاً ببعض التغيرات المؤسسية التي من شأنها جذب المزيد من الأموال إلى أسواقها عن طريق تقليل القيود التنظيمية، وتبسيط إجراءات التسوية والمقاصة والقيد والتسجيل، وتخفيض الضرائب والرسوم على الصفقات، وغيرها من التغيرات التي ساعدت على جذب المزيد من رؤوس الأموال، ومن ثم تنمية تطوير أسواق الأوراق المالية الناشئة.

<sup>1</sup> أميرة حسب الله نجد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية: دراسة مقارنة بين تركيا، كوريا الجنوبية ومصر، مرجع سبق ذكره، ص 50.

## خامسا: تشبع النشاط الاقتصادي للدول المتقدمة والانخفاض النسبي في أسعار الفائدة

إن ركود النشاط الاقتصادي التي عانت منه العديد من الدول الصناعية المتقدمة (في الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، معظم الدول الأوروبية) في نهاية الثمانينيات من القرن العشرين وبداية التسعينات من القرن العشرين، والذي كان مصحوبا بانخفاض في أسعار الفائدة العالمية قد دفع برؤوس الأموال الدولية للخروج إلى الأسواق الناشئة التي كانت تتمتع بفرص استثمارية أكثر ربحية، وقد دفع هذا الانخفاض النسبي في أسعار الفائدة العالمية إلى تحسين الدراجة الائتمانية للدول النامية وبالتالي انخفاض القيمة الحالية لديونها الخارجية وأعباء خدمة هذه الديون، مما دعم اتجاه رؤوس الأموال الأجنبية إليها. حيث انخفضت أسعار الفائدة قصيرة الأجل في معظم الدول الصناعية 7.3% في المتوسط في الفترة من 87-90 إلى 4.3% في المتوسط في الفترة من 94-96، وبالمثل انخفض سعر الفائدة طويل الأجل من 8% في المتوسط إلى 6.3% خلال الفترة نفسها<sup>(1)</sup>.

## سادسا: اختلاف هيكل النمو السكاني في الدول المتقدمة منه في الدول النامية

أضاف تقرير البنك الدولي عاملا هاما جديدا يدفع برؤوس الأموال من الدول المتقدمة إلى الخارج للاستثمار في الأوراق المالية، وهو اختلاف النمو السكاني فقد اتجهت الدول الصناعية إلى خفض معدلات النمو السكاني حيث زاد متوسط العمر المتوقع للأفراد في هذه الدول، ومن ثم أصبح الهيكل الديموغرافي يتسم بارتفاع عدد السكان في فئة كبار السن مقارنة بفئة سن العمل، وتعتبر اليابان من أوضح الأمثلة على ذلك، بعكس الحال في الدول النامية أين يكون عدد السكان أكبر من حيث فئة سن العمل<sup>(2)</sup>.

ولهذا العامل أثران يدفعان بالاستثمارات المالية من الدول المتقدمة إلى الخارج وهما:<sup>(3)</sup>

-ارتفاع متوسط أعمار السكان في الدول المتقدمة يدفع لزيادة المدخرات قصيرة ومتوسطة الأجل، كما أن انخفاض معدل نمو قوة العمل بالنسبة لرأس المال يؤدي إلى انخفاض العائد على رأس المال بالنسبة للعمل، وهو ما يدفع برؤوس الأموال إلى الخارج بحثا عن فرص أفضل للاستثمار.

-يؤدي ارتفاع أعداد كبار السن في الدول المتقدمة إلى زيادة الحاجة لتطوير واصلاح صناديق المعاشات، ويتضمن ذلك اتجاه هذه الصناديق لتنويع محفظة الأوراق المالية الخاصة بها عن طريق الاستثمار في أسواق المال الناشئة، خاصة مع اتجاه الدول المتقدمة إلى ازالة القيود على استثمار الأفراد والمؤسسات بها في الدول النامية.

<sup>1</sup> أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية: دراسة مقارنة بين تركيا، كوريا الجنوبية ومصر، مرجع سبق ذكره، ص 50.

<sup>2</sup> رضا محمد أحمد محمد، الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في الأسواق الناشئة -دراسة نظرية-، مرجع سبق ذكره، ص 207.

<sup>3</sup> Shereen Mostafa Sobhy Bacheer, *The Effect of Foreign Portfolio Investment on Real Economic Growth in Egypt*, Op. cit, P102.



مما سبق يرى الباحث أن متطلبات استقطاب تدفقات رؤوس الأموال غير المباشرة كثيرة ومتنوعة، تتأثر بتقلبات الاقتصاد الدولي الذي لا يمكن السيطرة عليها ولكن يمكن مراقبة معطياته لتجنب المخاطر والأزمات المحتملة والاستفادة من الفوارق بين الدول المتقدمة والنامية، وتكون على مستوى البلد المستضيف من خلال توفر البيئة الاقتصادية والسياسية المناسبة لتسهيل انتقال رؤوس الأموال وعلى مستوى هيكل سوق الأوراق المالية من تنظيم، تنوع الأدوات المالية، وجود مؤسسات متخصصة ونظام افصاح وشفافية يقدم معلومات كافية لاتخاذ قرار الاستثمار، حيث أن المستثمر الأجنبي ينجذب إلى سوق الأوراق المالية المنظمة والكفؤة التي تكون فيها سعر الأوراق المالية يستجيب للمعلومات المالية وغير المالية التي من شأنها زيادة أو تخفيض القيمة السوقية للسوق ككل، ويتحقق هذا فقط عند وجود نظام افصاح محاسبي ذو جودة عالية يقدم للمستثمر الأجنبي المعلومات المالية وغير المالية في الوقت والكمية المناسبين بأقل تكلفة ممكنة لاتخاذ قراره في الدخول أو الخروج من السوق.

## خلاصة الفصل:

دعت حاجة الدول والشركات للبحث عن تمويل مشاريعها إلى التوجه نحو سوق الأوراق المالية، حيث يوفر هذا الأخير للمستثمرين سواء أفراد أو منظمات أو شركات امكانية استثمار مدخراتهم في المشاريع القائمة أو الناشئة بهدف تحقيق أرباح أو عوائد من جراء الاستثمار قصير أو طويل المدى في الأوراق المالية المختلفة.

ويضم سوق الأوراق المالية، سوق الاصدار (سوق أولية) أين يتم طرح الأولي للأوراق المالية وسوق التداول (سوق ثانوية) تتفرع إلى سوق محلية وسوق دولية، حيث تكون هذه الأخيرة أكثر نشاطا وعمقا من السوق المحلية التي تضم الشركات داخل الوطن فقط، كما أن المتطلبات الهيكلية والتنظيمية في السوق الدولية تكون أشمل وأوسع نظرا لارتباطها بالأسواق المالية العالمية التي تصنف على أساس عدة معايير إلى أسواق مالية متقدمة وأسواق مالية ناشئة متصلة فيما بينها لتشكيل سوق أوراق مالية موحدة ومتكاملة.

وتسعى الدول إلى استقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر لما فيه من فائدة في تنشيط سوق الأوراق المالية والأثر الإيجابي على اقتصاد البلد المضيف في حالة ما إذا عرفت كيف تضبطه وتتحوط من الأزمات المالية التي يمكن أن يحدثها داخليا عند خروج تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الخارج بشكل كبير ومتواصل، كما أنه يتم وفق عدة قنوات منها الاستثمار المباشر في الأوراق المالية، صناديق الاستثمار الدولية، الاصدارات العالمية من الأوراق المالية، المحافظ المشتركة وصناديق رأس المال المخاطر.

وتتوزع تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر على البلدان المتقدمة والناشئة الأكثر تقدما الأكثر جاذبية للاستثمار، حيث نجد أنها تحقق صافي استثمار موجب في فترات وصافي تدفق استثمار سالب في فترات أخرى، نتيجة تقلبات هذا النوع من الاستثمار.

كما تبين من فلسفة الاستثمار الأجنبي غير المباشر أن التدفقات الرأسمالية الأجنبية بين الدول تفسر بعدة نماذج من أهمها نموج عدوى الأزمات، نموذج الاستنزاف المزدوج، ونموذج الانفتاح والاندماج والتكامل العالمي، كما أن له عدة مبررات تتمثل في الحاجة إلى التنويع الدولي، المضاربة، واختلاف أسعار الفائدة من دولة إلى أخرى.

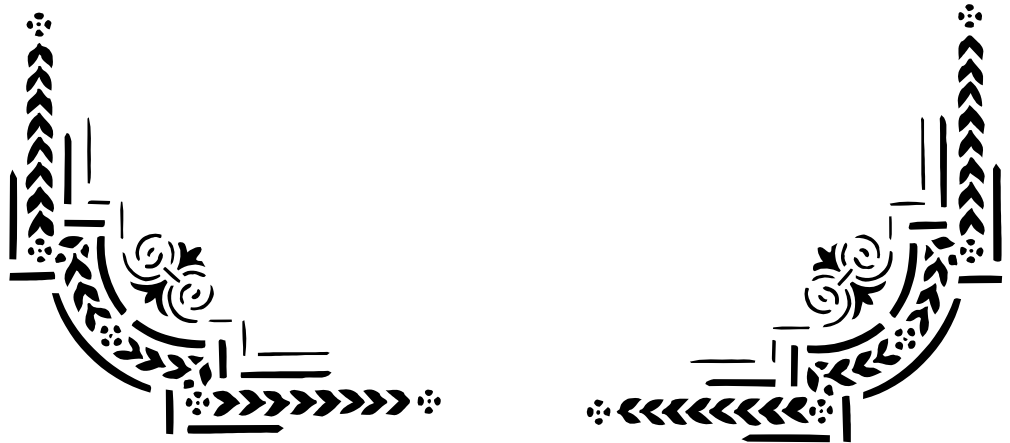
ويتأثر استقطاب هذا النوع من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية بعدة عوامل اقتصادية تتعلق بالبلد المضيف التي يمكن السيطرة عليها ونذكر منها النمو الاقتصادي، انخفاض معدلات التضخم، استقرار أسعار الصرف، البنية التحتية، الحوافز الضريبية، حجم الصادرات، حجم الاستثمار الأجنبي المباشر، العدوى بين البلدان المجاورة والاستقرار السياسي، وتتأثر أيضا بعوامل اقتصادية غير مسيطر عليها يجب مراقبتها باستثمار وتوقع أثارها المستقبلية على التدفقات الرأسمالية، كما يجب توفر سوق أوراق مالية متطورة ومنظمة، تنوع فيها الأدوات المالية وتتوفر بها مؤسسات وساطة مالية متخصصة، وتتمتع بنظام افصاح متكامل يقدم للمستثمرين الأجانب المعلومات اللازمة لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية.



## الفصل الثاني:

الإفصاح المحاسبي في أسواق الأوراق

المالية وفق المرجع المحاسبي الدولي



## تمهيد

يعتبر نظام المعلومات المحاسبي المالي من أهم الأنظمة التي تقوم عليها الشركات الاقتصادية، حيث أن المخرجات من المعلومات المحاسبية تعتبر الرابط الرئيسي بين الشركة والعالم الخارجي، والتي تأتي ملخصة في شكل قوائم وتقارير مالية حتى تسهل قراءتها من الأطراف ذات العلاقة.

ووجب على الشركة الإفصاح عن هاته المعلومات بقدر يمكن الأطراف الخارجية وخاصة المستثمرين من معرفة الوضعية المالية وأخذ صورة واضحة عن الأداء الاقتصادي للشركة ككل، ومن ذلك تسهيل اتخاذ قراراتهم الاستثمارية سواء على مستوى الشركة أو من خلال سوق الأوراق المالية.

حظي الإفصاح المحاسبي باهتمام كبير سواء على المستوى الأكاديمي أو المهني، حيث نجد أن معظم الهيئات الدولية والمحلية اتخذت من الإفصاح معيار أساسي في كتابة بنودها المتعلقة بمختلف الظواهر الاقتصادية التي لها أثر مالي أو تؤثر على أداء الشركة بشكل عام.

وحرص مجلس معايير المحاسبة على دعم مفهوم الإفصاح والحث على تطبيقه، من خلال إصدار مجموعة من المعايير المحاسبية والتي يتم تغييرها أو التعديل عليها من وقت لآخر حتى تتوافق مع التطورات الاقتصادية الحاصلة، وتشمل ما يجب الإفصاح عنه من معلومات من طبعها التأثير على النشاط الاقتصادي للشركة بشكل مباشر أو غير مباشر عن كل بند من بنود المعايير المعمول بها.

وتعتبر الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المعني الرئيسي بتطبيق الإفصاح وفق المرجع المحاسبي الدولي التي جاءت من أجل هذا الغرض، أين يعتبر الإفصاح عن القوائم والتقارير وفق المرجع المحاسبي الدولي من بين أهم شروط ادراج الشركات في السوق، إضافة إلى متطلبات افصاح اضافية تزيد من جودة الإفصاح المحاسبي على المستوى الدولي.

والإفصاح المحاسبي على المستوى الدولي يختلف منه على المستوى المحلي، حيث تكون الشركات مطالبة بالإفصاح عن معلومات أكثر تفصيلاً، وتوفير طرق وآليات افصاح تتماشى مع احتياجات المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العالمية.

وفي هذا الصدد تناول هذا الفصل المباحث الرئيسية التالية:

## المبحث الأول: مدخل إلى الإفصاح المحاسبي

## المبحث الثاني: الإفصاح المحاسبي ضمن القوائم والتقارير المالية وفق المرجع المحاسبي الدولي

## المبحث الثالث: متطلبات الإفصاح ضمن أسواق الأوراق المالية الدولية

## المبحث الأول: مدخل إلى الإفصاح المحاسبي

يعتبر الإفصاح المحاسبي من أهم مداخل جودة المعلومات المحاسبية، حيث أخذ اهتماما كبيرا بين الباحثين الاقتصاديين والمنظمات المحلية والدولية لأهميته في توصيل المعلومات لمختلف الأطراف المرتبطة بالشركة، وفي هذا المبحث سنتطرق إلى أهم الجوانب المتعلقة بالإفصاح من خلال توضيح مفهوم الإفصاح، التطرق إلى أنواعه المختلفة، وكذا متطلبات الإفصاح وأهم العوامل المؤثرة فيه.

## المطلب الأول: مفهوم وأهمية الإفصاح المحاسبي

جاء الفكر المحاسبي بعدة مفاهيم للمصطلحات والظواهر المحاسبية من بينها الإفصاح المحاسبي الذي لا يكتمل العمل المحاسبي إلا به، وسنذكر في هذا الصدد نشأة ومفهوم الإفصاح المحاسبي، أهميته وأهدافه.

## الفرع الأول: نشأة الإفصاح

ظهر مصطلح الإفصاح لأول مرة في منتصف القرن التاسع عشر الميلادي في نطاق قوانين الشركات الإنجليزية أي انه ظهر كقاعدة بالرغم من عدم وجود مبادئ للمحاسبة أو معايير للمراجعة وكذلك ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية أيضا كقاعدة قانونية في الثلث الأول من القرن العشرين<sup>(135)</sup>.

تزايدت أهمية الإفصاح عن المعلومات في القوائم المنشورة بالتحول التاريخي الذي حدث لوظيفة المحاسبة وذلك عندما تحولت المحاسبة عن ما يطلق عليه الكتاب والباحثون مدخل الملكية إلى ما يعرف بمدخل المستخدمين، بدخول هذه الحقبة التاريخية تحولت الوظيفة المحاسبية من التركيز على دورها الرئيسي الذي كانت تؤديه باعتبارها نظاما لمسك الدفاتر غايته الأساسية حماية مصالح الملاك إلى التركيز على دورها الجديد باعتبارها نظاما للمعلومات غايته الأساسية توفير المعلومات المناسبة لصنع القرارات، ولكي تقوم المحاسبة بوظيفتها الجديدة ارتقى شأن بعض المبادئ المحاسبية المتعارف عليها مثل مبدأ العرض والإفصاح والملاءمة والمصدقية أو الموثوقية والقابلية للمقارنة وذلك على حساب مبادئ أخرى مثل مبدأ التحفظ والموضوعية وهذه المفاهيم المحاسبية عززت من أهمية دور مبدأ الإفصاح<sup>(136)</sup>.

بالنظر للتحوّل التاريخي السابق ذكر الذي مرت به المحاسبة (تحوّلها من مدخل الملكية إلى مدخل المستخدمين) حيث أن هذين المدخلين يوضحان التطور التاريخي للإفصاح فالمدخل الأول كان قبل ظهور الثورة الصناعية أين كانت أنواع الشركات في ذلك الوقت اما شركات أفراد أو شركات أشخاص، ولم تكن هناك حاجة واضحة للإفصاح المحاسبي كما هو اليوم فاحتياجات الملاك يمكن تلبيتها من خلال الاطلاع المباشر على الدفاتر والسجلات والحسابات المختلفة للشركة لما يتمتع به الملاك من حق الوصول إلى أي دفتر أو سجل بالشركة. ويبدو أن أسباب التحوّل للمدخل الثاني (مدخل المستخدمين)، هو ظهور الثورة الصناعية التي أدت إلى ميلاد شركات الأموال التي يمتلكها عدد كبير من المساهمين، فأصبح هناك تنوع وتعدد للأطراف التي لها مصالح حالية ومستقبلية

<sup>135</sup> إبراهيم محمود بكر، الإفصاح الاعلامي وأثره على وظيفة المحاسبي في العراق، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 71، جامعة المستنصرية، 2008، ص 5.

<sup>136</sup> محمد مطر، نظرية المحاسبة، الشركة العربية المتحدة للنشر، الطبعة الثانية، مصر، 2014، ص 337-338.

مع هذه الشركات، وكان لتعدد وتنوع الأطراف المستفيدة من المشروع وكبر عدد المساهمين وأصحاب المشروع وتوكيلهم للإدارة بتسيير المشروع دور في نشأه الإفصاح الذي كان في بدايته هو الإعلان عن ميزانية المشروع التي تخص المركز المالي في فترة معينة غالباً ما تكون سنة، وفي هذه الفترة كان الإفصاح مرتبطاً برغبات الإدارة ولم يكن هنالك إفصاح حتى عن قائمة الدخل لأنه يعتبر إفشاءاً لأسرار الشركة، واستمر الحال حتى ظهور الأزمة الاقتصادية الكبرى التي كانت في الفترة بين 1929 إلى 1933، وبعدها سعت الهيئات المحاسبية المهنية العلمية مثل المعهد الأمريكي والاتحاد الأمريكي للمحاسبة خلال الفترة ما بين 1933 و 1973 البحث عن مبادئ محاسبة مقبولة لكي تصبح أساساً للإفصاح المحاسبي.

قد نما الإفصاح أيضاً نتيجة لمسؤولية المحاسبة للشركات العامة أمام الجمهور في العديد من الدول المتقدمة في مجال الجودة والشفافية مثل فرنسا، ألمانيا، اليابان وكذلك الاهتمام المتزايد بأسواق المال وظهور بعض المفاهيم الحديثة في هذه الأسواق مثل حماية المستثمر والإفصاح الاختياري الذي يتماشى مع متطلبات المستثمرين والمحللين الماليين للمعلومات المحاسبية<sup>(137)</sup>، وتماشياً مع اتجاه تطور أسواق المال وزيادة فعاليتها، شهد العام 1974 حدثاً بارزاً أثر في الإفصاح عن المعلومات والبيانات المحاسبة المنشورة في أسواق المال، إذ صدر في الولايات المتحدة خلال ذلك العام تشريع من الكونغرس الزم فيه المصارف التجارية بالخضوع من حيث شروط الإفصاح وقواعده للوائح والتشريعات التي تصدرها بهذا الخصوص هيئة إدارة الأوراق المالية وذلك بشأن الإفصاح عن المعلومات للشركات المساهمة الأخرى المدرجة فيها، وقد ترتب على ما سبق انعطاف هام في مسيرة الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في ميزانيات المصارف الأمريكية حيث اتسع نطاق الإفصاح ليشمل معلومات كانت إدارات البنوك في السابق تعدها من المحرمات، وتحول هدف الإفصاح من حماية مصالح المودعين إلى حماية مصالح الفئات الأخرى مثل المساهمين والمستثمرين والمقرضين، وكذلك هناك دولة عربية سلكت نهج التطور في الإفصاح في أسواق المال أين صدر في مصر خلال العام 1992 قانون سوق رأس المال وذلك نتيجة للتطورات الاقتصادية التي شهدتها العالم. ومع إصدار هاتاه القوانين حول العالم ظهرت أسئلة جوهرية في مجال المحاسبة مفادها هل الممارسات المحاسبية الحالية توفر معلومات ملائمة؟، وهذا ما دفع الكثير من الدول إلى تطوير آليات الإفصاح الحالي وتشريع القوانين المرتبطة به لمقابلة متطلبات أسواق رأس المال<sup>(138)</sup>.

مما سبق يرى الباحث أن الإفصاح المحاسبي نشأ قبل صدور معايير المحاسبة والمراجعة وهذا مؤشر على أن معايير المحاسبة والمراجعة تنشأ وتتطور لتحسين الإفصاح، تطور الإفصاح عبر التاريخ مواكبا للتطورات التي تحدث من حين لآخر في بيئة الأعمال موفراً بذلك احتياجات المجتمع من المعلومات التي تساهم في تسيير العمليات. نشأة الإفصاح وتطوره لم تكن عن طريق الصدفة أو الفضول وإنما كان ضرورة لتلبية احتياجات مرحلة زمنية محددة، لذلك سوف يكون هذا التطور مرتبطاً بالمستجدات التي تحدث في بيئة الأعمال.

<sup>137</sup> أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة الدولية وعمولة أسواق المال، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص ص 490-491.

<sup>138</sup> محمد مطر، نظرية المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص ص 338-339.

## الفرع الثاني: تعريف الإفصاح المحاسبي

الهدف من التعريف تحديد معنى المصطلح المراد تعريفه لتكوين لغة مشتركة ودقيقة تساعد على تبادل الآراء وتطوير العلم. وتختلف وجهات النظر حول مفهوم الإفصاح عن المعلومات الواجب توافرها في القوائم المالية المنشورة وحدودها، وينبع هذا الاختلاف أساساً من تعدد مصالح الأطراف ذات العلاقة بالمشروع الذي يراد الإفصاح عنه مما ينعكس على الزاوية التي ينظر من خلالها كل طرف نحو قضية الإفصاح، ومن أقربها لدراستنا نذكر ما يلي:

الإفصاح المحاسبي يعني شمول التقارير المالية على جميع المعلومات اللازمة والضرورية لإعطاء مستخدمي هذه التقارير صورة واضحة وصحيحة عن الوحدة المحاسبية<sup>(139)</sup>.

كما عرفه مُجد مطر "بأن متطلبات عرض المعلومات في القوائم المالية وفقاً لمبادئ المحاسبة المتعارف عليها، تقضي بتوفر عنصر الإفصاح المناسب في هذه القوائم وذلك بشأن جميع الأمور المادية (الجوهرية)، وعنصر الإفصاح المقصود هنا على صلة وثيقة بشكل ومحتوى القوائم المالية والمصطلحات المستخدمة فيها، وأيضاً بالملاحظات المرفقة بها، ويمدّى ما فيها من تفاصيل تجعل لتلك القوائم قيمة إعلامية من وجهة نظر مستخدميها"<sup>(140)</sup>.

أما إلدون س. هندريكسن يرى الإفصاح المحاسبي أنه: "المعلومات الضرورية التي تكفل الأداء الأمثل لأسواق رأس المال، ويفترض هذا وجوب عرض معلومات كافية تسمح بالتنبؤ باتجاهات التوزيعات وتغير الإيرادات المستقبلية، كما يجب أن يتم التركيز على تفضيلات المستثمرين والمحللين الماليين لأنهم يحتاجون المعلومات لتقييم مخاطر الشركات وليتمكنوا من الحصول على محافظ أوراق مالية متنوعة وتوليفات من الاستثمارات توافق مواقفهم من المخاطر، بينما الهيئات العمومية والدائنون يمتلكون قدرة الحصول على معلومات إضافية حسب الحاجة"<sup>(141)</sup>.

مما سبق نستنتج أن الإفصاح المحاسبي شامل لأغلب نشاطات الشركة المختلفة لتشمل الجوانب الاجتماعية والبيئية وغيرها فضلاً عن الجانب المالي للوحدة الاقتصادية، والتي تكون ضرورية خاصة إذا تعلق الأمر باتخاذ القرار الاستثماري في الأسواق المالية. أي أن الإفصاح المحاسبي هو عملية إظهار المعلومات المحاسبية سواء أكانت مالية أو غير مالية في القوائم والتقارير المالية، والهوامش والإيضاحات، مما يجعل هاته المعلومات غير مضللة لمستخدميها في البيئة الاقتصادية.

## الفرع الثالث: أهمية الإفصاح المحاسبي

يعد الإفصاح عن المعلومات أساس أي نظام مالي قائم، حيث تزداد أهمية الإفصاح المحاسبي مع التطور التكنولوجي

<sup>139</sup> مهدي عباس الشيرازي، نظرية المحاسبة، الطبعة الأولى، ذات السلاسل للنشر، الكويت، 1990، ص 330.

<sup>140</sup> مُجد مطر، نظرية المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص 340.

<sup>141</sup> إلدون س هندريكسن، النظرية المحاسبية، ترجمة وتعريب كمال خليفة أبو زيد، الطبعة الرابعة، مصر، 2008، ص 766.

في نظم المعلومات سواء على مستوى شركات المساهمة أو على مستوى سوق الأوراق المالية.

### أولاً: أهمية الإفصاح في شركات المساهمة

تعد شركات المساهمة من القطاعات المهمة في أي دولة وتشكل عاملاً هاماً في ازدهار الاقتصاد لأنها تقوم بتنفيذ مشروعات كبيرة وتقوم بالاستثمار في مجالات تحتاج إلى أموال ضخمة لا تستطيع شركات الأشخاص القيام بها وتقوم كذلك بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها وتعمل هذه الشركات على تنمية النشاطات الاقتصادية وذلك من خلال علاقتها الوثيقة مع الهيئات المشرفة والحكومية من خلال تقييدها بالتشريعات والأنظمة المفروضة عليها، لذلك تعد البيانات المالية لشركات المساهمة من المصادر الهامة بالنسبة لمتخذي القرارات الاقتصادية وسوف يساعد الإفصاح الكافي في هذه البيانات متخذي القرارات الاقتصادية في تقييم المركز المالي والأعمال والانجازات التي تقوم بها شركات المساهمة وفهم المواصفات والمميزات الخاصة بطبيعة أعمال هذه الشركات، وقد ازدادت أهمية الإفصاح في البيانات المالية للشركات المساهمة نتيجة لعدة متغيرات في بيئة الأعمال وثقافة الشعوب منها أن الإفصاح المحاسبي أصبح من أهم المعايير التي يتم من خلالها تمييز الشركات ذات السمعة الطيبة والمراكز المالية القوية<sup>(142)</sup>.

وعلى شركات المساهمة أن تركز اهتمامها على عملية الإفصاح لما له من إسهام في زيادة منفعة المعلومات المالية، والتي تنعكس بدورها على الشركات نظراً لأن منفعة المعلومات الاقتصادية المفصح عنها من قبل الشركات لا تحدد فقط المنفعة المتحققة من استخدامها في موقف معين، لكن قيمة هذه المعلومات تحدد بمجموعة المنافع التي يحصل عليها الأطراف ذوي العلاقة من استخدامها في المواقف المتعددة. تعد البيانات الصادرة من شركات المساهمة من المصادر الهامة للمعلومات بالنسبة لمتخذي القرارات الاقتصادية في تقويم المركز المالي ونتيجة الأعمال والانجازات التي تقوم بها شركات المساهمة وفهم المواصفات والمميزات الخاصة بطبيعة أعمال هذه الشركات. ويحكم الهدف من الإفصاح عناصر رئيسية أهمها تحديد الفئات المستفيدة من القوائم المالية ومدى ملاءمة المعلومات التي يتم الإفصاح عنها<sup>(143)</sup>.

### ثانياً: أهمية الإفصاح في سوق الأوراق المالية

للإفصاح المحاسبي دور هام في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث تحديد الأسعار المناسبة بالنسبة للسهم وتحقيق التوازن بين درجة المخاطر لها والعائد الذي تحققه تلك الأسهم، هنا يمكن القول بأن الإفصاح يؤدي إلى خفض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار وإقبال المدخرين على تقديم أموالهم للمستثمرين وبالتالي

<sup>142</sup> خالد الخطيب، الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية لشركات المساهمة العامة الأردنية في ظل معيار المحاسبة الدولي رقم (1)، مجلة جامعة دمشق، المجلد 18،

العدد 02، سوريا، 2002، ص 154.

<sup>143</sup> المرجع السابق، ص 155.



كبر حجم سوق الأوراق المالية متمثلاً في زيادة عدد الأسهم المعروضة للشراء أو البيع، وكذلك زيادة حجم التعامل (عمليات الشراء والبيع لتلك الأسهم). ويحتاج المستثمرون إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات المستقبلية والمتمثلة في التوزيعات التي يستلمها المستثمر، وتقدير درجة المخاطر الخاصة بالأسهم وتتمثل في درجة التباين لعائد السوق للسهم التي قد تنتج من المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، بالإضافة إلى تكوين محفظة ملائمة للأوراق المالية بهدف تجنب المخاطر غير المنتظمة عن طريق تنويع الاستثمارات<sup>(144)</sup>.

أيضاً من الجوانب المهمة للإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية تحديد الأسعار للأسهم واتخاذ القرارات وذلك من خلال تحليل المعلومات المفصّل عنها من قبل الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، كما أنه يحقق العدالة بين فئات الملاك ومستخدمي القوائم والتقارير المالية الآخرين الذين لا يمكنهم الحصول على المعلومات الداخلية عن الشركة والذي لا تتوفر لهم تلك المعلومات وتحقق هذه العدالة يكون من خلال التساوي في الحصول على المعلومات من خلال الإفصاح بمعنى أنه لا يكون لمستثمر معلومات أكثر من آخر. وبذلك يعمل على استقرار أسعار الأسهم وعدالة الاستثمار ولكي تحقق المعلومات المفصّل عنها في سوق الأوراق المالية المنفعة لمستخدمي هذه المعلومات لا بد من توافر بعض الخصائص والشروط في المعلومات المحاسبية منها ما هو خاص بالملاءمة مثل الحدّاءة، القيمة الرقابية للمعلومات، والقيمة التنبؤية ومنها ما هو خاص بالمصداقية مثل صدق التعبير في التقارير والقوائم المالية، والحيادية، إمكانية التحقق من صحة المعلومات. أما بالنسبة للشروط اشترط بعض المهتمين بمهنة المحاسبة أن تكون المعلومات المحاسبية المفصّل عنها مفصلة إلى أبعد الحدود بالرغم من أنه يصعب ذلك في الواقع العملي وذلك في ظل الاعتبارات الكثيرة التي تفرض على المحاسب تلخيص التقرير أما سعي وراء تخفيض نفقة الإعداد، وأما تلبية لاعتبارات النشر ومن هنا يضطر المحاسب عند إعداد التقرير المالي المنشور أن يراعي الموازنة بين اعتبارين أولهما توفير الإفصاح المناسب في التقرير وهذا لصالح الفئات التي تستخدمه في اتخاذ القرارات وثانيهما تخفيض لتكلفة إعداد ونشر التقرير إلى أدنى حد ممكن وهذا لصالح الشركة التي تصدر التقرير<sup>(145)</sup>.

إذن السبب الرئيسي في أهمية الإفصاح وتزايدها من فترة إلى أخرى هو سمات وطبيعة العصر الحديث الذي يتسم بسمات عديدة زادت من أهمية الإفصاح مثل الجودة، فمفهوم الجودة يعني الوصول إلى الأهداف المراد تحقيقها بأفضل ما يكون من خلال البدائل المتاحة وبما أن هدف الإفصاح هو إنتاج المعلومات فلا بد من تطوير الإفصاح حتى يوصلنا إلى معلومات جيدة في أسواق المال وشركات المساهمة تساعد مستخدميها من اتخاذ القرارات بصورة رشيدة، وكذلك من سمات هذا العصر هو التواصل عبر وسائله المختلفة بين الشركات فيما بينها والعالم الخارجي من موردين وعملاء وأطراف حكومية وغيرهم لذلك زادت أهمية الإفصاح لأنه الرابط بين الشركة والعالم الخارجي،

<sup>144</sup> أمين السيد أحمد لطفي، علاقة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وتقارير المراجعة بكفاءة سوق الأوراق المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص ص 76-77.

<sup>145</sup> معتز مبرغني سيد أحمد مجّد، الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية ودوره في تفعيل حوكمة الشركات، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2011، ص 55.

ومن سمات هذا العصر هو السرعة والدقة لذلك زاد الاهتمام بالإفصاح وتطوير لكي يواكب هذه الاحتياجات المتزايدة والمتسارعة ومن سمات هذا العصر المحافظة على أموال الشعوب واقتصاداتهم فالإفصاح المحاسبي مهم بالنسبة للأفراد والشركات والمؤسسات الحكومية حيث يوفر لهم معلومات تساعدهم في وضع الخطط والبرامج واتخاذ قرارات بصورة صحيحة دون مخاطر أو عدم تأكد في المستقبل.

#### الفرع الرابع: أهداف الإفصاح

يهدف الإفصاح المحاسبي إلى إزالة الغموض وتجنب التضليل في عرض المعلومات المالية المحاسبية ومساعدة متخذي القرارات على صنع قرارات سليمة مبنية على معلومات دقيقة وبالذات في الجانب الاستثماري والهدف الرئيسي من الإفصاح تقديم معلومات مفيدة للمستثمرين للمساعدة في اتخاذ قرارات رشيدة كما يهدف الإفصاح إلى أن تشمل القوائم المالية على معلومات تساعد مستخدمي القوائم المالية على توجه مدخراهم نحو الاستثمار في الشركات ذات العائد الأكبر، الأمر الذي يترتب عليه توزيع أمثل للموارد الاقتصادية المحدودة وأشارت هيئة معايير المحاسبة الأمريكية إلى أن الهدف من الإفصاح مساعدة متخذ القرار على اتخاذ القرارات المستقبلية الخاصة بالشركة، ويهدف الإفصاح إلى زيادة قدرة المحللين الماليين على التنبؤ بمعدل ربحية الأسهم. وذلك من خلال: (146)

- وصف البنود غير المعترف بها، والتزويد بقياس مفيد لهذه البنود.
- وصف البنود المعترف بها، والتزويد بالمقاييس المتعلقة بهذه البنود غير تلك المقاييس الواردة في القوائم المالية.
- تزويد المعلومات لمساعدة المستثمرين والدائنين في تقييم المخاطر واحتمالية حصول كل بند من البنود المعترف بها وغير المعترف بها.
- تزويد معلومات حول التدفقات النقدية الداخلية والخارجية المستقبلية.
- تزويد معلومات هامة والتي تسمح لمستخدمي القوائم المالية بإجراء المقارنة بين الفترات.
- مساعدة المستثمرين في تقييم العائد على استثماراتهم. كذلك يزيد من قدرة المحللين في الآتي:
- \* التعبير بوضوح من خلال القوائم المالية وبشكل عادل على الوضع المالي لأداء الشركة والتغيرات في السياسات المالية.
- \* توجيه سلوك الشركة من قبل الجهات التي تمتلك سلطة فرض الإفصاح من خلال الحصول على معلومة من المعلومات المفصحة عنها.
- \* زيادة تفهم المستثمرين لدور كل من الإرادة والمراجع في إعداد القوائم المالية وتنبهه الإدارة إلى مسؤولياتها عن نظم الرقابة المالية الداخلية بالشركة.

ويرى الباحث أن الهدف من الإفصاح المحاسبي هو توفير معلومات عن أداء الشركة الحالي والمستقبلي إلى الجهات

<sup>146</sup> معتز ميرغني سيد أحمد مجد، الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية ودوره في تفعيل حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 56.

الخارجية المتعاملة معها لكي تقوم باتخاذ القرارات بصورة سليمة، وإدارة الشركة نفسها حتى تقوم بتقييم أداء الشركة وتصنيفها بين الشركات المماثلة ومعالجة الإخفاقات والاستفادة من التغذية العكسية من خلال الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركة إلى الجهات الخارجية.

### المطلب الثاني: أنواع الإفصاح المحاسبي

يتميز الإفصاح المحاسبي باتساع مجالات تطبيقه، لهذا نجد عدة أنواع مختلفة على حسب المعلومات المفصح عنها وكذا على حسب الوضعية الاقتصادية للشركة، ونذكرها في التالي:

#### أولاً: الإفصاح الملائم

هو أن تقدم المعلومات في القوائم المالية بحيث تكون ذات قيمة ومنفعة بالنسبة لمستخدميها وأكثر تناسبا مع طبيعة النشاط وظروف الشركة إذ أنه ليس من المهم فقط الإفصاح عن المعلومات المالية بل يجب أن تشمل أي معلومة عن الشركة بشرط أن تكون ذات قيمة ومنفعة بالنسبة لقرارات المستثمرين والدائنين وتناسب مع نشاط الشركة وظروفها الداخلية<sup>(147)</sup>.

يرى الباحث أنه يجب الاهتمام بالإفصاح الملائم لأنه يراعي مصالح الطرفين (الشركة التي أعدت المعلومات ومستخدمي هذه المعلومات) حيث يعمل على تقليل تكلفة إنتاج المعلومات بالنسبة للشركة لأنها تركز على المعلومات التي تكون لها فائدة نسبية على اتخاذ القرارات، كما أنه يعمل على توصيل المعلومات في الوقت المناسب وذات التأثير الإيجابي إلى مستخدمي المعلومات المحاسبية.

#### ثانياً: الإفصاح التام

يرتبط هذا المستوى من الإفصاح بمدى شمول التقارير المالية وتغطيتها لجميع المعلومات ذات التأثير المحسوس على قرارات مستخدمي تلك المعلومات. وتزود جميع الفئات بالمعلومات التي تعتبر مفيدة، ومع أنه يمكن من الناحية النظرية تحديد العوامل والاعتبارات التي تحدد هذا المستوى من الإفصاح، إلا أن ما يجب فهمه أن هذا المستوى لا يمكن توفره من الناحية الواقعية وفي وقتنا الحاضر على الأقل وذلك لعدة أسباب لعل أهمها:

1- عدم الإلمام الكامل بطبيعة النماذج المختلفة والمتعددة للقرارات التي تعد البيانات المحاسبية بمثابة المدخلات لها، وكذلك عدم الإلمام بمدى حساسية هذه القرارات للبدائل المختلفة من المعلومات المحاسبية. هذا بالإضافة للتفاوت الكبير الحادث في استجابة متخذي تلك القرارات لأنماط المعلومات التي تتوفر لهم بموجب بدائل مختلفة من نظم القياس المحاسبي التي تكون مصداقيتها في كثير من الأحيان محل تساؤل بسبب حقيقة خضوع هذه النظم للعديد

<sup>147</sup> مسعود صديقي، فؤاد صديقي، انعكاس النظام المحاسبي المالي على سياسات الإفصاح في الجزائر، الملتقى الوطني واقع وآفاق النظام المحاسبي المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الوادي، الجزائر، ماي 2013، ص 4.

من القيود والمحددات المفروضة عليها خلال مجموعة من الفروض والأعراف المحاسبية التي تحكم أساليب جميع مخرجات هذه النظم وقياسها<sup>(148)</sup>.

2- أن عملية إنتاج المعلومات وتوصيلها إلى مستخدميها تكون مكلفة لذلك يجب أن تكون تكلفتها أقل من منفعتها وهذا يعيق عملية الإفصاح التام في القوائم المالية. وأن الزيادة غير المهمة أو الزائدة عن الحد تقلل من القدرة على استيعاب المعلومات أي أن زيادة عبء المعلومات يصعب تفسيرها أو الاستفادة منها.

ويرى الباحث أنه بالرغم من الصعوبات التي تواجه عملية الإفصاح التام لكن يجب أن يطبق خصوصا للحد من المشاكل التي تحدث في الاستثمار نتيجة لضعف المعلومات أو بتضليل المعلومات لمتخذي القرارات وهذا الضعف والتضليل أظهر بما يعرف بفجوة التوقعات بين تقرير المراجع ومستخدمي المعلومات المحاسبية.

### ثالثا: الإفصاح المناسب

يخص مفهوم الإفصاح المناسب بالقول أنه يجب على التقارير المحاسبية أن تفصح عن جميع المعلومات الضرورية الكفيلة بجعلها غير مضللة. وقد حددت لجنة التدقيق المنبثقة عن المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين مفهوم الإفصاح المناسب فيما يلي (أن معطيات عرض المعلومات في القوائم المالية وفقا لمبادئ المحاسبة المتعارف عليها تقضي بتوفير عنصر الإفصاح المناسب في هذه القوائم وذلك بشأن جميع الأمور المالية الجوهرية)، وعنصر الإفصاح المقصود هنا على صلة وثيقة بشكل القوائم المالية ومحتواها وبالمصطلحات المستخدمة فيها وبالملاحظات المرفقة بها وما فيها من تفاصيل، وذلك بكيفية تجعل لتلك القوائم قيمة إعلانية من وجهة نظر مستخدمي هذه القوائم.

يرى الباحث أن الإفصاح المناسب من مزاياه أنه يراعي تكلفة الحصول على المعلومات فكل ما كان نطاق الإفصاح أشمل ويخوض في التفاصيل يتطلب تكلفة مادية عالية وهذا يتعارض مع واحد من أهداف المشروعات التجارية هو تقليل التكلفة وزيادة الأرباح، وكذلك من مزاياه أن إنتاج المعلومات لا يأخذ وقت طويل كما في الإفصاح التام مما يحقق الملاءمة في المعلومات المفصح عنها في الوقت المناسب لمتخذي القرار وبالرغم من أن الإفصاح المناسب أقل دقة من الإفصاح التام، لكنه واقعي ويحقق كثير من المزايا التي تجعل المعلومات ذات قيمة اعلامية وتؤثر في اتخاذ القرارات.

### رابعا: الإفصاح العادل

عبارة الإفصاح العادل تحمل مدلولاً أخلاقياً يهدف إلى معاملة كل القراء المحتملين للقوائم المالية بشكل متساوي

<sup>148</sup> نجد مطر، نظرية المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص 341.

فهو يشير إلى الاهتمام المتوازن لاحتياجات جميع الأطراف المستخدمة للمعلومات الواردة في التقارير المالية<sup>(149)</sup>.

يرى الباحث أن هذا النوع من الإفصاح يحقق العدالة في توفير المعلومات بصورة محايدة ونزيهة تمكن جميع مستخدمي المعلومات سوى كانوا داخليين أو خارجيين من اتخاذ قرارات صحيحة، وأن هذا النوع من الإفصاح لا يمكن تحقيقه إلا من خلال تقرير المراجع الخارجي المحايد الذي تتوفر فيه كل الشروط العلمية والعملية والأخلاقية، لأن المعلومات التي يمكن إنتاجها داخليا من خلال إدارة الشركة تكون عليها بعض التحفظات التي تسعى للمحافظة على سمعة الإدارة أو سمعة الشركة.

### خامسا: الإفصاح الاختياري أو التطوعي

يتوفر للمديرين معلومات عن الأداء الحالي والمستقبلي لشركاتهم أكثر من غيرهم من الجهات الخارجية، وقد أفادت دراسات عدة أن لدى هؤلاء المديرين الحافز للإفصاح الاختياري عن هذه المعلومات، ومن هذه الحوافز انخفاض تكلفة معاملات تبادل الأوراق المالية للشركة، وزيادة اهتمام المحللين الماليين والمستثمرين وزيادة السيولة وانخفاض تكلفة رأس المال، وقد يكون التقرير المالي أداة غير كاملة لاتصال المديرين بالمستثمرين خصوصا في الآتي:<sup>(150)</sup>

- للمديرين السلطة العليا للمعلومات عن شركاتهم.
- لا تتفق حوافز المديرين مع مصالح حملة الأسهم.
- عندما تكون قواعد المحاسبة والمراجعة غير كاملة فيمكن عن طريق آليات التعاقد، مثل ربط مكافآت المديرين بقيمة الأسهم في الأجل الطويل تقرب التعارض بين المديرين وحملة الأسهم.
- يمكن للمراجعة أن تحسن من وظائف الأسواق عن طريق تحسين تنظيمات المحاسبة والإفصاح، وتحاول تنظيمات المحاسبة التقليل من إمكانية تسجيل المديرين معاملات اقتصادية لا تكون في مصلحة حملة الأسهم.

وتضع تنظيمات الإفصاح متطلبات أخرى للتأكد من أن حملة الأسهم يحصلون على معلومات كاملة وصحيحة في الوقت المناسب، وتحاول المراجعة التأكيد على أن الإدارة تطبق السياسات المحاسبية الصحيحة وتقدم التقارير المحاسبية بشكل منطقي، وإن لديها تنظيم للسجلات والرقابة على أنها تقوم بالإفصاح المطلوب في الوقت المناسب، لذلك تعكس الممارسات الفعلية للإفصاح الاختياري ومدى تجاوزها مع تنظيمات ومتطلبات الإفصاح<sup>(151)</sup>.

يتمثل الإفصاح الاختياري في قيام الإدارة بتقديم معلومات إضافية لا تنص عليها معايير المحاسبة كالإفصاح عن

<sup>149</sup> ماجدة حسين إبراهيم، دراسة اختبارية لبيان العلاقة التفاعلية بين جودة الإفصاح والتحفظ المحاسبي وممارسات إدارة الأرباح، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 17، العدد 02، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2013، ص 32.

<sup>150</sup> فريدريك تشوي وآخرون، المحاسبة الدولية، تعريب محمد عصام الدين زايد، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2012، ص 190.

<sup>151</sup> أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة الدولية وعمولة أسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص 492-493.

بعض المعلومات التي تساعد الجهات الحكومية والمنظمات المهنية المهتمة بشأن الاقتصاد لقياس كفاءة الاستثمار في نشاط زراعي أو صناعي معين تعمل الشركة في مجاله، وكذلك مثل الإفصاح عن التنبؤات المالية المستقبلية فقد أصدر المجمع الأمريكي للمحاسبين القانونيين سنة 1986 دليلاً يتضمن إرشادات متعلقة بإعداد وعرض التنبؤات المالية ومن تلك الإرشادات: (152)

- إعداد التنبؤات المالية بحسن نية وبدرجة ملائمة من العناية بواسطة أفراد ذوي خبرة ومهارة في المجال المالي.
- إعداد التنبؤات المالية باستخدام مبادئ محاسبية ملائمة.
- أن تسعى الطريقة المستخدمة لإعداد التنبؤات المالية لتوفير أفضل للمعلومات المتاحة بطريقة معقولة وقت إعداد هذه التنبؤات هذا في إطار اتساقها مع خطط الشركة.
- تحديد الأسس الرئيسية التي تبنى الافتراضات والتنبؤات على أساسها.
- أن تساعد الطريقة المستخدمة لإعداد التنبؤات المالية على إجراء مقارنة بين التنبؤات المالية والنتائج المحققة.
- أن توفر الطريقة المستخدمة لإعداد التنبؤات المالية الوسائل لقياس الأثر السلبي لأي تغيرات في الافتراضات.

بالرغم من أن الإفصاح يقوم بالتنبؤ عن المستقبل وخطط رأس المال والإفصاح عن تحليلات الأصول طويلة الأجل والمخزون والإفصاح عن ربحية الأسهم وخطط الإدارة بشأن توزيع الأرباح. إلا أن الإفصاح الاختياري لوحده يعتبر غير كافي لحل مشكلة عدم تماثل المعلومات لأن أساس المشكلة هو عدم رغبة الإدارة في الإفصاح عن كل المعلومات وبالتالي يجب أن يكون هناك إفصاحاً إجبارياً عن العناصر التي يمكن أن تسبب إخفاء للمعلومات وبالتالي تضر ببعض المتعاملين في سوق الأوراق المالية. وأن هناك خطورة من تأثير سلوك الإدارة فيما يتعلق بالإفصاح الاختياري على إدراك المستخدم، لذا من الضروري وجود قواعد عامة تحدد الإفصاح ولا يترك الأمر كلياً للإدارة، وتقوم الشركات بعمل الإفصاح الاختياري لمجموعة من الأسباب منها بناء انطباع زمني إيجابي عن الشركة لدى مستخدمي المعلومات المحاسبية وتجنب التشريع أو الرقابة الحكومية المرتقبة (153).

يرى الباحث أن الإفصاح الاختياري لا يكون كافي لمُد المستفيدين من المعلومات المحاسبية وخاصة الخارجين منهم والذين قد يكون هناك تعارض بين مصالحهم ومصالح إدارة الشركة أو أصحاب رأس المال، خصوصاً في ظل هذا العصر الذي كثر فيه الغش والخداع في الجوانب الاقتصادية. وهذا لا يعني عدم أهمية الإفصاح الاختياري لأنه يكون من طرف إدارة الشركة لتجعل لها مكانة في وسط القطاع التي تعمل فيه، ولكنه غير كاف ولا يمكن الاعتماد عليه بشكل كلي، لكنه يعتبر إضافة مهمة خاصة في سوق الأوراق المالية من خلال الإفصاح عن المؤشرات والتنبؤات المالية التي تساعد في تخفيض تكاليف تحليل المعلومات من طرف المستثمرين.

<sup>152</sup> معتز ميرغني سيد أحمد مجّد، الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية ودوره في تفعيل حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 63.

<sup>153</sup> معتز ميرغني سيد أحمد مجّد، الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية ودوره في تفعيل حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 64.

## سادسا: الإفصاح الإلزامي

بما أن إدارة الشركة لن تفصح بالكامل عن المعلومات التي لديها إذا تركت لها الحرية في الإفصاح، لذلك فإن الإفصاح الإلزامي يكون ضروريا لإجبار الشركات على الإفصاح عن المعلومات التي تخفيها عن المستثمرين في حالة عدم وجود تلك المعايير.

وهنا تظهر الحاجة إلى إصدار معايير ملزمة بالإفصاح، ونظرا للموارد الضخمة لتطوير وإصدار المعايير المحاسبية ومتطلبات الإفصاح المرتبطة بها علاوة على الآثار الاقتصادية لتلك المعايير، فإنه يجب أن يتم تحديد مدى توافق المتطلبات الخاصة بالإفصاح الاختياري من قبل الإدارة والإفصاح الإلزامي بإصدار معايير حيث أوضحت الدراسات انه يمكن توفر الموارد المخصصة لإصدار المعايير المحاسبية إذا ما تطابقت متطلبات كلا النوعين من الإفصاح، ويعتبر الجدول السائد حول سياسة الإفصاح عن تنبؤات الإدارة مثلا جيد لفكرة المفاصلة بين سياسات الإفصاح، رغم ذلك فمن مصلحة جميع الأطراف وجود معايير محاسبية ملزمة لتخفيض عدم التماثل في المعلومات في حالة عدم توافق متطلبات الإفصاح الاختياري والإلزامي لأغراض تشجيع الاستثمار وتنمية رأس المال. من هنا يجب أن تكون هنالك هيئة أي تنظيم مستقل مسؤول عن إصدار المعايير المحاسبية بحيث تلتزم الشركات بالإفصاح عن المعلومات التي تعتبر ضرورية للأطراف الخارجية<sup>(154)</sup>، وبذلك يعتبر كل ما تنص عليه المعايير المحاسبية، سواء كانت دولية أو إقليمية أو محلية بالإضافة الي ما تقضي به التشريعات والقوانين. ويشمل هذا النوع من الإفصاح على ما يلي: (155)

- السياسات المحاسبية التي تم اختيارها وتطبيقها عند اعداد وعرض القوائم المالية.
- التغيرات التي طرأت في التقارير المحاسبية.
- التغيرات التي طرأت نتيجة اكتشاف أخطاء حدثت في السنوات السابقة وتم اكتشافها في السنة الحالية وهذه التغيرات يتم الإفصاح عنها ضمن الإيضاحات المتممة للقوائم المالية.
- التغيرات التي طرأت على الهيكل القانوني للشركة الاقتصادية.
- الإفصاح عن المكاسب والخسائر المحتملة ويتم ذلك في الإيضاحات المتممة للقوائم المالية.
- الإفصاح عن الارتباطات المالية.
- الإفصاح عن الأحداث اللاحقة التي تقع بين تاريخ إعداد القوائم المالية وتاريخ إصدارها.

بالإضافة إلى ما ذكر سابقا تفرض معظم الدول الرأسمالية المتقدمة على مصدري الأسهم شروط للإفصاح عن معلومات معينة حول نشاطها والعمليات التي تتم بها بما يضمن الحق المتساوي في الحصول على حد أدنى من المعلومات قبل الطرح الأولي للسهم، ويجب أن توفر الجهة المصدرة للأسهم حد أدنى من المعلومات للمستثمرين

<sup>154</sup> أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة الدولية وعمولة أسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص ص 79-80.

<sup>155</sup> المرجع السابق، ص 81.

طبقا لما يعرضه القانون أو القواعد المنظمة للسوق وبعد أن تنتهي الشركة من عملية البيع الأولية، تضع إطار للإفصاح الدوري يتم فيه مراعاة أصحاب المصالح وتمكنهم من تقويم استثماراتهم أو فهم جدوى هذه الاستثمارات<sup>(156)</sup>.

يرى الباحث أن الإفصاح الإلزامي يحقق العدالة في توصيل المعلومات للجهات المتعاملة مع الشركة ويجب أن لا يقتصر الإفصاح الإلزامي على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بل يتسع ليشمل الشركات العاملة في جميع القطاعات للمحافظة على اقتصاديات الجهات المتعاملة مع الشركة من خلال توفير معلومات تساعد في اتخاذ قرارات سليمة. كما أنه يجب وضع معايير محلية تراعي البيئة المحلية متوافقة مع معايير الإفصاح الدولية وبذلك تتحقق الشفافية في المعلومات وتكون ذات جودة عالية واثرا إيجابيا.

### سابعاً: الإفصاح التثقيفي

ان الاتجاه المعاصر للإفصاح يعكس ما يعرف بالإفصاح الاعلامي أو التثقيفي، ولقد ظهر هذا الاتجاه نتيجة لازدياد الاهتمام بخاصية الملائمة باعتبارها إحدى الخصائص الأساسية للمعلومات المحاسبية. ولذلك أصبح المستخدمون يطالبون بالإفصاح عن المعلومات الملائمة لأغراض اتخاذ القرار ومن أمثلة ذلك تلك المعلومات الخاصة بتغيرات الأسعار وإعداد التقارير المرحلية المؤقتة، والإفصاح عن التنبؤات المالية والتميز ما بين العناصر المادية في القوائم المالية والتقارير القطاعية على أساس خطوط الإنتاج والإفصاح عن مكاسب وخسائر العملات الأجنبية والطرق المحاسبية المستخدمة في العملات الأجنبية وغيرها.

ان التوسع في الإفصاح على النحو السابق قد يؤدي إلى تقليل أهمية اللجوء إلى المصادر الداخلية للحصول على معلومات إضافية بالطرق غير الرسمية التي يترتب عليها تحقيق مكاسب لبعض الفئات على حساب الفئات الأخرى، إذ أن نطاق الإفصاح توسع ولم يعد مقتصرًا على مجرد إخلاء مسؤولية الإدارة طبقاً للمفهوم التقليدي للرقابة. وإنما توسع ليشمل المعلومات التي يحتاج تفسيرها إلى درجة كبيرة من الخبرة والدراسة في استخدامها وخاصة التي يحتاج إليها المحللون الماليون ووسطاء الاستثمار. وبذلك لا بد للمعلومات التي يتم الإفصاح عنها تتميز بما يلي:

- أن لا يقتصر هدف المعلومات المالية على مفهوم الرقابة التقليدية وهو إخلاء مسؤولية الإدارة، وإنما يجب أن يتخطى ذلك إلى هدف تقديم معلومات تصبح كأساس لاتخاذ القرارات الاقتصادية.

-المستثمرين الفرديين ذوي القدرة المحدودة على تفسير المعلومات يستطيعون الاستعانة بالخدمات الاستشارية للمحللين الماليين المهنيين، والذين يتوافر لهم الوعي بأسس اعداد المعلومات واستخدامها وبالتالي ليس من الضروري الاقتصار في تقديم المعلومات على مستوى المستثمر العادي قليل الخبرة والدراسة.

- أن المستثمر الفردي عادة ما يقوم بتنويع استثماراته في عدة شركات ولذا من الضروري توجيه المعلومات التي

<sup>156</sup> معتز ميرغني سيد أحمد مجد، الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية ودوره في تفعيل حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 73.



يفصح عنها في التقارير المالية بما يساعد المستثمر على تقدير المتغيرات اللازمة لتطبيق تلك النماذج الاستثمارية وأهمها درجة المخاطر النسبية.

- قيام فئات كبار المستثمرين وخبراء التحليل المالي بما لهم من دراية وخبرة باتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية.

### ثامنا: الإفصاح الوقائي

يهدف إلى حماية المجتمع المالي وبصفة خاصة المستثمر العادي الذي له قدرة محددة على استخدام المعلومات المالية وبالتالي يجب أن تكون المعلومات المالية التي يتم الإفصاح عنها بأعلى درجة ممكنة من الموضوعية والحياد والعدالة ويتطلب الإفصاح الوقائي الكشف عن الأمور التالية: السياسات المحاسبية، التغيير في البيانات المحاسبية، تصحيح الأخطاء في القوائم المالية، التغيير في طبيعة الشركة، المكاسب والخسائر المحتملة، الارتباطات المالية والأحداث اللاحقة<sup>(157)</sup>.

### تاسعا: الإفصاح القطاعي

تزايد حاجة المستثمرين والمحللين إلى بيانات عن العمليات والنتائج المالية لقطاعات الشركة الصناعية والجغرافية وعلى سبيل المثال يطالب المحللون الماليون باستمرار عرض قوائم مالية غير مجمعة وبشكل أكثر تفصيلا عما عليه الآن، وقد وضع مجلس معايير المحاسبة الدولية مؤخرا معيارا جديدا عن عرض التقرير القطاعي بشكل يعطي افصاحا أكثر تفصيلا، وقد أشارت أيضا إلى أن الإفصاح يكون وفقا للتوزيع الجغرافي وبحسب نوع المنتج، كما اصدر معهد المحاسبين المعتمدين الياباني إرشادات التقرير عن المعلومات القطاعية، ويعمل أيضا العديد من واضعي معايير المحاسبة في الدول الأخرى على توسيع متطلبات الإفصاح القطاعي.

### عاشرا: الإفصاح التفاضلي

يتم في الإفصاح التفاضلي التركيز في القوائم المالية بصورة ملحوظة ومختصرة على التفاضل أو التفاوت بين البنود بعقد المقارنات لتوضيح التغيرات الجوهرية وتحديد الاتجاه العام لتلك التغيرات أو التفاضل، ويعتمد مركز الإفصاح التفاضلي على التقارير السنوية المختصرة بحجة أن بعض المساهمين يحتاجون إلى معلومات مالية ذات تحليل فني أقل، بمعنى أن مؤيدي الإفصاح التفاضلي يرفضون المستثمر الأقل دراية واستيعابا<sup>(158)</sup>.

<sup>157</sup> نبيل عبد الرؤوف إبراهيم، أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدثة على كفاءة سوق الأوراق المالية المصري، ورقة بحثية مقدمة لأكاديمية الشروق، مصر، جانفي 2012، ص 6.

<sup>158</sup> فيدرك تشوي وآخرون، المحاسبة الدولية، مرجع سبق ذكره، ص 202.

## المطلب الثالث: مقومات الإفصاح والعوامل المؤثرة فيه

يعتمد الإفصاح المحاسبي على مقومات أساسية يركز عليها وكذا عوامل تؤثر على حجم ودرجة الإفصاح وسيتم التطرق لها بالتفصيل في هذا المطلب.

## الفرع الأول: مقومات الإفصاح المحاسبي

أخذ موضوع الحديث عن الإفصاح بالاتساع وكثر الاهتمام بمعايير المرجع المحاسبي الدولي، وبدأت الدول تتعامل مع هذا الموضوع بشكل كبير وأكثر إيجابية من السابق، سواء بشكل منفرد أو بشكل تجمعات دولية متعاونة مع بعضها البعض، معتبرة أن موضوع الإفصاح هو مفتاح الأمان والاستقرار، إلا أن التعقيد الذي تتصف به بعض المعايير الدولية إضافة إلى اختلاف تفاسير البعض الآخر منها وصعوبة الفهم حتى للمطبقين لهذه المعايير المحاسبية، ذلك أدى إلى جعل تطبيق العديد من هذه المعايير والقوانين والتعليمات أقل دقة وأقل مصداقية وأقل شفافية عما كان يجب أن تكون عليه، لذلك من المفيد جدا التعرف على مقومات الإفصاح التي يمكن الوصول إليها من خلال تحليل التعريفات السابقة للإفصاح، والتي أشار إليها العديد من الباحثين والمختصين في مجال المحاسبة من الذين تناولوا موضوع الإفصاح، حيث أشاروا إلى أن الإفصاح بشكل عام يركز على جميع أو أغلب المقومات الرئيسية التالية: (159)

- تحديد المستخدم المستهدف للمعلومات المحاسبية.
- تحديد الأغراض التي تستخدم فيها المعلومات المحاسبية.
- تحديد طبيعة ونوع المعلومات المحاسبية التي يجب الإفصاح عنها.
- تحديد أساليب وطرق الإفصاح عن المعلومات المحاسبية.
- توقيت الإفصاح عن المعلومات المحاسبية.

## أولاً: المستخدم المستهدف للمعلومات المحاسبية

تتعدد الفئات المستخدمة للمعلومات المحاسبية، كما تختلف طرق استخدامها لهذه المعلومات، فمنها من تستخدمها بصورة مباشرة ومنها من تستخدمها بصورة غير مباشرة، ومن الأمثلة على مستخدمي المعلومات المحاسبية الملاك الحاليون والمحتملون والدائنون والمحللون الماليون والموظفون والجهات الحكومية ثم الجهات التي تهتم بالشؤون الاجتماعية وغيرها.

إن أهمية تحديد الجهة التي تستخدم المعلومات المحاسبية تنبع من حقيقة أساسية هي أن الأغراض التي تستخدم فيها هذه المعلومات من جهات مختلفة تكون أيضاً مختلفة. لذا فإن الحاجة لتحديد الجهة أو الفئة المستخدمة

<sup>159</sup> محمد عطية مطر وآخرون، نظرية المحاسبة واقتصاد المعلومات: الأطار الفكري وتطبيقاته العملية، الطبعة الأولى، دار حنين للنشر، الأردن، 1996، ص 369.

للمعلومات المحاسبية تسبق الحاجة لتحديد غرض استخدامها، كما أن تحديد هذه الجهة سيساعد أيضا في تحديد الخصائص الواجب توافرها في المعلومات من وجهة نظر تلك الجهة وذلك سواء من حيث المحتوى أو شكل وصورة العرض، ذلك لأن مدى ملائمة مجموعة من الايضاحات المتوفرة في البيانات المالية ستوقف في جانب كبير منها على مدى ما تمتلكه الجهة المستخدمة لهذه البيانات من مهارة وخبرة في تفسير تلك الايضاحات، مما يعني أن الايضاحات تكون ملائمة لاستخدامات فئة أو جهة معينة قد لا تكون بالضرورة ملائمة لاستخدامات فئة أو جهة أخرى لا تمتلك المهارة والخبرة الكافيتين لفهم تلك الايضاحات. وبناء على ذلك يجب اعداد التقارير المالية في ظل فرضية أساسية هي وجود مستويات مختلفة من الكفاءة في تفسير المعلومات المحاسبية لدى الفئات المستخدمة لهذه التقارير<sup>(160)</sup>.

ازاء هذه الاختلافات للمستخدمين، يقترح الباحثون تطبيق نموذج التقرير المالي الذي يلي احتياجات مستخدم مستهدف يتم تحديده من بين الفئات المتعددة التي تستخدم هذه التقارير، وليتم بعد ذلك جعل هذا المستخدم المستهدف محورا أساسيا في تحديد أبعاد الإفصاح المناسب عن المعلومات المحاسبية في التقرير. وقد حدد المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين هوية المستخدم المستهدف بحيث لا يبقى محصورا بفئة وحيدة معينة فقط من الفئات المستخدمة للتقارير المالية، بل يتعدى ذلك ليشمل مجموعة الفئات الرئيسية المستخدمة لهذه التقارير، وقد بنى موقفه هذا على مفهوم التقرير المالي متعدد الأغراض<sup>(161)</sup>.

ومن هنا جاء في أحد تقارير اللجان المنبثقة من المعهد ما نصه: (إن الغرض الأساسي للقوائم المالية هو أن تخدم بصورة رئيسية أولئك الذين تكون سلطاتهم وإمكاناتهم في الحصول على المعلومات من مصادر أخرى غير تلك القوائم المحدودة، لذا يعتمدون عليها كمصدر أساسي للمعلومات المتعلقة بنشاط الشركات. وبناء عليه يجب تصميم تلك القوائم من حيث الشكل والمحتوي بطريقة تخدم الأغراض العامة أو الموسعة لجميع الفئات المستخدمة لهذه القوائم وهم ملاك الشركة والدائنون والمديرون وغيرهم، ولكن مع التركيز بشكل رئيسي على احتياجات الملاك الحاليين والمحتملين والدائنين)<sup>(162)</sup>.

بناء على ما تقدم، فقد استقر الرأي النهائي في عالم المهنة على جعل المستخدم المستهدف للمعلومات المحاسبية ممثلا في مجموعة الفئات التي يحتمل استخدامها للتقارير المالية ولكن مع إيلاء عناية أكبر نحو احتياجات ثلاثة فئات رئيسية منها وفق ترتيب للأولويات كالآتي: الملاك الحاليون، والملاك المحتملون، والدائنون.

<sup>160</sup> المرجع السابق، ص 371-372.

<sup>161</sup> محمد المبروك أبو زيد، المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية، إيتراك للنشر والطباعة، مصر، 2005، ص 586.

<sup>162</sup> المرجع السابق، ص 587.

## ثانيا: أغراض استخدام المعلومات المحاسبية

يجب ربط الغرض الذي تستخدم فيه المعلومات المحاسبية بعنصر أساسي هو ما يعرف بمقياس أو خاصية الملاءمة، ففي حين تعتبر الأهمية النسبية بمثابة المقياس الكمي الذي يحدد حجم أو كمية المعلومات المحاسبية واجبة الإفصاح، تعتبر الملاءمة المقياس النوعي الذي يحدد طبيعة أو نوع المعلومات المحاسبية واجبة الإفصاح، لذا تتطلب خاصية الملائمة وجود صلة وثيقة بين طريقة اعداد المعلومات والإفصاح عنها من وجهة، والغرض الرئيسي لاستخدام هذه المعلومات من الوجهة الأخرى. وتعتبر معلومة ما ملائمة لمستخدم معين، إذا كان من المتوقع لهذا المستخدم الاستفادة من تلك المعلومة في غرض معين. فرقم صافي الربح مثلا يعتبر معلومة ملائمة لقارئ البيانات المالية نظرا لوجود احتمال كبير في أن يستخدم تلك المعلومة في غرض ما. لذا لا بد قبل تحديد ما إذا كانت معلومات معينة ملائمة أو غير ملائمة من أن يحدد أولا الغرض الذي تستخدم فيه، إذ أن معلومة ملائمة لمستخدم معين في غرض معين قد لا تكون بالضرورة ملائمة لغرض بديل أو لمستخدم بديل. عليه فإن تحديد أغراض استخدام المعلومات المحاسبية من شأنه أن يحقق خاصية الملائمة بحيث يستفيد المستخدم من المعلومة وتكسبه قدرة على التنبؤ ومن ثم تساعده في اتخاذ القرارات.

## ثالثا: طبيعة ونوع المعلومات المحاسبية التي يجب الإفصاح عنها

يعبر مصطلح المعلومات عن بيانات تم تشغيلها بطريقة معينة أدت إلى الحصول على نتائج ذات معنى مفيد لمستخدميها، ولا شك أن درجة الفائدة أو الافادة التي ستعود علي متخذ القرار من استخدامه للمعلومات ستتوقف على مقدار الإضافة إلى معرفته بالأسلوب والوقت الملائمين بما يؤثر على سلوكه ويساعده في اتخاذ القرار. وتمثل المعلومات المحاسبية التي يتم الإفصاح عنها حاليا في البيانات المالية المحتوات في أربعة قوائم مالية هي: قائمة الدخل، قائمة المركز المالي، قائمة التدفقات النقدية وقائمة التغيرات في حقوق الملكية، هذا إضافة الى معلومات إضافية أخرى تعتبر ضرورية لكن نظرا لتعذر الإفصاح عنها في صلب القوائم المالية تعرض في الملاحظات المرفقة بالقوائم المالية التي تعتبر جزءا لا يتجزأ من تلك القوائم. لكن القوائم المالية تعد في واقع الامر بموجب مجموعة من الافتراضات والأعراف والمبادئ التي تدخل في نطاق المتعارف عليه بين المهنيين بالمبادئ أو الاصول المحاسبية المتعارف عليها، لذا يترتب على ذلك نشوء مجموعة من القيود والمحددات على كل من نوع وكمية المعلومات التي تظهر في تلك القوائم المالية<sup>(163)</sup>.

ويرى كثير من الباحثين بأن توفير الإفصاح المناسب في القوائم المالية يستوجب إعادة النظر في كثير من المفاهيم والأعراف التي تحكم اعداد هذه القوائم المالية، والخطوة الأولى التي يرونها في هذا السبيل تتمثل في إعادة ترتيب الأهمية النسبية للمعايير المتعارف عليها أو خواص المعلومات المحاسبية وفق أولوية تريح كفة خاصية الملاءمة على ما

<sup>163</sup> نجد مطر، نظرية المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص 346.

عدها من الخواص الأخرى للمعلومات، وذلك على أساس أن خاصية الملاءمة هي المعيار الرئيسي للمعلومات الذي يجب أن يتمحور حوله معيار الإفصاح المناسب مما يجعل من الضروري اجراء نوع من المقايضة بين خاصية الملاءمة من جهة، والخواص الأخرى للمعلومات التي تمثل قيوداً على ملاءمتها كالموضوعية، والقابلية للتحقق، والأهمية النسبية من جهة أخرى.

#### رابعاً: اساليب وطرق الإفصاح عن المعلومات المحاسبية

إن البدائل المختلفة من الأساليب وطرق عرض المعلومات في القوائم المالية تترك آثاراً مختلفة على متخذي القرارات ممن يستخدمون تلك المعلومات. لذا يتطلب الإفصاح المناسب أن يتم عرض المعلومات بطرق يسهل فهمها، كما يتطلب أيضاً ترتيب وتنظيم المعلومات فيها بصورة منطقية تركز على الأمور الجوهرية بحيث يمكن للمستخدم المستهدف قراءتها بيسر وسهولة، حيث إن القدرة على قراءة هذه التقارير المالية وفهم مضمونها يتطلب كثيراً من المهارة والخبرة وعليه يجب أن يراعي معدو القوائم المالية هذه المتطلبات إضافة إلى عدم عرض المعلومات في مكان يصعب الاhtداء إليه تأكيداً لمدى قابليتها للقراءة والفهم من مستخدمي البيانات المالية.

عموماً جرى العرف على أن يتم الإفصاح عن المعلومات ذات الأثر المهمة على قرارات المستخدم المستهدف في صلب القوائم المالية، في حين يتم الإفصاح عن المعلومات الأخرى خصوصاً التفاصيل في الملاحظات أو الأيضاحات المرفقة بتلك القوائم، أو في جداول أخرى مكتملة تلحق بها. كما يتطلب الأمر في بعض الأحيان الإفصاح عن المعلومة الواحدة نفسها إذا كانت مهمة في أماكن متعددة في البيانات المالية.

#### خامساً: توقيت الإفصاح عن المعلومات المحاسبية

من البديهي أن توفر المعلومة في الوقت المناسب يكون ذو منفعة كبيرة للمستخدم المستفيد منها، وبخلافه فإن تأخرها قد لا يعطي أي منفعة منها أو على أقل تقدير ستتناقص تلك المنفعة، وعليه فإن التوقيت الزمني للإفصاح عنها يعتبر من الضرورات المهمة التي يجب الانتباه لها. فيجب أن يتم إيصال المعلومات في الوقت المناسب الذي يساعد على اتخاذ القرار وإلا فقدت المعلومات قيمتها<sup>(164)</sup>، وغالباً ما يتم الإفصاح عن المعلومات المحاسبية بعد انتهاء السنة المالية للشركة مباشرة دون تأخير لا داعي له آخذين في الاعتبار أن اقفال الحسابات الختامية بصورة دقيقة يستغرق بعض الوقت، وقد تطلبت تشريعات معظم دول العالم فترة محددة كحد أقصى لنشر القوائم المالية للشركات المساهمة بعد انتهاء سنتها المالية. وإن كان إصدار قوائم مالية دورية لفترات أقل من سنة يكون مفيداً لمستخدمي المعلومات حيث قد تحدث أحداث هامة خلال السنة المالية يمكن أن تؤثر على مستخدمي المعلومات. ويرى بعض الكتاب أن القوائم المالية المتعلقة بنهاية السنة المالية قليلة القيمة إذا لم يتم إصدار قوائم

<sup>164</sup> ريتشارد شرويدر وآخرون، تعريب خالد علي أحمد كأجيبي وإبراهيم ولد محمد فال، نظرية المحاسبة، بدون طبعة، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية،

مالية دورية لفترات أقل من السنة.

### الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على الإفصاح

يوجد عديد من العوامل التي تؤثر على درجة الإفصاح بالتقارير المالية ويمكن تقسيمها إلى عوامل بيئية تتعلق بالمجتمع الذي تعد فيه التقارير المالية وأخرى تتعلق بالمعلومات المالية التي يتعين الإفصاح عنها، وأخيرا هناك عوامل تتعلق بالشركة ذاتها ويتضح ذلك فيما يلي:

#### أولاً: عوامل بيئية:

تختلف التقارير من دولة لأخرى لأسباب اقتصادية واجتماعية وسياسية، وعوامل أخرى ناتجة من حاجة المستفيدين إلى مزيد من المعلومات الإضافية عن التغيرات البيئية وأثرها على المشروع، بغرض المقارنة بين الوحدات الاقتصادية مع بعضها وتحديد المسؤولية الاجتماعية لكل منها. وكذلك تخفيض درجة عدم التأكد لأصحاب رأس المال والدائنين بحيث يمكنهم استخدام المعلومات لزيادة العوائد المتوقعة لكل بديل في مواجهة مستوى المخاطر.

ويبدو ذلك من المقارنة بين التقارير المالية التي تعد في كل من إنجلترا والولايات المتحدة الأمريكية حيث يحدد قانون الشركات في إنجلترا التقارير التي يجب اعدادها وطرق عرض المعلومات في القوائم المالية والعلاقة بين هذه المعلومات والمعلومات الأخرى الواردة بتقرير الإدارة، وأشار قانون الشركات الانجليزي أيضا إلى ضرورة توزيع هذه التقارير على المساهمين لمناقشتها قبل اقرارها. بينما لا يوجد في الولايات المتحدة الأمريكية قانون للشركات يحدد المعلومات التي يجب أن ترد بالتقارير المالية، وإنما تعد في ضوء المبادئ المحاسبية المقبولة، وهي تحوي غالبا تقرير مجلس الإدارة وقائمة الدخل وقائمة المركز المالي وقائمة التدفق النقدي بالإضافة إلى بعض المعلومات الاحصائية الأخرى، ويرجع أسباب هذا الاختلاف بين التقارير المالية والمعلومات الواردة بها في كل من إنجلترا وأمريكا إلى السلطة التي تشرف وتراقب على هذه الشركات ومدى حاجة المستفيدين أو من يمثلهم من المعلومات المالية، حيث يهتم المستثمر في أمريكا أساسا برقم صافي الدخل بينما يهتم المستثمر في إنجلترا بقيمة المبلغ الموزعة ومدى قدره المشروع على سداد الالتزامات في المستقبل<sup>(165)</sup>.

ويرى الباحث أن التأثير البيئي من أقوى التأثيرات على درجة الإفصاح من ناحية كمية ونوعية المعلومات المفصح عنها وكذا توقيت الإفصاح.

#### ثانياً: عوامل تتعلق بالمعلومات

تتأثر درجة الإفصاح في التقارير المالية بالمعلومات التي يتم الإفصاح عنها، ومدى توافر عدد من الصفات للحكم

<sup>165</sup> محمد البروك أبو زيد، المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص 588.

على كفاءتها ومن أهمها أن تكون المعلومات ملائمة للقرارات، وأن تكون هناك ثقة في المعلومات عند الاستفادة منها بالإضافة إلى قابليتها للتحقق والمقارنة.

ويمكن تقسيم المعلومات التي تؤثر على درجة الإفصاح إلى ثلاثة مجموعات رئيسية: (166)

**1-المعلومات التاريخية:** وهي تلك المعلومات المنشورة والمتاحة للجميع والتي تغطي فترات زمنية سابقة مثل القوائم المالية، وتقارير مجلس الإدارة وأسعار الأوراق المالية وعوائدها عن فترات سابقة.

**2-المعلومات الحالية:** هي تلك المعلومات المتاحة والمنشورة في الوقت الراهن والتي تساعد في تكوين أو تعديل توقعات المستثمرين الخاصة بتقييم قراراتهم الحالية والبديلة.

**3-المعلومات الخاصة:** هي تلك المعلومات التي تتوافر أو تتاح لفئة معينة دون باقي المتعاملين في السوق والتي من شأنها التأثير على أسعار التداول في السوق.

**ثالثا: عوامل تتعلق بالشركة:**

وهذه المجموعة من العوامل ترتبط بالتركيبية الخاصة بالشركة مثل حجم المشروع، عدد المساهمين، علاقة المشروع بسوق المال، علاقة المشروع بالمراجع الخارجي وغير ذلك من العوامل التي تؤثر على درجة الإفصاح في ظل فروض معينة ويظهر ذلك فيما يلي: (167)

**1-حجم المشروع (مجموع الأصول):**

يحتاج اعداد المعلومات المحاسبية واستخراجها بشكل دقيق وبتوقيت مناسب وملائم للمستفيدين منها إلى تكاليف أو أعباء تسمى تكاليف انتاج المعلومات المحاسبية وهذه التكاليف تتأثر بحجم الشركة كلما كان حجم الشركة كبير كلما زادت تكاليف انتاج المعلومات والعكس. وتتمثل التكاليف المرتبطة بحجم المشروع وتؤثر على درجة الإفصاح المحاسبي في الآتي:

**1-1-تكاليف التجميع والتشغيل:** وهي التي يتحملها كل من معدي ومستخدمي المعلومات المالية وغالبا ما تكون هذه التكاليف كبيرة وتختلف من شركة إلى أخرى ومن مستخدم إلى آخر. أي أن تكاليف تجميع المعلومات تؤثر على درجة الإفصاح لأن الشركة تعمل موازنة بين تكلفة الحصول على المعلومات والفائدة منها.

**1-2-التكاليف الناتجة عن الدعاوى القضائية:** إذا ما قامت شركة بالإفصاح اختياريا عن تنبؤاتها بالمداحيل

<sup>166</sup> جميل حسن مجد النجار، متطلبات الإفصاح في القوائم المالية لدى شركات المساهمة العامة، رسالة دكتوراه في المحاسبة والتمويل، كلية الدراسات العليا جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2007، ص 123.

<sup>167</sup> مجد المبروك أبو زيد، المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص ص 590-591.

المتوقعة، وكانت هذه التنبؤات مفرطة في التفاؤل فإن المستثمرين يمكنهم مقاضاة تلك الشركة وإدارتها للتعويض عن الخسائر التي تعرضوا لها نتيجة اعتمادهم على التنبؤات الخاطئة، ولا شك أن هذا النوع من التهديدات قد يدفع الإدارة إلى التقليل من الإفصاح.

**1-3-التكاليف السياسية:** تؤدي الأرقام المحاسبية الواردة بالقوائم المالية للشركات دورا هاما في تحديد الاجراءات المناسبة التي تتخذ أما في صالح هذه الشركات أو في غير صالحها، فالشركات التي تظهر قوائمها المالية أرباحا خيالية غالبا ما تكون محط انظار واهتمام السياسيين والعاملين والجمهور العام، وتعرض للنقد من هذه الجهات وغالبا ما ينتهي الأمر إلى تعرض هذه الشركات إلى اجراءات سياسية من شأنها الحد من ارباحها أو تقليل معدل نموها مثل فرض ضرائب استثنائية على ارباحها أو تحديد أسعار بيع منتجاتها وتسمى تلك الإجراءات وما يترتب عليها من التزامات وأعباء بالتكاليف السياسية.

**1-4-التكاليف المترتبة على التأثير السلبي للإفصاح عن الموقف التنافسي للشركة:** يعتقد الكثير من المدراء أن التوسع في الإفصاح يؤثر على الموقف التنافسي للشركة ويحملها تكاليف اضافية إذا ما قامت الشركات المنافسة باستخدام هذا الإفصاح لصالحها. ومن الأمور الحساسة في مجال الإفصاح تلك المعلومات المتعلقة بالبحوث والتطوير وكذلك المنتجات الجديدة.

## 2-زيادة عدد المساهمين

توجد علاقة بين عدد المساهمين ودرجة الإفصاح على أساس أن زيادة عدد المساهمين تؤدي إلى مزيد من المعلومات التي يتعين الإفصاح عنها لصالح المساهمين أو من ينوب عنهم من المحللين وسماسرة الأوراق المالية<sup>(168)</sup>.

يرى الباحث أنه كلما زاد عدد المساهمين ممن يمتلكون حصة في رأس مال الشركة من حقهم أن تقوم الشركة بتوصيل معلومات كافية عن استثماراتهم الحالية والمستقبلية، وبذلك تزيد نسبة المعلومات المفصح عنها نسبة لاختلاف احتياجات المساهمين من المعلومات وكذلك اختلاف درجة استيعابهم للمعلومات مما يزيد المعلومات المفصح عنها كما ونوعية.

## 3-تسجيل الشركة بسوق الأوراق المالية:

قد يكون لهذا العامل أثر مباشر على زيادة درجة الإفصاح بما أن الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية يتم التعامل في اسهمها سواء من خلال اصدار الأوراق المالية أو تداولها، ويؤدي التنافس حول مصادر التمويل في سوق الأوراق المالية إلى حدوث ضغط على كافة الشركات لإتباع سياسات محاسبية ملائمة وتوفير نظام تقارير واف حتى في حالة عدم كفاية الأداء، ذلك لأن عدم الإفصاح في مثل هذه الحالات سوف يفسر من قبل

<sup>168</sup> جميل حسن محمد النجار، متطلبات الإفصاح في القوائم المالية لدى شركات المساهمة العامة، مرجع سبق ذكره، ص 124.



متعاملي السوق على أنه تغطية للمشاكل التي تتعرض لها الشركة، الأمر الذي يجعل فشلها وقد يؤدي إلى خروجها من سوق الصناعة التي تعمل به (169).

ويمكن القول أن أسواق الأوراق المالية لها تأثير قوي على درجة الإفصاح في المعلومات تخضع الشركات إلى قانون السوق وبذلك تختلف المعلومات التي يتم الإفصاح عنها من دولة إلى أخرى.

#### 4-المراجع الخارجي:

يؤثر المراجع الخارجي الذي يقوم بفحص حسابات الشركة على درجة الإفصاح من خلال ما يلتزم به من مبادئ ومفاهيم محاسبية مقبولة أو قواعد مهنية يفرضها دستور المهنة التي ينتمي إليها، هذا وقد توجد عوامل أخرى تؤثر في درجة الإفصاح أهمها صافي الربح ورغبة إدارة المشروع وأجهزة الإشراف والرقابة على أعمال الشركات المساهمة (170).

#### المبحث الثاني: الإفصاح المحاسبي ضمن القوائم والتقارير المالية وفق المرجع المحاسبي الدولي

بعد أن تم عرض الإطار المفاهيمي للإفصاح المحاسبي يكون من الضروري التطرق إلى كيفية ورود الإفصاح وفق المرجع المحاسبي الدولي ضمن القوائم المالية الأساسية، ضمن الايضاحات والملاحق، وتقارير مدقق الحسابات ومجلس الادارة التي تتضمن أهم المعلومات التي يحتاجها المستثمرين والاطراف الخارجية الأخرى لاتخاذ قراراتهم المتعلقة بالشركة.

#### المطلب الأول: ماهية التقارير والقوائم المالية

يتم اعداد القوائم والتقارير بشكل سنوي أو دوري لتلبية الاحتياجات العامة من المعلومات لشريحة واسعة من المستخدمين، حيث تعتبر حسب المرجع المحاسبي الدولي مصدر عرض المعلومات المحاسبية، لذا جاء هذا المطلب ليوضح الفرق بين القوائم والتقارير، ومعرفة مكوناتهما وأهدافهما مع تحديد الجهات المستخدمة لها.

#### الفرع الأول: مفهوم التقارير والقوائم المالية

تعد القوائم المالية الوسيلة الأساسية للإبلاغ المالي في الشركة، حيث ينظر إلى المعلومات الواردة فيها بأنها تقيس المركز المالي للشركة وأدائها المالي (حساب النتائج) وتدفعاتها النقدية، ويمكن من خلالها التعرف على التغيرات في المركز المالية ورؤوس الأموال التي تعتبر الدعامة الرئيسية التي تقوم عليها الشركة والركيزة الأساسية التي تقوم عليها

<sup>169</sup> لطيف زيود وآخرون، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرارات الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية -سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد 11، مصر، 2007، ص 185.

<sup>170</sup> جميل حسن مجد النجار، متطلبات الإفصاح في القوائم المالية لدى شركات المساهمة العامة، مرجع سبق ذكره، ص 129.

عملية اتخاذ القرار، وتعتبر ناتج النشاط المعلوماتي في الشركة خلال الفترة المالية التي تتعلق بها القوائم المالية، وتعتبر كذلك ملخصاً كميًا للعمليات والأحداث المالية ومدى تأثيرها على أصول والتزامات الشركة<sup>(171)</sup>.

كما تعتبر القوائم المالية الوسيلة التي تستخدم لإبلاغ الأطراف الخارجية بالمعلومات التي تم إعدادها وتجميعها في الحسابات المالية بصورة دورية منتظمة<sup>(172)</sup>، وقد صنفتها مجلس معايير المحاسبة الدولية إلى خمسة قوائم رئيسية وهي قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية، قائمة التغير في حقوق الملكية، بالإضافة إلى الملاحق.

أما التقارير المالية تشمل الوسائل الأخرى لتوصيل المعلومات ذات العلاقة المباشرة أو غير المباشرة، والتي يتم استخراجها من النظم المحاسبية، وقد تشمل التقارير المالية معلومات مالية ومعلومات غير مالية، ونشرات أو تقارير مجلس الإدارة وتقرير المدقق الخارجي والتنبؤات المالية والأخبار ذات الصلة بالشركة ووصف للخطط والتوقعات وكذلك التأثير البيئي أو الاجتماعي لأعمال الشركة<sup>(173)</sup>.

مما سبق، تعد القوائم المالية جزء من التقارير المالية، يخدمان غاية واحدة وهي توصيل المعلومات المالية وغير المالية إلى الأطراف المعنية، وتزويدهم بمعلومات ضرورية ملائمة لأغراض التقرير المالي وتساعدتهم في اتخاذ وترشيد القرارات الاستثمارية.

ويجدر الإشارة أن التقارير المالية بما تحتويه من معلومات محاسبية لا تمثل المصدر الوحيد للمعلومات المتاحة للمستخدمين الخارجيين، فالعديد من هؤلاء المستخدمين الخارجيين مثل المحللين الماليين يقومون بتجميع معلومات أخرى غير المعلومات المحاسبية مثل معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة والقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة<sup>(174)</sup>.

### الفرع الثاني: مكونات القوائم والتقارير المالية

الشركات في إطار تطبيق معايير المرجع المحاسبي الدولي مطالبة بإعداد قوائم مالية رئيسية بالإضافة للملاحق، فوفق المعيار المحاسبي (IAS1) تتضمن القوائم المالية: قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية، قائمة التغير في حقوق الملكية<sup>(175)</sup>، إضافة إلى تقارير إضافية أخرى تزيد من درجة إفصاح وشفافية المعلومات المحاسبية.

171 خالد جمال الجعارات، معايير التقارير المالية الدولية 2007، بدون طبعة، إثراء للنشر، الأردن، 2008، ص 93.

172 سيد عطا الله السيد، المفاهيم المحاسبية الحديثة، الطبعة الأولى، دار الرابحة للنشر، الأردن، 2009، ص 410.

173 طارق عبد العال حماد، التقارير المالية: أسس الأعداد والعرض والتحليل وفقاً لأحداث الإصدارات والتعديلات في معايير المحاسبة الدولية والأمريكية والبريطانية والعربية والمصرية، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، ص 36.

174 رضوان حلوة حنان، تطور الفكر المحاسبي: مدخل نظرية المحاسبة، الطبعة الأولى، دار الثقافة، الأردن، 2009، ص 19.

175 يوسف محمود جربوع، سالم عبدالله حلس، المحاسبة الدولية مع التطبيق العملي لمعايير المحاسبة الدولية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر، الأردن، 2001، ص 72.

وتتكون القوائم والتقارير المالية حسب ما هو متعارف عليه من طرف المعايير المحاسبية الدولية، مما يلي:

### أولاً: قائمة المركز المالي (الميزانية)

الميزانية هي تصوير للوضع المالي للشركة في لحظة زمنية معينة (تاريخ اعداد الميزانية)، وعليه فإن محتويات الميزانية هي عناصر لحظية يطبق عليها محاسبيا مصطلح الأرصدة، والتي تمثل مكونات القوائم المالية الأخرى<sup>(176)</sup>.

وبشكل أبسط تعبر الميزانية عن التوازن بين جانب الأصول (موجودات الشركة) وجانب الخصوم المتضمن حقوق الملكية والالتزامات المتوجب على الشركة الوفاء بها<sup>(177)</sup>، فهي تعبر أساسا على الوضعية المالية العامة للشركة خلال فترة زمنية معينة، حيث يعتمد على مكوناتها في اعداد القوائم المالية الأخرى. وتحقق الميزات التالية:<sup>(178)</sup>

- كشف المركز المالي للشركة عند اعداد الميزانية، حيث تبين ما لها من حقوق وما عليها من التزامات.
- تقييم مدى تغطية حقوق ملكية الشركة لالتزاماتها.
- التعرف على مدى قدرة الشركة على سداد التزاماتها مستحقة الدفع باستعمال نسب التداول والسيولة.
- التعرف على مدى اعتماد الشركة على التمويل الذاتي بقيمة الأرباح التي يتم احتجازها، أو التمويل الخارجي بنسبة الالتزامات على حقوق الملكية.
- تساعد على القيام بعمليات التحليل المالي ومعرفة سياسات الشركة اتجاه استثماراتها المالية.
- تبين مدى التزام الشركة بالقوانين والتشريعات المحلية والمرجع المحاسبي الدولي.

### ثانياً: قائمة الدخل (حساب النتائج)

قائمة الدخل تعتبر من أهم القوائم المالية، ويتم فيها التقرير عن نتائج الشركة، وتبيان القدرة الكسبية عن فترة زمنية معينة، إذ يهتم المستثمر عادة بالنتيجة المتمثلة في صافي الربح الذي يحسب من خلاله ربح السهم<sup>(179)</sup>.

حيث أن قائمة الدخل هي ملخص لعائدات الشركة التي تعبر عن الفرق بين ما تجنيه الشركة من مبيعات المنتجات، السلع والخدمات ناقصا النفقات التي تصرف لحيازتها والتي تقوم ببيعها خلال فترة زمنية محددة<sup>(180)</sup>.

قائمة الدخل لا تقل أهمية عن قائمة المركز المالي، إذ تقوم بتحقيق الميزات التالية:<sup>(181)</sup>

- التعرف على نتيجة أعمال الشركة من ربح وخسارة.

<sup>176</sup> عباس مهدي الشيرازي، نظرية المحاسبة، الطبعة الأولى، مطبعة ذات السلاسل للنشر، الكويت، 1991، ص 215.

<sup>177</sup> معهد الدراسات المصرفية، اضاءات مالية ومصرفية، العدد 09، الكويت، أبريل 2013، ص 3.

<sup>178</sup> خالد جمال الجعارات، معايير التقارير المالية الدولية 2007، مرجع سبق ذكره، ص 113-114.

<sup>179</sup> مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية: مدخل نظري وتطبيقي، الطبعة الثالثة، دار المسيرة للنشر، الأردن، 2011، ص 29-37.

<sup>180</sup> Wayne A. label, **Accounting for non-accountants**, second edition, Source books-USA, 2010, P46.

<sup>181</sup> خالد جمال الجعارات، معايير التقارير المالية الدولية 2007، مرجع سبق ذكره، ص 120-121.

- التعرف على كفاءة الأداء المالي للإدارة، ويستخدم الربح كمقياس لقياس الأداء.
- الكشف عن ربحية السهم الواحد، وبالتالي معرفة امكانية توزيع الأرباح على الملاك.
- تحديد أسعار الأسهم من خلال معرفة النتيجة.
- التمكن من حساب مقدار ضريبة الدخل الواجب دفعها.
- احتساب بعض النسب المالية أهمها نسب الربحية.

ويرى الباحث أن قائمة الدخل من أهم القوائم المالية المطلوبة في سوق الأوراق المالية، يعتمد عليها المحللين في احتساب النسب والمؤشرات المالية، والمستثمرون في تحديد نسبة الفائدة أو العائد الممكن تحقيقه في حالة الاستثمار في الشركة المعنية.

### ثالثاً: قائمة التدفقات النقدية

تعكس هاته القائمة حركة التدفقات النقدية واتجاهها، بحيث تعطي للمستثمر فكرة عن توفر السيولة النقدية، وطالبت هيئة معايير المحاسبة المالية الدولية FASB بإعدادها موضحة ذلك في البيان 95، وكذلك فعل مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB الذي أصدر المعيار المحاسبي السابع باسم "قائمة التدفقات النقدية" وذلك نظراً للقصور في القائمتين السابقتين الذكر في عرض ملخص تفصيلي للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة خلال الفترة المالية<sup>(182)</sup>.

وتبرز أهمية هذه القائمة من حيث أنها تقدم معلومات أكثر وضوحاً عن مصادر واستخدامات الأموال، وتساعد مستخدمي القوائم المالية من مستثمرين ودائنين في تقييم التدفقات النقدية المستقبلية، كما تساهم في تقييم النقدية المتوفرة لسداد التوزيعات وتمويل الاستثمارات، ومدى القدرة على تمويل النمو المتوقع للمشروع من المصادر الداخلية.

### رابعاً: قائمة التغير في حقوق الملكية

تعد قائمة التغير في حقوق الملكية عن حركة رأس المال خلال الفترة المحاسبية، حيث يشترط المعيار المحاسبي رقم 01 على الشركة أن تقوم بعرض التغير في حقوق الملكية كعنصر منفصل في القوائم المالية.

توضح لنا هذه القائمة التغيرات في مكونات رأس المال المدفوع بالإضافة إلى التغيرات في رقم الأرباح المحتجزة، إن هذه القائمة بالإضافة إلى قائمة الدخل يغطيان كافة مصادر التغير في حقوق الملكية خلال الفترة المحاسبية،

<sup>182</sup> مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية: مدخل نظري وتطبيقي، مرجع سبق ذكره، ص 195.

وتشمل قائمة التغيرات في حقوق الملكية: (183)

-الاستثمارات الإضافية المقدمة من أصحاب رأس المال بصفتهم ملاكا للمشروع.

-التوزيعات على أصحاب رأس المال، وتنقسم إلى نوعين:

- توزيعات أرباح وتمثل عائدا مع رأس المال المستثمر، ومصدر هذه التوزيعات الأرباح المحتجزة
- توزيعات رأس المال تمثل استرداد لرأس المال المستثمر، ومصدر هذه التوزيعات رأس المال المدفوع.

#### خامسا: الملاحق والإيضاحات المتممة

تمثل الإيضاحات بين قوسين والملاحظات والملاحق بمحتواها من أشكال وجداول ورسومات بيانية أداة هامة للإفصاح عن المعلومات المدعمة لمحتوى القوائم الرئيسية. وعلى غرار القوائم المالية الرئيسية لا يوجد معيار محدد يوضح شكل رسمي للملاحق والإيضاحات المتممة، لكن معيار المحاسبة الدولي رقم (1) استخدم لفظ الحد الأدنى للإفصاح تاركا حدود الإفصاح المحاسبي مفتوحة لإدارة الشركة في اطار تحقيق العرض العادل المعتمد على الإفصاح الأمين والشفافية في نشر المعلومات كما يتطلب المعيار عرض كافة العناصر في صورة مقارنة ما لم يرد نص بأي معيار محاسبي يعفي العنصر من هذا الشرط بالتحديد (184).

حسب المعيار المحاسبي الدولي الأول يتطلب أن تتضمن الملاحق والإيضاحات المتممة معلومات خاصة بما يلي: (185)

- اساس اعداد القوائم المالية
- السياسات المحاسبية الأساسية المستخدمة
- المعلومات المطلوبة عن طريق المرجع المحاسبي الدولي الأخرى التي لم يتم عرضها في مكان آخر في القوائم المالية.
- معلومات إضافية لم يتم عرضها في صلب القوائم المالية ولكنها تعتبر ضرورية لأغراض العرض العادل.

#### سادسا: تقارير إضافية

اضافة إلى القوائم المالية الرئيسية، يعتبر تقرير المدقق وتقرير مجلس الادارة من الأمور التي تزيد ثقة مستخدمي القوائم المالية في هذه الأخيرة، فالمدقق يقوم بإعادة فحص لصحة المعلومات في القوائم المالية وضمن موافقتها مع الطرق

<sup>183</sup> إبراهيم فطر بندا، أثر التقارير المالية المنشورة في جذب الاستثمارات الأجنبية في الدول النامية -دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية-، مجلة العلوم الإدارية، جامعة إفريقيا العالمية، العدد 02، السودان، جانفي 2018، ص34.

<sup>184</sup> Paul R. Bahnson and Paul B.W. Miller, **Faithful representation: It's much more than verification**, CPA Journal, Vol.2, No. 6, 2013, P15.

<sup>185</sup> أمين السيد أحمد لطفى، نظرية المحاسبة: القياس والإفصاح والتقرير المالي عن الالتزامات وحقوق الملكية، الجزء الثاني، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص

المحاسبية المقبولة عموماً ومن ثم المصادقة عليها<sup>(186)</sup>، أما تقرير مجلس الإدارة يقدم معلومات متممة عن الأنشطة والخطط والتوقعات المستقبلية وبعض الأحداث الأخرى، ويعد في حالة شركات المساهمة خاصة المدرجة في سوق الأوراق المالية.

ويمكن أن تقوم الشركة بإصدار معلومات أخرى تكون في صلب القوائم المالية أو في تقارير منفصلة حسب متطلبات سوق الأوراق المالية المدرجة ضمنها، تتعلق بالقطاعات التشغيلية والأطراف ذات العلاقة ومؤشرات لها دور في زيادة المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية.

### الفرع الثالث: أهداف القوائم والتقارير المالية

ان اهداف القوائم والتقارير المالية ليست ثابتة دائماً، بل يمكن أن تتغير بتغير الظروف وتغير الحاجة إلى المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار، حيث تساعد في تزويد مستعمليها بمعلومات حول:<sup>(187)</sup>

- الوضعية المالية للشركة عن طريق تحديد عناصر أصولها وممتلكاتها ومكونات بنيتها المالية ومستوى سيولتها وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها.
- النجاعة ومستوى الأداء، أي قياس قدرتها على توليد الأرباح باستعمال الموارد التي تتوفر عليها.
- تغير الوضعية المالية من خلال قياس قدرة الشركة على توليد السيولة الناجمة عن انشطتها الاستثمارية والتمويلية والاستغالية.

وقد أشار مجلس معايير المحاسبة المالية FASB ضمن الإطار المفاهيمي في القائمة رقم (08)، إلى أن الهدف الأساسي من اعداد القوائم المالية يتمثل في مساعدة المستثمرين الحاليين والمرقبين في اتخاذ القرارات المتعلقة بالاحتفاظ أو عدم الاحتفاظ باستثماراتهم في الشركة<sup>(188)</sup>، بجانب أهداف أخرى للتقارير المالية من خلال قائمة المفاهيم رقم (01) بما يلي:<sup>(189)</sup>

- تهدف التقارير المالية إلى تقديم المعلومات لاتخاذ القرارات التجارية والاقتصادية.
- المعلومات يجب أن تكون مفهومة للذين يتوافر لديهم الفهم المعقول للأنشطة التجارية والاقتصادية، ويكون لديهم الرغبة في دراسة هذه المعلومات بقدر معقول من الاجتهاد.
- تقديم معلومات حول الأرباح ومكوناته، ومعلومات عن الموارد الاقتصادية والالتزامات المتعلقة بتلك الموارد.

من خلال ما سبق يمكن القول أن القوائم والتقارير تعد على أساس احتياجات مستخدميها، والهدف ليس في

<sup>186</sup> إلدون س هندريكسن، النظرية المحاسبية، مرجع سبق ذكره، ص 765.

<sup>187</sup> Stephane Brun, **Guide d'application des norme IAS/IFRS**, Berti éditions, Alger, 2011, P43.

<sup>188</sup> Financial Accounting Standards Board, **Statement of Financial Accounting Concepts No.8, Conceptual Framework for Financial Reporting**, a replacement of FASB Concepts Statements No.1 and N.2, September 2010, P2.

<sup>189</sup> Carles H.Gibson, **Financial Reporting and analysis**, 12th edition, USA, 2011, P-P 4-5.

إعدادها وإنما الهدف هو توفير معلومات ذات فائدة تساعد في تقييم الوضعية المالية، العوائد والمخاطر ومستوى أداء الشركة لاتخاذ القرارات الاقتصادية.

#### الفرع الرابع: مستخدمو القوائم والتقارير المالية

رغم تعدد الأطراف المستخدمة للقوائم والتقارير المالية، إلا أن مجلس معايير المحاسبة الدولية ركز على المستثمرين الحاليين والمحتملين باعتبارهم المستخدمين الرئيسيين للقوائم والتقارير المالية، إلا أن هذا لا يمنع من ذكر أهم المستخدمين لهاته القوائم والتقارير في ما يلي: (190)

##### أولاً: المستثمرون الحاليين (المساهمون)

يهتم مقدمو رأس المال ومستشاروهم بالمعلومات المحاسبية التي تتعلق بالمخاطرة المصاحبة لاستثماراتهم في الشركة والعوائد المتحققة منها، لذا فهم يحتاجون إلى معلومات تساعد على اتخاذ قرار الشراء أو الاحتفاظ بالاستثمار أو البيع، كما أن المساهمين يهتمون بالمعلومات التي تساعد على تقييم قدرة المشروع المستقبلية على توزيع أرباح الأسهم، وكذلك بالمعلومات طويلة الأجل التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستراتيجية المتعلقة بتقييم قدرة المشروع على الاستمرار والنمو مثل الاسعار المتوقعة للأسهم ومعدل العائد على رأس المال المستثمر.

##### ثانياً: المستثمرون المرتقبون

يبحث المستثمرون في سوق الأوراق المالية على الفرص الاستثمارية التي يمكن أن يوجهوا إليها فوائضهم المالية سواء بهدف تحقيق عوائد جيدة في الأجل القصير أو الأجل الطويل، وهم بذلك في حاجة الحصول على المعلومات المالية للشركة العاملة في السوق من أجل إجراء التحليلات المالية والمقارنات بين الشركات المختلفة لاتخاذ القرار المناسب بالاستثمار في أفضلها، وتمثل القوائم والتقارير الوسيلة المتاحة لاجراء تلك الدراسات والتحليلات.

##### ثالثاً: المقرضون

يهتم المقرضين بالمعلومات التي تساعد على تقييم قدرة الشركة على الوفاء بسداد قروضهم والفوائد المتعلقة بها عند تاريخ الاستحقاق مثل معلومات التدفقات النقدية ومدى قدرة الشركة على توليد السيولة، والمقرضون بشكل عام إما حملة السندات التي تصدرها الشركة وإما البنوك وشركات الاستثمار التي تقدم قروض مباشرة للشركة.

##### رابع: الجهات الحكومية

تهتم الحكومة ومؤسساتها بالمعلومات التي تساعد على معرفة قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها اتجاه الحكومة،

<sup>190</sup> محمد أبو ناصر، جمعة حميدات، معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص ص 4-5.

تنظيم وتوجيه الشركات، تحديد مقدار الضريبة، ومصدر للإحصاء مثل حساب مؤشر الدخل القومي<sup>(191)</sup>.

#### خامسا: العمال

يهتم العاملون والنقابات العمالية الممثلة لهم بالمعلومات المتعلقة باستقرار وربحية الشركة، أي استمرارية نشاط الشركة ومردوديتها حتى تمكنهم من تقييم قدرة الشركة على دفع مستحقاتهم.

#### سادسا: العملاء

يهتم العملاء بالمعلومات المتعلقة باستمرارية الشركة خصوصا عندما يكون لهم ارتباط طويل المدى معها أو الاعتماد عليها في توفير خدمة أو سلعة ذات أهمية لهم.

#### سابعا: الموردون

يهتمون بالمعلومات التي تمكنهم من تقييم قدرة الشركة على سداد مستحقاتهم في الآجال المحددة، وبقدرتها على الاستمرار إذا كانت تربطهم علاقات تعاقدية طويلة الأجل<sup>(192)</sup>.

#### ثامنا: الجمهور

تؤثر الشركة على قرار الجمهور بطرق متنوعة، فعلى سبيل المثال تقدم بعض الشركات مساعدات كبيرة للاقتصاد المحلي بطرق مختلفة من حيث أفراد المجتمع الذين توظفهم وتعاملها مع الموردين المحليين، كذلك التبرعات والهبات والمساعدات الاجتماعية ورعاية بعض فئات المجتمع.

### المطلب الثاني: الإفصاح ضمن القوائم المالية الرئيسية والملاحق، تقرير الإدارة ومدقق الحسابات

بالنظر لأهمية الإفصاح المحاسبي، خصص المرجع المحاسبي الدولي جزءا كبيرا من بنوده لما يجب الإفصاح عنه من معلومات مالية وغير مالية في معظم المعايير، كما يوجد معايير تخص عملية الإفصاح فقط قصد تحسين جودة الإفصاح المحاسبي في القوائم والتقارير المالية، وستنطرق إلى بنود الإفصاح في القوائم الرئيسية بالإضافة إلى تقرير الإدارة ومدقق الحسابات.

#### الفرع الأول: الإفصاح ضمن القوائم المالية الرئيسية

وفق المرجع المحاسبي الدولي يجب الإفصاح في القوائم الرئيسية الممتثلة في قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية، قائمة التغير في حقوق الملكية عن ما يلي:

<sup>191</sup> Kaddouri Amar, A. Mimeche, **cours de comptabilité financière selon les normes IAS/IFRS et le SCF 2007**, ENAG EDITION, Alger, 2009, P66.

<sup>192</sup> Op. cit, P65.



أولاً: الإفصاح ضمن قائمة المركز المالي

ويجب الإفصاح ضمنها عن المعلومات التالية:

1- معلومات ذات طبيعة عامة: (193)

- القيود على ملكية الأصول.
- الضمانات المقدمة مقابل الالتزامات.
- الأصول المحتملة والالتزامات المحتملة.
- الارتباطات الرأسمالية في الفترات المقبلة.

2- الإفصاحات المتعلقة بالأصول طويلة الأجل

يجب الإفصاح عن كل بند على حدة وذلك بالنسبة للأراضي والمباني والآلات والمعدات والأصول الثابتة الأخرى مبوبة تبويباً ملائماً:

ونص المعيار الدولي المعيار رقم (16) على أنه يجب أن تفصح المعلومات لكل نوع من الممتلكات والتجهيزات على الآتي: (194)

- أسس القياس التي بموجبها تم تحديد إجمالي القيمة المسجلة بموجب ذلك المقاس لكل فئة.
- طريقة الإهلاك المستخدمة.
- العمر الإنتاجي أو معدلات الإهلاك المستخدمة.
- القيم المسجلة الإجمالية ومجموع الإهلاكات مجموعاً مع خسائر انخفاض القيمة المجمعة في بداية الفترة ونهايتها.
- تسوية القيمة المسجلة في بداية الفترة لبيان الإضافات والإستبعادات للموجودات التي تم حيازتها من خلال عملية الاندماج، الزيادة والنقص الناتج عن إعادة التقييم.
- صافي فروق العملة نتيجة ترجمة البيانات المالية لشركة أجنبية.
- الإفصاح عن براءة الاختراع والعلامات التجارية ان وجدت.
- كما يتم الإفصاح عن التثبيات المعنوية وفق المعيار المحاسبي الدولي رقم (38) كالتالي:
- الأعمار الانتاجية للتثبيات المعنوية، ومعدلات الإهلاك المستخدمة.
- المبلغ المسجل الإجمالي، الإهلاك المتراكم وخسائر انخفاض القيمة.
- مبلغ خسائر القيمة العادلة لفارق الاقتناء.

<sup>193</sup> محمد محمد عبد السلام البيومي، المحاسبة والمراجعة في ضوء معايير وعناصر الإفصاح في القوائم المالية، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، مصر، 2003، ص 14-15.

<sup>194</sup> IAS Plus website, **Property, Plant and Equipment**, <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias16> seen 09/09/2018.

- التبittات المعنوية التي تم امتلاكها من خلال منحة حكومية والمعترف بها بموجب القيمة الحقيقية.
- تاريخ إعادة التقييم. ومبلغ فائض إعادة التقييم مبينا حركة الفترة أو أية قيود على توزيعات الرصيد على المساهمين.
- المبلغ المسجل الذي سيتم الاعتراف به لو تم استخدام طريقة التكلفة.

### 3-الإفصاحات الخاصة بالمخزون:

- يتمثل بند المخزون في الشركة التجارية والخدماتية في البضاعة أو الخدمة المعدة للبيع، أما في المنشآت الصناعية يتمثل في ثلاثة بنود وهي المواد الخام، الانتاج نصف المصنع، الانتاج تام الصنع. حيث أن المعيار الدولي رقم (2) يتناول الإفصاحات المرتبطة بهذا البند كما يلي: (195)
- السياسات المحاسبية المتبعة عند قياس قيمة المخزون بما في ذلك الطريقة المتبعة لقياس قيمة التكلفة مع مراعاة الإفصاح عن أي تعديل في السياسات المحاسبية.
- اجمالي القيمة الدفترية للمخزون مبوبة تبويبا مناسباً يتفق مع طبيعة الشركة.
- في حالة ادراج المخزون بصافي قيمة البيع وذلك نظراً لانخفاض صافي قيمة البيع عن التكلفة تماشياً مع قاعدة الحيطة والحذر المحاسبي ففي هذه الحالة يجب الإفصاح عن القيمة الدفترية لهذا المخزون.
- قيمة المخزون المرهون كضمان للالتزامات، والإفصاح عن أي قيود على ملكية هذا المخزون وقيمة هذه القيود ان وجدت.
- قيمة أي رد لأي تخفيض في قيمة المخزون بحيث يجب تحميل أي تخفيض نتج عن انخفاض صافي قيمة البيع للمخزون بالدفاتر كمصروف في نفس الفترة الذي حصل فيها هذا التخفيض.
- الظروف أو الاحداث التي أدت الى التخفيض في قيمة المخزون.
- أما ما يتعلق بالنقدية المتمثلة في الخزينة والحسابات الجارية البنكية، فيجب الإفصاح عن قيمة الأرصدة النقدية التي لا يمكن سحبها فوراً مثل الأرصدة المجمدة (196).

### 4-المخصصات والالتزامات الأخرى:

- يتم الإفصاح عن بند المخصصات مبينة بشكل مستقل، الالتزامات الأخرى منها الضرائب المؤجلة، الايراد المحصل مسبقاً، وكذا الأموال المخصصة لجانب العاملين مثل الأموال المخصصة لصناديق المعاشات والتأمين.

<sup>195</sup> IAS+ summary, IAS2 (Inventories), Deloitte Global, 2017, P7.

<sup>196</sup> محمود محمد عبد السلام البيومي، المحاسبة والمراجعة في ضوء معايير وعناصر الإفصاح في القوائم المالية، مرجع سبق ذكره، ص 69.

### 5- الإفصاح عن بنود رأس المال والاحتياطات:

يجب الإفصاح عن الأسهم العادية لرأس المال والاحتياطات مبينة بشكل مستقل، مختلف أنواع رأس المال المدفوع وعلاوة الاصدار والاحتياطات.

### 6- افصاحات نوعية محددة عن حقوق الملكية

مجموعة من البنود النوعية يجب توافرها في صلب الميزانية والتي تعتبر معلومات ضرورية لاتخاذ قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية وتتمثل في الآتي: (197)

- بالنسبة لكل فئة أسهم رأس مال:

- عدد الأسهم المصرح بها، عدد الأسهم المصدرة والمدفوع ثمناها بالكامل والمصدرة غير كاملة الدفع
- مطابقة لعدد الأسهم المتداولة في بداية ونهاية الفترة.
- الحقوق والافضليات والقيود المرتبطة بتلك الفئات بما في ذلك القيود على توزيعات الأسهم وسداد رأس المال.
- الأسهم في الشركة التي يحتفظ بها، الأسهم المحتجزة للإصدار بموجب خيارات وعقود بيع الأسهم (الشروط والمبالغ)

- وصف لطبيعة وعرض الاحتياطي ضمن حقوق الملكية.

- عندما لا تتم الموافقة على توزيع أرباح الأسهم، يجب الإفصاح عن المبلغ المشمول

- الإفصاح عن أية أرباح أسهم ممتازة متراكمة لم يتم الاعتراف بها.

### 7- الإلتزامات طويلة وقصيرة الأجل

تشمل الإلتزامات طويلة الأجل القروض العادية والقروض المضمونة برهن والقروض بين الشركة الأم والتابعة لها، يجب الإفصاح عن أسعار الفائدة والشروط الخاصة بالسداد، والإفصاح في حالة تحويل هاته القروض إلى مساهمات أو أدوات دين (198). أما الإلتزامات القصيرة الأجل تشمل كل القروض التي تسدد خلال سنة واحدة، الدائنون وأوراق الدفع فيجب الإفصاح عنها في صلب الميزانية أو في الملاحق.

### ثانيا: الإفصاح ضمن قائمة الدخل

وفقا لمعايير المحاسبة، يوجد مفهومين لقياس الدخل يجب الإفصاح عنهما:

197 طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة: عرض القوائم المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص317.

198 محمود محمد عبد السلام البيومي، المحاسبة والمراجعة في ضوء معايير وعناصر الإفصاح في القوائم المالية، مرجع سبق ذكره، ص 70

-**المفهوم الأول:** الربح من العمليات الجارية، حسب هذا المفهوم قائمة الدخل لا تتضمن إلا العناصر التي تعتبر متكررة والتي تتعلق بنشاط الفترة الحالية. وتظهر عادة بعد الوصول إلى رقم صافي الربح أو تظهر كتسوية للأرباح المحتجزة.

-**المفهوم الثاني:** مفهوم الدخل الشامل وهو التغيير في حقوق الملكية الناتج عن العمليات والأحداث والظروف الخاصة بالفترة والتي ليس لها صلة بأصحاب رأس المال<sup>(199)</sup>، حسب هذا المفهوم يشمل رقم صافي الربح كل العناصر المتكررة وغير المتكررة، مع مراعاة الإفصاح عن كل مبلغ على حدة.

وينص المعيار المحاسبي (1) أنه يجب كحد أدنى الإفصاح في صلب قائمة الدخل عن المعلومات التالية:<sup>(200)</sup>

- الإيرادات، نتائج الأنشطة التشغيلية، تكاليف التمويل.
- حصة ارباح وخسائر الشركات الزميلة والمشاركة والتي تعالج محاسبيا بطريقة حقوق الملكية.
- مصروف الضرائب، الربح والخسارة من الأنشطة العادية
- البنود غير العادية، حصة الاقلية، صافي الربح عن الفترة.

مع توفر افصاحات اضافية ضمن قائمة الدخل أو في الايضاحات كالتالي:<sup>(201)</sup>

- تحليل المصروفات مبني على طبيعة أو وظيفة المصروف.
- في حالة تبويب المصروف على اساس وظيفته فيتم الإفصاح عما يلي:
  - عبء الإهلاك للأصول الملموسة، مصروف منافع العاملين
  - التوزيعات المعلنة ونصيب السهم الواحد منها.

### ثالثا: الإفصاح ضمن قائمة التدفقات النقدية

قائمة التدفقات النقدية تهدف إلى توفير معلومات ملائمة عن المتحصلات والمدفوعات النقدية للشركة خلال الفترة، لتوصيل المعلومات عن حركة النقدية والسيولة للمستثمرين ومستخدميها الآخرين. وتبويب قائمة التدفقات النقدية حسب المعيار المحاسبي الدولي (7) (قائمة التدفقات النقدية) إلى ثلاثة أنشطة على النحو التالي:<sup>(202)</sup>

-الأنشطة التشغيلية: هي التدفقات النقدية الناتجة من العمليات الرئيسية للشركة، وتشمل كافة العمليات العادية التي تمثل الدورة التشغيلية للشركة.

<sup>199</sup> عباس مهدي الشيرازي، نظرية المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص 251.

<sup>200</sup> طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة: عرض القوائم المالية، مرجع سبق ذكره، ص 320.

<sup>201</sup> المرجع السابق، ص 448.

<sup>202</sup> IAS+ Summary, IAS 7 (Statement of cash inflows), Deloitte Global, 2016, P7.

-الانشطة الاستثمارية: التدفقات النقدية الناتجة من الانشطة الاستثمارية التي تقوم بها الشركة من شراء وبيع التثبيتات، وكذلك الاستثمارات في الأدوات المالية مثل الأسهم والسندات للشركات الأخرى.

-الانشطة التمويلية: وهي التدفقات النقدية الناتجة من النشاط التمويلي المتعلق بالحصول على موارد التمويل للأصول سواء كانت قروض أو إصدارات أسهم.

هذه المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية المتعلقة بالأنشطة يتم توصلها للمستخدمين من خلال افصاحات إجبارية واخرى اختيارية، أما ما يخص الإفصاحات الضرورية نذكر ما يلي:

-مقدار الارصدة النقدية الهامة وحكمها المتاحة منها وغير المتاحة للاستخدام والتي تحتفظ بها الشركة<sup>(203)</sup>.

-التفاصيل المرتبطة بالعمليات غير النقدية المرتبطة بأنشطة التمويل والاستثمار كتحويل الديون إلى أسهم ملكية.

-الإفصاح عن المبلغ الكلي للتدفقات النقدية للأقسام الثلاثة.

-اجمالي مبلغ التدفقات النقدية من مختلف الانشطة لدى الشركات الشقيقة.

-تقديم افصاحات حول التغيرات في التزاماتها الناشئة عن أنشطة التمويل تشمل كل التغيرات الناشئة عن التدفقات النقدية وغير النقدية مثل مكاسب وخسائر صرف العملات الاجنبية<sup>(204)</sup>.

أما الإفصاحات الاختيارية، والتي أوصى بها المعيار المحاسبي المتعلق بقائمة التدفقات النقدية نذكر الآتي:<sup>(205)</sup>

-مقدار التسهيلات للقروض غير المسحوبة والمتاحة للأنشطة التشغيلية في المستقبل وتسوية الارتباطات الرأس مالية.

-مقدار التدفقات النقدية المنفصلة من خلال القطاعات الصناعية أو الجغرافية.

كما يوصي المعيار الدولي السابع بدون أن يلزم الشركة على الإفصاح على التدفق النقدي للسهم، حيث يعتبر مؤشر على أداء الشركة فيما يتعلق بقدرتها على التمويل الذاتي.

#### رابعاً: الإفصاح ضمن قائمة التغير في حقوق الملكية

تعد قائمة التغير في حقوق الملاك عن الفترة المحاسبية لتفصح عن المعلومات الخاصة بكل من حقوق الملاك بداية الفترة، اضافة إلى حقوق الملاك خلال الفترة مثل زيادة رأس المال، نتيجة الفترة من صافي دخل أو صافي خسارة، وأيضاً أسباب التخفيض في حقوق الملاك خلال الفترة من المسحوبات والتوزيعات على الملاك، واخيراً رصيد حقوق الملاك نهاية الفترة<sup>(206)</sup>.

<sup>203</sup> طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة: عرض القوائم المالية، مرجع سبق ذكره، ص 534.

<sup>204</sup> Ey's IFRS Group, IFRS Core Tools (IFRS update of standards and interpretations in issue at 30 June 2017), EYGM Limited, 2017, P11.

<sup>205</sup> أمين السيد أحمد لطفي، نظرية المحاسبة: القياس والإفصاح والتقرير المالي عن الالتزامات وحقوق الملكية، مرجع سبق ذكره، ص 136.

<sup>206</sup> عبد الوهاب نصر علي، مبادئ المحاسبة المالية وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية، الجزء الأول، الدار الجامعة، مصر، 2003، ص 37.

### الفرع الثاني: الإفصاح ضمن الملاحق والإيضاحات المتممة

إضافة إلى ما نص عليه المرجع المحاسبي الدولي من إفصاحات في القوائم الرئيسية، يتوجب على الشركة تقديم إيضاحات وملاحظات في شكل ملاحق، وتقريري مجلس الإدارة والمدقق الخارجي لمساعدة مستخدمي القوائم المالية في اتخاذ قراراتهم المتعلقة بالشركة. وونذكر أهم الإفصاحات في الملاحق والإيضاحات المتممة كما يلي:

#### أولاً- الإفصاح عن السياسات المحاسبية:

على الشركة أن تفصح عن السياسات المحاسبية التي تتبعها، ويعني ذلك الإفصاح عن المبادئ المحاسبية التي تم اختيارها، وبيان كيفية تطبيقها باعتبارها الأكثر ملاءمة وفقاً لظروفها، حيث يجب الإفصاح عن هذه السياسات في شكل ملخص واحد مستقل، بدلا من اظهارها في شكل ملاحظات متعددة. ونظرا لتعدد بدائل السياسات المحاسبية التي يمكن للشركة أن تختار بينها، فلها الحرية أن تختار السياسة المناسبة التي تعرض وضعها المالي ونتائج أعمالها بصورة صحيحة في ضوء الظروف المحيطة، وبشكل يوفر أكبر قدر من المعلومات افادة لمستخدمي البيانات المالية للشركة<sup>(207)</sup>.

وقد تلجأ الشركات إلى تغيير المبادئ المحاسبية التي تستخدمها مما يؤثر على نتيجة الأعمال والمركز المالي، وهذا يؤدي إلى صعوبة فهم وتفسير المعلومات وتجعلها غير قابلة للمقارنة، مما يؤدي إلى سوء الفهم وتضليل متخذي القرارات، وقد صدر في هذا الشأن العديد من الدراسات أهمها الرأي المحاسبي رقم (22) الصادر عن مجلس المبادئ المحاسبية APB والدراسات المحاسبية 63، 73، 95، 111 الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة المالية FASB، وقد حرصت هذه الدراسات على الزام الشركات الاقتصادية بالإفصاح عن التغيرات المحاسبية، وبيان تأثيرها بصفة مستقلة وواضحة على نتيجة الأعمال<sup>(208)</sup>.

#### ثانياً- الإفصاح عن الأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية:

يحتاج اعداد القوائم المالية ومراجعتها إلى فترة زمنية قد تمتد إلى عدة شهور بعد تاريخ انتهاء السنة المالية للشركة، وفترة الأحداث اللاحقة هي المدة من تاريخ اعداد القوائم المالية إلى تاريخ نشرها، لذلك فإن كثيرا من الأحداث في هاته الفترة تؤثر على صدق المعلومات المتضمنة في القوائم، وعدم أخذ هذه الأحداث بعين الاعتبار أو الإفصاح عنها يقلل من أهمية ودرجة ملاءمة المعلومات التي تحتويها القوائم المالية لمستخدميها. ومنه يجب الإفصاح عن أي أحداث جوهرية معروفة بعد تاريخ اعداد القوائم، حيث نميز بين نوعين من الأحداث اللاحقة:<sup>(209)</sup>

<sup>207</sup> مُجد مطر، موسى السويطي، التأصيل النظري للممارسات المحاسبية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008. ص 317.

<sup>208</sup> المرجع السابق، ص 318.

<sup>209</sup> خالد جمال الجعيرات، مختصر معايير المحاسبة الدولية 2015، مطبوعة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول دور معايير المحاسبة في تفعيل أداء المؤسسات والحكومات، مطبعة جامعة ورقلة، الجزائر، 2014، ص 59.

1- الأحداث اللاحقة لإعداد الميزانية والموجبة التعديل: هي تلك الأحداث التي توفر دليلاً بالظروف التي سادت فترة إعداد التقارير، ويجب على الشركة أن تعدل المبالغ المعترف بها لتعكس الأحداث المعدلة بعد فترة إعداد القوائم.

2- الأحداث اللاحقة لإعداد الميزانية غير الموجبة التعديل: الأحداث الناشئة بعد تاريخ إعداد الميزانية، ولا تعبر عن ظروف كانت سائدة بتاريخ إعداد الميزانية، فهي لا تستوجب تعديل المبالغ المعترف بها، ومن أمثلة ذلك الخسائر الناتجة عن الحرائق والكوارث الطبيعية.

حيث يجب الإفصاح وفق المعيار IAS10 "الأحداث اللاحقة لإقفال القوائم المالية" على ما يلي: (210)

- الأحداث اللاحقة غير الموجبة التعديل ولكنها على درجة من الأهمية بحيث أن عدم الإفصاح عنها سوف يؤثر على قدرة المستخدمين لإجراء التقييمات واتخاذ القرارات المناسبة، على الشركة أن توضح عن طبيعة الحدث، وتقدير تأثيره المالي أو بيان بعدم إمكانية تقدير هذا الأثر.

- تحديث الإفصاحات المتعلقة بالظروف المتواجدة عند تاريخ إعداد الميزانية لتعكس أي معلومات جديدة يتم الحصول عليها بعد هذا التاريخ عن هاته الظروف.

- الإفصاح عن التاريخ الذي تم فيه تعديل المعلومات المالية، وإذا كان لأصحاب الشركة أو غيرهم حق تعديل المعلومات المالية بعد إصدارها، فيجب على الشركة الإفصاح عن ذلك.

### ثالثاً- الإفصاح حول استمرار الشركة:

يتم إعداد القوائم المالية على افتراض استمرار الشركة، وأنه في ظل غياب أي معلومات أو توقعات بفشل أو عدم استمراريتها فإنه يفترض أن الشركة مستمرة في نشاطها، أما في حالة توافر معلومات لدى معدي القوائم المالية تفيد بإمكانية وقف النشاط أو فشل الشركة في الاستمرارية في المستقبل، فإنه يجب الإفصاح عن تلك المعلومات في صورة ملاحظات مرفقة بالقوائم المالية.

### رابعاً- الإفصاح عن الالتزامات المحتملة:

تشمل الالتزامات المحتملة تلك التي يحيطها الكثير من عدم التأكد سواء من حيث تاريخ حدوثها أو مبلغها، ومن أهم هاته الالتزامات التي يجب الإفصاح عنها ما يلي: (211)

- الدعاوى والنزاعات القضائية ضد الشركة.

- قيام الشركة بضمان قروض بنكية لشركات أخرى.

<sup>210</sup> IAS+ Summary, IAS 10 (Events After the Reporting Period), Deloitte Global, 2017, P5.

<sup>211</sup> ثامر بن صوشة، الإفصاح المحاسبي ودوره في ترشيد القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، قسم علوم تسيير، جامعة الشلف، 2016-2017، ص 60.

- التعهدات التعاقدية والتعهد بضمان السلع المباعة.
- الالتزامات المتعلقة بخطابات الضمان المفتوحة.
- الالتزام المتعلق بإعادة شراء الأوراق التجارية المخصصة.

#### خامسا-الإفصاح عن عقود التأجير التمويلي:

وفق المعيار IAS17 عقود الايجار، يتطلب ضمن بنوده الإفصاح عن مبالغ الإيجار التمويلي في ملحق خارج القوائم المالية الرئيسية، ويثبت في قائمة الدخل على أساس مصروف يخص كل فترة مالية أي كل سنة مالية على حدى، ومبلغ باقي السنوات اللاحقة يتم الإفصاح عنه ضمن ملاحق اضافية، وهذا لكي تقدم معلومات تنبئية لمتخذ القرار بالتدفقات النقدية المتوقع خروجها في السنوات اللاحقة. ليأتي المعيار IFRS16 عقود الايجار حتى يلغي الإفصاح ضمن الملاحق عن الالتزام المستقبلي، حيث يجب أن يفصح عن مبلغ الايجار التمويلي الاجمالي في القوائم المالية الرئيسية دفعة واحدة أي الأصل المؤجر يقابله مبلغ الالتزام.

#### سادسا-الإفصاح عن أثر التضخم:

عند حدوث التضخم تفتقد الأرقام المحاسبية التاريخية معناها حتى لو كانت الفترة الزمنية الفاصلة بين القيمة الأولية عند الاعتراف المبدئي والقيمة المعروضة لفترة زمنية قليلة، ولا يمكن أن تمثل القيمة المعروضة حقيقة القيمة في تاريخ العرض، لذلك تبرز الحاجة إلى تعديل المعلومات المالية التي تتضمنها القوائم المالية لتعكس واقع الأرقام، وحسب المعيار IAS29 "التقارير المالية في الاقتصادات نشطة التضخم" يجب الإفصاح عن تغيرات الأسعار، نسب التضخم عن فترات لا تقل عن خمس سنوات، الظروف التي أدت إلى حدوث التضخم في الاقتصاد، مع ذكر بنود القوائم المالية المعروضة بالتضخم ضمن الملاحق.

#### الفرع الثالث: الإفصاح ضمن تقرير المدقق الخارجي ومجلس الادارة

اضافة إلى الإفصاح عن المعلومات في القوائم المالية والملاحق والايضاحات، يعتبر تقرير المدقق الخارجي ومجلس الادارة تأكيدا لصحة وشفافية هاته المعلومات، وبالتالي زيادة ثقة مستخدمي القوائم المالية في المعلومات المنشورة من طرف الشركة.

#### أولا: تقرير المدقق الخارجي

اعتبر الدون س.هندريكسن أن تقرير المدقق الخارجي ليس تقرير للإفصاح عن المعلومات المالية الخاصة بالشركة ولكنه يؤدي دوره كطريقة للإفصاح من خلال نقل وايصال المعلومات ورأي المدقق بشكل واضح ومفهوم وموثوق



فيه إلى جميع المستخدمين<sup>(212)</sup>، كما أوضح ذلك معيار التدقيق الدولي رقم (7) ان هذا التقرير يمثل رأي المدقق المكتوب الواضح في القوائم المالية ككل للشركة التي قام بتدقيقها، ويجب أن يعبر هذا التقرير عما إذا كانت البيانات المالية معروضة بعدالة من جميع النواحي الجوهرية، ويمكن النظر إلى ماهية تقرير المدقق من زاويتين كالتالي: (213)

**1-التقرير كمنتج نهائي:** أي أن التقرير يمثل المنتج النهائي لعملية تدقيق القوائم المالية السنوية للشركة.

**2-التقرير كأداة إيصال:** حيث يمثل التقرير وسيلة أو أداة لتوصيل الرأي الفني المحايد لمدقق الحسابات عن القوائم المالية للشركة إلى مستخدمي هذه القوائم، ولذلك فإن هذا التقرير يمثل وسيلة لتوصيل رسالة مكتوبة يرسلها المدقق الخارجي إلى كافة المستخدمين.

كما أن الإفصاح بالشكل المناسب يؤدي إلى تحسين جودة الأداء المهني للمدقق الخارجي نظراً لما يلي: (214)

- يؤدي الإفصاح بالشكل المطلوب إلى زيادة مقدرة المدقق الخارجي على تحديد الأهمية النسبية لعناصر القوائم المالية والتقييم الدقيق لمخاطر المراجعة.

- كفاية الإفصاح في القوائم المالية للشركة يساهم حصول المراجع على معرفة جيدة عن الطرق والسياسات المحاسبية المتبعة في تسجيل العمليات المالية والتغييرات في تطبيقها وأثرها على القوائم المالية.

يرى الباحث أن المدقق الخارجي يؤكد لنا صحة المعلومات المتطرق إليها سابقاً. ويزيد ثقة المستخدمين في تقرير المدقق، وبالمقابل يجب توفر درجة الإفصاح المناسب في القوائم المالية عن المعلومات المحاسبية التي تمكن المدقق من كتابة تقرير واضح ودقيق وخال من الأخطاء والانحرافات.

**ثانياً: تقرير مجلس الإدارة:**

يشمل على العديد من البيانات المتعلقة بالسياسات الادارية والمالية، بالإضافة إلى القرارات الجوهرية التي اتخذها مجلس الادارة، والأحداث الهامة التي اثرت على نشاط الشركة والاحتمالات المستقبلية، وكذا بعض المعلومات التكميلية التي قد يحتاجها مستخدمي التقارير والقوائم المالية. (215) ومن بين الإفصاحات في تقرير مجلس الإدارة نذكر ما يلي:

-مقدار القروض التي حصل عليها كل عضو في مجلس الإدارة.

-اعداد البيانات المالية على شكل نسب مئوية.

<sup>212</sup> إيدون س هندريكسن، النظرية المحاسبية، مرجع سبق ذكره، ص 795.

<sup>213</sup> رزق أبو زيد الشحنة، تدقيق الحسابات: مدخل معاصر وفقاً لمعايير التدقيق الدولية، الطبعة الأولى، دار الوائل للنشر، الأردن، 2015، ص 233.

<sup>214</sup> رزق أبو زيد الشحنة، تدقيق الحسابات: مدخل معاصر وفقاً لمعايير التدقيق الدولية، مرجع سبق ذكره، ص 234.

<sup>215</sup> أمين السيد أحمد لطفي، نظرية المحاسبة: القياس والإفصاح والتقرير المالي عن الالتزامات وحقوق الملكية، مرجع سبق ذكره، ص 48.

- الأرباح والخسائر التي حققتها الشركة خلال السنة المالية، وأسباب الخسائر في حالة تكبدها.
- الأحداث الجوهرية التي تعرضت لها الشركة خلال السنة.
- الفرص الاستثمارية المحققة والعقبات التي واجهت الشركة في سبيل تحقيقها.
- تحليل وافي عن منتجات الشركة وطبيعة أعمالها أو الخدمات التي تقدمها.
- مدى فعالية وكفاية الرقابة الداخلية.

### المطلب الثالث: الإفصاح ضمن التقارير المالية الخاصة بالشركات المقيدة في أسواق الأوراق المالية

أولى المرجع المحاسبي الدولي جانبا كبيرا من محتواها للإفصاح المحاسبي، فالإضافة إلى أهمية الإفصاح في القوائم المالية والملاحق والملاحظات وتقرير مدقق الحسابات ومجلس الإدارة، تطرقت معايير المحاسبة الدولية IAS وبصيغتها الجديدة معايير الإبلاغ المالي الدولي IFRS إلى ضرورة الإفصاح ضمن القوائم الرئيسية أو في تقارير منفصلة عن معلومات محاسبية تخص الشركات المدرجة في الأسواق المالية وهي IAS24. IAS34. IFRS7. IFRS8.

### الفرع الأول: الإفصاح عن الأدوات المالية وفق IFRS7

مع ظهور العولمة وتطور أسواق المال، دعا مجلس معايير المحاسبة IASB إلى ضرورة الإفصاح عن الأدوات المالية الناتجة عن التعامل بها من طرف الشركات المسجلة في الأسواق المالية وأسواق النقد حتى يستفيد مستخدميها من التقارير وخاصة المستثمرين والمقرضين. حيث في سنة 2001 دعا مجلس المحاسبة الدولية إلى تبني المعيار IAS30 الذي تم الغاءه في أوت 2005 ليعوضه المعيار الدولي للإبلاغ المالي IFRS7 "الأدوات المالية: الإفصاح" وأصبح ساري المفعول بداية جوان 2007.

يطلب من الشركة حسب المعيار المحاسبي IFRS7، الإفصاح في القوائم المالية عن معلومات تمكن مستخدميها من تقييم: (216)

- أهمية الأدوات المالية لتقييم أداء الشركة والوضع المالي لها.
- طبيعة وحجم المخاطر الناتجة عن الأدوات المالية التي تتعرض لها الشركة خلال الفترة وحتى نهاية تاريخ اعداد التقارير، وكذا الإفصاح عن كيفية ادارة الشركة لتلك المخاطر.

### أولا: الإفصاح عن أهمية الأدوات المالية في القوائم والإيضاحات

وفق المعيار السابع من معايير الإبلاغ المالي الدولي IFRS المتعلق بالأدوات المالية، يجب الإفصاح عما يلي:

<sup>216</sup> CPA Australia Ltd, IFRS 7 Financial Instruments: Disclosure, Fact Sheet, Australia, 2015, P3.

## 1- بيان الوضع المالي:

الإفصاح عن فئات الأصول والخصوم المالية التي يتم قياسها بالقيمة العادلة وذلك عن طريق عرض معلومات إيضاحية حول تصنيفات الأدوات المالية سواء في صلب الميزانية أو ضمن الأيضاحات من خلال الإفصاح عن: (217)

- الحد الأقصى لتعرض كل فئة لمخاطر الائتمان في نهاية فترة التقرير.
- مبلغ التخفيض في قيمة المشتقات المالية والتي تحد من مخاطر الائتمان.
- مقدار التغير في القيمة العادلة نظرا لمخاطر الائتمان وظروف السوق مع رسملة قيمة التغيرات.
- وصف مفصل للطرق المستخدمة لتحديد القيمة العادلة لكل فئة من فئات الأدوات المالية.
- الفرق بين المبلغ الدفترى للالتزام المالي والمبلغ المالي الذي على الشركة دفعه في تاريخ الاستحقاق إلى حامل الالتزام.

كما يجب الإفصاح أيضا عن الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق والأصول المالية المتاحة للبيع.

-إعادة التصنيف: إعادة تصنيف الأدوات المالية من فئة إلى أخرى (من التكلفة المطفأة إلى القيمة العادلة والعكس). يجب الإفصاح عن المبلغ المعاد ترتيبه خلال الفترة، وأساليب التغيير وإعادة التصنيف

-الضمان الرهني: يجب على الشركة في حالة وجود ضمان رهني للالتزامات الإفصاح عن: (218)

- المبلغ الدفترى للضمان المرهون كضمان للدين أو الالتزام.
- في حالة إمكانية بيع الضمان المحتفظ به من طرف الشركة أو إعادة رهنه في حالة تعذر مالك الرهن عن السداد، فيجب الإفصاح عن الضمان الرهني بالقيمة العادلة بالإضافة إلى الشروط والأحكام المتعلقة به.

-الخروقات: يجب على الشركة أن تقدم معلومات مفصلة عن: (219)

- تفاصيل عن أي خرق للشروط الرئيسية لمنح القرض سواء كانت حول مبلغ القرض أو الفوائد أو شروط استرداد القروض واجبة السداد. ويجب الإفصاح عن قيمة القرض غير المسدد في الميزانية.
- الإفصاح عن ما إذا تم معالجة الخروقات أو إعادة التفاوض بشأن شروط القروض واجبة السداد.

## 2- بيان الدخل الشامل:

الشركة مطالبة بالإفصاح في قائمة الدخل وفي الملاحق على الإيرادات والنفقات، الأرباح والخسائر، حيث يجب

<sup>217</sup> الهيئة العامة للمحاسبين القانونيين، المعايير الدولية للتقرير المالي المعتمدة في المملكة العربية السعودية والمعايير والإصدارات الأخرى المعتمدة من الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، مكتبة الملك فهد للنشر، إصدار 2017-2018، ص ص 236-238.

<sup>218</sup> الهيئة العامة للمحاسبين القانونيين، المعايير الدولية للتقرير المالي المعتمدة في المملكة العربية السعودية والمعايير والإصدارات الأخرى المعتمدة من الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، مرجع سبق ذكره، ص 240.

<sup>219</sup> المرجع السابق، ص 241.

الإفصاح عن: (220)

- صافي الأرباح والخسائر لكل أداة على حدة.
- إجمالي فوائد الإيرادات والنفقات غير المحسوبة على أساس القيمة العادلة.
- رسوم الإيرادات والنفقات المتأتية من الأدوات المالية غير المحسوبة على أساس القيمة العادلة، ورسوم الأنشطة الائتمانية (الاستثمار في الأصول نيابة عن الأفراد، التأمين، صناديق المعاشات وخطط التقاعد).

### 3- إفصاحات أخرى:

بالإضافة إلى الإفصاح في بيان الوضع المالي وبيان الدخل الشامل، يوجد معلومات إضافية يجب على الشركة الإفصاح عنها:

- السياسات المحاسبية: الإفصاح عن السياسات والطرق المتبعة في عرض وقياس الأدوات المالية.
- التحوط المحاسبي: على الشركة الإفصاح عن معلومات مفصلة عن التحوط لكل نوع من أنواع التغطية المذكور في المعيار IFRS9 (تحوط القيمة العادلة، تحوط التدفق النقدي، تحوط صافي الاستثمار الأجنبي) ونذكر: (221)
- وصف لكل نوع من أنواع التغطية
- وصف الأدوات المالية الموضوع كأدوات تغطية وكذلك الإفصاح عن قيمتها العادلة في نهاية فترة التقرير.
- طبيعة ونوع المخاطر المغطاة.

### ثانيا: الإفصاح عن طبيعة وحجم المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية

تعرف الأدوات المالية تأثيرها بتغيرات السوق، وهذا ما يعرضها لمخاطر كمخاطر الائتمان والسيولة وتقلبات الأسعار، وحتى يتمكن المستخدم من تقييم طبيعة وحجم المخاطر الناتجة من الأدوات المالية يجب أن يتوفر إفصاح كمي وآخر نوعي لكل نوع من هاته المخاطر.

### 1- الإفصاحات الكمية:

تلتزم الشركة بالإفصاح عن ملخص للمعلومات الكمية ضمن التقارير المالية بشأن تعرضها لكل نوع من مخاطر الأدوات المالية على حدة، ويجب أن يسند هذا الإفصاح إلى المعلومات المقدمة داخليا إلى كبار موظفي إدارة الشركة. كما تفصح الشركة على طرق وأساليب قياس كل نوع من المخاطر: (222)

<sup>220</sup> CPA Australia Ltd, IFRS 7 Financial Instruments: Disclosure, Op. cit, P3.

<sup>221</sup> Op. cit, P4.

<sup>222</sup> CPA Australia Ltd, IFRS 7 Financial Instruments: Disclosure, Op. cit, P-P 16-20.

1-1- مخاطر الائتمان: تقدم الشركة معلومات حول:

- إجمالي المبلغ المعرض لمخاطر الائتمان في نهاية الفترة، غير مشمول الضمانات المحتفظ بها.
- وصف مفصل للضمانات المحتفظ بها المقابلة لمخاطر الائتمان.
- معلومات حول جودة الائتمان والأصول المالية والضمانات، وقيمتها الاسمية.

1-2- مخاطر السيولة: الشركة مطالبة بالإفصاح عن المعلومات التالية:

- تحليل آجال استحقاق الالتزامات المالية المشتقة وغير المشتقة، بحيث تكون تواريخ الاستحقاق المفصح عنها بأقرب تاريخ استحقاق.
- وصف لكيفية ادارة مخاطر السيولة، والتي تساعد في تقييم سيولة الأصل من خلال التحليل التنبؤي.

1-3- مخاطر السعر (تحليل الحساسية): تحليل الحساسية هو أحد الأساليب التقنية المستخدمة في التحليل

الكمي من المخاطر، وذلك من خلال وضع نماذج تساعد في تحديد أي من المخاطر لها تأثير محتمل أكبر على الشركة فيجب الإفصاح عن النماذج والطرق المستخدمة في تحليل الحساسية، حيث نجد ثلاث مخاطر متعلقة بالسعر:

- مخاطر العملة والتي تمثل مخاطر تقلب سعر الأدوات المالية نتيجة التغيرات في أسعار تبادل العملات الأجنبية.
- مخاطر سعر الفائدة وهي ناتجة عن تقلبات معدلات الفائدة في السوق والتي تخص أدوات الدين.
- مخاطر السوق والتي تعبر عن مخاطر تقلبات حقوق الملكية المتمثلة في الأسهم العادية نتيجة لتغير اسعارها السوقية سواء كان سبب التغير عوامل خاصة بالسهم في حد ذاته أو الجهة المصدرة له، أو العوامل التي تؤثر على كافة الأوراق المالية المتداولة في السوق.

2- الإفصاحات النوعية:

الشركة مطالبة بإفصاح نوعي حول المخاطر المتعلقة بالأدوات المالية، وذلك عن طريق وصف لكل خطر من المخاطر التي تتعرض لها وكيفية حدوثها، تركيز المخاطر الناتج عن تحليل الحساسية، السياسات وعمليات إدارة المخاطر وكيفية قياسها<sup>(223)</sup>.

الفرع الثاني: الإفصاح عن القطاعات التشغيلية وفق IFRS8

أصدر مجلس معايير المحاسبة معيار التقرير المالي "القطاعات التشغيلية" معدل للمعيار السابق "التقارير القطاعية IAS14" سار المفعول ابتداء من 1 جانفي 2009، حيث يطبق على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

<sup>223</sup> الهيئة العامة للمحاسبين القانونيين، المعايير الدولية للتقرير المالي المعتمدة في المملكة العربية السعودية والمعايير والإصدارات الأخرى المعتمدة من الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، مرجع سبق ذكره، ص 248.

وتهدف الشركة من خلال أنشطتها التشغيلية إلى توفير منتجات وخدمات، قد تكون هاته الأنشطة في قطاعات حسب الاختلاف في المنتجات والخدمات أو حسب المناطق الجغرافية المختلفة أو بناء على البيئات التنظيمية.

ووفق هذا المعيار، يجب على الشركة أن تفصح عن معلومات تمكن مستخدمي قوائمها المالية من تقييم طبيعة أنشطة الأعمال التي تقوم بها وآثارها المالية (تكسب منها إيرادات وتحمل عنها مصروفات) والبيئة الاقتصادية التي تعمل فيها ويجب الإفصاح حتى ولو كانت تضم قطاع واحد يمكن التقرير عنه<sup>(224)</sup>، ويمكن تصنيفها كالتالي:

**أولاً: إفصاحات على مستوى القطاع:** عبارة عن معلومات وصفية تتمثل فيما يلي:<sup>(225)</sup>

- العوامل المستخدمة لتحديد قطاعات الشركة التي يتم التقرير عنها، بما في ذلك أساس التنظيم المعمول به.
- معلومات عن الربح والخسارة التي تم التقرير عنها للقطاع، بما في ذلك الإيرادات والمصروفات المحددة، أصول والتزامات القطاع، وأساس قياسها.
- حجم الاستثمار للقطاع في المنشآت الزميلة والمشاريع المشتركة التي تتم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية.
- أساس المحاسبة عن أي معاملات بين القطاعات التي يتم التقرير عنها.

**ثانياً: إفصاحات على مستوى الشركة:** يجب توفير معلومات حول:<sup>(226)</sup>

**1-معلومات عن المنتجات والخدمات:** يجب على الشركة أن تقوم بالتقرير عن الإيرادات من العملاء الخارجيين لكل منتج أو خدمة، أو لكل مجموعة من المنتجات والخدمات المتشابهة، إلا إذا كانت المعلومات الضرورية غير متاحة وتكلفة اعدادها باهظة، في هذه الحالة يجب الإفصاح عن تلك الحقيقة، ويجب أن تستند قيم الإيرادات التي يتم التقرير عنها إلى المعلومات المالية المستخدمة لإعداد القوائم المالية للشركة.

**2-معلومات عن المناطق الجغرافية:** على الشركة أن تفصح عن الإيرادات من العملاء الخارجيين سواء في دولة إقامة الشركة أو لدولة أجنبية بشكل مفصل. وكذا الإفصاح عن الأصول غير المتداولة المتواجدة في قطاع الشركة في دولة اجنبية ما.

**3-معلومات عن العملاء الرئيسيين:** الشركة مطالبة بتقديم معلومات عن عملائها الرئيسيين إذا بلغت الإيرادات من عميل خارجي واحد 10% أو أكثر من إيرادات الشركة.

### الفرع الثالث: الإفصاح عن الأطراف ذات العلاقة وفق IAS24

الأطراف ذات العلاقة تعبر عن أي أطراف أخرى (أفراد أو شركات أخرى) تمارس سيطرة مباشرة أو غير مباشرة

<sup>224</sup> Clare Roberts and others, **The Impact of IFRS 8 on Financial Analysts' Earnings Forecast Errors: EU Evidence**, Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Volume 33, December 2018, P5.

<sup>225</sup> CPA Australia Ltd, **IFRS Operating Segments: Disclosure**, Fact Sheet, Australia, 2015, P7.

<sup>226</sup> Clare Roberts and others, **The Impact of IFRS 8 on Financial Analysts' Earnings Forecast Errors: EU Evidence**, Op. cit, P-P 5-6.

على الشركة (في حالة امتلاك الأطراف الأخرى أكثر من 50% من أسهم الشركة)، أو أن الغير له تأثير فعال على الشركة معدة التقرير (من خلال امتلاك 20% إلى 50% من أسهم الشركة) في هذه الحالة تظهر الأطراف ذات العلاقة<sup>(227)</sup>.

حيث يتوجب الإفصاح عن الأطراف ذات العلاقة من أفراد وشركات وتشمل:<sup>(228)</sup>

#### أولاً: الأفراد ذات العلاقة

- كل شخص أو عضو مقرب يؤثر ويتأثر به ذا علاقة بالشركة المعدة التقرير، إذا كان له:
  - سيطرة مباشرة أو غير مباشرة، أو له تأثير فعال على الشركة.
  - أحد أفراد الإدارة الرئيسيين في الشركة

#### ثانياً: الشركات ذات العلاقة

تعد شركة ما ذات علاقة بالشركة معدة التقرير، إذا كانت:<sup>(229)</sup>

- الشركة الأم، شركات تابعة، شركات زميلة.
- مشروع مشترك مع الشركة معدة التقرير، أو كلا الشركتين مشروع مشترك لطرف ثالث.

ووفقاً للمعيار الدولي IAS24 تقدم الشركة الإفصاح عن اصناف الأطراف ذات العلاقة السابقة كالتالي:

- الإفصاح عن العلاقة بين الشركة الأم والشركات التابعة بشكل مباشر، وكذا الإفصاح عن اسم الشركة التي تعد الشركة الأم لها.
- الإفصاح عن تعويض أفراد الإدارة الرئيسيين بشكل إجمالي (منافع الوظيفة، منافع التقاعد، منافع انهاء الخدمة، المدفوعات على أساس السهم).
- في حالة حدوث معاملات مع طرف ذي علاقة، يجب الإفصاح عن مبلغ وطبيعة المعاملة، شروطها وكذا الضمانات المعطاة والمستلمة.

وباعتبار أن الإفصاح عن ذوي العلاقة اختياري في أغلب الدول وخاصة في الدول النامية، اوجدت دراسة قام بها Yaun Shan حول العوامل المؤثرة على الإفصاح عن الأطراف ذات العلاقة في الصين أن نوعية الإفصاح المفروضة بالقانون والملكية الأجنبية للدول المتطورة في الشركة واستقلالية المدراء وعمر الشركة كلها عوامل لها أثر إيجابي في وجود افصاح عن الأطراف ذات العلاقة، أما كل من عوامل (ملكية الدولة وحجم النشاط واحترافية

<sup>227</sup> أحمد مجد أبو شمالة، معايير المحاسبة الدولية والإبلاغ المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجمع العربي للنشر، الأردن، 2010، ص 79.

<sup>228</sup> خالد جمال الجعيرات، مختصر معايير المحاسبة الدولية 2015، مرجع سبق ذكره، ص 81.

<sup>229</sup> الهيئة العامة للمحاسبين القانونيين، المعايير الدولية للتقرير المالي المعتمدة في المملكة العربية السعودية والمعايير والإصدارات الأخرى المعتمدة من الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، مرجع سبق ذكره، ص ص 833-834.

المدرء التنفيذيين) ليس لها أي أثر على هذا النوع من الإفصاح<sup>(230)</sup>.

### الفرع الرابع: الإفصاح في التقارير المالية المرحلية وفق IAS 34

التقرير المالي المرحلي يعني اما تقرير مالي يحتوي على مجموعة كاملة من القوائم المالية وفق ما جاء به المعيار المحاسبي IAS 1، أو مجموعة من القوائم المالية المختصرة وفقا للمعيار المحاسبي IAS 34، وذلك لفترة زمنية أقل من سنة عادة ما تكون خلال ثلاثة أشهر أو نصف سنوية.

ولمراعاة توفير المعلومات في الوقت المناسب وبالتكلفة المناسبة وبدلا من تكرار المعلومات المقدمة مسبقا في البيانات المالية السنوية، يفضل أن تركز الشركة في تقاريرها المرحلية المختصرة على الأنشطة والأحداث والظروف الجديدة التي حدثت منذ تاريخ نشر احدث مجموعة كاملة من القوائم المالية السنوية.<sup>(231)</sup> الا أن المعيار IAS 34 لا يمنع الشركة نشر مجموعة كاملة من القوائم المالية في تقاريرها المرحلية.

وحسب المعيار الدولي رقم 34 الشركة ملزمة على تقديم متطلبات الحد الأدنى بالنسبة للتقارير المالية المرحلية من خلال القوائم التالية عندما يتم اختيار الشكل المختصر:<sup>(232)</sup>

- قائمة مختصرة للمركز المالي.
- قائمة مختصرة واحدة للربح والخسارة والدخل الشامل معا، أو في قائمتين منفصلتين.
- قائمة مختصرة للتغيرات في حقوق الملكية.
- قائمة مختصرة للتدفقات النقدية.
- ايضاحات مختارة.

ويشترط هذا المعيار على الشركة في حالة اتخاذ التقارير المختصرة كتقارير مؤقتة أن تتضمن كلا من العناوين والمجاميع الفرعية التي كانت ضمن احدث التقارير المالية السنوية وتكون مدعمة بإيضاحات، أما في حالة اختيار مجموعة كاملة من القوائم المالية فيجب أن يكون الشكل والمحتوى متوافق مع متطلبات عرض القوائم المالية في المعيار المحاسبي رقم 1.

<sup>230</sup> Yuan George Shan, **Do corporate governance and disclosure tone drive voluntary disclosure of related-party transactions in China?**, Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Volume 34, March 2019, P30.

<sup>231</sup> John Wiley & Sons, **Wiley interpretations and application of the IFRS Standards 2018**, Printed by TJ International Ltd, Cornwall, UK, 2018, P-P 909-910.

<sup>232</sup> الهيئة العامة للمحاسبين القانونيين، المعايير الدولية للتقرير المالي المعتمدة في المملكة العربية السعودية والمعايير والإصدارات الأخرى المعتمدة من الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، مرجع سبق ذكره، ص 927.



وتلتزم الشركة وفقاً لهذا المعيار الإفصاح عن: (233)

- الإفصاح عن ربحية السهم الواحد في صلب قائمة الدخل المؤقتة، وهذا الإفصاح ملزم سواء كانت تقدم قوائم مختصرة أو قوائم كاملة.

- الإفصاح عن الأحداث والمعاملات المهمة منذ آخر فترة تقرير سنوي.

- إفصاحات أخرى تشمل ما تم التطرق له سابقاً سواء إفصاحات ضمن القوائم أو الإيضاحات حسب الأهمية النسبية للمعلومات في الفترة المحددة لإعداد التقرير المرحلي.

ويوضح مجلس معايير المحاسبة الدولية FASB أن الزامية تطبيق هذا المعيار ليس من اختصاصها، إنما أمر الإفصاح عن المعلومات في شكل تقارير مرحلية خاصة بالحكومات والهيئات المحاسبية المحلية وكذا الجهات المنظمة لأسواق الأوراق المالية، وتهدف هاته الجهات من تطبيق هذا المعيار إلى: (234)

- توفير المعلومات المحاسبية الملائمة لترشيد القرارات الاستثمارية والائتمانية المتخذة من قبل المستثمرين الحاليين والمرتقبين، في الوقت المناسب وعلى مدار السنة المالية.

- تساعد المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية المرحلية مستخدمي تلك التقارير في تقدير حجم وتوقيت التدفقات النقدية المتوقعة ودرجة التأكد المتعلقة بها، إذ يعد صافي التدفقات النقدية مؤشراً لمقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها الخارجية، كما تعكس تلك التدفقات مقدرة الشركة على تمويل احتياجاتها التشغيلية ما يؤدي إلى تحقيق أرباح ومن ثم ارتفاع أسعار أسهمها المتداولة في سوق الأوراق المالية.

- توفر التقارير المالية المرحلية المعلومات عن تقييم أداء الشركة وقدرتها الكسبية خلال المدة المعد عنها التقارير المالية المرحلية لمساعدة المستثمرين في تقدير التوقعات المستقبلية لأداء الشركة.

- توفير المعلومات المحاسبية بشأن موارد الشركة والتزاماتها وحقوق الملكية والتغيرات التي طرأت عليها خلال المدة المرحلية وغيرها من المعلومات المفيدة من تحديد درجة السيولة واحتمالات مواجهتها للتعرض المالي خلال المدة المحددة.

مما سبق نجد أن التقارير المالية المرحلية ذات أهمية كبيرة للمستثمرين في الأسواق المالية من خلال توفير المعلومات المالية المطلوبة في كل فترة بالكمية والوقت الذي يحتاجه المستثمر لاتخاذ قراراته الاستثمارية بشكل سليم وعقلاني.

<sup>233</sup> John Wiley & Sons, Wiley interpretations and application of the IFRS Standards 2018, Op. cit P-P 911-912.

<sup>234</sup> بشرى نجم وجوان جاسم، دور التقارير المالية المرحلية في تعزيز كفاءة السوق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 26، العراق، 2011، ص ص 297-298.

## المبحث الثالث: متطلبات الإفصاح ضمن أسواق الأوراق المالية الدولية

صاحب التطور الذي شهدته الدول الرأسمالية على اثر الثورة الصناعية تطور أسواقها المالية كنتيجة لزيادة الحاجة إلى التمويل بانتشار شركات المساهمة، ومع التطور التكنولوجي في وسائل الاتصال أصبحت تعاملاتها في الأوراق المالية تتم عبر القارات. وتشارك هذه الأسواق المالية في العديد من الخصائص نظرا لارتباطها ببعضها ومن أهمها متطلبات افصاح اضافية ذات طابع دولي بجانب بنود الإفصاح الذي جاء بها المرجع المحاسبي الدولي. وستتطرق في هذا المبحث إلى طرق الإفصاح المالي والمحاسبي الدولي ثم إلى بنود الإفصاح المطلوبة في اطار حوكمة الشركات وفي الأخير نستعرض طرق الافصاح الالكتروني عن القوائم والتقارير المالية

## المطلب الأول: طرق الإفصاح المالي والمحاسبي الدولي

كما رأينا سابقا، تفرض الهيئات الدولية المنظمة للأسواق المالية على الشركات الأجنبية أو المحلية التي تريد الإدراج في أحد أسواق الأوراق المالية العالمية الإفصاح وفق معايير المعترف بها (المرجع المحاسبي الدولي IAS/IFRS في معظم الدول أو معايير المحاسبة الأمريكية المعتمدة في الولايات المتحدة الأمريكية) على التقارير التالية:<sup>(235)</sup>

- القوائم المالية الرئيسية المدققة.
- تقرير المدقق الخارجي.
- تقرير مجلس الادارة.
- التقارير القطاعية.
- التقارير المالية المرحلية.
- الافصاح الكمي والنوعي عن مخاطر السوق.

ويتأثر اعداد هذه التقارير المالية بعدد العوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية للدولة التي تعده فيها، وبالتالي فإن محتويات هذه التقارير ستختلف من دولة إلى اخرى نتيجة تأثير هيكله وأداء الشركات وكذلك الطرق المحاسبية المفردة للشركة بالبيئة التي تنتمي إليها، لذا عادة ما تقوم الشركات ذات النشاط الدولي وذات السمعة الجيدة بإمداد المستثمرين بمعلومات اضافية إلى حد ما من القواعد المقبولة عموما في مهنة المحاسبة، وهناك اجراءات في شكل افصاحات اضافية تفرضها الهيئات المحلية المنظمة لأسواق الأوراق المالية على الشركات المدرجة أو تفرضها الهيئات الدولية على أسواق الأوراق المالية تزيد من درجة الإفصاح وشفافية السوق والتي تساعد المستثمرين الأجانب على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية على مستوى أسواق الأوراق المالية، ومن أهم هذه الإفصاحات

<sup>235</sup> Latham & Watkins LLP, **Financial Statement Requirements in US Securities Offerings**, New York, January 2022, P-P 8-22.

(236) الإضافية:

- الهوامش وشرح المصطلحات.
- ترجمة التقارير المالية إلى العملات الأجنبية.
- إعادة اعداد التقارير المالية إلى لغة القارئ.
- الإفصاح عن النسب والمؤشرات المقارنة.

ويرى الباحث أن هاته المعلومات الإضافية تكون إما في إطار الإفصاح الاختياري، أو في إطار قوانين وتشريعات تفرضها الهيئات المالية في أسواق الأوراق المالية العالمية على الشركات ذات الطابع الدولي المدرجة ضمنها. إضافة إلى الإفصاح ضمن القوائم والتقارير المالية، تلزم معظم الهيئات الدولية الشركات الإفصاح عن المعلومات الكترونيا وفق أنظمة افصاح الكترونية متطورة ومطابقة للمعايير الدولية.

### الفرع الأول: الهوامش وشرح المصطلحات

بعض الشركات العالمية المدرجة ضمن أسواق الأوراق المالية العالمية تقدم لمستخدمي تقاريرها الأجنب معلومات حول البيئة المحيطة بالشركة، كما تحرص غالبية هذه الشركات على الحاق قوائمها المالية بمعجم للمصطلحات والتعبيرات المستخدمة في هاته القوائم كملحق مرشد منفصل لتقاريرها المالية السنوية والمرحلية للقارئ الأجنبي باللغات الأجنبية الرئيسية والأكثر استعمالا دوليا.

وقد تطور حجم وجود الهوامش في التقارير المالية نتيجة لأهميتها في تفسير وشرح البنود الغامضة وضرورتها لضمان افضل عرض لتلك المعلومات، ويجب تجنب التكرار في الشروحات وكذا عدم الإفراط في استخدامها. وتمتاز هذه الطريقة بكونها تستخدم في عرض المعلومات غير الكمية بأكثر تفاصيل (237).

### الفرع الثاني: ترجمة القوائم والتقارير المالية إلى العملات الأجنبية

وتهدف ترجمة القوائم والتقارير المالية للعملات الأجنبية إلى إعادة عرض النتائج المالية المدرجة في القوائم والتقارير المالية بعملة أخرى، وذلك من أجل تسهيل قراءتها من قبل المستخدمين الأجانب، وللشركة الحرية في استخدام واحدة من الطرق المعروفة مثل:

-متوسط سعر الصرف لعناصر قائمة الدخل وسعر الصرف في نهاية الفترة لعناصر الأصول والالتزامات.

-متوسط سعر الصرف لكل بنود القوائم المالية.

<sup>236</sup> محمد المبروك أبو زيد، المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية، مرجع سبق ذكره، 2006، ص 593.

<sup>237</sup> صديق مسعود، فؤاد صديقي، محددات الإفصاح المحاسبي في الحقل المحاسبي الجزائري وفق النظام المحاسبي المالية، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية،

المجلد 01، العدد 02، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، الجزائر، 2016، ص 80.

وفي هذا السياق، عالج المرجع المحاسبي الدولي مشكل سعر الصرف عن طريق اصدار معيار المحاسبة الدولية IAS21 "آثار التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية" ووفق هذا المعيار يجب على الشركة اعتماد طريقة سعر الصرف الجاري في حالة ترجمة القوائم المالية إلى عملات اجنبية، إلا أن المعيار يخصص ترجمة القوائم المالية للعمليات الأجنبية المشمولة في القوائم المالية للشركة بواسطة التوحيد أو التوحيد النسبي أو بطريقة الملكية، ولا يتعامل مع اعادة بيان القوائم المالية للشركة من عملة التقرير إلى عملة أخرى لملاءمتها للمستخدمين المعتادين على تلك العملة أو لأغراض مشابهة<sup>(238)</sup>.

كما يجدر الإشارة إلى أن الأسواق المالية ذات الطابع الدولي، يكون التداول فيها غالباً بالعملات المتعارف عليها دولياً نظراً لارتباط هاته الأسواق مع بعضها، ويطلب من الشركات التي تتداول أوراقها المالية ضمنها بتقديم تقاريرها المالية في الغالب بالعملة المحلية وعملة الدولار أو الأورو.

### الفرع الثالث: الترجمة اللغوية للتقارير المالية

تقوم الشركات المدرجة ضمن الأسواق المالية الدولية بترجمة تقاريرها المالية إلى لغات اجنبية، وبسبب بعض العوامل البيئية المتعلقة بالعامل الاجتماعي والحواجر الثقافية الأخرى لا تطرح اشكالية عدم امكانية الوصول إلى توازن حقيقي من خلال الترجمة، حيث أن بعض المصطلحات المحاسبية تكون محلية بشكل خاص في بعض الدول، ولهذا تركز الشركات ذات الطابع الدولي وتشير إلى ضرورة الحذر واليقظة من المشاكل المحتملة وقوعها نتيجة لخطأ ترجمتها أو الاختلاف في فهمها.

ويرى الباحث أن المشكل في الترجمة نسبي يمكن تجنبه في المعلومات المتضمنة في القوائم المالية الأساسية، بما أن معظم الهيئات المالية للأسواق الناشئة والمتقدمة تفرض على الشركات توافق قوائمها مع المرجع المحاسبي الدولي المتعارف عليها عموماً، حيث أن أي اختلاف عند القيام بالترجمة يمكن تداركه وفهمه نظراً لتشابه البنود واتباع نفس السياسات المحاسبية والمعايير الشكلية. أما ما يخص الملاحظات والتقارير المالية خاصة غير المالية منها يمكن أن يحدث فيها مغالطات وعدم الفهم الجيد نظراً لاختلاف المعاني للكلمات المستعملة في اللغة المحلية وعدم وجود نظيرها في لغة التقرير المترجم وهذا ما يؤدي إلى تغيير مفهوم المحتوى.

وتعتبر اللغة الإنجليزية أكثر لغة متعامل بها في الأسواق المالية الدولية، فمثلاً في ألمانيا تصنف الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى ثلاثة أقسام من حيث الإفصاح والشفافية، وتختلف متطلبات لغة الإفصاح من مستوى إلى آخر: <sup>(239)</sup>

<sup>238</sup> John Wiley & Sons, **Wiley interpretations and application of the IFRS Standards 2018**, Op. cit P548.

<sup>239</sup> Marius Gros, Christoph Wallek, **Are different stock market transparency requirements associated with different accounting quality levels ? An analysis of bonding effects on the german stock market**, *Journal of Business Economics*, Vol.85, 2015, P602.

## أولاً: مستوى معايير الإفصاح الرئيسية لدخول السوق

تشمل الشركات الكبرى المطالبة بدرجة عالية من معايير الإفصاح والشفافية في تقاريرها المالية والتي تتبع لوائح هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية وكذا تكون اسهمها مدرجة ضمن أحد المؤشرات المالية المعترف بها في ألمانيا، حيث يفرض على الشركات المدرجة في هذا التصنيف إلى الإفصاح عن التقارير السنوية والربع سنوية باللغة الألمانية واللغة الإنجليزية.

## ثانياً: مستوى معايير الإفصاح العامة لدخول السوق

تضم الشركات التي تتبع لوائح هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية فقط، وعلى هاته الفئة من الشركات الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في تقاريرها المالية السنوية إما باللغة الألمانية أو اللغة الإنجليزية.

## ثالثاً: مستوى معايير الإفصاح الأدنى لدخول السوق

تخص الشركات الصغيرة والمتوسطة التي تتبع لوائح سوق الأوراق المالية في ألمانيا فقط، حيث يتساهل معها فيما يخص درجة الإفصاح ويتم قبولها للدخول إلى السوق بأدنى متطلبات الإفصاح المحاسبي، الإفصاح يكون اختياري إما باللغة الألمانية أو اللغة الإنجليزية.

## الفرع الرابع: الإفصاح عن النسب والمؤشرات المقارنة

وتشمل الإفصاح عن النسب المالية والتنبؤات المالية المستقبلية

## أولاً: الإفصاح عن النسب المالية

تظهر التقارير المالية لبعض الشركات العالمية بعض المؤشرات والنسب المالية بهدف التوسع في الإفصاح لتوفير معلومات مهمة وجاهزة لتقييم أداء الشركات وكذلك بمقارنة هذه المؤشرات ما بين الشركات، وهنا تظهر مشكلة انعدام وجود قواعد محددة متفق عليها بكيفية حسابها، لذا ولتجاوز هذه الاشكالية وجب على المستخدمين معرفة العوامل البيئية حتى يتمكن من فهم القوائم المالية للشركة محل الدراسة، فلا يجب أخذ الأرقام والنسب بمعزل عن النشاط وبيئته والمؤثرات الثقافية.

وتؤدي هذه المؤشرات في حالة الإفصاح عنها إلى زيادة المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية، ويمكن توضيح أمثلة لهذه المؤشرات والنسب المالية في:

الجدول رقم (2-1): بعض النسب المالية المتضمنة في التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق

المالية

المؤشر / النسبة	الأهمية
الربح الموزع للسهم	يدل على سياسة توزيع الأرباح بالشركة.
نسبة التوزيع للسهم	تدل على نسبة الأرباح التي وزعتها الشركة على المساهمين من صافي أرباحها.
مؤشر مضاعف السعر للعائد	يساعد على تقييم جاذبية الاستثمار المحلي والأجنبي.
مضاعف السعر للقيمة الدفترية	يشير إلى دلائل النمو المتوقع للورقة المالية ويمكن من معرفة مدى تأثير المعلومات المالية والمحاسبية على القيمة السوقية.
نسبة التداول	يعبر عن السيولة المالية للشركة.
نسبة الرفع المالي	تشير إلى ديون الشركة بحقوق الملكية.
نسبة السيولة إلى إجمالي الأصول	تعبر عن نسبة الأصول المتداولة التي يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة زمنية قصيرة إلى إجمالي الأصول.
نسبة الاقتراض	وتشير إلى مدى توسع نطاق أعمال الشركة من خلال الاعتماد على القروض.
نسبة العائد إلى الموجودات	تشير إلى نسبة صافي الربح إلى إجمالي الموجودات وهي مقياس تحليلي لفاعلية استخدام الموجودات.
نسبة العائد إلى حقوق المساهمين	تشير إلى عائد الربح على المبالغ المستثمرة بواسطة المساهمين.

المصدر: أسماء كسرى، أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات -دراسة مقارنة لأسهم

الأوراسي وصيدال، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم تسيير، جامعة باجي مختار، الجزائر، 2014/2015، ص ص 123-122.

وتقوم مختلف أسواق الأوراق المالية العالمية بنشر بعض النسب المالية على مواقعها الإلكترونية ليطلع عليها المستثمرون، حتى يتسنى لهم القاء نظرة على أداء الشركات المدرجة لاتخاذ قرارات الاستثمار، فمثلا تقوم هيئة سوق الأوراق المالية والسلع في الإمارات بنشر بعض النسب المالية مثل مضاعف السعر للعائد ومضاعف السعر للقيمة الدفترية، كما تقدم تعريفا للنسب المالية الأخرى والهدف منها وكيفية حسابها حتى تسهل على المستثمرين عملية التحليل المالي، وفي الولايات المتحدة الأمريكية تسمح هيئة الأوراق المالية والبورصات SEC للشركات المدرجة بنشر النسب المالية في اطار التوسع في الافصاح وكسب ثقة المستثمر<sup>(240)</sup>.

ويرى الباحث أن قيام هذه الشركات بالإفصاح عن بعض المؤشرات والنسب المالية لكسب ثقة المستثمر عن طريق خفض التكاليف التي يدفعها هذا الأخير للخبراء والمحللين في سبيل الحصول على تحليل مالي وبيانات جاهزة لاتخاذ قرار الاستثمار، وهذا ما يزيد من ثقة المستثمر في الشركة على مستوى سوق الأوراق المالية. ولا يمكن لشركة أن تقوم بذلك إلا إذا كانت معلوماها المالية ذات جودة، وبدرجة عالية من الإفصاح والشفافية.

### ثانيا: الإفصاح الاختياري أو الالزامي عن التنبؤات المالية المستقبلية

إن المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العالمية يحتاجون إلى التنبؤات المالية لمساعدتهم في اتخاذ قرارات الاستثمار، ويقصد بالتنبؤات المالية المعلومات المستقبلية المعدة على اساس افتراضات خاصة بأحداث مستقبلية تتوقع الادارة حدوثها ورد فعل الادارة المتوقع عند تحقق الافتراضات. وبمعنى آخر الإفصاح عن التوقعات المستقبلية حول الفرص او المخاطر الناجمة عن الاتجاهات الإيجابية أو السلبية لمؤشرات الأداء، والى خطط الادارة التي تتعلق بعوامل نجاح الشركة، والمقارنة بين مؤشرات الأداء الحالية مع مؤشرات الأداء السابقة<sup>(241)</sup>.

وبدأ العمل لأول مرة بالتنبؤات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1975، أين اصدرت هيئة الرقابة والاشراف على الأوراق المالية الأمريكية SEC بيانا تسمح فيه للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بالإفصاح الاختياري عن التنبؤات المالية، وقدم المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين AICPA عام 1994 تقرير "تحسين تقارير الأعمال" يتضمن عرض التنبؤات المالية والافصاح عنها كالاتي:<sup>(242)</sup>

- عرض المعلومات المستقبلية بنفس طريقة عرض القوائم المالية، لإمكانية المقارنة بين القوائم المستقبلية والنتائج المحققة فعلا.

- أن تفصح القوائم المستقبلية عن تقدير المبيعات ونصيب كل سهم من الأرباح والأجداث الهامة الأخرى.

<sup>240</sup> Lutham & Watkins LLP, **Financial Statement Requirements in US Securities Offerings**, New York, January 2022, P20.

<sup>241</sup> محمد صائب سالم، أثر الإفصاح الاختياري في جودة الإبلاغ المالي دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 24، العراق، 2018، ص 256.

<sup>242</sup> AICPA, [www.aicpa.org](http://www.aicpa.org), seen on 13/10/2019.

- نشر ملخص بالافتراضات الأساسية للتنبؤات التي بنيت عليها مع تحديد الافتراضات الخاصة لكل شركة.
- وقد قسم التقرير المعلومات المستقبلية التي يحتاجها المستخدمون في سوق الأوراق المالية إلى خمس مجموعات: (243)
- معلومات مالية وغير مالية.
- تحليلات الإدارة للمعلومات المالية وغير المالية.
- معلومات عن الإدارة والمساهمين.
- معلومات حول بيئة الأعمال.
- خلفية عن الشركة.

وفي عام 2009 أصدر نفس المعهد دليل المعلومات المستقبلية الذي يتناول العديد من القضايا الخاصة بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وقام مجلس معايير المحاسبة الدولي IASB في نفس العام بدراسة موسعة عن عوامل تطوير تقارير الأعمال على أساس ما جاء به تقرير المعهد الأمريكي للمحاسبين الأمريكيين، إلا أن هذا النوع من الإفصاح ما زال قيد الدراسة، ويمكن أن يتم اضافته في صلب المعايير أو اصدار معيار خاص به في المستقبل. وللإفصاح عن التنبؤات المالية أهمية كبيرة على عدة مستويات:

- **الأوراق المالية للشركات في سوق إصدار:** يزيد الإفصاح عن التنبؤات المالية من درجة السيولة للأسهم، ومن ثم يزداد الطلب عليها فيرتفع سعرها، ويؤثر إيجاباً في القيمة السوقية (244).

- **المتعاملين في الأوراق المالية:** يساعد على الوصول إلى تنبؤات عالية الدقة للمحللين الماليين، وهذا يؤدي إلى خلق منافع لكل من المستثمرين وأصحاب المصالح (245).

- **الأوراق المالية للشركات في سوق التداول:** سترتب على إفصاح الشركات عن التنبؤات المالية منافع من خلال توفير معلومات اضافية تقلص حجم الخطر الذي سيؤدي إلى انخفاض معدل الخصم للسهم، وبالتالي زيادة سعر السهم وهذا إذا كانت المعلومات المفصح عنها تحمل اخباراً إيجابية، وحتى إن كانت سلبية فإن تراجع أسعار أسهم هذه الشركات سيكون بمقدار المعلومات المفصح عنها (246).

وعلى الرغم من أهمية الإفصاح عن التنبؤات المالية في دعم سوق الأوراق المالية وكسب ثقة المستثمرين وتمكينهم من

<sup>243</sup> سلوى عبد الرحمن عبد الدايم، تحليل العلاقة بين خصائص لجنة المراجعة والإفصاح عن المعلومات المستقبلية وأثرها على قرارات المستثمرين مع دراسة ميدانية، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، المجلد 01، العدد 01، جامعة قناة السويس، مصر، 2019، ص 333.

<sup>244</sup> محمد صائب سالم، أثر الإفصاح الاختياري في جودة الإبلاغ المالي دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 257.

<sup>245</sup> المرجع السابق، ص 257.

<sup>246</sup> أسامة بن فهد الحيزان، أثر الإفصاح عن التنبؤات المالية في قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، دورية الإدارة العامة، المجلد 47، العدد 03، جامعة الملك عبد العزيز، 2007، ص 290.



تسيير استثماراته بشكل صحيح، إلا أنه يوجد اختلاف بين المعاهد والهيئات الدولية حول الزامية الإفصاح من عدمه، فمثلا المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين يعتبر الإفصاح عن التنبؤات المستقبلية اختياريا، أما معهد المحاسبين القانونيين في إنجلترا ICAEW يعتبره الزاميا<sup>(247)</sup>.

### المطلب الثاني: الإفصاح في اطار حوكمة الشركات

تعتمد مختلف الدول على تطبيق المعايير والاجراءات المقترحة من الهيئات والمنظمات الدولية بهدف تطوير أسواقها المالية، ومن بينها الاعتماد على دليل حوكمة الشركات الذي يعمل على حماية المستثمرين وزيادة جودة الإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية من خلال الاجراءات الهيكلية والتنظيمية التي جاء بها، الذي أصبح من بين أهم العوامل التي يعتمد عليها في تصنيف أسواق الأوراق المالية.

### الفرع الأول: مفهوم ومبادئ حوكمة الشركات

تختلف مفاهيم حوكمة الشركات وتعدد، كما تتميز بمبادئ ثابتة لا تتغير نذكرها في الآتي:

#### أولا: مفهوم حوكمة الشركات

يعرف صندوق النقد الدولي حوكمة الشركات على أنها "الادارة الرشيدة للشركات أو الاقتصاد بشكل عام من خلال حزمة من القوانين والقواعد التي تؤدي إلى تحقيق الشفافية".

وتعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD على أنها "النظام الذي ينظم ويضبط أعمال الشركة، حيث يحدد ويوزع الحقوق والواجبات بين مختلف الأطراف في الشركات ويضع القواعد والإجراءات اللازمة لتسيير شؤون الشركة والأهداف والاستراتيجيات المرغوب في تحقيقها في الشركة"<sup>(248)</sup>.

وتعرف كذلك على أنها "استراتيجية تتبناها الشركة لتحقيق أهدافها ضمن منظور أخلاقي ينبع من داخلها كونها شخصية معنوية مستقلة ولها من الأنظمة واللوائح الداخلية والهيكل الاداري ما يسمح لها تحقيق ذلك بعيدا عن تسلط أي فرد فيها، وذلك بالقدر الذي لا يتضارب ومصالح الآخرين ذوي العلاقة"<sup>(249)</sup>.

ويرى الباحث أن حوكمة الشركات تشمل أي اجراء أو تنظيم يضعه ويشرف عليه مجلس الادارة من أجل الوصول لأهداف الشركة المخطط لها بطريقة تتسم فيها بالمسؤولية والنزاهة والشفافية في كل ما يخص أصحاب المصالح تجنبا

<sup>247</sup> سلوى عبد الرحمن عبد الدايم، تحليل العلاقة بين خصائص لجنة المراجعة والإفصاح عن المعلومات المستقبلية وأثرها على قرارات المستثمرين مع دراسة ميدانية، مرجع سبق ذكره، ص 334.

<sup>248</sup> Organization for economic co-operation and development, **Using the OECD principles of corporate governance a board room prespective**, Paris, France, 2008, P15.

<sup>249</sup> إيمان شبحاني المشهداني، علاء فرحان طالب، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، بدون طبعة، دار الصفاء، الأردن، 2011، ص ص

للمخاطر المتأنية من ادارة الشركة.

### ثانيا: مبادئ حوكمة الشركات

ويتم تطبيق الحوكمة وفق خمسة (5) معايير أو مبادئ توصلت إليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في عام 1999، وفي سنة 2004 تم التعديل عليها، وتمثل في: (250)

**1-ضمان وجود أساس لاطار فعال لحوكمة الشركات:** يشجع على شفافية وكفاءة الأسواق، وأن يكون متوافق مع أحكام القانون، وأن يضيف بوضوح تقسيم المسؤوليات فيما بين السلطات الاشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة.

**2-حماية حقوق المساهمين:** يجب أن يكون المساهمون على معرفة كاملة بما يحدث داخل الشركة، وأن يكون لديهم قدرة كاملة على فهم ومعرفة وادراك كافة الجوانب الخاصة بالقوائم والتقارير المالية المتعلقة بالحفاظ على حقوقهم وعلى مصالحهم الخاصة.

**3-المعاملة المتساوية للمساهمين:** بما في ذلك المساواة بين مساهمي الأقلية والمساهمين الأجانب، كما يجب أن يعامل المساهمون المنتمون إلى فئة واحدة نفس المعاملة المتساوية.

**4-دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات:** تحديد دور أصحاب المصالح من مستثمرين وموردين ومقرضين وموظفين ومستهلكين وغيرهم في الرقابة على الشركة، واحترام حقوقهم القانونية والتعويض في حالة انتهاك تلك الحقوق، وحصولهم على المعلومات المطلوبة.

**5-الإفصاح والشفافية:** الإفصاح الصحيح في الوقت المناسب عن كافة المواضيع الهامة المتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي وتطور الأداء وبيانات حقوق الملكية وكبار المساهمين، بالإضافة إلى مراجعة خارجية مستقلة بواسطة مدقق كفاء ومستقل.

**6-مسؤولية مجلس الادارة:** وتشمل هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية ودوره في الإشراف على الادارة التنفيذية.

### الفرع الثاني: أهمية وأهداف حوكمة الشركات

تستمد حوكمة الشركات أهميتها من الأهداف التي تسعى لتحقيقها، وتمثل أهداف وأهمية حوكمة الشركات فيما يلي:

<sup>250</sup> OCDE. Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, Paris, France, 2004, P-P 17-22.

أولاً: أهمية حوكمة الشركات

مما سبق من مفاهيم، يمكن تلخيص أهمية حوكمة الشركات فيما يلي: (251)

- التطبيق السليم لقواعد الحوكمة في تحسين أداء الأسهم، وتعظيم الربحية ويولد الثقة لدى المستثمر وحملة الأسهم ويؤدي إلى زيادة قدرة الشركات على المنافسة على المدى الطويل نظراً لما تتمتع به هذه الشركات من الشفافية في معاملاتها، وإجراءاتها المحاسبية، والمراجعة المالية في جميع عمليات الشركة بما يدعم المستثمرين.
- تعظيم ثروة الملاك وتدعيم تنافسية الشركات في أسواق المال العالمية، وخاصة في ظل استحداث أدوات وآليات مالية جديدة، وحدوث اندماج أو استحواذ أو بيع لمستثمر.
- تطبيق قواعد الحوكمة يعطي الشركات قدرة أكبر في الحصول على التمويل اللازم، ويخفض تكاليف رأس المال، ويحقق أداء أفضل ومعاملة مرضية للفئات المختلفة من أصحاب المصالح.
- يعتبر التطبيق الجيد لآليات حوكمة الشركات أحد الحلول الممكنة لحل مشكلة الوكالة وتخفيض تكاليفها.
- تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية، بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد، وتفادي حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية، والمساعدة في تحقيق استقرار أسواق المال والتنمية والاستقرار الاقتصادي.
- توفير الحماية لأصحاب المصالح، والمحافظة على حقوق حملة الأسهم وخاصة المستثمرين الأقلية.

ثانياً: أهداف حوكمة الشركات

وللحوكمة أهداف يمكن تلخيصها في العناصر التالية: (252)

- فرض الرقابة الفعالة على أداء الشركات وتدعيم المساءلة المحاسبية لها
- ضمان مراجعة الأداء التشغيلي والمالي والنقدي للشركة، وكذا تعزيز ثقافة الالتزام بالقوانين والمبادئ والمعايير المتعارف عليها.
- زيادة ثقة المستثمرين في أسواق المال والتنبؤ بالمخاطر المتوقعة وإدارتها.
- تعظيم الأرباح وتحقيق العدالة والشفافية ومحاربة الفساد.
- ضمان الفاعلية لهياكل الحوكمة من المديرين التنفيذيين، مجلس الإدارة، المساهمين، والتحقق من أن المساهمين يمكنهم أن يؤثروا على قرارات الشركة.
- التحقق من وجود وتشغيل آليات الرقابة بين كل أطراف حوكمة الشركات من مسيرين، مراجعين واللجان

<sup>251</sup> الغالي بوخروبة، بلقاسم دواح، مساهمة حوكمة المؤسسات في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية والإفصاح المحاسبي، -حالة شركات التأمينات-، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المجلد 02، العدد 05، المركز الجامعي ميله، الجزائر، جوان 2018، ص 334.

<sup>252</sup> محمد براق، فاتح بلواضح، الدور الحوكمي للمراجعة الداخلية في تفعيل إدارة المخاطر في البنوك التجارية الجزائرية، مجلة المستقبل الاقتصادي، المجلد 01، العدد 05، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2017، ص 199.

المتخصصة لمجلس الإدارة.

#### الفرع الرابع: حوكمة الشركات على مستوى سوق الأوراق المالية

ترتبط حوكمة الشركات مع أسواق الأوراق المالية، حيث تعتبر الحوكمة اطار يتضمن قواعد وممارسات السوق التي تحدد كيفية اتخاذ الشركات وخاصة شركات الاكتتاب العام لقراراتها والشفافية التي تحكم عملية اتخاذ القرار فيها، ومدى المساءلة التي يخضع لها مديري ورؤساء تلك الشركات وموظفيها والمعلومات التي يفصحون عنها للمستثمرين، وتتضمن موضوعات خاصة بقانون الشركات وقوانين سوق الأوراق المالية وقواعد قيد الشركات فيها<sup>(253)</sup>.

وتعتبر منظمة OECD أن أسواق الأوراق المالية تدعم التنفيذ الفعال لحوكمة الشركات خاصة في مجال الإفصاح والشفافية، حيث تعتبر أن جودة قوانين ولوائح سوق الأوراق المالية المتعلقة بإدراج الشركات أهم عنصر في اطار حوكمة الشركات<sup>(254)</sup>، وتقوم هيئات الأسواق المالية العالمية بالزام الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية الإفصاح عن مجموعة من البنود تتوافق مع معايير الحوكمة، ويمكن ذكرها في الجدول التالي:

#### الجدول رقم (2-2): متطلبات الإفصاح والشفافية في الأسواق المالية العالمية في ظل حوكمة الشركات

البيان	بنود الإفصاح
هيكل الملكية وممارسة حقوق الرقابة	<ul style="list-style-type: none"> <li>-التغير في حقوق ملكية الأسهم.</li> <li>-السيطرة وحصص الأسهم التي تقابلها.</li> <li>-هيكل الملكية.</li> <li>-حق التحكم.</li> <li>-مواعيد عقد الجمعية العامة.</li> <li>-جدول أعمال الاجتماعات وإمكانية الوصول إليها.</li> <li>-هيكل أنظمة الرقابة.</li> <li>-تدابير مكافحة التعدي على حقوق المستثمرين.</li> <li>-الاجراءات والقوانين للرقابة على الشركات في سوق الأوراق المالية.</li> </ul>
الشفافية المالية والإفصاح عن المعلومات	<ul style="list-style-type: none"> <li>-النتائج المالية والتشغيلية.</li> <li>-مسؤولية مجلس الإدارة فيما يتعلق بالبلاغات المالية.</li> <li>-أهداف الشركة.</li> </ul>

<sup>253</sup> عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاته، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 15.

<sup>254</sup> OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD Publishing, Paris, 2015, P16.

<p>- نوع وطبيعة المعاملات المتعلقة بالأطراف ذوي العلاقة. - طريقة اتخاذ القرار للموافقة على المعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة. - القواعد والاجراءات التي تحكم المعاملات الاستثنائية. - التقديرات المحاسبية الحرجة مثل (القيمة العادلة وشهرة المحل). - أثر السياسات المحاسبية البديلة.</p>	
<p>- عملية تعيين مدققي الحسابات الخارجيين. - نظام الرقابة الداخلية. - كيفية التعامل مع مدققي الحسابات الخارجيين. - اجراءات تعيين مدققي الحسابات الداخليين (نطاق العمل والمسؤوليات). - كيفية التعامل مع مدققي الحسابات الداخليين. - ثقة المجلس في استقلالية ونزاهة المدققين الداخليين. - الرسوم المدفوعة للمدققين، التدخلات في أعمال أخرى غير المهام المكلف بها. - مدة التدقيق المحاسبي. - تغيير مدققي الحسابات (تناوب).</p>	<p><b>التدقيق</b></p>
<p>- تكوين مجلس الادارة (مديرين تنفيذيين ومديرين غير تنفيذيين) - هيكل الحوكمة، مثل دور اللجان وغيرها من الآليات لمنع تضارب المصالح. - دور ووظائف مجلس الادارة. - أجور المديرين وكيفية حسابها. - صلاحيات كل من مجلس الادارة والادارة. - تكوين لجان الحوكمة ووظيفتها. - المؤهلات والسيره الذاتية عن أعضاء مجلس الادارة. - مدة عقد المدير. - استقلالية مجلس الادارة. - نظام ادارة المخاطر، الأهداف والأنشطة. - عضوية أحد أعضاء مجلس الادارة أو المدراء في شركات أخرى.</p>	<p><b>هيكل مجلس الادارة والادارة مع تحديد مهام كل منهما</b></p>

<p>- الإجراءات المتبعة في حالة وجوب تضارب مصالح بين أعضاء مجلس الإدارة والادارة.</p> <p>- التطوير المهني وأنشطة التدريب.</p> <p>- توفر واستعمال التسهيلات الممنوحة من طرف المستشارين الماليين خلال فترة التقرير.</p> <p>- سياسة التعويض لكبار المديرين التنفيذيين المغادرين للشركة نتيجة الاندماج أو الاستحواذ.</p>	
<p>- آليات حماية حقوق أصحاب المصالح.</p> <p>- السياسات ومستوى الأداء فيما يتعلق بالمسؤولية الاجتماعية.</p> <p>- مدونة أخلاقيات العمل للمجلس.</p> <p>- مدونة أخلاقيات العمل لكامل عمال الشركة</p> <p>- دور كل عامل في حوكمة الشركة</p> <p>- أثر المسؤولية البيئية والاجتماعية على استدامة الشركة.</p> <p>- سياسة حماية المبلغ عن التجاوزات والفساد من العاملين في الشركة.</p>	<p>مسؤولية الشركة والامتثال للقوانين</p>

Source: UNCTAD, Corporate governance disclosure in emerging markets; Statistical analysis of legal requirements and company practices, USA, 2012, P-P 4-6.

ويظهر الجدول رقم (2-2) أهم متطلبات الإفصاح التي تفرضها هيئات ومؤسسات الأسواق المتقدمة والناشئة على الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية في ظل تطبيق المرجع المحاسبي الدولي وحوكمة الشركات، والتي يمكن تحديد مقوماتها في ما يلي: (255)

- وجود تشريعات وقوانين تفصح بشكل واضح عن ما هي حقوق وواجبات المساهمين في مختلف الشركات التي تريد حاكمية فريدة، على سبيل المثال حق التصويت وحق انتخاب مجلس الإدارة، كما يجب في المقابل توضيح ما هي حقوق المجتمع على الشركات وواجباتها إتجاهه وهو أمر ضروري يجب أخذه بعين الاعتبار.

- وجود رؤية واضحة المعالم يتم من خلالها تحديد استراتيجية وأهداف الشركات مع بيان أهم الأدوات التي تكفل تحقيق هذه الرؤية.

- وجود توضيح للهيكل التنظيمي للشركة مع تحديد واضح أيضا لأهم السلطات والمسؤوليات، ويعزز هذا وجود مجموعة من الأنظمة المساعدة مثل نظام داخلي للشركة المعنية، ونظام للرقابة الداخلية، ونظام محاسبة المسؤولية.

<sup>255</sup> أسامة عبد المنعم علي وآخرون، دور المحاسب الإداري في تنفيذ متطلبات الحوكمة المؤسسية في الشركات الصناعية الأردنية المساهمة -دراسة ميدانية- من وجهة نظر المدققين الداخليين والخارجيين، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 07، العدد 12، الأردن، 2015، ص415.

-التأكيد على وجود التدقيق في أي شركة مع توضيح أهم صلاحياتها ومسؤولياتها بما يكفل تحقيق حقها في ممارسة دورها الرقابي على أعمال كل من المدقق الداخلي والخارجي، وكذلك في متابعة تقارير الادارة الخاصة بالشركة.

-وجود نظام فعال للتقارير يتجسد به عنصر مهم ألا وهو الشفافية التي تكفل توفير المعلومات المناسبة عن أداء الشركة، ليس فقط إدارتها ومساهميها وإنما لجميع الأطراف ذات العلاقة المباشرة وغير المباشرة ممن يقدمون التقارير والبيانات المالية للشركة، مع التأكيد على أن الإفصاح عن هاته المعلومات في شكل تقارير تمتاز بالشفافية وأنها تساعد وبلا شك على تحقيق الهدف الرئيس لحوكمة الشركات ألا وهو تقليل المخاطر وأضرار تضارب المصالح المحتمل ما بين الشركة والأطراف المهتمة بهذه التقارير.

إلا أن متطلبات الإفصاح والشفافية الإضافية في ظل حوكمة الشركات تختلف من دولة إلى أخرى، حيث أن المملكة المتحدة وجنوب افريقيا هما الدولتان الوحيدتان التي تفرضان على الشركات الإفصاح عن كافة البنود المذكورة في الجدول رقم (2-2) ثم تأتي الولايات المتحدة الأمريكية بتطبيق ما نسبته 98% من مجموع البنود، أما الدول الأخرى تتباين فيها نسبة تطبيق هذه الإفصاحات المفروضة من طرف هيئات سوق الأوراق المالية، حيث الشركات تطبق بعضها وليست مجبرة على تطبيق كل البنود<sup>(256)</sup>.

من خلال ما سبق يرى الباحث أن متطلبات الإفصاح بين الأسواق المالية العالمية التي تضعها الهيئات الدولية المنظمة للأسواق المالية في شأن الإفصاح بما في ذلك شرح المصطلحات والإيضاحات المهمة في الهوامش، ترجمة التقارير المالية إلى عملة ولغة القارئ، الإفصاح عن النسب والمؤشرات المالية والإفصاحات الإضافية المطلوبة في ظل تطبيق حوكمة الشركات تؤدي إلى تعزيز جودة الإفصاح المحاسبي من خلال ما تقدمه من معلومات إضافية تفيد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

### المطلب الثالث: الإفصاح الإلكتروني لزيادة المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية

كما هو متعارف عليه، يعتبر الإفصاح المحاسبي من أهم أدوات توصيل المعلومات المحاسبية للمستثمرين في سوق الأوراق المالية، حيث يحتاجها المستثمر في الوقت المناسب لاتخاذ قرار الاستثمار، ومع انفتاح الأسواق المالية على باقي الأسواق المالية، أصبحت الكثير من أسواق الأوراق المالية العالمية تفرض على الشركات نشر تقاريرها المالية إلكترونياً وعبر الخط (الأنترنت) حتى تكون المعلومات ذات فائدة للمستثمرين وبالأخص المستثمرين الأجانب في اتخاذ قراراته عن بعد.

### الفرع الأول: أساسيات حول الإفصاح الإلكتروني

قبل التطرق إلى مفهوم الإفصاح الإلكتروني لابد من التطرق إلى مفهوم المحاسبة الإلكترونية، إذ أن الكثير من

<sup>256</sup> UNCTD, Corporate governance disclosure in emerging markets; Statistical analysis of legal requirements and company practices, Op. cit, P9.

المهتمين بالحاسبة يخلطون بين هذين المفهومين، ويمكن تلخيص هذا الفرق فيما يلي: (257)

الحاسبة الإلكترونية هي استخدام الكمبيوتر وتطبيقاته في الحاسبة حيث يقوم الكمبيوتر بعمليات تجميع المدخلات والقيود اليومية والفواتير ويقوم بتخزينها وعمل عمليات معالجة حسابية عليها للحصول على تقارير مالية.

أما الإفصاح الإلكتروني يقصد به قيام الشركة بإنشاء موقع أو أكثر لها على الشبكات الدولية للمعلومات كوسيط نقل سريع بهدف توزيع ونشر فوري للمعلومات المالية وغير المالية موجهة لعدد كبير من المستخدمين المتصلين بالشبكة سواء كانوا متخصصين أو غير متخصصين.

ويمكن تعريف الإفصاح المحاسبي الإلكتروني على أنه:

"استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال في جميع مراحل إعداد التقارير المالية، بداية من جمع البيانات إلى معالجتها والإفصاح عن مخرجات ذلك من المعلومات وتقديمها لمختلف الأطراف الكترونياً (أي عن طريق الإنترنت)" (258).

كما تعرف أيضا على أنها "إنشاء الشركة مواقع لها على الشبكات الدولية للمعلومات قصد تحقيق نشر سريع وفوري للمعلومات المالية وغير المالية على قطاعات واسعة من المستخدمين المتصلين بالشبكة، ويتسع مفهوم الإفصاح الإلكتروني إلى مدى أوسع حيث يشمل أيضا أشكال وأوعية المعلومات غير الورقية" (259).

من وجهة نظر الباحث يعبر الإفصاح المحاسبي الإلكتروني عن المعلومات المحاسبية المالية وغير المالية المدرجة على شبكات معلوماتية دولية موسعة غالبا ما تكون شبكات خاصة بأسواق الأوراق المالية العالمية، وعبر مواقع وحسابات التواصل الاجتماعي للشركات من شأنها تسريع وصول المعلومة للمستخدمين وتحليلها لاتخاذ القرار الاستثماري.

ويمكن اعتبار الشركة مطبقة للنشر الإلكتروني للقوائم والتقارير المالية إذا كان لديها موقع واحد على الأقل على شبكة الانترنت ويتضمن عنصرا واحدا على الأقل مما يلي: (260)

– مجموعة من القوائم المالية السنوية.

<sup>257</sup> عبد الملك زين، نُجْد الصالح بلول، دور لغة الإفصاح المحاسبي الإلكتروني xbrl في تحسين جودة المعلومات المالية، مجلة المحاسبة، التدقيق والمالية، المجلد 01، العدد 02، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2019، ص 4.

<sup>258</sup> الحاج نوي، عبد القادر بلكيحل، الإفصاح الإلكتروني في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بين الواقع ومتطلبات الإدارة الإلكترونية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 16، العدد 24، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2020، ص 493.

<sup>259</sup> سلمى يوسف وآخرون، انعكاسات التجارة الإلكترونية على النشر الإلكتروني للتقارير المالية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 17، العدد 01، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2016، ص 17.

<sup>260</sup> هيثم أحمد حسين عبد المنعم، اقتصاد المعرفة وأثره على الممارسات المحاسبية وتدقيق الحسابات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة الزيتونة، الأردن، 25-27 أبريل 2005، ص 10-11.



-تقارير مالية دورية طبقا لما هو محدد في المرجع المحاسبي الدولي.  
-أداة ربط القوائم والتقارير المالية في أي مكان آخر بشبكة الانترنت، فعلى سبيل المثال يمكن أن يتحول المستخدم من موقع الشركة على الشبكة إلى موقع هيئة سوق الأوراق المالية لدولة معينة على نفس الشبكة ليحصل على البيانات والمعلومات الخاصة بالشركة.

ويتمثل الحد الأدنى من المعلومات التي يجب نشرها من خلال المواقع الالكترونية للشركات في ما يلي: (261)  
-بيانات ومعلومات مالية، مثل القوائم المالية السنوية والربع سنوية، النسب المالية، وضع المخزون، تقرير مدقق الحسابات، وبيانات مقارنة مع المنافسين.

-بيانات ومعلومات غير مالية، مثل وصف المنتجات والخدمات التي تقدمها الشركة وعدد العاملين بها، تشكيل مجلس الادارة ووسائل الاتصال بها.

-أدوات على الموقع تتيح للمستخدم اجراء عمليات معينة مع الشركة صاحبة الموقع كخدمات التجارة الالكترونية. ويعتمد الإفصاح المحاسبي للقوائم والتقارير المالية على شبكة الانترنت من خلال مجموعة من الأساليب أهمها: (262)

- استخدام الجداول الالكترونية
- استخدام برامج العرض الحركي
- استخدام العرض عن طريق الفيديو، حيث تلجأ بعض الشركات لإضافة مقاطع فيديو قصد توضيح إنجازاتها ونجاحاتها في نشاطها الاقتصادي والمالي، فهي ترى أن هذا العرض على مواقعها على شبكة الانترنت يبين أكثر للمستخدم الانجازات التي تحقق وبصورة مرئية، وهذا ما يزيد من تعزيز ثقة المستخدمين في الشركة. كما يوجد مجموعة من معايير التقرير التي يجب التأكد من وجودها وتنفيذ الشركة لها عند نشرها القوائم والتقارير المالية على موقعها على شبكة الانترنت، تتمثل في: (263)

-عدم تضارب محتويات التقارير المالية المنشورة على الانترنت مع محتويات التقارير المالية المعدة بصورة تقليدية والمنشورة بالصحف.

-لتحديد الجزء من موقع الشركة على الانترنت الذي يتم عرض التقارير المالية فيها بحدود تفصله عن باقي أجزاء الموقع حتى يسهل للمستخدمين الوصول إليه، وأنه يخضع للرقابة والمتابعة بواسطة مراقب الحسابات.

-عند نشر التقارير المالية بشكل أكثر تفصيلا عن التقارير المالية المنشورة بالطرق التقليدية فإن على الشركة أن تؤكد أن البيانات المنشورة بموقعها على الانترنت تطابق البيانات المنشورة تقليديا إلا إذا تحتوي على تفاصيل أكثر،

<sup>261</sup> A.Fitzsimons and V.Shoaf, **Fasb Studies the Electronic Reporting of Business Information**, Commercial Lending Review, Fall 2000, P-P 66-67.

<sup>262</sup> زين عبد المالك، بلول مجد الصالح، دور لغة الإفصاح المحاسبي الإلكتروني **xbri** في تحسين جودة المعلومات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 7.

<sup>263</sup> زياد هاشم السقا، الدور المحاسبي في التقليل من مخاطر النشر الإلكتروني للتقارير والقوائم المالية، المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس لكلية الإدارة والمالية، جامعة فيلاديلفيا، الأردن، 2007، ص ص 08-09.

فضلا عن ضرورة ذكر المبادئ المحاسبية التي استخدمتها في اعداد تلك التقارير إذا كان هناك تغيير في المبادئ المستخدمة عن الفترات السابقة.

-إذا قامت الشركة بنشر تقاريرها المالية على مواقعها بالإنترنت بلغات مختلفة عن لغة التقارير الأصلية فينبغي أن يقوم مراقب الحسابات الخارجي بمراجعة تلك التقارير على مسؤولية الشركة، وإذا لم تكلفه الشركة بذلك فإن عليها أن تنص على ذلك صراحة بكل تقرير مترجم، مع الأخذ بعين الاعتبار أن يتم نشر التقرير المالي بلغته الأصلية على نفس الموقع وفي مكان محدد لكي يمكن المستخدمين القيام بالمقارنة إذا أرادوا ذلك.

-ينبغي الإبقاء على صفحات التقارير الحالية في نفس الموقع على شبكة الأنترنت بحيث يمكن للمستخدمين الرجوع إليه عند الحاجة وينبغي أن يكون ذلك لفترة محددة معلنة على نفس الموقع، على أن يتم تحديد تاريخ النشر وتاريخ آخر تعديل تم عليه إن وجد، والعمل على تحديث أسعار الأسهم المعلنة من قبل منذ بدء تاريخ النشر للتقارير المالية.

-ينبغي أن يتم تقديم البيانات الأساسية للمستخدمين بشكل يمكن تحميله على الأقراص الصلبة الخاصة بأجهزة الحاسوب المكونة لنظم معلوماتهم لكي يمكنهم اجراء التحليلات المالية على معلومات التقارير دون الحاجة إلى الرجوع مرة أخرى لموقع الشركة التي قامت بالنشر على شبكة الانترنت.

### الفرع الثاني: مراحل تطور الإفصاح الإلكتروني

لقد مر النشر الإلكتروني للتقارير المالية من خلال تطور وسائل عرض المعلومات إلى ثلاث مراحل تتمثل بالآتي: (264)

**المرحلة الأولى:** تتمثل هذه المرحلة في توفير نسخة من المعلومات المالية مطابقة تماما لتلك المتوفرة في صورتها الورقية من خلال استخدام الورقة الإلكترونية والتي من الشائع تسميتها بملف PDF وبالرغم من المزايا التي يتمتع بها هذا الملف من جودة عالية في الطباعة وانخفاض تكلفة انتاجه وعرضه إلا أن هناك بعض السلبيات التي ترافق استخدامه، حيث أنه يستغرق وقتا طويلا لتحويله كما أنه يفقد لخاصية الروابط التفاعلية والتي تسمح بالتنقل بين أجزاء التقرير. كذلك لا يمكن فهرست المعلومات داخل التقرير، كما أن بيانات القوائم المالية لا تكون جاهزة لتحليلها من طرف المستخدم، حيث لا يسمح ملف PDF من نسخ القوائم المالية واعادة تحميلها بصورة جداول إلكترونية ليسهل التعامل معها الأمر الذي يتطلب من المستخدم ضرورة اعادة ادخال البيانات مرة أخرى مما يستغرق وقتا طويلا.

264 محمد عبد العزيز محسن وآخرون، مدى ادراك القطاع المصرفي لأهمية الإفصاح المحاسبي عن طريق النشر الإلكتروني للتقارير المالية -دراسة استطلاعية على عينة من المصارف في محافظة أربيل، المجلة الأكاديمية لجامعة نوروز، المجلد 06، العدد 01، العراق، 28-03-2017، ص 141.

المرحلة الثانية: تتمثل هذه المرحلة باستخدام لغة ترميز النصوص التفاعلية والتي يرمز لها HTML في عرض المعلومات المالية على مواقع الشركات، والتي تعد إحدى لغات البرمجة التي تنسجم أساساً في تصميم المواقع الإلكترونية. وعلى الرغم من المزايا التي تحققها هاته اللغة في تجاوز بعض سلبيات ملف PDF حيث تتيح إمكانية استخدام خاصية الروابط التفاعلية وكذا تمكن من فهرسة المعلومات إلا أنه يعاب عليها انخفاض كفاءتها في حفظ وطباعة التقارير وكذلك حدودها تتوقف على توفير معلومات عن كيفية عرض الصفحة فقط دون توفير أي معلومات عن محتوى البيانات وكيفية اعدادها، كما أنها تنقل المعلومات كمستند كامل دون نقل الوحدات المنفردة منه بصورة منفصلة وأيضا تكون المعلومات غير جاهزة للتحليل من قبل المستخدم مما يتطلب الأمر إعادة ادخال البيانات مرة أخرى.

المرحلة الثالثة: تتمثل هذه المرحلة في استخدام الامكانيات المتطورة لتكنولوجيا الانترنت وابتكار أشكال عرض جديدة تتجاوز سلبيات المراحل السابقة، حيث ظهرت خلال هذه المرحلة لغة الترميز الموسعة XML في تبادل المعلومات على شبكة الانترنت، وقد صاحب ظهور هذه اللغة اهتمام Charles وهو محاسب ثانوي يعمل في إحدى الشركات الأمريكية ومدعوم من قبل المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين بدراسة إمكانية استخدام هاته اللغة في تصميم برنامج لإعداد القوائم المالية الإلكترونية، وبعد عدة محاولات ظهرت لغة تقرير الأعمال الموسعة XBRL ويقصد بها برنامج حاسوب يضيف بطاقة تعريفية لكل جزئية من معلومات القوائم المالية الإلكترونية باستخدام علامة أو شفرة تعريفية. وباستخدام القوائم المالية الإلكترونية المصممة بهذا البرنامج يمكن للمستخدم القيام بإجراء تحليلات للمعلومات دون إعادة ادخال مرة أخرى كما هو الحال في المراحل السابقة.

ولتوضيح أكثر حول لغة تقارير الأعمال الموسعة، عرفت منظمة XRBL International بأنها المعيار الدولي مفتوح المصدر للإفصاح عن تقارير الأعمال بشكل رقمي، ويديرها اتحاد عالمي غير ربحي يلتزم بتحسين طرق الإفصاح من أجل المصلحة العامة، حيث يتم استعمالها من طرف 100 هيئة رسمية حول العالم في أكثر من 60 دولة من بينها دولة عربية وهي الإمارات العربية المتحدة، وتعوض لغة تقارير الأعمال الموسعة التقارير المالية الورقية بإصدارات رقمية أكثر فائدة وفعالية ودقة<sup>(265)</sup>.

كما اوضحت نفس المنظمة على أن لغة تقارير الأعمال الموسعة تفصح عن التقارير المالية ومعلومات حول الأداء والمخاطر وامتثال الشركات لقوانين البلد المعني، كما يمكن استخدام اللغة في العديد من الإفصاحات الأخرى غير المذكورة، وتعتبر لغة تقارير الأعمال الموسعة مجانية يمكن استخدامها من أي شخص يسعى لاستخدام هذا المعيار الإلكتروني<sup>(266)</sup>.

<sup>265</sup> XRBL Organization. An introduction to XRBL, <https://www.xbrl.org/the-standard/what/an-introduction-to-xbrl/>, seen on 18/05/2019.

<sup>266</sup> XRBL Organization. The Standards of reporting, <https://www.xbrl.org/the-standard/what/the-standard-for-reporting/>, seen on 18/05/2019

وعرفها رئيس مجلس معايير المحاسبة الدولية (كيرت رامين) على أنها "معيار الكتروني دولي يعتمد على عناصر المعلومات المحاسبية بموجب المعايير المحاسبية الدولية بشكل يمكن من ارسالها، تخزينها ومعالجتها الكترونيا في أي نظام، ثم عرضها بسهولة بعد ذلك على النسق المعياري المستخدم في عرض التقارير المالية"<sup>(267)</sup>.

ويرى الباحث أن لغة تقارير الأعمال الموسع هي ناتج تطور النشر الالكتروني للقوائم والتقارير عبر الخط، حيث تعتمد الشركات على نشر نسخة رقمية من التقارير المالية في مواقعها الالكترونية، إلا أن لغة XBRL هي من البرمجيات الالكترونية المفتوحة المصدر (أي يمكن اضافة أي عنصر أو بند جديدة في أي وقت) التي تقوم بتفصيل بنود التقارير المالية واعطائها طابع رقمي يمكن الولوج لها في أي وقت دون عناء البحث عنها بالعين المجردة.

### الفرع الثالث: فوائد الإفصاح المحاسبي عن طريق النشر الالكتروني

ان استخدام الانترنت في نظم المعلومات المحاسبية يمكن أن يؤدي إلى تحقيق مجموعة من الفوائد في مجال الإفصاح المحاسبي وبصورة خاصة من خلال امكانية توفير مجموعة من الخصائص النوعية التي يتطلب توافرها في المعلومات المحاسبية، ونستعرض فائدته فيما يلي:<sup>(268)</sup>

- سرعة توصيل نتائج البيانات المالية التي تحتويها القوائم والتقارير المالية سوف يؤدي إلى تحقيق فائدة أكبر منها للجهات التي تستخدمها في اتخاذ القرارات المتعلقة بالشركة المعنية، وهو ما يساهم في تحقيق خاصية الملاءمة للمعلومات المحاسبية من خلال توفير المعلومات ضمن التوقيت المناسب وبدون أي تأخير يمكن أن ينتج عن عملية التوصيل.

-تحقق خاصية الحيادية في توصيل البيانات والمعلومات التي تحتويها القوائم والتقارير المالية من خلال تأمين الاتصال إلى كافة الجهات وبنفس الشكل والمحتوى وفي نفس الوقت أيضا.

-امكانية تحقيق التغذية العكسية بصورة فورية، حيث أن الاتصال عبر شبكة الانترنت سوف يساهم في تأمين الاتصال السريع من قبل الجهات المستخدمة ومعرفة ردود أفعالها ونتائج قراراتها المتخذة في ضوء البيانات والمعلومات التي توفرها القوائم والتقارير المالية المنشورة على الشبكة.

-تسهيل اجراء المقارنات بين البيانات التي تحتويها القوائم والتقارير المالية المنشورة على الشبكة، سواء البيانات المتوفرة لسنوات سابقة عن الشركة أو البيانات التي تحتويها التقارير والقوائم المالية المنشورة على الشبكة لشركات أخرى لنفس الفترة الزمنية. وهو ما يحقق خاصية القابلية للمقارنة.

<sup>267</sup> سامر مظهر قنطججي، لغة الإفصاح المالي والمحاسبي، بدون طبعة، دار أبي الفداء العالمية للنشر، سوريا، 2012، ص 134.

<sup>268</sup> محمد عبد العزيز محسن وآخرون، مدى ادراك القطاع المصرفي لأهمية الإفصاح المحاسبي عن طريق النشر الإلكتروني للتقارير المالية -دراسة استطلاعية على عينة من المصارف في محافظة أربيل-، مرجع سبق ذكره، ص ص 141-142.

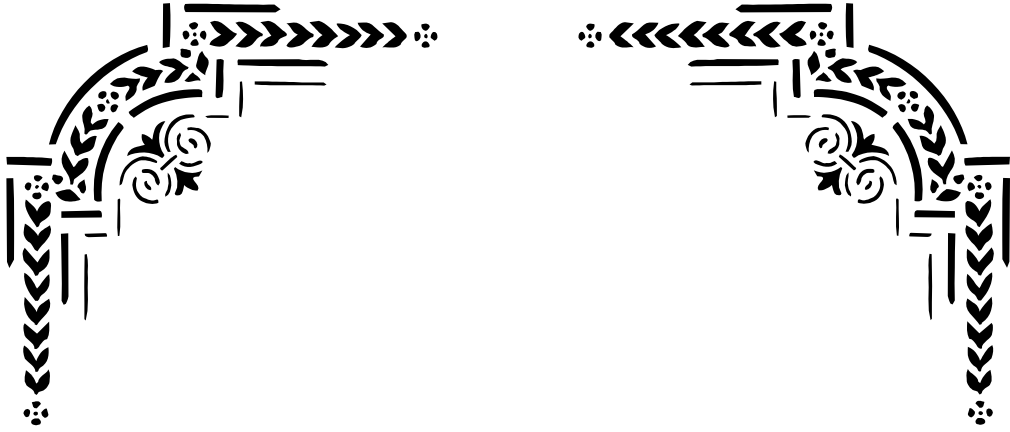
## خلاصة الفصل:

تعتبر المعلومات المحاسبية أساس القوائم والتقارير المالية، التي تكون بمثابة الوصل بين الشركة والأطراف الخارجية المختلفة، وهنا يأتي دور الإفصاح المحاسبي في إيصال وتقديم معلومات محاسبية لمختلف الأطراف تستخدم في اتخاذ قراراتهم المتعلقة بالشركة المعنية.

وركز المرجع المحاسبي الدولي على جانب الإفصاح من خلال تقديم معلومات محاسبية مفصلة سواء أكانت ضمن القوائم المالية الأساسية أو على شكل ملاحظات وإيضاحات، بالإضافة إلى تقرير المدقق وتقارير الأداء المصدرة من الإدارة والتي تعزز مصداقية المعلومات المحاسبية. إلى جانب تقارير مالية مفصلة أو في شكل إيضاحات ضمن القوائم المالية المختلفة جاءت بها المعايير المحاسبية لتدعيم جودة الإفصاح في سوق الأوراق المالية، بحيث يجب الإفصاح عن أهمية الأدوات المالية والمخاطر المتأتية منها، الإفصاح عن القطاعات التشغيلية والأطراف ذات العلاقة، والإفصاح ضمن التقارير المالية المرحلية التي تعتبر من أهم التقارير التي يهتم بها المستثمرون في سوق الأوراق المالية لما تقدمه من معلومات تفصيلية عن وضع الشركة المالي لتساعدهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

ويختلف الإفصاح المحاسبي في البيئة الدولية عن المحلية، حيث يتطلب توفر معلومات إضافية أكثر تفصيلاً في القوائم والتقارير المالية حتى تناسب معايير الإفصاح في أسواق الأوراق المالية ذات الطابع الدولي، ومن بين هذه المتطلبات الهوامش وشرح المصطلحات المحلية غير المفهومة للمستثمر الأجنبي، ترجمة لغة وعملة القوائم والتقارير المالية إلى اللغات والعملات الأجنبية المتعارف عليها، إضافة إلى الإفصاح عن النسب المالية والمعلومات المالية المستقبلية.

كما تفرض الجمعيات والهيئات الدولية المتحكمة بأسواق الأوراق المالية الدولية على الشركات المدرجة إجراءات إفصاح إضافية تعزز من جودة الإفصاح المحاسبي، تشمل الإفصاح وفق دليل حوكمة الشركات العالمي واستعمال التكنولوجيا الحديثة في عملية الإفصاح عن المعلومات في القوائم والتقارير المالية، والتي من شأنها تقليص وقت وتكلفة الحصول على المعلومات لاتخاذ قرار الاستثمار الصحيح.

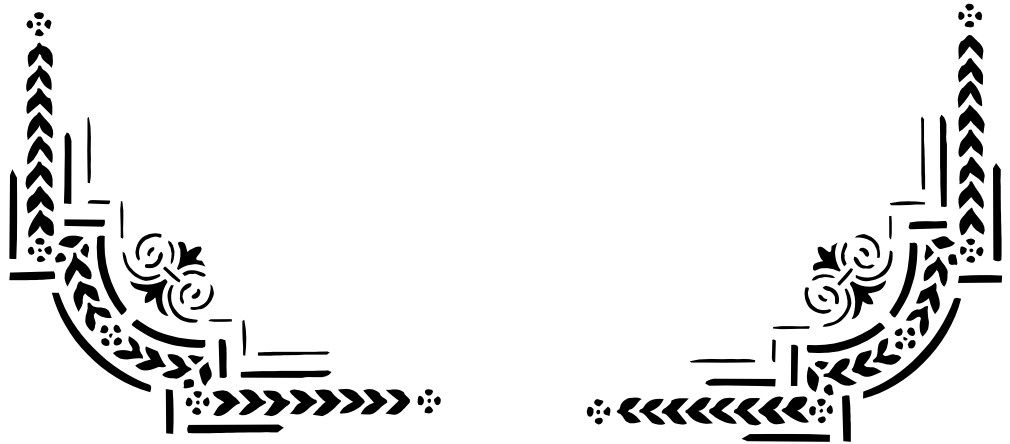


## الفصل الثالث:

دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار

الأجنبي غير المباشر - دراسة حالة الإمارات

العربية المتحدة -



## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

### تمهيد:

يمثل الإفصاح المحاسبي في القوائم والتقارير المالية ركيزة أساسية للمساهمين الحاليين أو المرتقبين، نظرا لما تقدمه من معلومات مفيدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية، خاصة القرارات الاستثمارية التي تشمل الاستثمار في الشركات النشطة في سوق الأوراق المالية لأنه يتطلب من المستثمر اتخاذ قرار في وقت ضيق وبكمية معلومات محددة ومفيدة.

ولأهمية الإفصاح عن المعلومات المطلوبة في سوق الأوراق المالية، تقوم الهيئات المسيرة للسوق بفرض قواعد وشروط الإفصاح على الشركات تمثل الحد الأدنى من المعلومات التي يجب توفرها في القوائم والتقارير المالية حتى يتم قبول ادراجها، ومن جهة أخرى تلتزم الشركات بعد الادراج بتقديم كافة المعلومات المطلوبة ونشرها على مواقعها الإلكترونية في المهلة المحدد من قبل الهيئات سواء أكانت تقارير مرحلية أم سنوية حتى يستفيد المستثمرين منها.

كما يعتبر الإفصاح عن المعلومات الهامة معيار أساسي في اتخاذ المستثمرين الأجانب قرارات بيع وشراء الأوراق المالية في السوق لتحقيق ارباح أو في الاحتفاظ بها لتحقيق عوائد، فتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية جد هامة لتمويل المشاريع المحلية واستقطاب العملة الأجنبية، وتعتمد على وجود سوق أوراق مالية منظمة تتوفر على نظام افصاح كفاء ومتطور.

وتم اسقاط دراستنا على سوق الأوراق المالية الإمارات، كون هذه الأخيرة تبرز بين تطور البورصات العالمية من خلال الأساليب الحديثة المنتهجة في تسييرها والرقابة عليها، اضافة إلى السمعة العالمية التي تتسم بها على الصعيد الدولي والعربي، وطموحها كسوق ناشئة في استقطاب الاستثمارات الخارجية لدعم اقتصادها، كما سنتعرف على واقع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الجزائر، ونقدم مقترح في شأن تعزيز نظام الافصاح المحاسبي الجزائري لجذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر بناء على المعطيات السابقة المتعلقة بمتطلبات الإفصاح على المستوى الدولي.

وفي هذا الصدد تم تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث رئيسية كالتالي:

المبحث الأول: دور الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في جذب المستثمر الأجنبي لسوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: نموذج دولة الإمارات في تطوير نظام الإفصاح لاستقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر

المبحث الثالث: سبل تعزيز الإفصاح المحاسبي وفق المتطلبات الدولية لاستقطاب الاستثمار الأجنبي غير

المباشر في الجزائر

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

### المبحث الأول: دور الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في جذب المستثمر الأجنبي لسوق الأوراق المالية

يعتبر نظام الإفصاح والشفافية من أهم متطلبات استقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية، حيث يوفر نظام الإفصاح الجيد التدفق الدائم لمعلومات ذات جودة عالية والتي تفيد المستثمر الأجنبي في اتخاذ قرارات الشراء والبيع، ولهذا سنتطرق في هذا المبحث إلى نوع وطبيعة المعلومات لاتخاذ قرار الاستثمار ومصادرها، وأهمية الإفصاح عنها لتعزيز ثقة المستثمر الأجنبي في سوق الأوراق المالية.

### المطلب الأول: دالة المعلومات واتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية

يعود اتخاذ أي قرار استثماري إلى احاطة المستثمر بالمعلومات المتعلقة بالمشروع الذي يريد الاستثمار فيه، ولهذا يعتبر توفر مصدر موثوق ودائم للمعلومات عنصراً رئيسياً حتى يقوم المستثمر الأجنبي بتحليل هاته المعلومات وبناء عليها يأخذ قرار الدخول في الاستثمار من عدمه.

### الفرع الأول: خطوات اتخاذ قرار الاستثمار الأجنبي

يختلف اتخاذ القرار الاستثماري باختلاف موقف المستثمر في السوق، كما تضبطه عدة مبادئ في حالة الاختيار بين المشاريع المطروحة في السوق، ويبنى قرار الاستثمار على معلومات تأتي من مصادر اعلامية مختلفة.

### أولاً: أنواع القرارات الاستثمارية

هناك ثلاثة مواقف تواجه المستثمر الأجنبي وتتطلب منه اتخاذ قرار، حيث تتوقف طبيعة القرار على طبيعة العلاقة بين سعر الأداة المالية وقيمتها من وجهة نظره. وتكون هاته المواقف كالتالي: (269)

**1- قرار الشراء:** في هذه الحالة يرى المستثمر ويشعر بأن قيمة الورقة المالية (والتي تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في اطار العائد والمخاطر) أكبر من سعرها السوقي أي أن السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثمارية أو أنه قيمتها السوقية ستزيد في المستقبل القريب أو البعيد، وهذا ما يدفع المستثمر لشراء الورقة المالية رغبة منه في تحقيق الأرباح لأنه يتوقع أن يرتفع سعرها السوقي.

**2- قرار عدم التداول:** في هذه الحالة تكون السوق في حالة توازن، أي أن السعر السوقي متساوي مع قيمة الورقة المالية وهذا يؤدي إلى توقف الشراء والبيع لغياب الحافز، فالمستثمر في هذا الظرف لا يتوقع تحقيق ارباح إلا إذا تغيرت الظروف السائدة، حيث يرتقب المستثمر مستجدات السوق من أخبار ومعلومات مستقبلية تؤدي إلى تحرك الأسعار السوقية نزولاً أو صعوداً حتى يقوم بعملية الشراء أو البيع في حالة امتلاكه للورقة المالية.

<sup>269</sup> محمد مطر، فايز تيم، ادارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص ص 42-43.



## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

**3-قرار البيع:** في هذه الحالة وبعد مرور السوق بحالة تساوي السعر مع القيمة الاسمية للورقة المالية، تعمل ديناميكية السوق لتخلق رغبات اضافية فيه لشراء تلك الأوراق المالية من مستثمر جديد لأن البائع حقق هدفه ولا يريد مخاطر أكبر أو أنه يرى أن تمسكه بالورقة المالية سيؤدي إلى خسارة جزء من رأس ماله في حالة توقع هبوط السعر السوقي فيريد الخروج من السوق بأقل الأضرار، وبالمقابل هناك مستثمر جديد مستعد لتحمل هذه المخاطرة لأنه يتوقع صعود القيمة السوقية حسب تحليله لمعطيات السوق.

### ثانيا: مبادئ القرار الاستثماري:

يوجد بعض المبادئ التي يجب على المستثمر الأجنبي مراعاتها حتى يتمكن من المفاضلة بين المشاريع المختلفة في سوق الأوراق المالية:<sup>(270)</sup>

**1-مبدأ الاختيار:** يفترض هذا المبدأ أن المستثمر يبحث عن فرص استثمارية متعددة كي يقوم باختيار الفرصة الاستثمارية المناسبة من بينها دون أن يوظف مدخراته في مشروع واحد فقط. ويستعين المستثمر المبتدأ في ذلك غالبا على المحللين الماليين.

**2-مبدأ الملاءمة:** يفترض هذا المبدأ أن الخصائص الشخصية مثل العمر، الدخل والوظيفة، والمركز الاجتماعي تمثل نمط تفضيل لدى المستثمر عند اتخاذ القرار الاستثماري.

**3-مبدأ التوزيع:** وفق هذا المبدأ على المستثمر عند اتخاذه قرار الاستثمار تنويع الاستثمارات من أجل الحد من المخاطر وزيادة العائد المتوقع.

**4-مبدأ المقارنة:** يقوم هذا المبدأ على أنه يجب على المستثمر الاعتماد على أدوات التحليل والتقييم عند قيامه بالاختيار بين البدائل الاستثمارية المختلفة.

**5-مبدأ الموضوعية:** يفترض هذا المبدأ أن تكون كافة المؤشرات المالية المستخدمة في المقارنة تتميز بالموضوعية وعدم التحيز في عملية القياس.

**6-مبدأ الخبرة والتأهيل:** وفق هذا المبدأ فإن اتخاذ قرار الاستثمار يتطلب دراية وخبرة قد لا تتوفر في كل المستثمرين، حيث نجد أفراد لديهم فوائض نقدية لكنهم لا يملكون الخبرة الكافية لاختيار المشاريع أو الأدوات الاستثمارية المناسبة، وبالمقابل توجد فئة من المستثمرين المحترفين الذين يتمتعون بالخبرة والكفاءة العالية التي تأهلهم

<sup>270</sup> عثمان بن سيد أحمد، مساهمة جودة المعلومات المالية في ترشيد قرارات المستثمرين على مستوى سوق الأوراق المالية -دراسة ميدانية لآراء عينة من المهنيين والأكاديميين في الجزائر-، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 15، العدد 01، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2021، ص51.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

لاتخاذ القرار الاستثماري.

ويرى الباحث أن قرار الاستثمار بشراء وبيع الورقة المالية يتوقف على أساس العائد المتوقع ودرجة المخاطر الممكن تحملها مع تحديد فترة الاستثمار من جهة، ومن جهة أخرى كفاءة المستثمر في تحليل المعلومات والمؤشرات الحالية لاستخدامها في توقعاته المستقبلية لاتجاه أسعار السوق، وهنا يكون أمام نوعين من الاستثمار إما استثمار قصير إلى متوسط المدى لتحقيق أرباح من تداول الأوراق المالية أو لتحقيق عوائد في حالة الاستثمار على المدى الطويل وهذا على حسب دراسته لحركة السوق، ويعتمد معظم المستثمرين على التحليل الأساسي والفني للمعلومات المتوفرة لاتخاذ قرار الاستثمار.

### ثالثاً: مصادر الحصول على المعلومات المطلوبة لاتخاذ قرار الاستثمار

تتعدد المصادر التي يستعين بها المستثمر للاطلاع على كافة البيانات والمعلومات التي تساعد في اتخاذ قراراته الاستثمارية، ويمكن تقسيم هذه المصادر إلى قسمين:<sup>(271)</sup>

**1-مصادر رئيسية:** وتتمثل أساساً في مختلف التقارير المالية الصادرة عن الشركة بحد ذاتها، وتعتبر أهم مصدر للمعلومات التي تبني عليها العديد من المؤشرات في سوق الأوراق المالية ويعتمد عليها المحللين في حساب النسب المالية حتى تعطى صورة واضحة للمستثمرين سواء أكان المستثمر مبتدئاً أو محترفاً.

**2-مصادر فرعية:** وتتمثل في مختلف وسائل الإعلام والاتصال العالمية والمحلية ونذكر أهمها فيما يلي:

**1-2-بيوت السمسة:** نظراً لكثرة بيوت السمسة واحتدام المنافسة فيما بينها، تقوم معظمها بإصدار مطبوعات تخص حالة السوق الحالية والمتوقعة ونصائح حول عمليات شراء وبيع الأوراق المالية، حيث تكون هذه المعلومات مجانية ومتاحة للجميع سواء محللين مختصين أو مستثمرين عاديين.

**2-2-مكاتب الخدمات الاستشارية والتحليل المالي:** وهي مختلف المكاتب والمؤسسات المتخصصة في المجال المالي، ومن أهم هاته المؤسسات العالمية مؤسسة ستاندر آند بور، حيث توفر معلومات مخفضة التكلفة وأحياناً مجانية.

**2-3-المجلات المالية المتخصصة:** يقوم من خلالها المختصين والمحللين الماليين بإعداد مقالات في مجال الاستثمار

<sup>271</sup> انظر إلى:

-منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص ص 230-234.  
-عبد الواسع قذاف، المعلومات المحاسبية وكفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة حالة عمان للأوراق المالية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2009-2010، ص ص 45-48.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

المالي ودراسات تعكس وجهة نظرهم حول شركة أو صناعة في مجال ما، ومن أهم المجالات المتخصصة نجد مجلة بارون لشؤون المال والأعمال، مجلة فورشن، مجلة المحللين الماليين وغيرها من المجالات الأخرى.

**2-4- الصحف والجرائد:** وتعتبر من أقدم مصادر المعلومات، حيث تكون المعلومات في شكل أخبار منشورة، عرائض، تقارير تحليلية تخص الاستثمار وأنشطة الأعمال المختلفة، منها ما هي صحف وجرائد مختصة في المجال المالي فقط ومنها ما تخصص في قسم فقط. ومن أهم الجرائد الاقتصادية التي لها صدى واسع بين المستثمرين والمحللين في الوقت الحالي، جريدة نيويورك تايمز وجريدة وول ستريت.

**2-5- الانترنت والمواقع الالكترونية:** تعبر عن مختلف المعلومات التي تنشر في المواقع الالكترونية للمؤسسات المالية والمواقع الاخبارية، حيث يمكن أن تكون مصدر هام وسريع لاتخاذ القرارات الاستثمارية.

**2-6- القنوات الاخبارية:** يوجد العديد من القنوات المتخصصة في مجال المال والأعمال، أهمها بلومبارغ الاقتصادية وشبكة فوكس الاقتصادية اللتان تقدمان تحديثات دائمة حول المؤشرات المالية وأحوال الأسواق المالية العالمية.

**2-7- الأفراد:** تكون عبارة عن معلومات يقدمها الأصدقاء أو الأقارب المطلعين أو في شكل أسرار أو شائعات متداولة بين العامة يمكن أن تؤثر على اتخاذ قرارات الاستثمار

**2-8- بنوك المعلومات:** وهي عبارة عن برمجيات محمية تحتوي على بيانات دائمة التحديث من خلال الاتصال بالانترنت يمكن للمستثمر شراؤها من مؤسسات متخصصة أو أحد فروعها بتكلفة مخفضة، حيث تقدم للمستثمرين بيانات تفصيلية عن الأوراق المالية المتداولة وعن الشركات والمؤسسات التي اصدرتها في أي سوق أوراق مالية حول العالم.

### الفرع الثاني: اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية

يعد تحليل المعلومات الخطوة الأخيرة قبل اتخاذ القرار الاستثماري، ونجد طريقتين في التحليل هما التحليل الأساسي والتحليل الفني.

#### أولاً: اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية من خلال التحليل الأساسي

قرار الاستثمار في الأوراق المالية يحتاج إلى تخطيط مسبق من أجل الاختيار الصحيح للورقة المتداولة في السوق، ويمكن للمستثمرين القيام بعملية التحليل الأساسي لاختيار الأوراق المالية، حيث يقوم هذا التحليل على تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية من خلال تحليل بعض البيانات المتمثلة في المعلومات الاقتصادية العامة المحلية والدولية،

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

ومعلومات البيئة الصناعية التي تنتمي إليها الشركة، وتحليل معلومات حول الشركة التي يتم الاستثمار فيها، كما يقوم هذا التحليل كذلك على تحليل المخاطر والعائد المتعلق بالأوراق المالية<sup>(272)</sup>، ومن خلال القيام بالتحليل الأساسي يقارن المستثمرين بين القيمة الحقيقية للأوراق المالية وقيمتها الاسمية من أجل اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

ويرى الباحث أن المحللين يقومون بإعطاء توقعات مستقبلية اعتماداً على الظروف الحالية والسابقة، حيث يمكن أن تكون توقعاتهم صحيحة أو خاطئة لهذا على المستثمر أن يتحمل مسؤولية قراراته الاستثمارية بنفسه سواء أكان هو المحلل أو يعتمد في تحليلاته على الغير.

### 1-التحليل الأساسي للمعلومات الاقتصادية العامة

وفي هذا الجزء من التحليل الأساسي يقوم المحلل بدراسة واكتشاف الظروف الاقتصادية التي من شأنها التأثير على أسواق الأوراق المالية، بالإضافة إلى السياسة النقدية والمالية المتبعة ومدى تأثيرهما على الشركات الكبرى والحسابات الوطنية، وبعد ذلك يحاول المحلل معرفة تأثير التغيرات الحاصلة في وضعية ومؤشرات الاقتصاد الكلي على توقعات الأرباح ومعدلات المردودية والمخاطر للشركات، ذلك لأن وضعية الاقتصاد الكلي تؤثر على حالة الأعوان الاقتصاديين بما فيهم الشركات<sup>(273)</sup>.

ويرى الباحث أن تحليل الظروف الاقتصادية السائدة لها أثر كبير على سوق الأوراق المالية عامة وسلوك المستثمر بشكل خاص، ففي حالة حدوث ارتفاع في المؤشرات الاقتصادية أي وراج اقتصادي يؤدي إلى ارتفاع المعدل العام لأسعار الأوراق المالية وزيادة ثقة المستثمر بأسواق الأوراق المالية، والعكس عند حدوث كساد اقتصادي يؤدي إلى اتجاه أسعار الأوراق المالية إلى معدلات دنيا، حيث يزيد مستوى الخوف عند المستثمر ويجعله أقل ثقة بأسواق الأوراق المالية.

### 2-التحليل الأساسي للمعلومات المتعلقة بقطاعات النشاط الاقتصادي

الهدف من هذا التحليل معرفة القطاعات التي تعود على المستثمر بمعدل عائد مرتفع، ويقوم في بداية التحليل بتصنيف القطاع حسب درجة تأثره بالظروف والتقلبات الاقتصادية ثم تحليل البيانات والمعلومات المتاحة عنها، وبعد ذلك تحديد العوامل الأساسية المتحكمة في الظروف الصناعية لكل قطاع على حدى، ومن أهم العوامل التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح، تحليل حجم الطلب والعرض على منتجات القطاع، ظروف المنافسة وطبيعة

<sup>272</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، بدون طبعة، منشأة المعارف، مصر، 2003، ص90.

<sup>273</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص287.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

المنتج وتكنولوجيا الصناعة، تأثير الحكومة وغيرها من عوامل الصناعة الممكنة، وبعد الانتهاء من تحديد العوامل الأساسية يأتي دور أدوات تحليل ظروف الصناعة التي تتضمن دورة حياة الصناعة حيث يكون الاستثمار في صناعة ما في بداية مرحلة الظهور ينطوي على مخاطر كبيرة مقارنة بالصناعة في مرحلة النمو، ومن بين الأدوات أيضا تحليل الطلب على منتجات الصناعة والتنبؤ بمعدل نمو الصناعة<sup>(274)</sup>.

### 3-التحليل الأساسي للمعلومات المتعلقة بالشركة

الفرضية الأساسية للتحليل الأساسي هي أن سعر السهم للشركة يتأثر بصفة أساسية بأداء الشركة، فبعد قيام المحلل الأساسي بتحليل الصناعات الجاذبة للاستثمار في أسهمها، يقوم بتقييم المركز المالي لهذه الشركات التي تنتمي إلى كل من هذه الصناعات لأن أي تغيرات متوقعة في أرباح الشركة لها تأثير على توزيعات وسعر السهم. والهدف الأساسي من قيام المحلل بتحليل ظروف الشركات هو تحديد ربحيتها ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها محلي منافسة غيرها من الشركات المنتجة في القطاع لاختيار الشركة الأولى في كل قطاع والتي من المتوقع أن تتفوق من حيث نموها وربحيتها على غيرها من الشركات، كما يهدف كذلك المحلل من هذا التحليل إلى تحديد سعر السهم العادل الذي ينبغي أن يباع به السهم مقارنة بالقيمة الدفترية في القوائم المالية. ومن بين أدوات تحليل المعلومات، ما يلي:

### 3-1-التحليل المقارن للقوائم المالية

يهدف التحليل المقارن للقوائم المالية إلى الكشف عن التطورات التي حدثت في البنود الخاصة بتلك القوائم خلال فترة معينة عادة ما تكون سنة وتتم عملية المقارنة اما بمقارنة بنود القوائم المالية لسنوات متتالية لنفس الشركة أو مقارنة بنود القوائم الحالية مع شركة أخرى. ويهدف التحليل المقارن للقوائم المالية أيضا الى معرفة مدى قدرة الشركة على المنافسة داخل القطاع من خلال عدة عوامل منها:<sup>(275)</sup>

- الموارد والمقومات التي تمتلكها الشركة مقارنة بما لدى المنافسين.
- تشكيلة منتجات الشركة بالمقارنة بالمنتجات المنافسة.
- مدى نجاح الشركة في تدعيم وتطوير منتجاتها.
- مقدرة الشركة في تقديم كل ما هو جديد ومبتكر.
- قدرة الشركة على تنويع أسواقها ودخول أسواق جديدة.
- قوة منافسي الشركة.

<sup>274</sup> انظر إلى:

-منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 170-174.

-نوري موسى، ادارة الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 147.

<sup>275</sup> عبد الفتاح اسماعيل، الاستثمار في الأوراق المالية والمستندات، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2011، ص 74.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

### 3-2- تحليل النسب المالية للقوائم المالية:

تحليل النسب المالية مصمم لإظهار العلاقة بين الأرقام التي تتضمنها القوائم المالية، فالنسب أو المعدلات تحول الأرقام إلى نسب أو معدلات ذات دلالة، ومن أهم النسب المستخدمة في تحليل القوائم المالية نسب السيولة لمعرفة مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة وطويلة الأجل، نسب النشاط التي تقيس قدرة الشركة على استغلال مواردها بشكل كفاء وفعال، نسب الاقتراض التي تبين مدى اعتماد الشركة على أموال الغير في تمويل احتياجاتها، ونسب الربحية التي تقيس قدرة الشركة على تحقيق الأرباح<sup>(276)</sup>.

### 4- التحليل الأساسي للعائد والمخاطر

يسعى متخذ القرار دائما إلى تحقيق أعلى عائد مع تحمل درجة مخاطرة معقولة، لذا توجب عليه قبل اتخاذ قرار الاستثمار دراسة العائد المتوقع الحصول عليه ومعرفة درجة المخاطرة الممكنة. وتقوم معظم النسب والمؤشرات للعائد على بيانات قائمة الدخل الحالية، وفي بعض الحالات على بيانات الأسعار الفعلية لسوق الأوراق المالية، ومن أهم النسب والمؤشرات المستخدمة في التحليل ربحية السهم الواحد، مضاعف السعر للأرباح، عائد التوزيع، نسبة الأرباح المدفوعة<sup>(277)</sup>.

أما ما يخص تحليل المخاطر فعلى المحلل أن يتعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها الشركة حاليا أو يمكن أن تتعرض لها في المستقبل وذلك قبل الوصول إلى قرار الاستثمار، ومن أهم المخاطر التي يجب الإشارة لها هي مخاطر النشاط مثل التغيير في حجم المبيعات أو الانتاج تؤدي إلى تذبذب ربحية الشركة، المخاطر المالية في حالة الاعتماد على مصادر تمويل أخرى كالقروض والأسهم الممتازة، مخاطر الإفلاس بالاعتماد على النماذج التي تتنبأ بحدوث افلاس مثل نموذج Altman حيث يحدد مدى اقتراب أو ابتعاد الشركة عن مخاطر التعرض للإفلاس<sup>(278)</sup>.

### ثانيا: اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية من خلال التحليل الفني:

دائما ما يبحث المستثمر على أسهل طريقة لمعرفة الوقت الصحيح للشراء والبيع حتى يحقق أرباح ويتجنب خطر الخسارة، وهنا يمكن للتحليل الفني أن يقوم بهذا الأمر عن طريق تحليل أداء السوق أو حركة أسعار الأسهم بشكل خاص في الماضي ليتوقع سعرها في المستقبل.

<sup>276</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 176.

<sup>277</sup> طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية: ماهي الأوراق المالية التي يجب ان تشتريها او تبيعها ؟ ماهو التوقيت الملائم للقيام بذلك

؟، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص ص 14-15.

<sup>278</sup> نوري شقير موسى، ادارة الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص 148-149.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

ويعرف التحليل الفني على أنه أسلوب يهتم بدراسة الأشكال المختلفة للأسعار كما تظهر من خلال الخرائط والرسوم البيانية، ويقوم على أساس أن أسعار الأوراق المالية تتحدد بتوقعات المستثمرين في السوق الذي يعتمدون الدخول فيه، أي أن سعر أي ورقة مالية في أي وقت يتوقف على المعرفة والآمال والخوف والتوقعات لهؤلاء الأفراد الذين يمتلكونها أو الذين يفكرون في امتلاكها<sup>(279)</sup>.

وتقوم فلسفة التحليل الفني على أن أي حركة في سعر الأداة المالية يكون سببها عدم التوازن بين البائعين والمشتريين، وأن الأحاسيس والعواطف هي السبب الرئيسي الذي يوضح لماذا يشتري المشتري ولماذا يبيع البائع، فالمشترون يعانون من أحاسيس الطمع في زيادة الكسب في حين أن البائعين يعانون من أحاسيس الخوف من الخسارة، وعلى هذا فإن الاستثمار يتوقف على بعض الفهم لعلم النفس، وبناء على ذلك فإن الخرائط والمؤشرات التي يعتمد عليها هي حقيقة لذلك الفهم في تفسير اتجاهات أسعار الأوراق المالية<sup>(280)</sup>.

### ثالثاً: أوجه التشابه والاختلاف بين التحليل الأساسي والفني

مما سبق من مفاهيم حول التحليل المالي يرى الباحث أن كلا التحليلين سواء الأساسي أو الفني يعمل المحلل على دراسة خيارات الاستثمار المختلفة في السوق، ومن ثم تحديد مناطق شراء وبيع مستقبلية للأوراق المالية المستهدفة التي يتوقع أن تحقق للمستثمر عوائد أو أرباح، إلا أن الاختلاف الأساسي بينهما يكون في مصدر البيانات المعتمد عليها للقيام بالتحليل المالي وتكلفة وطريقة التحليل. نذكر أوجه الاختلاف كما يلي:

**1-مصدر البيانات المعتمد عليها في التحليل:** تمثل القوائم والتقارير المالية للشركة وتقارير المؤسسات المالية وهيئات المحلية والدولية (حكومية أو خاصة) أهم مصادر بيانات التحليل الأساسي، حيث تقدم معلومات عن حالة الاقتصاد، معلومات حول القطاعات، معلومات حول الشركة بحد ذاتها، معلومات عن العائد والمخاطر. أما التحليل الفني يعتمد على البيانات المالية التي توفرها الأسواق المالية بشكل عام المتمثلة في الخرائط والمخططات البيانية والشموع اليابانية التي تعطي صورة عن تطور أسعار الأوراق المالية والمؤشرات المالية الأخرى.

**2-توقيت وتكلفة الحصول على المعلومات:** يعتمد التحليل الأساسي على أكبر قدم من البيانات التي تكون إما مجانية أو ذات تكلفة منخفضة للحصول عليها، كما أن جمع هذه البيانات للقيام بعملية التحليل قد يستغرق وقت أطول مقارنة بالتحليل الفني الذي يستغرق وقت أقل بكثير في الحصول على بيانات مجانية عن طريق المواقع الإلكترونية لأسواق الأوراق المالية.

<sup>279</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص127.  
<sup>280</sup> Richard Hexton, **Dealing In traded options**, Prentice-Hall International, London, 1999, P45.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

**3-طريقة التحليل:** يعتمد المحلل في التحليل الأساسي على بيانات حقيقية حالية توفرها القوائم والتقارير المختلفة، يجمعها ثم يعمل على تحويلها إلى نسب ومؤشرات من خلالها يقوم بعملية التنبؤ بالأداء المستقبلي للشركة واتجاه أسعار أوراقها المالية، بخلاف التحليل الفني الذي يعتمد بشكل كبير على تحليل الأشكال البيانية لفترات سابقة وتوقع حدوث نفس النمط لأسعار الأوراق المالية في المستقبل لمعرفة مناطق الدخول والخروج من السوق.

مما سبق يظهر أن التحليل الأساسي يعتبر منطقي لاتخاذ قرار الاستثمار على أساس تحليل بيانات واقعية متأتية من مصادر موثوقة مقارنة بالتحليل الفني الذي يعتمد على التنبؤ بأسعار الأوراق المالية فقط دون أخذ اعتبار العوامل والبيانات الجديدة التي من الممكن أن تغير نمط الأشكال البيانية المدروسة، فمثلا إذا اعتمد المحلل الفني على مخطط سعري لسهم شركة ما في الفترات السابقة (مثلا 3 سنوات) وفي كل سنة يشكل المنحنى البياني نفس القاع والذروة، فيتوقع حدوث نفس النمط السابق في السنة القادمة، لكن على خلاف توقعه تدخل متغيرات اقتصادية جديدة يمكن أن تغير شكل النمط السابق فيصبح تحليله غير منطقي، كما أن التحليل الفني لا يمكن اعتماده في حالة الشركات حديثة النشأة نظرا لعدم توفر بيانات سابقة عكس التحليل الأساسي الذي يعتمد في ذلك على مبدأ العائد والمخاطرة في هذه الحالة.

ونظرا لاعتماد فلسفة التحليل على البيانات والمعلومات المحاسبية التي توفرها القوائم والتقارير المالية، فيجب أن تكون هاته المعلومات المحاسبية الكمية وغير الكمية ذات جودة حتى تكون توقعات المحللين مبنية على أساس معلومات صادقة وملائمة لاتخاذ قرار الاستثمار الصحيح.

### المطلب الثاني: خصائص المعلومات المحاسبية اللازمة لسوق الأوراق المالية

المعلومات المحاسبية هي تلك المعلومات التي يتم اعدادها أو انتاجها لتصبح ذات نفع لمتخذ القرار، ولكي تكون المعلومات ذات فائدة لمتخذ القرار لا بد أن تكون على مستوى من الجودة، في هذا المطلب سنحاول اعطاء مفهوم لجودة المعلومات المحاسبية وتحديد المعايير العامة لقياسها وكذا المداخل المختلفة للاستدلال على جودة المعلومات بالتقارير المالية.

### الفرع الأول: مفهوم جودة المعلومات في القوائم والتقارير المالية

مصطلح الجودة بشكل عام يعني صلاحية الشيء للغرض الذي اعد من اجله أو مطابقة السلعة أو الخدمة للمواصفات المطلوبة، كما أن جودة الخدمة تعني ملاءمتها للغرض الذي تعد من أجله، وبذلك فالجودة مسألة نسبية وحدودها أن تكون الخدمة مقبولة من جانب العميل ومن حيث اشباعها لحاجته في حدود المقابل الذي يتحمله.



## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

أما في أدبيات المحاسبة فقد أشار اتحاد المحللين الماليين FAF إلى أن الجودة تعني الوضوح والشفافية وتوافر المعلومات في الوقت المناسب، وقد اشارت أحد الدراسات إلى أنه يمكن تقييم مستوى جودة التقارير المالية، من خلال اختبار مجموعة من المقاييس تتمثل في: (281)

- الدعاوى القضائية المرفوعة من حملة الأسهم ضد مجلس الادارة بسبب وجود مخالفات وأخطاء جوهرية.
- الدعاوى القضائية المرفوعة من هيئات الرقابة المالية بسبب مخالفة مجلس الادارة لقواعد القيد ومعايير العرض والإفصاح.
- معدل تغيير المدققين الخارجيين بسبب الخلاف على السياسات المحاسبية.
- طبيعة ملاحظات المدقق الخارجي على القوائم المالية السنوية والدورية.

أما فيما يتعلق بمفهوم جودة المعلومات بالتقارير المالية فقد أشار Jonas and Blanchet إلى أنه لا يوجد تعريف نهائي متفق عليه بين الباحثين حول مفهوم جودة المعلومات بالتقارير المالية وأساليب قياسها وتقييمها، حيث يختلف مفهوم الجودة باختلاف وجهات نظر وأهداف منتجي ومستخدمي التقارير المالية، فالكثير من الدراسات التي تناولت جودة المعلومات المالية لتحديد مفهومها أو كيفية الاستدلال عليها تدور حول اعتبار جودة المعلومات بالتقارير المالية جوهرًا له مظهر آخر يعرف ويقاس به، حيث يتم التعريف بالإفصاح ومستوياته والتعريف بالشفافية كمرادفات للتعبير عن جودة المعلومات بالتقارير المالية، بمعنى أنها مقياس الاستدلال على جودة المعلومات المالية (282).

ويرى الباحث أنه لا يوجد مفهوم محدد للجودة، ولكن يمكن وصفها بأنها ما تتمتع به التقارير المالية من شفافية ووضوح، بحيث تكون مفيدة لمتخذ القرار، وذلك في الوقت المناسب وبأقل التكاليف، مما يحقق مفهوم الجودة.

### الفرع الثاني: معايير جودة التقارير المالية

ان التقارير المالية بمختلف أشكالها من قوائم مالية وتقارير ادارية مختلفة، كأحد مقومات اتخاذ القرارات الاقتصادية سواء من الأطراف الداخلية أو الخارجية، وحتى تكون هذه المعايير ذات جودة يجب أن تتوفر على معايير عامة يمكن الاعتماد عليها، نذكرها كالتالي: (283)

### 1-معايير قانونية: تسعى العديد من المؤسسات في الكثير من الدول لتطوير معايير لجودة التقارير المالية وتحقيق

<sup>281</sup> McMullen and others, **Internal Control Reports and Financial Reporting Problems**, Accounting Horizons, Volume 10, N4, 1996, P69.

<sup>282</sup> Gregory J. Jonas and Jeannot Blanchet, **Assessing Quality of Financial Reporting**, Accounting Horizon, Volume 14, N3, 2000, P356.

<sup>283</sup> ناظم حسن عبد السيد، أثر حوكمة المصارف على جودة المعلومات المحاسبية -دراسة ميدانية في عينة من المصارف العراقية، مجلة المثنى للعلوم الادارية والاقتصادية، جامعة المثنى، المجلد 2، العدد 4، العراق، 2012، ص 103.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

الالتزام بتلك المعايير من خلال سن تشريعات وقوانين واضحة ومنظمة لعمل هذه الشركات مع توفير هيكل تنظيمي فعال يقوم بضبط جوانب الأداء في الشركة بما يتوافق مع المتطلبات القانونية التي تلزم تلك الشركات بالإفصاح الكافي عن ادائها.

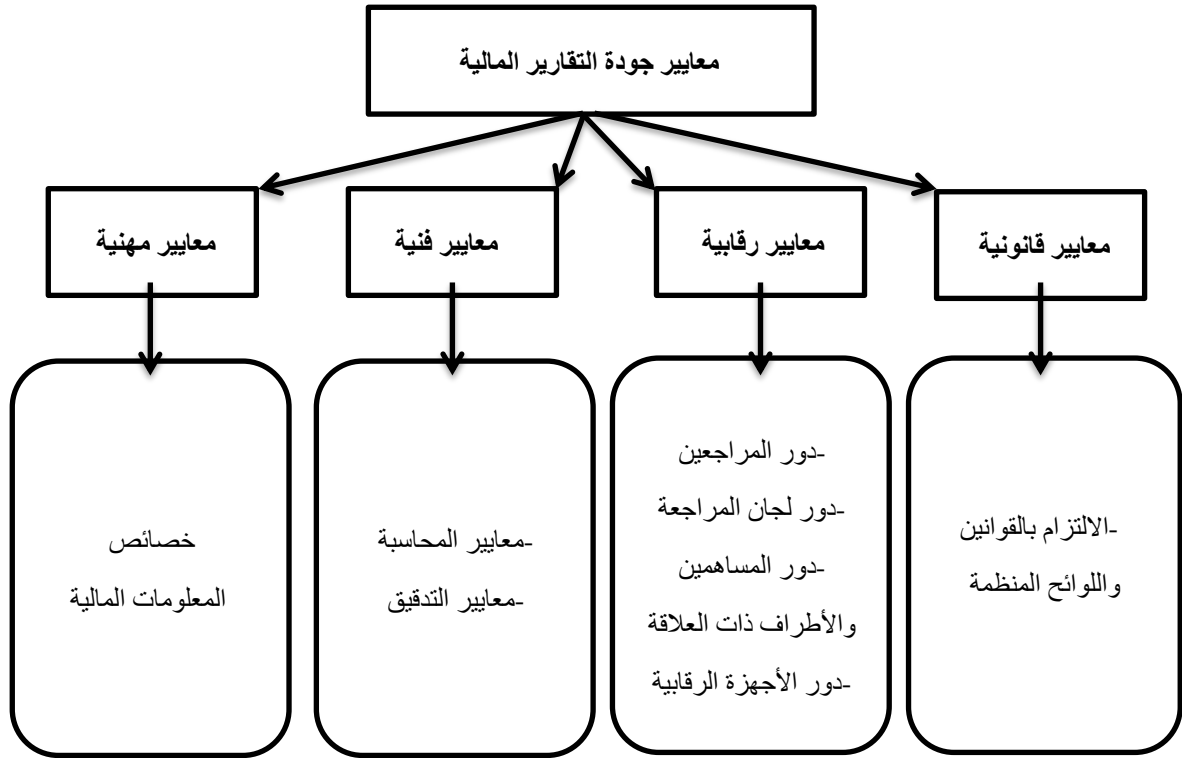
**2-معايير رقابية:** ينظر إلى عنصر الرقابة بأنه احد مكونات المنظومة الادارية التي يركز عليها كل من مجلس الادارة والمستثمرين، ويتوقف نجاح هذا العنصر على وجود رقابة فعالة تحدد دور كل من لجان المراجعة وأجهزة الرقابة المالية والادارية في تنظيم المعالجة المالية وكذلك دور المساهمين والأطراف ذات العلاقة في تطبيق قواعد الحوكمة بواسطة أجهزة رقابية للتأكد من أن سياستها وإجراءاتها تنفذ بفاعلية وأن تقاريرها المالية تتميز بالمصدقية مع وجود تغذية عكسية مستمرة وتقييم للمخاطر وتحليل للعمليات وتقييم الأداء الاداري ومدى الالتزام بالقواعد والقوانين المطبقة.

**3-معايير فنية:** إن توفر المعايير يؤدي إلى تطوير مفهوم جودة المعلومات وهذا بدوره ينعكس على جودة التقارير المالية وبالتالي زيادة ثقة المساهمين والمستثمرين وأصحاب المصالح المشتركة وبما يؤدي إلى زيادة الاستثمار.

**4-معايير مهنية:** تهتم الهيئات والمجالس المهنية المحاسبية بإعداد معايير المحاسبة والتدقيق بهدف ضبط أداء العملية المحاسبية مما يبرز معه مفهوم مساءلة الادارة من قبل المالكين للاطمئنان على استثماراتهم والتي أدت بدورها إلى ظهور الحاجة لإعداد تقارير مالية تتصف بالنزاهة والأمانة

ويمكن تلخيص هاته المعايير العامة لجودة التقارير المالية بالشكل الآتي:

الشكل (3-1): معايير تحقق جودة التقارير المالية



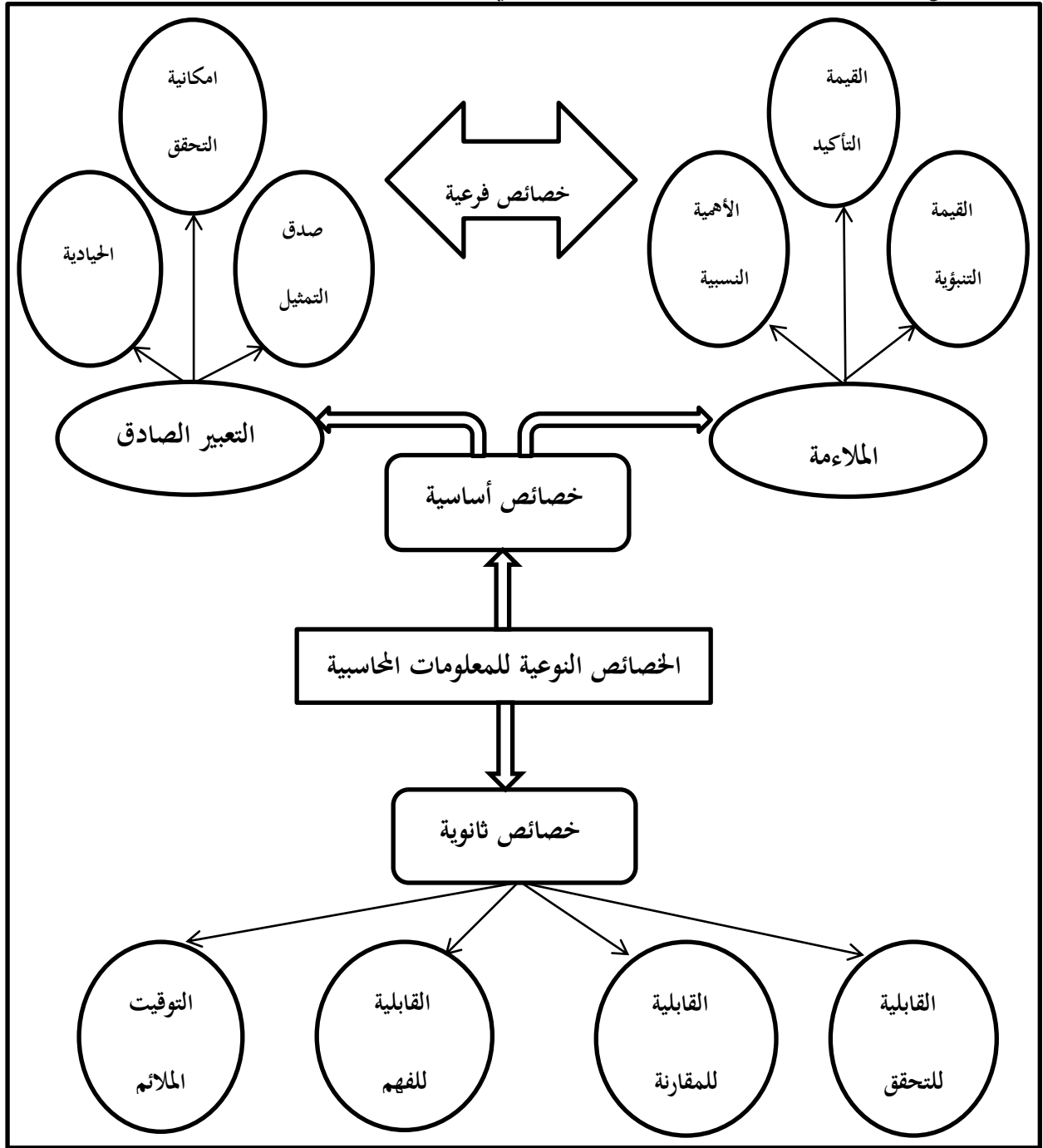
المصدر: نوال صبايحي، أثر الإفصاح وفق معايير المحاسبة الدولية على جودة المعلومات المحاسبية، ملتقى دولي حول: آليات تطبيق النظام المحاسبي المالي الجزائري ومطابقته مع معايير المحاسبة الدولية وتأثيره على جودة المعلومات المحاسبية، جامعة الوادي، الجزائر، 17-18 نوفمبر 2013، ص 8.

### الفرع الثالث: الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية

تعتبر المعلومات المحاسبية جوهر القوائم والتقارير التي تعدها الشركة، ولهذا يجب أن تتمتع بخصائص نوعية تجعلها ذات فائدة لبناء القرارات الاقتصادية لمستخدميها، حيث حدد المرجع المحاسبي الدولي ومجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكية الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية والتي تميز بين الخصائص الأساسية الأكثر فائدة وتلك الثانوية الأقل فائدة، كما في الشكل التالي:

الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة  
حالة الإمارات العربية المتحدة-

الشكل (2-3): الخصائص النوعية الواجب توفرها في المعلومات المحاسبية



**Source:** Financial Accounting Stands Board, Statement of Financial Accounting Concepts No.8, **Conceptual Framework for Financial Reporting**, a replacement of FASB Concepts Statements No.1 and No.2, September 2010, P6.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

يوضح الشكل أن الخصائص النوعية الواجب توافرها في المعلومات المحاسبية تنقسم إلى نوعين هما:

### أولاً: الخصائص النوعية الأساسية للمعلومات المحاسبية

تشمل هذه الخصائص كل من خاصيتي ملاءمة المعلومات ومصداقية عرضها، ويمكن التطرق إليها على النحو التالي:

#### 1-خاصية الملاءمة

يقصد بالملاءمة أن تكون المعلومات المحاسبية قادرة على احداث فارق عند اتخاذ القرارات المختلفة، أي تعد المعلومات ملائمة إذا كانت ذات علاقة قوية بالغرض الذي اعدت من أجله بحيث تساعد الجهات الخارجية في تقييم البدائل التي تخص الوحدة الاقتصادية، وبالتالي مساعدتهم على اتخاذ القرارات المناسبة، وتكون المعلومات ملائمة إذا ساعدت على تحقيق الأهداف التالية:<sup>(284)</sup>

-تقييم الأحداث والنتائج سواء أكانت تلك الأحداث في الماضي أم الحاضر أم المستقبل.

-احداث تغيير بالنسبة للتوقعات الحالية مما يؤدي إلى تغيير درجة التأكد بالنسبة للمستخدمين وبالتالي اتخاذ القرارات الصحيحة.

-تقييم النتائج التي تترتب على اتخاذ القرارات المختلفة.

ما يمكن ملاحظته أن المعلومات التي تتوفر على خاصية الملاءمة، هي تلك المعلومات التي تؤثر في سلوك متخذي القرار الاقتصادي بالمساعدة في تقييم الأحداث الماضية والحاضرة والمستقبلية أو تأكيد أو تصحيح توقعات سابقة وهي مرتبطة بخاصية الأهمية النسبية، ومن ذلك فإن خاصية الملاءمة تتكون من الخصائص الفرعية التالية:

**1-1-القيمة التنبؤية:** لكي تكون للمعلومات تأثير على عملية اتخاذ القرار يجب أن تؤدي هذه المعلومات إلى تحسين قدرة متخذ القرار على التنبؤ بالنتائج المتوقعة في المستقبل، كما أن خاصية القدرة التنبؤية ليس معناها أن تكون الأرقام المحاسبية في ذاتها تنبؤات عن نتائج الأحداث المستقبلية وإنما كل ما يقصد بها أنه بالإمكان الاعتماد عليها كأساس لعمل التنبؤات اللازمة من قبل متخذ القرار. فالمعلومات حول ظاهرة اقتصادية لها قيمة تنبؤية إذا كانت تضيف قيمة كمدخل للعمليات التنبؤية المستخدمة من قبل مقدمي رؤوس الأموال لتشكيل توقعاتهم الخاصة حول المستقبل، ومن ثم زيادة التدفقات النقدية للشركة بناء على هذه التوقعات<sup>(285)</sup>.

<sup>284</sup> عباس مهدي الشيرازي، نظرية المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص 200-201

<sup>285</sup> Chakroun Raida and Hussainey Khaled, **Disclosure quality in Tunisian Annual Report**, Critical studies in Accounting and Finance confrence (CSAF), Abu Dhabi, 15-17 December 2013, P73.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

**1-2- القيمة التأكيدية:** وكانت تسمى سابقا خاصية التغذية العكسية للمعلومات، فالمعلومات المحاسبية تكون لها قيمة مؤكدة إذا كانت تؤكد أو تصحح التوقعات السابقة، بمعنى الاستفادة من الماضي في تصحيح قرارات المستقبل.

القيمة التنبؤية والقيمة التأكيدية خاصيتان مرتبطتان، فالمعلومة التي لها قيمة تنبؤية غالبا ما تكون لها قيمة تأكيدية، مثلا معلومات الدخل للسنة الحالية والتي يمكن استخدامها للتنبؤ بالدخل في السنوات المقبلة (قيمة تنبؤية)، يمكن أيضا مقارنتها مع توقعات الدخل للسنة الحالية التي تم إجراؤها في السنوات الماضية، نتائج هذه المقارنات يمكن أن تساعد مستخدمي المعلومات على تصحيح وتحسين العمليات التي استخدمت في التوقعات السابقة (قيمة تأكيدية)<sup>(286)</sup>.

**1-3- الأهمية النسبية:** اعتبرها مجلس معايير المحاسبة المالية كخاصية تندرج ضمن زيادة الملاءمة، بعدما كانت تندرج ضمن الخصائص الثانوية المعززة<sup>(287)</sup>، وتعتبر المعلومات المحاسبية ذات أهمية نسبية إذا كان حذفها أو تحريفها قد يؤثر على القرارات الاقتصادية التي يتخذها المستخدمون اعتمادا على المعلومات في التقارير المالية، وتعتمد الأهمية النسبية على حجم البند أو الخطأ المقدر في ضوء الظروف الخاصة بالحذف أو التحريف، حيث أكد مجلس معايير المحاسبة المالية الدولية أنه لا يمكن اعطاء صيغة محددة لخاصية الأهمية النسبية (أي لا يوجد معايير عامة عن الأهمية النسبية) ولكنها ترجع إلى التقدير الشخصي للأحداث المالية<sup>(288)</sup>.

### 2- مصداقية العرض (التعبير الصادق)

أطلق IFAC تسمية مصداقية العرض سنة 2010 بدلا من الموثوقية التي كانت متداولة سابقا، وتتعلق مصداقية العرض بأمانة المعلومات وإمكانية الاعتماد عليها، فحسب البيان رقم 8 الصادر عن المجلس فهي خاصية المعلومات في التأكيد بأن المعلومات خالية من الأخطاء والتحيز بدرجة معقولة وأنها تمثل بصدق ما تمثله.

إن درجة مصداقية عرض المعلومات المحاسبية تعد انعكاسا واضحا للأدلة الموضوعية أو طرق أو أسس القياس السليمة التي بنيت عليها تلك المعلومات، ولكي تتصف المعلومات المحاسبية بمصداقية العرض ينبغي ارساء أسس محاسبية ثابتة فيما يتعلق بالمبادئ والأعراف المحاسبية التي تحكم العمل المحاسبي، وكذلك تطوير أسس قياس موحدة ومقبولة وعملية<sup>(289)</sup>.

<sup>286</sup> Financial Accounting Stands Board, Statement of Financial Accounting Concepts No.8, **Conceptual Framework for Financial Reporting**, Op. cit, P17.

<sup>287</sup> Financial Accounting Stands Board, Statement of Financial Accounting Concepts No.8, **Conceptual Framework for Financial Reporting**, Op. cit, P17.

<sup>288</sup> ريتشارد شرويدر وآخرون، نظرية المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص 88.

<sup>289</sup> رضوان حلوة حنان، مدخل النظرية المحاسبية الإطار الفكري والتطبيقات العملية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2009، ص 72.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

ولكي يمكن الاعتماد على المعلومات والوثوق بها يلزم أيضا توافر ثلاث خصائص فرعية وهي كالتالي: امكانية التحقق والتثبت من المعلومات، الصدق في التمثيل، حيادية المعلومات.

**2-1- الصدق في التمثيل:** ويعني وجود درجة عالية من التطابق بين المعلومات والظواهر المراد التقرير عنها، أي اعداد المعلومات بحيث تعبر بصدق عن الظواهر والأحداث، فالأساس هنا صدق تمثيل الجوهر وليس الشكل.

ولكي تكون المعلومات معبرا عنها بصدق ينبغي مراعاة تجنب نوعين من أنواع التحيز: (290)

**2-1-1- تحيز في عملية القياس:** أي طريقة القياس سواء كانت توصل إلى نتائج موضوعية أم لا. حيث يكون مصدر التحيز مقتصرًا فقط في تطبيق قواعد القياس المحاسبي نفسه، كما هو الحال عند تطبيق منهج التكلفة التاريخية.

**2-1-2- تحيز القائم بعملية القياس:** وهذا النوع يقسم إلى التحيز المقصود والتحيز غير المقصود. ويكون مصدره الشخص الذي قام بعملية القياس، وليس بقواعده.

ان التحرر من التحيز بنوعيه يتطلب أن تكون المعلومات على أكبر قدر ممكن من الاكتمال، أي التأكد من أنه لم يستثنى من الاعتبار أي من الظواهر الهامة عند إعداد التقارير المالية من ناحية، وهناك اعتبارات الأهمية النسبية وما يستلزمه من وجوب دراسة جدوى المعلومة قبل قياسها والإفصاح عنها من ناحية أخرى (291).

**2-2- امكانية التحقق والتثبت من المعلومات:** وتعني توفر شرط المصادقية في أي قياس علمي، وهذه الخاصية تعني أن النتائج التي يتوصل إليها شخص معين باستخدام أساليب معينة للقياس والإفصاح يستطيع أن يتوصل إليها شخص آخر باستخدام نفس الأساليب، أما امكانية التثبت من المعلومات فهي خاصية تحقق لنا تجنب ذلك النوع من التحيز المتعلق بشخصية القائم بعملية القياس، أي ينبغي التفرقة بين القدرة على التثبت من المقاييس ذاتها وبين القدرة على التثبت من صحة التطبيق لطريقة القياس.

**2-3- الحيادية:** ان هذه الخاصية قريبة جدا من مصطلح الخلو من التحيز، ولكنه ليس متطابقا معه، فالحياد يعني أن القائم بالقياس ليس متحيزا لنتيجة محددتها مسبقا، بحيث لا يتم اعداد وعرض التقارير المالية لخدمة طرف أو جهة معينة من مستخدمي المعلومات المحاسبية على حساب الأطراف الأخرى (292)، لكن هذا لا يعني أن معدي التقارير المالية لا يملكون هدفا محددًا عند اعداد التقارير المالية، بل يجب ألا يؤثر هذا الهدف على النتائج.

<sup>290</sup> عباس محمود الشيرازي، نظرية المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص 201.

<sup>291</sup> رضوان حلوة حنان، مدخل النظرية المحاسبية الإطار الفكري والتطبيقات العملية، مرجع سبق ذكره، ص 90.

<sup>292</sup> محمد أبو ناصر، جمعة حميدات، معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية، مرجع سبق ذكره، ص 9.

وحتى تكون المعلومات مفيدة، فإنه يجب أن تكون ملائمة وفي ذات الوقت معبر عنها بصدق، فالتعبير الصادق عن ظاهرة غير ملائمة أو التعبير غير الصادق عن ظاهرة ملائمة لا يساعد المستخدمين في اتخاذ قرارات جيدة، وحتى يتم اجراء تطبيق الخصائص النوعية الأساسية بكفاءة وفعالية، يجب توافر خصائص نوعية مساعدة ثانوية.

#### ثانيا: الخصائص النوعية الثانوية

المعلومات المحاسبية الجيدة يجب أن تتصف بمهاته الخصائص، ولكن ليس على نفس الدرجة من الأهمية لخاصية الملائمة والعرض الصادق، فتوفر الخصائص الثانوية في المعلومات لا يجعلها مفيدة ما لم تتوفر الخصائص الرئيسية. وبموجب تصنيف FASB تشمل الخصائص الثانوية: القابلية للتحقق، القابلية للمقارنة، القابلية للفهم والتوقيت الملائم.

**1- القابلية للتحقق:** تساعد القابلية للتحقق على التأكيد للمستخدمين بأن المعلومات تعبر بصدق عن الظاهرة الاقتصادية التي تستهدف التعبير عنها، وتعني القابلية للتحقق أنه بإمكان مراقبين مختلفين على قدر من المعرفة ومستقلين التوصل إلى اجماع (ليس من الضروري أن يكون اتفاقا كاملا) على أن وصفا معنا هو تعبير صادق. ونجد أن لقابلية التحقق نوعين، مباشر وغير مباشر: (293)

**1-1- التحقق المباشر:** يعني التحقق المباشر من المبلغ، أو بتعبير آخر من خلال الملاحظة المباشرة، مثال على ذلك عد النقد.

**1-2- التحقق غير المباشر:** ويعني فحص المدخلات لنموذج أو معادلة أو أسلوب آخر، واعادة حساب المخرجات باستخدام المنهجية نفسها. مثال ذلك التحقق من المبلغ الدفترى للمخزون من خلال فحص المدخلات (الكميات والتكاليف) واعادة حساب مخزون آخر المدة باستخدام نفس افتراض تدفق التكلفة (على سبيل المثال، استخدام طريقة الوارد أولا صادر أولا).

**2- القابلية للمقارنة:** يعرف بأنه تماثل الخصائص التي تجعل المقارنة أمرا ممكن التحقق بما يسهل الدراسة والتحليل والتنبؤ واتخاذ القرارات بواسطة الدائنين والمستثمرين وغيرهم، وتعد خاصية قابلية المقارنة من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها التحليل المالي والرقابة بغية تقييم أداء الشركات الاقتصادية (294)، واجراء المقارنات يكون على مستويين: (295)

**1-2- المستوى الأول:** المقارنة بين نتائج الفترات لنفس الوحدة المحاسبية، وهو ما يعرف بالثبات.

<sup>293</sup> الهيئة العامة للمحاسبين القانونيين، المعايير الدولية للتقرير المالي المعتمدة في المملكة العربية السعودية والمعايير والإصدارات الأخرى المعتمدة من الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، مرجع سبق ذكره، ص 66.

<sup>294</sup> رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص 219.

<sup>295</sup> عباس محمود الشيرازي، نظرية المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص 198.



## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

2-2-المستوى الثاني: المقارنة بين نتائج الوحدات المحاسبية المختلفة وهو ما يعرف بالتوحيد، هذا الأخير يعني اتباع الأساليب والطرق في اعداد التقارير المالية من قبل الشركات المختلفة، وذلك سواء في مجال القياس أو في مجال الإفصاح.

الا أن المستخدمين عند مقارنتهم للتقارير المالية بين الشركات المختلفة أو المقارنة بين فترات لنفس الشركة، يجب أن يكون هناك تماثل بين التقارير المالية من أجل تخفيض التنوع الكبير الناشئ عن استخدام اجراءات محاسبية مختلفة من شركة إلى أخرى<sup>(296)</sup>، حيث يعتبر التماثل شرط أساسي في جعل المعلومات المحاسبية قابلة للمقارنة، ويضمن:

-تماثل الاجراءات المحاسبية.

-نفس مفاهيم القياس والتبويب.

-تطابق طرق العرض والإفصاح.

3-القابلية للفهم: حسب ما جاء به المرجع المحاسبي الدولي، فإن تصنيف وتوصيف وعرض المعلومات بشكل موجز يجعلها قابلة للفهم من جهة، ومن جهة أخرى تعد التقارير المالية للمستخدمين الذين على قدر معقول من المعرفة بالأعمال والأنشطة الاقتصادية، والذين يستعرضون المعلومات ويحللونها بقدر من العناية. احيانا قد يحتاج المستخدمون المطلعون والجادون إلى الحصول على مساعدة مستشار لفهم معلومات عن ظواهر اقتصادية معقدة<sup>(297)</sup>.

ومما سبق يرى الباحث أن المعلومات تكون قابلة للفهم، إذا توفرت على مؤشرين مهمين:

3-1-درجة الوضوح وبساطة التعبير عن المعلومات حتى يسهل للشخص ذو المستوى المتوسط من الفهم دون التخلي عن الجوهر والاهتمام بالشكل.

3-2-مستوى الفهم والادراك لدى مستخدمي المعلومات، ويعكس هذا المؤشر امكانية مستخدم المعلومات من فهمها بصورة معقولة دون الحاجة لبذل جهود غير اعتيادية، وبالمقابل يشترط ان يكون الشخص ذو معرفة معقولة بطبيعة المعلومات.

4-التوقيت الملائم: يعتبر التوقيت الملائم من أهم العناصر النوعية الثانوية للحكم على مدى جودة التقارير المالية، وقد عرف بأنه "مدى توافر المعلومات لمتخذي القرار قبل أن يفقد قدرته على التأثير في القرارات"، ويشير أيضا

<sup>296</sup> رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير، مرجع سبق ذكره، ص 218.

<sup>297</sup> الهيئة العامة للمحاسبين القانونيين، المعايير الدولية للتقرير المالي المعتمدة في المملكة العربية السعودية والمعايير والإصدارات الأخرى المعتمدة من الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، مرجع سبق ذكره، ص 66.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

إلى الوقت المستغرق للكشف عن نوعية المعلومات بالقوائم المالية لاتخاذ قرارات ذات فائدة<sup>(298)</sup>.

وحسب IASB يعني توفير المعلومات في الوقت المناسب إتاحة المعلومات لصانعي القرار في الوقت المناسب كي تكون قادرة على التأثير في قراراتهم. وبشكل عام كلما كانت المعلومات قديمة كلما كانت أقل فائدة. وبالرغم من ذلك قد تتصف بعض المعلومات بأنها موفرة في الوقت المناسب بعد فترة طويلة من نهاية فترة التقرير نظرا لحاجة بعض المستخدمين لتحديد وتقدير الاتجاهات مثلا<sup>(299)</sup>.

إضافة إلى الخصائص السابقة فهناك عدة خصائص يفترض أن تتوافر في المعلومات المحاسبية مثل الدقة في المعلومات المحاسبية، الخلو من الأخطاء وامكانية التعبير الكمي.

### المطلب الثالث: أهمية الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في تعزيز ثقة المستثمر الأجنبي بسوق الأوراق المالية

يكتسب الإفصاح المحاسبي أهميته من خلال تحقيق عدة معايير يبحث عنها المستثمر داخل سوق الأوراق المالية، والتي تقدم له ضمانات بتحقيق أهدافه الاستثمارية على المدى القصير والطويل، وتفادي خسارة رأسماله بشكل يؤدي إلى استنزاف مدخراته المستثمرة، وفيما يلي سنوضح مختلف الجوانب التي يؤثر عليها الإفصاح المحاسبي إيجابا في السوق:

### الفرع الأول: وزن المعلومات المحاسبية المفصّح عنها وفق IAS/IFRS في فلسفة التحليل المالي

يهدف التحليل المالي إلى تكوين مناطق شراء ومناطق بيع اعتمادا على معلومات اقتصادية واقعية (التحليل الأساسي) أو على البيانات التاريخية والقيم المالية المتوفرة في شكل اشكال ورسوم بيانية (التحليل الفني) والتي يكون أساسها مخرجات التحليل الأساسي، ويعتمد التحليل المالي الأساسي على معلومات مالية وغير مالية يمكن للمعلومات المحاسبية المفصّح عنها وفق IAS/IFRS تغطية البعض منها، ويمكن تلخيص ذلك فيما يلي:

-التحليل الأساسي يعتمد على معلومات عامة حول الاقتصاد، وهذه المعلومات غالبا ما توفرها الهيئات الدولية مثل البنك الدولي أو الهيئات المالية والمصرفية الوطنية مثل البنك المركزي، حيث الإفصاح عنها وفق المرجع المحاسبي الدولي غير مكلف نظرا لتوفرها.

-يوفر المرجع المحاسبي الدولي المعلومات القطاعية التي تنتمي لها الشركة، ويغطي المعيار IFRS8 كافة المعلومات القطاعية المطلوبة في التحليل الأساسي.

<sup>298</sup> ISAB, *Conceptual Framework for Financial Reporting (a comprehensive set of concepts for financial reporting)*, London 2018, P17.

<sup>299</sup> الهيئة العامة للمحاسبين القانونيين، المعايير الدولية للتقرير المالي المعتمدة في المملكة العربية السعودية والمعايير والإصدارات الأخرى المعتمدة من الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، مرجع سبق ذكره، ص 66.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

-توفر القوائم المالية الرئيسية من قائمة المركز المالي وقائمة الدخل كافة المعلومات المتعلقة بالشركة التي يحتاجها المحلل في بناء النسب المالية والبيانات المقارنة.  
-توفر قائمة الدخل والمعيار IFRS7 "الإفصاح عن الأدوات المالية" أهم المعلومات المستخدمة في قياس العائد والمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية.

### الفرع الثاني: أثر الإفصاح عن المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقته بالحوكمة

ان وجود نظام افصاح قوي يشجع على الشفافية الحقيقية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، ويعتبر أمراً رئيسياً لقدرة المساهمين على ممارسة حقوق ممتلكاتهم على أسس مدروسة، وتظهر التجارب أن الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المحاسبية الواردة في القوائم المالية والتقارير أداة قوية للتأكد من سلوك الشركات وحماية المستثمرين، حيث يمكن نظام الإفصاح الكافي وصول المعلومات في الوقت المناسب لهم، الأمر الذي يساهم في اجتذاب رأس المال والحفاظ على الثقة في أسواق رأس المال، وعلى النقيض فان ضعف الإفصاح وقلة المعلومات المحاسبية وتأخرها في الوصول إلى المساهمين والمستثمرين والممارسات غير الشفافة تساهم في السلوك غير الأخلاقي وخفض مستوى شفافية ونزاهة السوق، وبالتالي خفض كفاءة سوق الأوراق المالية.

وتساهم حوكمة الشركات في دعم الإفصاح المحاسبي من خلال ما جاء به من مبادئ الإفصاح والشفافية وما تحتويه من اعداد ومراجعة المعلومات والافصاح عنها بما يتفق والمعايير عالية الجودة، وأن يتم توفيرها للمستخدمين في الوقت المناسب وبالتكلفة الملائمة. كما أن دقة وموضوعية التقارير المالية تتطلب الالتزام بالقوانين والتشريعات، حيث أصبحت الاجراءات التي تأتي بها الحوكمة عامل مهم لإعادة ثقة المتعاملين في سوق الأوراق المالية بعد الأزمات المالية المتتالية التي كان سببها الرئيسي عدم الإفصاح عن المعلومات المهمة. وهنا يتضح أن الاعتماد على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية الذي يعتبر من أهم بنود المرجع المحاسبي الدولي في تحقيق الجودة لا يكفي لوحده، ولكن يجب الالتزام بتطبيق مبادئ الحوكمة لإضفاء مفهوم الجودة الشاملة للمعلومات المحاسبية<sup>(300)</sup>.

كما تظهر أهمية الإفصاح من خلال ازدياد حاجة الشركات المساهمة إلى التمويل عن طريق أسواق الأوراق المالية حيث يعد الإفصاح شرطاً أساسياً لتأسيس سوق الأوراق المالية، والتي غالباً ما يشرف على تلك الأسواق هيئات مهنية أو شبه حكومية تلزم الشركات المدرجة أو التي تريد الإدراج في السوق الأوراق المالية باتباع اجراءات وقوانين وقواعد أساسية تتماشى مع مبادئ الحوكمة تحدد المهنة هدفها جودة الإفصاح، حتى يكتسب الإفصاح عن المعلومات المنشورة في التقارير المالية مصداقية لدى المساهمين والمستثمرين وبذلك تكون المعلومات ذات قيمة

<sup>300</sup> علي العبيسي، حمزة تجانية، دور جودة المعلومة المحاسبية في تفعيل سوق الأوراق المالية، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 02، العدد 02، جامعة الشهيد لخضر الوادي، الجزائر، ديسمبر 2019، ص 240.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

وجودة ومنفعة لجميع مستخدميها<sup>(301)</sup>.

ومن خلال ما سبق فإن الإفصاح المحاسبي يساهم في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال توفير المعلومات المتضمنة في القوائم والتقارير المالية في الوقت والكمية المطلوبين لكافة المستثمرين، وبالمقابل سوق الأوراق المالية من خلال فرض الهيئات والمؤسسات المسيرة لهاته الأسواق تشريعات وقوانين واجراءات في اطار حوكمة الشركات تخص الإفصاح على الشركات المدرجة يزيد من جودة الإفصاح والشفافية التي تساعد المساهمين والمستثمرين بما في ذلك المستثمر الأجنبي على اتخاذ القرارات الاستثمارية المستقبلية موافقة لأهدافهم.

ويرى الباحث أنه بما أن أسواق الأوراق المالية تعتبر ركيزة هامة في تحقيق التنمية الاقتصادية، فإن الإفصاح يعد مطلباً ضرورياً حتى يعكس الصورة الحقيقية للشركات ومدى التزامها بالقوانين والتعليمات التي تقرها الجهات المسؤولة من أجل التأكد من إدارتها بأسلوب يؤدي إلى حماية حقوق المساهمين والمستثمرين في الأوراق المالية، وبالتالي فإن الزام الشركات بتطبيق المرجع المحاسبي الدولي واتباع مبادئ الحوكمة يزيد من جودة الإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية، ومن ذلك كسب ثقة المستثمرين المحليين أو الأجانب الحاليين والمرتبين.

### الفرع الثالث: دور الإفصاح المحاسبي في الحد من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين الأجانب والمحليين

كما تعد جودة الإفصاح من أكثر العوامل المؤثرة في تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين وبالتالي زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية، لأن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على مدى توفر المعلومات والبيانات المالية للمستثمرين من حيث سرعة توفرها وعدالة الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها، ويمكن توضيح مدى فاعلية الإفصاح في تخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال قناتين رئيسيتين:<sup>(302)</sup>

1- يؤثر الإفصاح على عدم تماثل المعلومات من خلال ترشيد سلوك المستثمرين غير المطلعين، حيث يفضل هؤلاء المستثمرين الاستثمار في الشركات المعروفة والمتوافر المعلومات عنها داخل السوق، فإذا زادت جودة الإفصاح فإن ذلك سوف يؤدي إلى تخفيض تكاليف تجميع ومعالجة المعلومات المتعلقة بالشركة وبالتالي زيادة تعامل المستثمرين غير المطلعين على أسهم الشركة، بل وقد تدفع مستثمرين جدد إلى دخول السوق والتعامل على أسهم الشركة مما يؤثر بالإيجاب على حجم التداول، وكلما زاد عدد حملة الأسهم كلما انخفض عدم تماثل المعلومات كأحد المؤشرات المستخدمة كمقياس لعدم تماثل المعلومات داخل السوق.

2- يؤثر الإفصاح على عدم تماثل المعلومات بتخفيض حوافز البحث عن المعلومات الخاصة، حيث أن

<sup>301</sup> محمد خليل، دور المحاسب الإداري في إطار حوكمة الشركات، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، العدد 02، جامعة بنها، مصر، 2003، ص 35.

<sup>302</sup> Stephen Brown, Stephen A.Hillegeist, **How to disclosure Quality affects the long-run level of information asymmetry**, INSEAD working paper series, 2006, P-P 6-7.

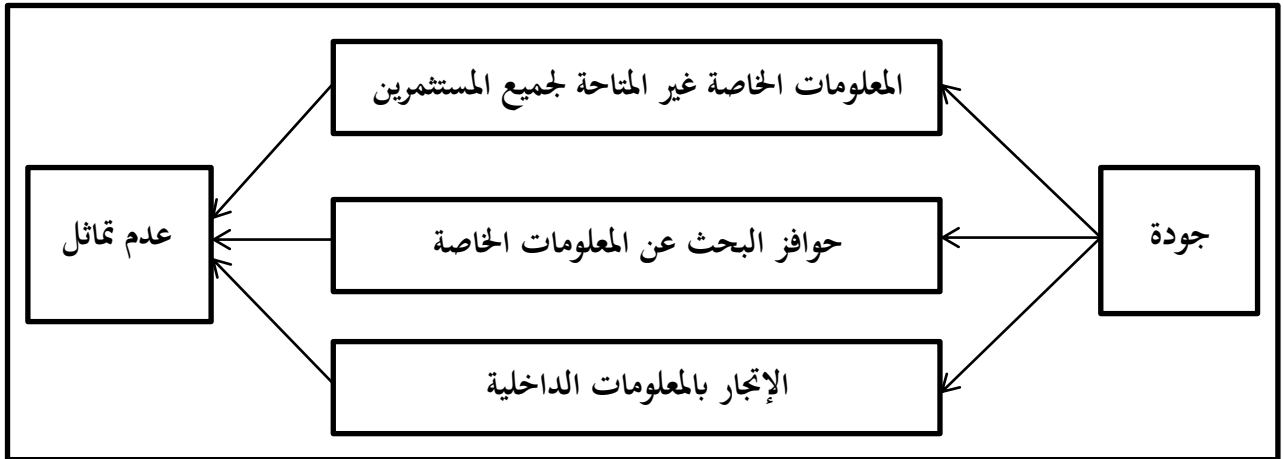
## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

الشركات التي قامت بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية قد حولت المعلومات الخاصة إلى معلومات عامة زودت السوق بها، وبالتالي فلن توجد حوافز البحث عن المعلومات الخاصة لانخفاض المنافع المحققة منها مع زيادة تكلفة الحصول عليها.

ويرى الباحث أن الإفصاح الجيد والتوسع فيه من طرف الشركة يزيد من تكلفة حصول المستثمر على المعلومات الخاصة التي لم يتم الإفصاح عنها مع انخفاض العائد المحقق منها لأن هاته المعلومات الخاصة ستكلفه أكثر من عائدها، وبالتالي سيعتبر المستثمر بأن تكلفة الحصول على المعلومات الخاصة تعد تكلفة بلا عائد حقيقي، وبذلك يكون أمام خيار واحد وهو الاكتفاء بالمعلومات العامة وعدم البحث عن المعلومات الخاصة.

ويمكن تلخيص ما سبق بالشكل الآتي:

الشكل (3-3) العلاقة بين جودة الإفصاح وعدم تماثل المعلومات



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات السابقة

### الفرع الرابع: أثر الإفصاح عن المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية للورقة المالية

تتمثل أهمية التقارير المالية في توفيرها لمعلومات محاسبية تساعد المستثمرين الأجانب على اجراء التنبؤات المستقبلية، وتبرز علاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية للسهم من خلال دورها في تخفيض درجة عدم التأكد باتخاذ قرار الاستثمار واستخدامها كمدخلات لنماذج تحليل العوامل الأساسية والتنبؤ بالقيمة الحقيقية للورقة المالية، مما ينعكس أثره على الاختيار الأمثل لمحفظة الأوراق المالية.

وفي اطار الفكر المالي المعاصر، يرجع التغير في سعر أو عوائد الأوراق المالية إلى محتوى المعلومات المحاسبية المفصح عنها، والتي قد تفسر التغيرات المتوقعة أو غير المتوقعة في أداء الشركة، والتي تقود بدورها إلى تغيرات في القيمة

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

السوقية للأوراق المالية، لأنها تمكن المستثمرين والمحللين والسماسرة من الاستفادة منها في التنبؤ بالأحداث المتوقعة في المستقبل، وبالتالي اتخاذ قرار الشراء أو البيع.

وأكدت الدراسات السابقة على فائدة المحتوى الإعلامي للقوائم والتقارير المالية، خاصة الربح المحاسبي أو ربح السهم أو توزيعات الأسهم التي تفسر التغير في السعر السوقي للأوراق المالية، فهذه الأخيرة سوف ترتفع أو تنخفض قياسا بتحقيق الشركة للأرباح والخسائر، وبناء عليه فإن قرارات الشراء والبيع تعتمد بشكل أساسي على معدلات النمو المتوقعة للربح المحاسبي لكن هذا يتحقق فقط إذا كانت السوق محمية من المعلومات المغلوطة والشائعات، لأن المعلومة في سوق الأوراق المالية دائما ما تؤثر على أسعار الورقة المالية قبل الصدور الفعلي للقوائم والتقارير المالية، أي قبل اجتماع مجلس الادارة.

لذا يمكن القول أن الإفصاح عن المعلومات المحاسبية يؤدي دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بالسوق من حيث تحديد السعر السوقي للأوراق المالية، كون المعلومات المحاسبية التي يتم الإعلان عنها بموجب البيانات والتقارير المالية إذا ما احسن المستثمر تحليلها سوف تساعده على اتخاذ القرار الصحيح. وبالتالي فإن المعلومات المحاسبية تعد المسبب الرئيسي في تقلبات القيمة السوقية للورقة المالية، أي أن التغير في القيمة السوقية للورقة المالية هي دالة لمحتوى الإفصاح عن المعلومات المحاسبية.

### الفرع الخامس: مساهمة الإفصاح المحاسبي الإلكتروني وفق لغة XBRL في كسب ثقة المستثمر الأجنبي

المستثمر الأجنبي ينجذب إلى أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة العالية، حيث تزيد لغة تقارير الأعمال الموسعة من كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال:

#### أولا: زيادة جودة التقارير المالية

تعمل لغة XBRL على تحسين جودة التقارير المالية المنشورة إلكترونيا من خلال: (303)

**1-دعم جودة المعلومات المالية:** تعتمد منفعة المعلومات المحاسبية على مدى ملاءمتها لعملية اتخاذ القرار الاستثماري، فتوفر العديد من المعلومات على شبكة الانترنت مما قد يصعب على المستخدمين الحصول على المعلومات الملائمة لاتخاذ القرارات المناسبة. لغة XBRL وضعت حدا لهذه المشكلة بتوفيرها معلومات ملائمة لعملية اتخاذ القرارات من خلال مساهمتها في تعزيز الخصائص النوعية لجودة المعلومات المحاسبية المنشورة مما سيجعل عملية تسعير الأوراق المالية أكثر دقة، وهذا بدوره سيؤدي إلى رفع كفاءة سوق الأوراق المالية

<sup>303</sup> بوجعة بن صالح، جمال عمورة، لغة الإفصاح الإلكتروني XBRL ودورها في تحسين كفاءة الأسواق المالية، المجلد 20، العدد 02، مجلة معهد العلوم الاقتصادية (مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة)، جامعة البليدة، الجزائر، 2016، ص 38-40.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

2- تعزيز الإفصاح الإلكتروني: باعتبار لغة XBRL أداة للإفصاح والنشر الإلكتروني، يمكنها الإفصاح بشكل فوري ومستمر عن التقارير المالية وما يستجد من معلومات عن الشركة، مما ينعكس بشكل مباشر على أسعار الأوراق المالية للشركة ويجعلها تعكس القيمة الحقيقية للورق المالية والذي يفيد المستثمرين عند اتخاذ قراراتهم.

### ثانياً: تحسين مستوى الشفافية:

تتمثل أهمية الشفافية في أنها تعمل على زيادة المعلومات الواردة في الايضاحات المرفقة للقوائم المالية على النحو الذي يؤدي إلى تحسين مستوى الإفصاح. حيث أن عدم توفر هذه المعلومات لبعض المستثمرين قد يجعلهم يتخذون قرارات غير رشيدة، كما يعمل على خفض والرفع المصطنع لأسعار الأوراق المالية وزيادة المضاربة، وبالتالي خلق نوع من الازباك في أداء السوق. ويمكن أن تساهم لغة XBRL في تحقيق الشفافية في الأسواق المالية من خلال:

-توفر البطاقات التعريفية للغة XBRL معلومات مفصلة عن كل عنصر موجود سواء في صلب القوائم المالية أو الايضاحات المرفقة، كما تحدد السياسات المتبعة والتي تفيد المستثمرين في الحصول على المعلومات التفصيلية بكل عنصر، وعلى الرغم من ذلك فإن الشركة يمكنها التحكم في درجة الوصول إلى تفاصيل المعلومات.

-مساعدة المستخدمين الأقل خبرة عن طريق دعم عمليات البحث والمساعدة على تحليل البيانات، الأمر الذي سوف يحسن من مستوى الشفافية.

### ثالثاً: الحد من عدم تماثل المعلومات:

ان حالة عدم تماثل المعلومات في السوق بين الادارة والمستثمرين أو بين المستثمرين أنفسهم يترتب عليه عدد من الآثار السلبية سواء على مستوى الشركة أو على مستوى سوق الأوراق المالية، حيث تسعى لغة XBRL إلى الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات من خلال:<sup>(304)</sup>

-لدى لغة XBRL القدرة على تحسين نوعية المعلومات المفصح عنها وتسهيل التدفق المستثمر للمعلومات لجميع المستخدمين في نفس الوقت، الأمر الذي يحقق الديمقراطية في السوق.

-تسهيل الوصول إلى المعلومات وتوفيرها إلى جميع المستثمرين في ذات الوقت، يلغي حالة عدم تكافؤ الفرص التي تحدث بينهم. كما أن توفير تقارير مالية فورية وتقديم معلومات ذات جودة عالية سيؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين في المعلومات المنشورة وفي نتائج تحليلها وبالتالي سوف يزيد إقبالهم على الاستثمار في البورصة والنتيجة المنطقية في

<sup>304</sup> بوجعة بن صالح، جمال عمورة، لغة الإفصاح الإلكتروني XBRL ودورها في تحسين كفاءة الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 40.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

ذلك هو زيادة السيولة في سوق الأوراق المالية.

كما تسهل لغة الإفصاح XBRL على المستثمرين الأجانب جمع المعلومات وتحليلها لاتخاذ قراراتهم في الوقت المناسب من خلال: (305)

-توفر المعلومات للمستثمر الأجنبي بشكل مجاني، حيث تجنب تكاليف استخدام نظام قواعد البيانات الذي يعتبر مكلف بالنسبة للمستخدم الفرد، ولذلك يفضلها المستثمرين الأقلية (صغار المستثمرين).

-أحداث تكامل بين المعلومات المالية وغير المالية، حيث تسمح للمحللين الماليين بتضمين البيانات المالية مع البيانات غير المالية (مثل البيانات الاقتصادية والنشرات الاعلانية والبيانات الداخلية) مما يؤدي إلى زيادة منفعة المعلومات المقدمة بلغة XBRL، وهذا ما يساعد المستثمر الأجنبي للتحقق من كافة المعلومات قبل اتخاذ قرار الاستثمار.

ويرى الباحث أن لغة تقارير الأعمال الموسعة تتيح للمستثمر أيضا تحطي عدة عراقيل تواجهه عند الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العالمية، من خلال:

-توصيل المعلومات في الوقت المناسب بما يتلاءم مع التعاملات في الأوراق المالية.

-تعطي للمستثمر الأجنبي امكانية الحصول على القوائم والتقارير المالية وقراءتها وتحليلها ومقارنتها بغض النظر عن اللغة والبرامج المستخدمة في اعدادها.

-تمكن لغة تقارير الأعمال الموسعة المستثمر الأجنبي من تغيير العملة المستخدمة في اعداد التقارير المالية، وهذا ما يسهل عليهم اتخاذ القرارات في أسرع وقت ممكن.

ونستخلص مما سبق أن لغة تقارير الأعمال الموسع تعزز من ثقة المستثمر الأجنبي بسوق الأوراق المالية، مما يدفع إلى استقطاب الاستثمارات الأجنبية بشكل أكبر، وبالتالي يزيد من كفاءة سوق الأوراق المالية وزيادة نشاطها.

<sup>305</sup> محمد حسن عبد العظيم، ولاء ربيع عبد العظيم، التجارب الدولية لتطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS في ضوء النشر الإلكتروني للقوائم المالية، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 17، عدد خاص، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2013، ص ص 150-153.



## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

### المبحث الثاني: نموذج دولة الإمارات في تطوير نظام الإفصاح لاستقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر

تصنف سوق الأوراق المالية في الإمارات في مصاف الأسواق المالية الناشئة التي تسعى إلى تحسين وتطوير أنظمتها وتشريعاتها المختلفة حتى تصبح مركز جذب للاستثمارات المحلية والأجنبية لرفع السوق إلى مراكز متقدمة في الاقتصاد العالمي، ومن بين هذه الأنظمة نظام الإفصاح الذي يعتبر ركيزة من ركائز السوق لما يقدمه من معلومات تفيد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وستعرف في هذا المبحث تنظيم الاستثمار الأجنبي غير المباشر، أهمية نظام الإفصاح المحاسبي في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية وجذب الاستثمار الأجنبي، ثم التطرق إلى أهم الاجراءات والقوانين التي تساهم في زيادة جودة نظام الإفصاح المحاسبي.

### المطلب الأول: تنظيم الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الإمارات

تتم دولة الإمارات بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية لأسواق أوراقها المالية، وهذا لأهميتها في تنشيط السوق وتمويل المشاريع المحلية القائمة والجديدة، ولهذا سنتطرق إلى مكانة الإمارات في مؤشرات جاذبية الاستثمار على المستوى الدولي وعلى مستوى سوق الأوراق المالية الإماراتي، ثم إلى واقع وتطور تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الإمارات.

### أولاً: موقع الإمارات في المؤشرات الدولية لجاذبية الاستثمار

يسعى المستثمر الأجنبي إلى معرفة البيئة الاقتصادية والسياسية والقانونية للدولة التي يريد أن يستثمر فيها رأس ماله، حيث يصعب عليه جمع هاته المعلومات نظراً لكثرتها وتشعبها، وهنا تظهر أهمية المؤشرات الدولية التي تعتبر من أهم طرق قياس ملاءمة مناخ الاستثمار والمشجعة عليه في منطقة ما. حيث أثبتت العديد من الدراسات على وجود علاقة قوية بين ترتيب البلد في بعض المؤشرات وبين حجم ما يجذبه من الاستثمار الأجنبي، وأشارت معظم هذه الدراسات إلى ثلاثة مؤشرات عالمية ذات التأثير الكبير وهي على الترتيب حسب الأهمية النسبية تقارير ممارسة أنشطة الأعمال، تقارير التنافسية العالمية ومؤشر الحرية الاقتصادية التي تشمل على أهم العوامل المؤثرة على قرار المستثمر الأجنبي.<sup>(306)</sup> ولقد سمحت خطة الإمارات الاصلاحية التي مست كافة المجالات في الدولة منذ نهاية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين من احتلال مراكز متقدمة في العديد من المؤشرات والتقارير العالمية، متقدمة بذلك على العديد من الدول النامية وبعض الدول المتقدمة. ولمعرفة امكانية الإمارات في توفير بيئة مناسبة للاستثمار فيها، سنعرض ترتيبها في أهم المؤشرات الدولية.

### 1-تصنيف الإمارات في تقرير ممارسة أنشطة الأعمال

<sup>306</sup> Rush Doshi and others, **The Power of Ranking: The Ease of Doing Business Indicator and Global Regulatory Behavior**, Cambridge University Press, Volume 73, Issue 3, July 2019, USA, P-P 621-625.

الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة  
حالة الإمارات العربية المتحدة-

يصدر البنك الدولي كل عام تقرير ممارسة أنشطة الأعمال، يقدم عدد من المؤشرات التي تتعلق بالأنظمة التجارية وحماية حقوق الملكية التي يمكن المقارنة من خلالها بين اقتصاديات مختلف الدول، كما يقيس مجموعة من العوامل المؤثرة على مناخ الأعمال الذي تحدد سهولة ممارسة النشاط في بلد ما. ويعتبر أول مؤشر يطلع عليه المستثمرون للبحث عن الفرص الاستثمارية حيث تبلغ أهميته النسبية حوالي 65% من إجمالي المؤشرات المعمول بها<sup>(307)</sup>، والجدول التالي يوضح مرتبة الإمارات في هذا المؤشر.

الجدول (1-3): ترتيب دولة الإمارات في تقارير ممارسة أنشطة الأعمال خلال الفترة (2010-2019)

019	018	017	016	015	014	013	012	011	010	البيان	
90	90	90	89	89	89	85	85	84	83	عدد الدول	
1	1	6	1	2	3	6	3	0	3	الترتيب العام	
5	1	3	0	8	7	2	2	6	4	الترتيب	بدأ النشاط التجاري
.5	.5	.5								عدد الاجراءات	
	.5	.5					3	5	5	المدة الزمنية يوم	
						3	2	6	7	استخراج تراخيص البناء	
							0	0	0	الحصول على الكهرباء	
	0	1	0			2				تسجيل الملكية	
4	0	01	7	9	6	3	8	2	1	الحصول على الائتمان	
5	0		9	3	8	28	22	20	19	حماية المستثمرين الأقلية	
										أثر دفع الضرائب على الأعمال	

<sup>307</sup> Op. cit, P625.

الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة  
حالة الإمارات العربية المتحدة-

8	1	5	01						التجارة عبر الحدود
	2	5	8	21	00	04	34	34	تنفيذ العقود
5	9	04	1	2	01	01	51	43	تسوية حالات الإعمار

Source: World Bank Groupe, Doing Business Reports 2010-2019.

ويبين الجدول اعلاه التحسن الكبير في ترتيب دولة الإمارات من حيث سهولة ممارسة أنشطة الأعمال خلال الفترة المدروسة، ويرجع هذا إلى نجاعة الإصلاحات التي قامت بها في مختلف المجالات، مثل تخفيض اجراءات بداية أي نشاط تجاري والمدة الزمنية اللازمة لذلك حيث احتلت المرتبة 25 عالميا من أصل 190 دولة سنة 2019 بعدما كانت في المرتبة 44 سنة 2010، وبالنسبة لسهولة استخراج تراخيص البناء فارتقت من المركز 27 في 2010 إلى المركز 5 عالميا سنة 2019، كما سجلت تقدم كبير في معظم المؤشرات الأخرى مثل حماية المستثمرين الأقلية والحصول على الجدارة الائتمانية، وتصدرت المركز الأول من حيث توفر الكهرباء وعدم انقطاعها على المنشآت الاقتصادية والصناعية سنتي 2018 و2019، وتمكنت من تحقيق الصدارة في مؤشر عدم تأثير دفع الضرائب على الأعمال لستة سنوات متتالية بداية من سنة 2013 حتى 2018 لتتراجع للمركز الثاني سنة 2019.

وأدى هذا التطور الكبير في معظم المؤشرات إلى تحسن ترتيب الإمارات في تقرير ممارسة أنشطة الأعمال من سنة 2019 إلى أخرى، إذ وبعد احتلالها المركز 33 سنة 2010 قفزت في الترتيب إلى المركز 11 عالميا والأولى عربيا سنة 2019.

## 2- تصنيف الإمارات في مؤشر التنافسية العالمية

يصنف مؤشر التنافسية العالمية المصدر من طرف المنتدى الاقتصادي العالمي أزيد من 140 دولة، ويعتبر من أهم المعايير لتحديد اتجاه تدفق رؤوس الأموال الأجنبية دوليا، ويوضع في الترتيب الثاني بعد تقرير ممارسة النشاط من حيث الأهمية النسبية في جذب الاستثمار الأجنبي بمتوسط 17% من إجمالي المؤشرات المعترف بها.<sup>(308)</sup> ويعتمد على هذا المؤشر على ثلاثة مؤشرات رئيسية تتمثل في المتطلبات الأساسية للاقتصاد وتشمل على المؤشرات الفرعية التالية (الاطار المؤسسي للدولة، البنية التحتية، بيئة الاقتصاد الكلية)، تطور الأسواق وزيادة كفاءتها وتشمل ثلاثة اسواق هي (سوق السلع، سوق الشغل، السوق المالية) والمؤشر الرئيسي الأخير هو مؤشر التطور العلمي، التكنولوجي والابتكار.

<sup>308</sup> Rush Doshi and others, **The Power of Ranking: The Ease of Doing Business Indicator and Global Regulatory Behavior**, Op. cit, P625.

الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة  
حالة الإمارات العربية المتحدة-

الجدول (2-3): ترتيب دولة الإمارات في تقارير التنافسية العالمية خلال الفترة (2010-2019)

019	018	017	016	015	014	013	012	011	010	البيان
41	40	37	38	40	44	48	43	40	38	عدد الدول في المؤشر
5	7	7	6	7	2	9	5	8	0	الترتيب في المؤشر العام
			1							الترتيب
5	9					1	4	7	7	الاطار المؤسسي
2	5							0	2	البنية التحتية
		8	8				0	8	2	بيئة الاقتصاد الكلي
		7	5	7	4	0				الترتيب
	1							2	8	كفاءة سوق السلع
4	2	1	1	1			1	0	7	كفاءة سوق الشغل
1	1	4	8	0	7	4	7	0	8	تطور النظام المالي
2	8	9	7	1	6	4	2	0	0	حجم السوق المالية
1	3	8	1	1	7	1	0	2	0	التمويل من سوق الأوراق المالية
3	5	7	6	4	5	6	0	5	7	التطور العلمي، التكنولوجي والابتكار في كل المجالات

Source: World Economy Forum, The global competitiveness report, yearly reports 2011-2019.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

ويظهر الجدول رقم (2-3) أن الإمارات حافظت على تصنيفها ضمن 30 اقتصاد تنافسي عالمي طول سنوات الدراسة، حيث تحصلت على الترتيب الأول في مؤشر الاقتصاد الكلي سنة 2018 و2019 على التوالي، نظرا إلى الارتفاع المستمر للنتائج الاقتصادي وانخفاض معدلات التضخم واستقرار أسعار الفائدة وأسعار الصرف، ويرجع ذلك إلى الخطة الاقتصادية الإصلاحية المتبعة وخاصة تطوير النظام النقدي والمالي الذي أصبح ينافس الدول المتقدمة بل ويتفوق على بعض الدول في هذا المجال.

### 3-تصنيف الإمارات في مؤشر الحرية الاقتصادية

يعتبر مؤشر الحرية الاقتصادية الصادر عن مؤسسة التراث الأمريكية ثالث أهم مؤشر بعد تقرير ممارسة أنشطة الأعمال ومؤشر التنافسية العالمية بأهمية نسبية تقدر بحوالي 8% من إجمالي المؤشرات المعترف بها، يقيس مدى عولة اقتصاد ما مقارنة بحوالي 180 اقتصاد آخر.<sup>(309)</sup> ويتركب هذا المؤشر من 4 معايير رئيسية تتضمن العديد من المؤشرات الفرعية، وهذه المؤشرات هي مؤشر مؤسسي ويتضمن سيادة القانون ومعايير حقوق الملكية، والتحرر من الفساد ونزاهة الحكومة، والمؤشر الثاني هو حجم الحكومة ويضم العبء الضريبي، حجم الانفاق الحكومي والسلامة المالية، أما المؤشر الثالث هو الكفاءة التنظيمية ويتكون من حرية ممارسة الأعمال، حرية العمل والحرية النقدية، والمؤشر الرابع والأخير يتضمن حرية الاستثمار، حرية التجارة وحرية أنشطة التمويل.

### الجدول (3-3): ترتيب دولة الإمارات في مؤشر الحرية الاقتصادية خلال الفترة (2010-2019)

البيان	010	011	012	013	014	015	016	017	018	019
الترتيب دوليا	0	7	5	8	8	5	5		0	
الترتيب اقليميا										

Source: The Hiritage Foundation, **Index of Economic Freedom**, yearly reports 2010-2020.

<sup>309</sup> Rush Doshi and others, **The Power of Ranking: The Ease of Doing Business Indicator and Global Regulatory Behavior**, Op. cit, P625.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

من الجدول اعلاه نلاحظ تحسن الإمارات في التصنيف العالمي والاقليمي في مؤشر الحرية الاقتصادية، وارتقت من المرتبة 50 عالميا سنة 2010 إلى المرتبة 9 سنة 2019 ومن المركز 7 على مستوى الشرق الأوسط وشمال افريقيا سنة 2010 إلى المركز الأول سنة 2016 لتواصل صدارتها حتى 2019.

ومع تفوق الإمارات في العديد من المعايير والمؤشرات، أصبح تصنيفها مع البلدان المتقدمة في العديد من المجالات، حيث يعتبر هذا عامل جذب للاستثمارات الأجنبية التي ستزيد من تطور الاقتصاد والرفع من حجم أسواقها المالية والنقدية.

### ثانيا: جاذبية سوق الأوراق المالية في الإمارات للاستثمار الأجنبي غير المباشر

**1-تنظيم سوق الأوراق المالية:** كان تنظيم سوق الأوراق المالية بالإمارات ضرورة لتجنب مشكلات عمليات التداول في السوق غير المنظمة، بدأ هذا التنظيم مع صدور القانون الاتحادي رقم 04 سنة 2000 في شأن تأسيس هيئة وسوق الأوراق المالية والسلع، شرعت الهيئة فور اصدار القانون في وضع هيكلها الادارية والفنية والأخذ بزمام المبادرة فيما يتعلق بإنشاء سوق الإمارات للأوراق المالية، وقد تم افتتاح سوق دبي في 26 مارس 2000 وبعد ذلك سوق ابو ظبي بتاريخ 15 نوفمبر 2000، وذلك من خلال تدشين شاشة سوق الإمارات للأوراق المالية واصدار مؤشر يومي يعبر عن التداولات التي تجري على أسهم الشركات المدرجة بالسوقين معا اطلق عليه اسم مؤشر سوق الإمارات للأوراق المالية، كما يعرف كذلك باسم مؤشر هيئة الأوراق المالية والسلع الذي يعد حاليا المؤشر الرسمي لدولة الإمارات العربية المتحدة (310).

وتقوم الهيئة سنويا بإصدار تقرير مطبوع عن أداء سوق الإمارات للأوراق المالية يتضمن كافة البيانات الخاصة بالسوق مثل المؤشرات المالية والأداء المالي للشركات المدرجة، ونسب النمو حسب القطاع وتقييم الشركات ونسب الإفصاح والتقارير المقدمة. الشكل رقم (1) في الملحق يوضح الهيكل التنظيمي لهيئة سوق الأوراق المالية والسلع.

**2-أداء سوق الأوراق المالية بالإمارات:** فيما يتعلق بالقيمة السوقية، منذ حدوث الأزمة المالية العالمية سنة 2008 التي كانت القيمة السوقية منخفضة حينها قدرت بـ99 مليار دولار استمرت بالارتفاع خلال سنوات الدراسة أين وصلت سنة 2020 إلى قيمة 283.5 مليار دولار حيث حققت نسبة ارتفاع 186% مقارنة بسنة 2008، وهذا يدل على اتساع وزيادة حجم السوق خلال سنوات الدراسة. أما معدل الدوران والذي يقيس درجة سيولة السوق شهد تذبذب خلال سنوات الدراسة، أين بلغ أعلى معدل له في سنة 2014 بنسبة 77% وشهد أضعف نسبة سنة 2019 قدرت بـ12.4%، وتسجل في معظم السنوات نسب مقبولة تعبر عن توفر السيولة في السوق لشراء وبيع الأوراق المالية.

<sup>310</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع الإمارات، الموقع الرسمي <http://www.sca.gov.ae/Arabic/sca/Pages/establishment.aspx> تاريخ الاطلاع في

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

**3-عدد الشركات المدرجة:** شهد عدد الشركات ارتفاع مستمر منذ سنة 2007 حيث كان العدد 120 ووصل بعد سنتين وتحديدا سنة 2009 إلى 133 شركة، ورغم انخفاضه في السنوات اللاحقة أين وصل إلى 121 شركة سنة 2013 نتيجة خروج العديد من الشركات بسبب المخالفات أو عدم استيفائها لمعايير ما بعد الإدراج الموضوعة من طرف هيئة سوق الأوراق المالية، إلا أنه استمر في الارتفاع أين وصل سنة 2020 إلى 144 شركة مدرجة، ويعتبر أكبر عدد شركات مدرجة منذ تأسيس سوق الأوراق المالية بالإمارات وبفارق 24 شركة مقارنة بسنة 2007.

**4-مؤسسات الوساطة المالية:** تمتلك دولة الإمارات أكثر من 50 وسيط مالي من بينهم 24 وسيط متخصص في الوساطة الالكترونية التي يستعين بها المستثمر الأجنبي في القيام بعملياته في سوق الأوراق المالية، ومن أهم الخدمات التي يقدمها الوسطاء الماليين خدمات الاكتتاب والإدراج، خدمات وتراخيص التكنولوجيا مثل خدمات الإفصاح الالكتروني ونظام XBRL وتقارير التحليل المالي، خدمات الجمعية العمومية السنوية، خدمات الإفصاح، خدمات توزيع الأرباح، خدمات إصدار القوائم والتقارير المالية.

**5-الأوراق والمنتجات المالية المسموح بها للأجانب:** تشمل الأوراق والمنتجات المالية المسموحة للمستثمرين الأجانب في سوق الأوراق المالية والسلع ما يلي:

### 5-1-الأوراق المالية المدرجة

ويكون تداول الأوراق المالية بشكل مباشر في سوق الأوراق المالية وعن طريق شركات الوساطة المالية بشراء أوراق مالية لشركة، أو مجموعة أوراق مالية لعدة شركات على شكل محفظة متنوعة، أو يتم عبر قنوات الاستثمار نذكرها فيما يلي:

**5-1-1-الأسهم وسندات الدين:** وتشمل الأسهم العادية المدرجة، وسندات الدين المتداولة في أسواق الأوراق المالية بالإمارات والتي حددها هيئة سوق الأوراق المالية في سندات دين قابلة للتحويل لأسهم، سندات الدين الحكومية، سندات الدين المغطاة، سندات الدين المستثناة<sup>(311)</sup>.

**5-1-2-أذونات الخزينة المغطاة:** وعرفت هيئة سوق الأوراق المالية والسلع على أنها "أوراق مالية متساوية القيمة وقابلة للتداول تعطي لحاملها الحق (دون الزام) في شراء أو بيع عدد محدد من الأصول محل الأذونات بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة"<sup>(312)</sup>.

<sup>311</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (17) لسنة 2014 في شأن نظام سندات الدين، ص 2.

<sup>312</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (02) لسنة 2014 في شأن نظام أذونات الخزينة، ص 2.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

5-1-3-الصكوك: الشهادات المالية الاسلامية أو الصكوك، أدوات مالية متساوية في القيمة وقابلة للتداول تمثل حصصاً في ملكية أصل أو مجموعة من الأصول، وتصدر وفقاً للشريعة.<sup>(313)</sup>

5-1-4-صناديق الاستثمار: وعاء مالي يباشر نشاط تجميع أموال من المستثمرين بغرض الاستثمار مقابل اصدار وحدات استثمار متساوية في القيمة<sup>(314)</sup>.

5-1-6-صندوق رأس المال المخاطر: وعرفته هيئة سوق الأوراق المالية على أنه "صندوق استثمار خاص يستثمر في استثمارات ذات مخاطر مرتفعة كالمشروعات الجديدة، أو التقنيات الحديثة أو المشروعات المتعثرة، أو الشركات ذات الأفكار الجديدة أو المبتكرة في التكنولوجيا أو في مجال عمل الشركة"<sup>(315)</sup>.

5-1-7-شهادات الايداع الدولية: أداة مالية تصدر مقابل أوراق مالية من طرف بنك الإيداع أجنبي والذي يزاول نشاطه داخل أو خارج الدولة، والمدرجة أوراقه المالية لدى السوق الأجنبي في الدولة المؤسس بها، وتكون قابلة للإدراج والتداول في أسواق الأوراق المالية بالإمارات<sup>(316)</sup>.

### 5-2-المنتجات المالية (المشتقات المالية)

5-2-1-العقود المستقبلية للأسهم: فهي عبارة عن عقد مشتقات يعتمد على قيمة حصة من الأسهم أو مؤشر الأسهم. ومثال على ذلك انشاء عقد مستقبلي قائم على أسهم شركة "اتصالات" أو عقد مستقبلي يعتمد على مؤشر "إس آند بي 500".

5-2-2-صناديق الاستثمار العقاري: وعرفتها الهيئة على أنها: "صندوق استثمار عام أو خاص ينشأ بهدف استثمار ما لا يقل عن 75% من أمواله في أصول عقارية لبنائها، أو تطويرها، أو إعادة تجهيزها، تمهيداً لبيعها أو ادارتها أو تأجيرها أو التصرف فيها بأي صورة من صور التصرفات القانونية، ويجوز لصندوق الاستثمار العقاري أن يؤسس أو يمتلك شركة أو أكثر للخدمات العقارية، بشرط ألا تزيد استثماراته في ملكية تلك الشركة والشركات التابعة لها عن نسبة (20%) من إجمالي أصوله"<sup>(317)</sup>.

5-2-3-صناديق المؤشرات المتداولة: يتم تداولها في سوق دبي للأوراق المالية، وهي صناديق استثمارية مفتوحة يتبع أغلبها حركة مؤشر معين مثل مؤشرات الأسهم والسندات ويتم التداول عليها على مدار جلسة التداول

<sup>313</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (16) لسنة 2014 في شأن نظام الصكوك، ص 2.

<sup>314</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (9/ر.م) لسنة 2016 في شأن النظام الخاص بصناديق الاستثمار، ص 3.

<sup>315</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (3/ر.ت) لسنة 2017 في شأن ضوابط صناديق رأس المال المخاطر، ص 2.

<sup>316</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم 32 لسنة 2014 في شأن نظام شهادات الإيداع، ص 2.

<sup>317</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (6/ر.ت) لسنة 2019 في شأن ضوابط صندوق الاستثمار العقاري، ص 2.



## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

بأسواق المال. وتتكون وحدات صندوق المؤشرات المتداولة من الأسهم أو السلع أو السندات، كما يتميز الصندوق بتغير صافي قيمة أصوله على مدار جلسة التداول<sup>(318)</sup>.

**6- الضرائب المطبقة على المستثمرين الأجانب:** تعتبر الإمارات من الدول التي تسهل عملية الاستثمار للأجانب، وتضم كل إمارة مناطق حرة تدعم الأعمال من خلال الالتزام بقوانين مدروسة تخص التملك والضرائب والعمالة. وقد وقعت الإمارات العديد من الاتفاقيات الدولية مع الدول الأجنبية لتجنب الازدواج الضريبي على الدخل، وتخفيف الأعباء الضريبية على الاستثمارات، وتوفر المناطق الحرة للمستثمرين العديد من المزايا:<sup>(319)</sup>

- ملكية كاملة 100% للشركة دون الحاجة إلى وجود شريك محلي.
- إمكانية تحويل رأس المال والأرباح بنسبة 100%
- عدم وجود حد أدنى لاستثمار رأس المال.
- عدم وجود ضرائب على دخل الشركات أو الدخل الشخصي.

ويعتبر هذا عامل جذب كبير للاستثمار الأجنبي غير المباشر في حرية تحويل الأموال من الخارج إلى الداخل والعكس صحيح، حيث يتيح للمستثمر تحويل أي قيمة من رأس ماله والأرباح والعوائد المتأتية من الاستثمار في سوق الأوراق المالية بنسبة 100% بدون أي قيد أو حد.

### ثانياً: الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مستوى سوق الأوراق المالية الإمارات

سنستعرض أهم الجوانب المتعلقة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية لدولة الإمارات.

#### 1- الاستثمار الأجنبي وحقوق الملكية

يتم فرض قيود متفاوتة على الملكية الأجنبية للشركات المدرجة في سوق دبي وأبو ظبي للأوراق المالية. ويوضح الجدول أدناه الحدود القصوى لنسبة التملك الأجنبي المسموح بها للأوراق المالية المدرجة، كما يوضح الملكية الفعلية مقابل المتوفرة للتملك أو للتداول لكل مجموعة.

<sup>318</sup> الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، <https://www.dfm.ae>، تاريخ الاطلاع في 10-09-2020.

<sup>319</sup> البوابة الرسمية لحكومة الإمارات، الموقع الرسمي <https://u.ae>، تاريخ الاطلاع في 18-12-2020.

الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة  
حالة الإمارات العربية المتحدة-

الجدول رقم(3-4): نسب حدود ملكية المستثمرين الأجانب لبعض الشركات في سوق الأوراق المالية  
الإمارات

الأجانب	الخليجيون	المليون	الشركة
100	100	100	مصرف السلام السودان
49	100	100	شركة أرامكس
25	100	100	تكافل الإمارات
49	49	100	شركة اتصالات الإمارات
15	25	100	شركة الإسمنت الوطنية
49	***	100	العربية للطيران
49	***	100	إعمار العقارية
45	***	100	أملاك للتمويل
40	***	100	بنك دبي الإسلامي
25	***	100	شركة دبي الوطنية للتأمين وإعادة التأمين
25	***	100	الشركة الإسلامية العربية للتأمين سلامة
0	49	100	شركة دبي للمطبات
0	0	100	شركة الصقر الوطنية للتأمين

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات سوق دبي وأبو ظبي الماليين

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

يبين الجدول أعلاه الحد الأقصى المسموح لامتلاك الأوراق المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية دبي من طرف المحليين والخليجيين والأجانب، حيث نجد أن بعض الشركات يعاملون الخليجيين كأجانب وهذا راجع لعدم انتمائهم لمنطقة التعاون الخليجي، أي أن اتفاقيات وقوانين المجلس لا تطبق عليهم.

فيما يتعلق بالإماراتيين فلهم كل الحق في امتلاك وحق ادارة المشاريع المدرجة في سوق الأوراق المالية دبي دون استثناء بدون أي قيود وبشكل كامل في حالة ما إذا كان المتوفر من أسهم الشركة للشراء يبلغ نسبة 100%.

كما نلاحظ من خلال الجدول أن الحد الأقصى للملكية المساهمين الأجانب من الأوراق المالية يختلف من شركة لأخرى، منها من تفتح رأسمالها كلياً للاستثمار الأجنبي مثل مصرف السودان، حيث أن المستثمرين الأجانب لو اشتروا 100% من أسهم الشركة فليس لهم حق ادارة المشروع فقط العوائد السنوية في حالة التوزيع أو الأرباح عند بيع هاته الأوراق المالية في سوق التداول. ومعظم الشركات المدرجة تمنح الأجانب حق شراء أسهمها بنسب متفاوتة لا تتعدى 49%، فمثلاً شركة أرامكس تعامل الخليجيين كمحليين لاتباعها توصيات مجلس التعاون الخليجي، وتمنح المستثمرين الأجانب امكانية شراء أسهمها بتسقيف 49%، أما شركة تكافل الإمارات وشركة الإسمنت الوطنية نسبة تملك المستثمرين الأجانب فيها لا تفوق 25% و15% على التوالي. وبعض الشركات تسمح فقط للمستثمرين من دول الخليج شراء وتداول أوراقها المالية ولا تسمح للأجانب من الدول الأخرى بذلك مثل شركة دبي للمطبات، أما شركات مثل شركة الصقر الوطنية للتأمين تسمح فقط للإماراتيين فقط دون الأجانب بشراء وتداول أوراقها المالية.

### 2-مساهمة الأجانب في سوق الأوراق المالية الإماراتية

يساهم الأجانب في تنشيط سوق الأوراق المالية الإماراتية وزيادة سيولتها من خلال المساهمة في قيمة التداول كما هو موضح في الجدول التالي:

الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر - دراسة  
حالة الإمارات العربية المتحدة-

الجدول رقم (3-5): تطور نسبة مساهمة الأجانب في سوق التداول الإماراتية (2007-2020)

السنة	قيمة التداول الإجمالي (مليار دولار)	نسب الأجنبي من قيمة التداول سوق دي (%)	نسب الأجنبي من قيمة التداول سوق أبو ظبي (%)	إجمالي نصيب الأجنبي من قيمة التداول (%)
2007	123.69	60.15	40.64	53.98
2008	146.2	36.93	25.94	32.18
2009	65.34	41.22	35.51	38.37
2010	2.81	44.92	37.06	40.99
2011	1.54	47	34.2	41.37
2012	13.8	46	39.2	45.18
2013	66.6	42.6	37	40.65
2014	49.89	43.8	41.1	41.87
2015	57.21	48.6	44	46.30
2016	49.72	45.3	47.6	46.45
2017	44.3	44.3	44.5	44.40
2018	26.87	44.9	48.5	46.70
2019	29.9	48.1	51.5	49.8
2020	17.86	50	-	-

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على:

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

-هيئة الأوراق المالية والسلع، التقارير المالية السنوية من 2007 إلى 2020.

-سوق دبي للأوراق المالية، النشرة الربع سنوية (الربع الأول، الثاني، الثالث والرابع) لسنة 2021.

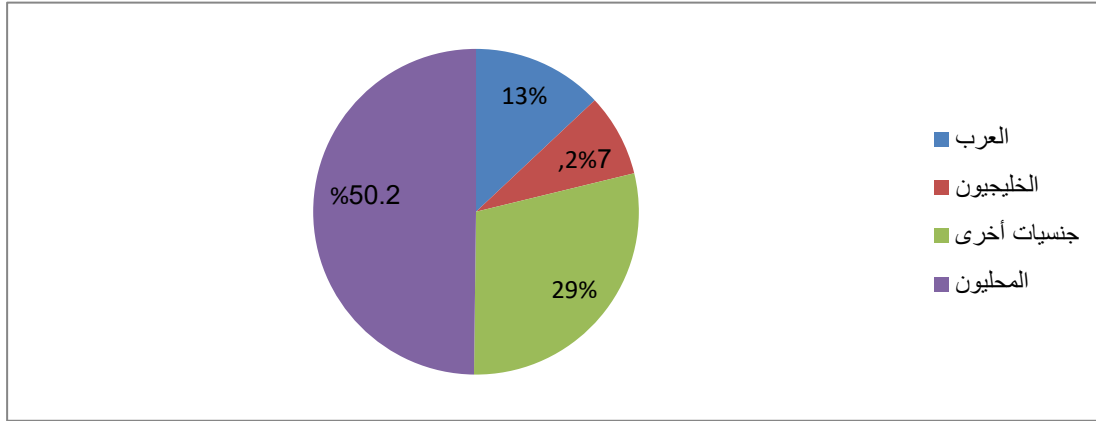
-سوق أبوظبي للأوراق المالية، نشرة الأداء العام الخاص بسنة 2021.

من خلال النسبة المبينة لنصيب الأجانب من قيمة التداول الإجمالية نجد أنها نسب عالية تقترب من المتوسط في كثير من الأحيان، وبلغت نسبة مساهمة الأجانب في قيمة التداول ذروتها سنة 2007 بنسبة اقتربت من 54%، وهذا راجع للسياسة المنفتحة لدولة الإمارات في جانب تسهيل عملية التداول للأجانب غير المقيمين خاصة في سوق دبي للأوراق المالية، حيث كانت حوالي 80% من الشركات المدرجة لا تحدد سقفاً لتداول الأجانب أو كانت تحدد سقف أعلى مسموح للامتلاك يتجاوز 60%، وكما أشرنا من قبل بأن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يعتبر من رؤوس الأموال الساخنة ويتأثر بعدة متغيرات داخلية وخارجية، وهذا ما حدث سنة 2008 أين نلاحظ انخفاض حاد في نسبة استحواذ الأجانب على السوق بنسبة 70% مقارنة بسنة 2007 وهذا يرجع إلى الأزمة العالمية حيث سحب الأجانب استثماراتهم بشكل كبير من سوق الأوراق المالية الإمارات بدون إعادة استثمارها يقابله عدم وجود مستثمرين أجانب جدد يدخلون السوق. ومع بداية سنة 2009 بدأت السوق في التعافي من الأزمة، ونلاحظ الارتفاع التدريجي لنسبة استحواذ الأجانب على قيمة التداول أين وصلت إلى أقصى نسبة لها بعد الأزمة المالية العالمية سنة 2019 بنسبة 49.8% لم تتجاوز 50%، قد يراها البعض نسبة منخفضة إلا أنها في الواقع نسبة جيدة لهذا النوع من الاستثمار، حيث النسب القريبة من 50% توازن بين الاستفادة من تدفقات رؤوس الأموال إلى داخل البلد المستضيف والمخاطر المصاحبة له ومنه تستفيد الدولة المستضيفة من دخول الاستثمارات الأجنبية لأسواقها المالية في حالة استقرار البيئة الاقتصادية داخليا ودولي وتجنب تدهور سوق الأوراق المالية عند خروج الاستثمارات الأجنبية بشكل حاد منه، وهذا ما انتهجته الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإماراتية بعد حدوث الأزمة المالية العالمية، حيث أعلنت كل الشركات عن تحديد سقف نسبة تملك الأجانب لأسهمها حتى تتفادى انخفاض قيمتها السوقية عند حدوث أزمة جديدة تؤدي إلى حدوث تدفق حاد لرؤوس الأموال الأجنبية إلى خارج البلاد.

أما ما يخص تداولات الأجانب حسب الجنسيات لسنة 2019 الشكل الموالي يوضح ذلك:

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

الشكل رقم(3-4): نسب التداول في سوق الأوراق المالية الإماراتية حسب الجنسية سنة 2019



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على إحصائيات موقعي سوق دبي وأبو ظبي.

نلاحظ من خلال الشكل أن الإماراتيون ساهموا بنسبة 50.2% من إجمالي التداول في سوق الأوراق المالية الإماراتية في سنة 2019، أما نسبة الأجانب فوصلت إلى 49.8% من إجمالي التداول، كان المساهم الأكبر فيها الأجانب من الجنسيات الأخرى وخاصة من المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 29%، أما الخليجيون والعرب فقد كان نصيبهم في التداول على التوالي 7.8% و13%.

### 3-واقع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الإمارات

تسعى دولة الإمارات من خلال السماح للأجانب بالدخول إلى سوق الأوراق المالية إلى تعزيز مؤشر انفتاح أسواقها على الاستثمارات الأجنبية، وفيما يلي نستعرض تطور صافي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية غير المباشرة ونسبة مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي لدول الإمارات.

الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة  
حالة الإمارات العربية المتحدة-

الجدول رقم (3-6): تطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر من وإلى الإمارات خلال الفترة (2010-2020)

(2020)

2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	البيان
4	4.1	4	4.7	4.4	4	4.6	4.1	3.6	2.5	3.6	صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر (مليار درهم)
0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	-	-	-	النسبة من الناتج المحلي الاجمالي GDP

المصدر: مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، التقارير السنوية 2010-2020.

نلاحظ من الجدول اعلاه أن الإمارات تحقق صافي تدفق موجب للاستثمار الأجنبي غير المباشر طوال فترة الدراسة، وسجلت أدنى صافي لها سنة 2011 بحوالي 2.5 مليار درهم، ومنذ عام 2013 أصبح صافي التدفقات الأجنبية لسوق الأوراق المالية مستقر نسبياً أين سجلت أعلى صافي إيجابي لها سنة 2017 بقيمة 4.7 مليار درهم، كما أن صافي التدفقات يساهم بنسب ثابتة طوال فترة الدراسة في اقتصاد دولة الإمارات بنسبة 0.3%، ويعتبر هذا نقطة إيجابية في سعي دولة الإمارات في السيطرة على هذا النوع من الاستثمار، والموازنة بين الاستفادة منه في زيادة عمق سوق الأوراق المالية وتمويل شركاتها وبين الاعتماد عليه بشكل كبير بحيث يؤدي إلى أحداث أزمات مالية.

**المطلب الثاني: فعالية الإفصاح المحاسبي في جذب الاستثمار الأجنبي إلى سوق الأوراق المالية في الإمارات**  
نظراً لأهمية الإفصاح المحاسبي في نقل المعلومات للمستثمر الأجنبي الضرورية لاتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية في دولة الإمارات، سنقوم بالتطرق إلى اجراءات الإفصاح المحاسبي وفق هيئة الأسواق المالية والسلع، وإلى أهمية نظام الإفصاح المحاسبي في استقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وأهم التدابير لتدعيم نظام الإفصاح في السوق.

#### أولاً: الإفصاح المحاسبي وفق هيئة الأسواق المالية والسلع

تمثل سوق الإمارات العربية المتحدة أحد أهم الأسواق العربية النشطة لكبر حجم تداولاته مقارنة بالأسواق العربية الأخرى، الشيء الذي ساهم إلى حد بعيد في وضع ضوابط وقوانين تتمحور حول الإفصاح وتوفير المعلومات الكافية في الوقت الملائم لمستخدميها من خلال الزام الشركات المسجلة بها تطبيق القوانين واللوائح لا سيما المتعلقة

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

بالمعايير المحاسبية الدولية حيث تعتبر دولة الإمارات العربية من الدول العربية السبابة إلى تطبيقها وتحديث نظامها المالي والمحاسبي بما يتماشى مع المتطلبات الدولية، وهذا الذي اهله ليصبح من بين الأسواق المالية الناشئة الطموحة. وتمثل هيئة الأوراق المالية والسلع السلطة المشرعة لقوانين الإفصاح ومتطلباته. وتعتبر هيئة الأوراق المالية والسلع السلطة التشريعية الوحيدة التي يخول إليها وضع قوانين الإدراج وشروط الإفصاح قبل الإدراج وبعده، ووفقاً لقرار مجلس الوزراء رقم 02/21 لسنة 2008 تم اعتماد اللغة العربية لغة رسمية للمراسلات لجميع الشركات المسجلة في أسواق الأوراق المالية في الدولة، إذ يجب أن تكون جميع مراسلات الشركة مع الهيئة والأسواق باللغة العربية أو باللغتين العربية والإنجليزية

### 1- الإفصاح السابق للإدراج:

يتوجب على الشركات التي تريد الإدراج لأول مرة في سوق الأوراق المالية أن تقدم مجموعة من الإفصاحات اللازمة لقبول ملفها من طرف هيئة سوق الأوراق المالية والسلع، ويكون الإفصاح السابق للإدراج وفق المادة 29 من قانون الإفصاح والشفافية لسنة 2000 بتقديم بيانات ومعلومات من شأنها أن توضح عن الواقع الحقيقي للشركة كالتالي: (320)

#### 1-1- تقرير صادر عن مجلس ادارة الشركة يتضمن ما يلي:

- نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة واغراضها وعلاقتها بالشركات الأخرى سواء كانت أما أو تابعة أو شقيقة أو حليفة (ان وجد).
- وصفاً للأوراق المالية التي سبق للشركة اصدارها مع بيان الأوراق التي ترغب الشركة في ادراجها.
- تقييم مجلس الادارة مدعماً بالأرقام لأداء الشركة وانجازاتها مقارنة بالخطة الموضوعة.
- بيان بالأحداث الهامة التي مرت بها الشركة منذ تأسيسها حتى تاريخ تقديم طلب الإدراج.
- اسماء اعضاء مجلس الادارة والمدراء التنفيذيين مع بيان الأسهم التي يملكها كل منهم وأقربائهم من الدرجة الأولى، سواء كانت الأسهم مملوكة في الشركة طالبة الإدراج أم في الشركة الأم أو التابعة أو الحليفة أو الشقيقة (ان وجد) وعضوية أي منهم في مجالس ادارات الشركات المساهمة العامة الأخرى.
- اسماء من يملكون أو تصل مساهماتهم مع أولادهم القصر (5%) فأكثر من أسهم الشركة طالبة الإدراج.
- نسبة مساهمة غير المواطنين في رأسمال الشركة.

#### 1-2- بيان مالي يشتمل على ما يلي:

- تقرير عن السنة المالية السابقة لتاريخ تقديم طلب الإدراج متبوعاً بتقرير كل من مجلس الادارة ومدقق الحسابات.

<sup>320</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (03) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية، ص 6-7.



## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

-بيانات مالية مرحلية تغطي الفترة الزمنية من نهاية السنة المالية السابقة لتاريخ تقديم طلب الإدراج وحتى نهاية الربع الأخير الذي يسبق تاريخ تقديم ذلك الطلب على أن تكون معتمدة من مدقق حسابات الشركة. ووفق المادة 30 من قرار مجلس الوزراء المتعلق بالإفصاح والشفافية على الشركة التي توافق الهيئة ادراج أوراقها المالية في السوق أن تقوم قبل عشرة أيام من تاريخ ادراجها في السوق بالإعلان في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار تصدران في الدولة باللغة العربية عن بيانها المالي السنوي والمرحلي وملخص عن تقرير مجلس الادارة المقدم لغايات الإدراج.

### 2- الإفصاح اللاحق للإدراج

تلتزم الشركات التي تم ادراج أوراقها المالية في السوق بإخطار وموافاة كل من الهيئة والسوق بما يلي: (321)

- ملخص الحسابات الختامية.
- الإفصاح ضمن التقارير المالية السنوية والمرحلية.
- الإفصاح عن الأمور الجوهرية والأحداث الهامة.
- الإفصاح عن اجتماعات مجلس ادارة الشركة وقراراتها.

### 2-1- ملخص الحسابات الختامية

تلتزم الجهات أو الشركات التي تم ادراج أوراقها المالية في السوق اخطار وموافاة كل من الهيئة والسوق بملخص الحسابات الختامية يحتوي على بيانات مالية أولية (غير مدققة) خلال 45 يوماً من انتهاء السنة المالية موقعة من مجلس الادارة أو من الشخص المخول بالتوقيع نيابة عنه.

### 2-2- الإفصاح ضمن القوائم المالية السنوية والمرحلية

تلتزم الجهات أو الشركات التي تم ادراج أوراقها المالية في السوق بإخطار وموافاة كل من الهيئة والسوق بالتقارير التالية:

2-2-1- قوائم مالية مرحلية (ربع سنوية، نصف سنوية) مراجعة من مدقق حسابات الشركة الخارجي خلال 45 يوماً من انتهاء الفترة الزمنية المحددة موقعة من مجلس الادارة أو من الشخص المخول بالتوقيع نيابة عنه.

2-2-2- قوائم مالية سنوية مدققة من مدقق حسابات الشركة الخارجي خلال 90 يوماً من انتهاء السنة المالية موقعة من مجلس الادارة أو من الشخص المخول بالتوقيع نيابة عنه.

ويشترط اعداد التقارير الواردة اعلاه وفق المرجع المحاسبي الدولي الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة الدولية، وذلك باللغتين العربية والانجليزية، وأن تتضمن تقرير مجلس الادارة ومدقق الحسابات وقائمة المركز المالي وقائمة الدخل

<sup>321</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (03) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية، ص ص 10-12.

الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة  
حالة الإمارات العربية المتحدة-

وقائمة التدفقات النقدية وقائمة التغيرات في حقوق المساهمين والايضاحات حول البيانات المالية. وتلتزم الشركات بالإفصاح عن التقارير المالية قبل ساعات التداول أو بعدها. ويتم الإفصاح المحاسبي من خلال القوائم المالية المرحلية والسنوية التي تقدمها الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإمارات عن الأمور التالية:

الجدول رقم (3-7): متطلبات الإفصاح في القوائم المالية وفق هيئة سوق الأوراق المالية والسلع

القائمة	بنود الإفصاح
الإفصاح ضمن قائمة المركز المالي	<ul style="list-style-type: none"> <li>-اسم الشركة، موطن تأسيسها وجنسيته.</li> <li>-طبيعة نشاط الشركة وشكلها القانوني.</li> <li>-تاريخ قائمة المركز المالي والعملة التي أعدت على أساسها.</li> <li>-أهداف الشركة وبيان مدى تحقيق الشركة لهذه الأهداف.</li> <li>-الوضع التنافسي للشركة ضمن قطاعها وحصتها من السوق، ومدى تغطيتها للطلب على منتجاتها.</li> <li>-القيود على ملكية الأصول والرهنات والالتزامات التعاقدية.</li> <li>-اجمالي الموجودات غير المتداولة.</li> <li>-اجمالي الموجودات المتداولة.</li> <li>-اجمالي المطلوبات المتداولة.</li> <li>-اجمالي المطلوبات غير المتداولة.</li> <li>-اجمالي حقوق المساهمين.</li> <li>-يجب أن تفصح قائمة المركز المالي على أرقام مقارنة للفترة المالية السابقة.</li> </ul>
الإفصاح ضمن قائمة التدفقات النقدية	<ul style="list-style-type: none"> <li>-النقدية المتاحة وغير المتاحة وتقديم تفاصيل عن العمليات غير النقدية المرتبطة بأنشطة الشركة.</li> <li>-التسهيلات والارتباطات الرأس مالية.</li> <li>-مقدار التدفق لكل الأنشطة عبر كل القطاعات الجغرافية وقطاع الأعمال.</li> <li>-اجمالي مبلغ التدفقات النقدية من مختلف الأنشطة لدى الشركات المشتركة وفق المرجع المحاسبي الدولي، حيث يوضح ضمن الإيضاحات.</li> <li>-الإفصاح في نقطة مفصلة عن الدخل محل الضريبة ومبلغ هذه الضريبة بوصفه تدفق نقدي تشغيلي.</li> </ul>

الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة

حالة الإمارات العربية المتحدة-

<p>- يدرج الفرع الأجنبي أو الشركة التابعة الأجنبية بقائمة التدفقات النقدية الخاصة بها، ويتم ترجمتها بعملة التقرير وذلك باستخدام سعر الصرف الساري بين العملة المستخدمة فور عرض القائمة والعملة الأجنبية في تاريخ حدوث التدفق فعلا.</p> <p>- يجب أن تكون قائمة التدفقات النقدية تفصح على أرقام مقارنة للفترة المالية السابقة.</p>	
<p>- اجمالي الإيرادات.</p> <p>- صافي الربح التشغيلي.</p> <p>- صافي ربح أو خسارة الفترة.</p> <p>- نصيب السهم من الأرباح.</p> <p>- نصيب الشركة من أرباح وخسائر الشركات المشتركة.</p> <p>- الضرائب على الدخل.</p> <p>- يجب أن تفصح قائمة المركز المالي على ارقام مقارنة للفترة المالية السابقة..</p>	<p>الإفصاح ضمن قائمة الدخل</p>
<p>- صافي الربح أو الخسارة عن الفترة.</p> <p>- رصيد الأرباح والخسائر في بداية وخلال الفترة.</p> <p>- كل بند من بنود الإيرادات والمصروفات يجب الاعتراف بها وتسجيلها.</p> <p>- تسوية ما بين رصيد رأس المال وكل بند من بنود الاحتياطات في أول أو آخر الفترة مع الإفصاح المستقل عن حركة كل منها.</p> <p>- معاملات رأس المال مع الملاك وتوزيعات الأرباح.</p> <p>- ارصدة الخسائر والأرباح المتراكمة في بداية ونهاية السنة.</p>	<p>الإفصاح ضمن قائمة التغير في حقوق الملكية</p>
<p>- معلومات عامة عن الشركة ونشاطاتها.</p> <p>- السياسات المحاسبية المتبعة</p> <p>- الإفصاحات عن ذوي العلاقة والتقارير القطاعية.</p> <p>- التعليقات الإيضاحية المتعلقة بالدورات الموسمية.</p> <p>- التغييرات في الديون وكل الأمور المصاحبة للتغيرات في حقوق الملكية.</p> <p>- ابراز التغيرات في التقديرات عن المراحل أو السنوات السابقة.</p> <p>- توضيح الأمور المتعلقة بالأصول والالتزامات غير العادية بسبب طبيعتها أو حجمها أو حدوثها.</p>	<p>الملاحق والايضاحات المتتممة للقوائم المالية الرئيسية</p>

الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة  
حالة الإمارات العربية المتحدة-

<p>-إعادة الهيكلة والعمليات غير المستمرة. -ادراج مدى الالتزام بتطبيق المعيار الدولي رقم 34.</p>	
<p>ملخص القوائم الرئيسية الربع سنوية والنصف سنوية مدقق من طرف مدقق حسابات ويفصح عن: -بيان السياسات المحاسبية المطبقة أو التي حدثت عليها تغييرات. -التعليقات الإيضاحية المتعلقة بالدورات الموسمية. -الأحداث التي تقع بعد تاريخ الميزانية. -التغيرات في الديون وكل الأمور المصاحبة للتغير في حقوق الملكية. -إبراز التغيرات في التقديرات عن المراحل خلال السنة أو السنوات السابقة. -توضيح الأمور المتعلقة بالأصول والالتزامات غير العادية بسبب طبيعتها أو حجمها أو حدوثها. -إعادة الهيكلة والعمليات غير المستقرة. -إدراج مدى الالتزام بتطبيق المعيار المحاسبي الدولي رقم 34.</p>	<p>القوائم المالية المرحلية</p>

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير وقوانين هيئة سوق الأوراق المالية والسلع.

من الجدول اعلاه نلاحظ أن الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تقوم بعملية الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية السنوية والمرحلية والايضاحات وفق ما جاء به المرجع المحاسبي الدولي ، وهذا راجع إلى أن هيئة سوق الأوراق المالية والسلع وضعت قوانين تخص اعداد القوائم المالية السنوية والمرحلية وفق المرجع المحاسبي الدولي كالتالي:

-بالنسبة للقوائم المالية السنوية، حدد أمر مجلس ادارة الهيئة رقم 03 لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية التزام شركات المساهمة بكل أصنافها بتقديم التقارير المالية وفق المعايير الدولية للإبلاغ IFRS ومعايير المحاسبة الدولية IAS. ويلتزم مدقق الحسابات الخارجي المكلف بتدقيق القوائم المالية السنوية بإدراج ملاحظته حول مدى التزام الشركة المعنية بتطبيق ما جاء به المرجع المحاسبي الدولي.

-بالنسبة للقوائم المالية المرحلية، البند السابع من المادة 36 قرار الهيئة رقم 03 لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية يلزم شركات المساهمة المسجلة بسوق الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة ومهما كان تصنيفها محلية أو أجنبية بتطبيق المعيار المحاسبي الدولي رقم 34 القوائم المالية المرحلية، ويلتزم مدقق الحسابات الخارجي المكلف بتدقيق التقارير المالية المرحلية بإدراج ملاحظته حول مدى التزام الشركة المعنية بتطبيق المعيار IAS34.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

وجاء قانون الشركات التجارية رقم 02 لسنة 2015 ليؤكد الزامية نشر التقارير المالية وفق المرجع المحاسبي الدولي على كافة شركات المساهمة في دولة الإمارات، حيث حرصت الهيئة على تطبيق معايير المرجع المحاسبي الدولي وفقا للمستجدات والمتطلبات الدولية وذلك عن طريق وضع شروط ملزمة بتطبيقها ومراقبتها بالزام المدقق الخارجي بالتقرير عن الالتزامات والتجاوزات الملحوظة، وتفرض غرامات من قبل الهيئة في حالة الاخفاق في نشر النتائج سواء تعلق الأمر بمضمونها أو ميقاتها، إذ يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تتجاوز ثلاث سنوات وبالغرامة التي لا تقل عن 1000 درهم ولا تزيد على مليون درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين من يخالف أحكام المواد المذكورة أنفا وهي مواد خاصة بالإفصاح والشفافية.

### 3- الإفصاح عن الأمور الجوهرية والأحداث الهامة

تقدم شركات المساهمة الإماراتية طبقا لقواعد الإفصاح الموضوعية من طرف هيئة الأوراق المالية والسلع كل الإفصاحات المتعلقة بالأمور الجوهرية والأحداث الهامة، حيث تعبر عن أي قرارات استراتيجية وتطورات جوهرية واحداث هامة تؤثر على أداء ونشاط وملكية واستمرارية الشركة من شأنه أن يؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على قيمة وحركة الورقة المالية في السوق، ومن الأمور الجوهرية والأحداث الهامة التي جاءت في المادة 36 من القرار رقم 03 لسنة 2000 والمادة 09 (التزامات الإفصاح) ومن قرار الهيئة رقم 10 لسنة 2014 في شأن النظام الخاص بإدراج وتداول أسهم شركات المساهمة، الإفصاح عما يلي: (322)

- المعاملات التي تمت على الأوراق خارج السوق، وذلك قبل قيدها في سجل الأسهم.
- عدد الأسهم التي يملكها أعضاء مجلس ادارة الشركة خلال 15 يوما من توليهم العضوية، كذلك في نهاية كل سنة مالية، وعن جميع عمليات التداول التي يقوم بها أعضاء مجلس ادارة الشركة وادارتها التنفيذية.
- تفصيلات بيع أو شراء بعض الأصول الكبيرة التي تؤثر على وضع الشركة.
- التعديلات التي تتم على عقد تأسيسها أو نظامها الأساسي.
- الوثائق الخاصة بالتعديلات التي ادخلت على النظام الأساسي للشركة، وذلك بمجرد اقرارها.
- التغييرات المتعلقة بالهيكل الاداري للشركة على مستوى مجلس الادارة والادارة التنفيذية.
- نسخ المطبوعات المخصصة لمساهمي الشركة وذلك بمجرد اصدارها.
- قرار مجلس ادارة الشركة الخاص بتوزيع الأرباح على المساهمين أو بالإعلان عن الأرباح والخسائر لأخذ موافقة السوق على نشره.

<sup>322</sup> انظر إلى:

-هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (03) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية، مرجع سبق ذكره، ص 20.  
-هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (10) لسنة 2014 في شأن النظام الخاص بإدراج وتداول أسهم شركات المساهمة، ص 2-3.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

- اسماء من يملكون أو وصلت مساهمتهم مع أولادهم القصر إلى 5% فأكثر من أسهم الشركة، وذلك مع مراعاة التقيد بهذا الالتزام في كل مرة تصل فيها المساهمة إلى 1% من أسهم الشركة علاوة على ال5%.
- العمليات ذات الطبيعة غير المتكررة والتي قد يكون لها أثر مادي على أرباح الشركة أو مركزها المالي.
- الكوارث والحرائق وأثرها المتوقع على المركز المالي.
- توقف الشركة أو أحد فروعها أو مصانعها أو الشركات التابعة لها عن العمل.
- تقارير التصنيف الائتماني التي تحصل عليها الشركة.
- أية دعوى قضائية ترفعها الشركة المساهمة العامة على الآخرين، أو تلك التي رفعها الطرف الآخر على الشركة أو على أي عضو من أعضاء مجلس الإدارة.

### 4- الإفصاح عن اجتماعات مجلس ادارة الشركة وقراراتها

- تلتزم الجهات والشركات التي تم ادراج أوراقها المالية في السوق بإخطار وموافاة كل من الهيئة والسوق وفق المادة 36 من قرار مجلس الهيئة رقم 03 لسنة 2000 بما يلي:
- مواعيد وتوقيت اجتماعات مجلس ادارة الشركة التي سيناقش فيها موضوعات لها تأثير على سعر وحركة السهم في سوق الأوراق المالية مثل التوزيعات النقدية، أسهم المنحة، زيادة أو تخفيض رأس مال الشركة، تجزئة القيمة الاسمية للسهم، شراء الشركة لأسهمها، البيانات المالية المرحلية أو السنوية، وذلك قبل يومي عمل على الأقل لليوم المقرر لعقد الاجتماع. وتلتزم الشركة بتزويد الهيئة والسوق بعد انتهاء اجتماع المجلس مباشرة بالقرارات والبيانات المالية التي وافق عليها المجلس في هذا الاجتماع وبغض النظر عما إذا كان اليوم التالي للاجتماع يوم عمل أو يوم عطلة رسمية، وإذا تزامن وقت عقد الاجتماع مع ساعات التداول فيتم إيقاف التداول على أسهم الشركة، وفي جميع الأحوال يتم إيقاف التداول لحين تزويد الهيئة والسوق بالقرارات والبيانات المالية المعروضة في الاجتماع.
  - موافاة الهيئة بنسخ من محاضر اجتماعات مجلس الادارة خلال 5 أيام عمل من تاريخ الاجتماع، ولا يجوز لمجلس ادارة الشركة مناقشة أية موضوعات لها تأثير على سعر وحركة أسهم الشركة ما لم تكن من الموضوعات المدرجة على جدول اعمال الاجتماع الذي اخطرت به الهيئة مسبقا.
  - مواعيد وجدول اعمال اجتماع الجمعية العمومية وذلك قبل الإعلان عن الدعوة لعقد الاجتماع، وتلتزم الشركة بتزويد الهيئة والسوق بعد انتهاء اجتماع الجمعية العمومية مباشرة بالقرارات الصادرة عنها.

وفي تاريخ 2013/05/28 تم اضافة بند افصاح جديد مكمل يتعلق بضرورة الإفصاح الفوري عن قرارات مجلس الادارة والمتعلقة بتعاملات تعارض المصالح. حيث على جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة على ضوء ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي ضرورة الإفصاح عن:

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

-ادراج الأعمال والعقود التي يكون أحد أعضاء مجلس ادارة الشركة أو أحد الأطراف ذات العلاقة في بند مستقل ضمن بنود جدول اعمال اجتماع مجلس الادارة المقرر انعقاده لاتخاذ قرار بشأنها في ضوء ما تثيره من تعارض مصالح.

-الإفصاح الفوري لكل من الهيئة والسوق المعني عن القرارات الصادرة بشأن هذه المعاملات والتي تكون محل تعارض مصالح على أن يتضمن الإفصاح الشروط التفصيلية للمعاملة مثل اسم العضو صاحب التعامل وطبيعة وشروط ومدة ومبلغ التعامل، وتفاصيل علاقة تعارض المصالح للعضو أو المدير لطرفي المعاملة.

-أن يتم إدراج تفاصيل هذه التعاملات لاحقاً في التقرير المالي الذي يعرضه مدقق حسابات الشركة على الجمعية العمومية العادية في الاجتماع السنوي.

**ثانياً: أهمية نظام الافصاح المحاسبي في جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر لسوق الأوراق المالية الإماراتي**

يسعى المستثمر الأجنبي دائماً إلى تعظيم الأرباح، حيث يبحث عن أسواق الأوراق المالية التي يكون العائد أو الربح فيها مقبول ومستمر يحقق له أهدافه مقابل تحمل مخاطر أقل، فينجذب إلى الأسواق التي تكون فيها أسعار الأوراق المالية تقترب من أسعارها الحقيقية حتى تكون له فرصة تحقيق عوائد أكبر في حالة ارتفاع القيمة السوقية لهاته الأوراق المالية في المستقبل مقابل تحمل مخاطر أقل في حالة انخفضت القيمة السوقية إلى مستوى القيمة الحقيقية أو أقل بقليل.

وهنا تظهر أهمية المعلومات المحاسبية المفصح عنها في القوائم الرئيسية والتقارير المالية الأخرى سواء المرحلية أو السنوية، حيث كل ما كانت المعلومات المفصح عنها في الوقت المناسب والكمية المطلوبة (مع أخذ بعين الاعتبار فترة تأخر نتيجة تحليل هذه المعلومات) تؤثر على تسعير الورقة المالية سواء بالارتفاع أو الانخفاض بمجال يقترب دائماً إلى القيمة الدفترية للورقة المالية، وينتج عنه تحقيق عائد مقبول للمستثمر الأجنبي مقابل مخاطر أقل، وهذا ما تم تعريفه سابقاً بالكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية. والجدول الآتي يوضح مضاعف تسعير الأوراق المالية إلى القيمة الدفترية في سوقي دبي وأبو ظبي في دولة الإمارات.

الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة  
حالة الإمارات العربية المتحدة-

الجدول رقم (3-8): مضاعف التسعير إلى القيمة الدفترية في سوق الأوراق المالية الإمارات (2010-2019)

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
مضاعف التسعير إلى القيمة الدفترية	1.15	1.06	0.84	1.45	1.36	1.19	1.1	0.99	1.5	1.05
سوق أبو ظبي	1.21	1.15	1.1	1.61	1.4	1.37	1.3	1.1	1.57	1.2

المصدر: صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التقرير السنوي 2010-2020.

ويؤكد مؤشر مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية وجود استقرار نسبي في أسعار الأوراق المالية في سوقي دبي وأبو ظبي وعدم وجود تضخم في القيمة السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية، أي أنها عند مستوى أسعارها العادلة، وهذا يدل على أن أسعار الأوراق المالية تعكس بشكل كبير المعلومات المفصّل عنها في القوائم والتقارير المالية السنوية والمرحلية الرسمية المصدرة من طرف الشركات المدرجة في السوق يقابله استقرار في الحالة الاقتصادية العامة طوال سنوات الدراسة التي يمكن أن تؤثر في أداء الشركات ومن ذلك التأثير على استقرار السوق ككل إذا حدث اضطراب فيها من جهة، ومن جهة أخرى لا يكون أثر المعلومات المتأتية من مصادر أخرى خارج القوائم والتقارير المالية الرسمية ملحوظ على أسعار الأوراق المالية في السوق التي تسبب تضخم أو انكماش في الأسعار السوقية وتبتعد عن القيمة الحقيقية في حالة استجابة السوق لهاته المعلومات، ولتفادي حدوث ذلك قامت هيئة سوق الأوراق المالية بعدة تدابير أهمها:

- ضرورة اعداد التقارير المالية وفقا للمرجع المحاسبي الدولي باللغتين العربية والإنجليزية، متضمنة القوائم الرئيسية والايضاحات بالإضافة لتقرير مجلس الادارة ومدقق الحسابات. ويتم الوقف الفوري للتعامل بأسهم الشركات المخالفة.

- تقوم الهيئة بمتابعة وتقييم افصاح الشركات المدرجة، وفي حال عدم وضوح أي افصاح، يتم ايقاف التداول على أسهم الشركة المعنية لحين ورود افصاح واضح وكاف من الشركة.

- تجريم الممارسات التي تعمل على التأثير على الأسعار، مثل الشائعات والأخبار التي من شأنها التأثير على أداء السوق بما في ذلك المعلومات الداخلية وتكرار الشائعات في أسواق الأسهم التي تناقض مفاهيم العدالة والشفافية، مع ضرورة نشر توضيحات حول هاته الشائعات والأخبار المغلوطة في وسائل الإعلام المتاحة.



الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة  
حالة الإمارات العربية المتحدة-

وهذا ما يعطي للمستثمر الأجنبي فرصة تحقيق أرباح مقبولة سواء من تداول الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية أو عوائد في حالة الاحتفاظ بالاستثمار وتوزيع الأرباح من طرف الشركات بالإمارات، وهذا ما يوضحه الجدول الآتي:

الجدول رقم (3-9): مضاعف التسعير إلى العائد في سوق الأوراق المالية الإمارات (2010-2019)

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
مضاعف التسعير إلى العائد	9.4	9.05	11.64	16.4	10.7	9.19	9.3	10.5	16.5	9.05
مضاعف التسعير إلى العائد	9.2	9.1	8.97	13.05	9.9	10.41	10.1	9.4	13	9.98

المصدر: صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التقرير السنوي 2010-2020.

يتبين من الجدول أن سوق الأوراق المالية تحقق للمستثمرين عوائد معتبرة وثابتة نسبياً خلال سنوات الدراسة. وتعتبر هاته المؤشرات بنفسها عامل جذب للمستثمرين الأجانب لتحقيق عوائد وأرباح جيدة وبمعدل مخاطرة أقل، حيث توفر سوق الأوراق المالية في الإمارات للمستثمرين محليين أو أجانب على حد سواء فرص تحقيق أهدافهم الاستثمارية دون الخوف من خسارة كامل رأس مالهم نظراً للثبات النسبي في القيمة السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية للأوراق المالية والأرباح المحققة.

ونستنتج مما سبق أن نظام الإفصاح المحاسبي له أهمية كبيرة في تعزيز ثقة المستثمر الأجنبي بسوق الأوراق المالية في الإمارات، حيث يقي أسعار الأوراق المالية في مستويات عادلة وضمن استقرارها في مجال يمكن للمستثمرين من خلاله تحقيق أرباح معتبرة مقابل مخاطر استثمار أقل، وتوفر الإمارات مجموعة من الاجراءات والقوانين لضمان فعالية نظام الإفصاح المحاسبي، سنتطرق لها في المطلب القادم.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

**المطلب الثالث: الإجراءات والقوانين المطبقة لدعم الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية الإماراتي**  
تسعى هيئة سوق الأوراق المالية والسلع إلى تدعيم الشفافية والإفصاح في أسواق الأوراق المالية عن طريق اجراءات وقوانين تساهم في تعزيز ثقة المستثمرين في المعلومات المقدمة، ويمكن ذكرها كالتالي:

### أولاً: الإجراءات المتعلقة بالتدقيق المحاسبي

مع تزايد أهمية التدقيق في إضفاء نوع من الشفافية والإفصاح من خلال التأكد من صحة المعلومات المحاسبية في التقارير المالية المختلفة من جهة، وحدثت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والتي كان من أسبابها الرئيسية مكتب تدقيق الحسابات في الولايات المتحدة الأمريكية من جهة أخرى، أصبحت الهيئات من مختلف دول العالم المسؤولة عن سوق الأوراق المالية تهتم أكثر بموضوع التدقيق عن طريق وضع قوانين تحدد اجراءات عملية التدقيق. وحرصت هيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات على اصدار قرار رقم 25 لسنة 2015 في شأن قيد مدققي حسابات شركات المساهمة العامة وصناديق الاستثمار.

### 1-شروط قيد المدقق أو شركات التدقيق

ووفق المادة 03 من القرار 25 لسنة 2015 يشترط لقيد شركات التدقيق بالسجل توافر ما يلي:<sup>(323)</sup>  
-أن تكون شركة وطنية أو فرع شركة أجنبية لديها خبرة عملية في تدقيق الحسابات لا تقل عن خمس سنوات.  
-أن تكون مقيدة بجدول مدققي الحسابات المشتغلين لدى الوزارة ومرخصا لها بمزاولة المهنة لدى السلطة المختصة.  
-أن تكون لديها الأنظمة والاجراءات وأجهزة الرقابة اللازمة لضمان أداء عملها والالتزام بتطبيق المعايير الدولية بما يلي:

- المعايير الدولية للتدقيق.
  - المعايير الدولية لجودة التدقيق.
  - المعايير الدولية لقواعد السلوك للمحاسبين.
  - المعايير الابلاغ المالي الدولي IFRS.
  - معايير المحاسبة الدولية IAS.
- أن يكون لكل فرع من فروعها بالدولة ممثل أو أكثر مفوض من قبل الشركة الأم ومقيد في سجل المدققين المزاولين للمهنة لدى الوزارة.
- أن يكون لديها شهادة تأمين مهني صادرة من احدى شركات التأمين العاملة بالدولة لتغطية جميع المسؤوليات القانونية وفقاً لما تقرره الهيئة.

<sup>323</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (25) لسنة 2015 في شأن قيد مدققي حسابات شركات المساهمة العامة وصناديق الاستثمار، ص

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

-يجب على مكاتب التدقيق عدم الاخلال بما ورد بالقوانين واللوائح والأنظمة والقرارات ذات الصلة، ويحظر على شركات التدقيق المقيدة بالسجل وفق المادة رقم 09 ما يلي:

-القيام بأية خدمات أو أعمال اضافية فنية أو ادارية أو استشارية ذات علاقة بأعمالها التي تقوم بمباشرتها أو التي قد تؤثر على قراراتها واستقلالها أو أية خدمات أو أعمال ترى الهيئة عدم جواز تقديمها.

-أن تشتري أو يشتري أحد موظفيها الأوراق المالية للشركة أو الصندوق التي تدقق حساباتها أو بيعها بشكل مباشر أو غير مباشر أو تقديم أية استشارات لأي شخص بشأها.

### 2-مهام المدقق أو شركة التدقيق

وحسب المادة 10 من نفس القرار المتعلق بمدققي الحسابات، تكمن مهام المدقق فيما يلي:

-تتولى شركة التدقيق مراجعة وتدقيق حسابات الشركة أو الصندوق وفحص الميزانية وحساب الأرباح والخسائر ومراجعة صنفات الشركة أو الصندوق مع الأطراف ذات العلاقة.

-يجب على المدقق، عند اعداده لتقريره، إبداء رأيه العادل والمحايد فيما يلي:

- مدى صحة السجلات المحاسبية التي تحتفظ بها الشركة أو الصندوق.
- مدى اتفاق القوائم المالية للشركة أو الصندوق مع السجلات المحاسبية.

-على شركات التدقيق الالتزام بالمعايير الدولية للتدقيق عند مراجعة القوائم المالية المرحلية والسنوية وكذلك الالتزام بالأنظمة والقرارات والتعاميم الصادرة عن الوزارة أو الهيئة للشركات أو صناديق الاستثمار أو لمدققي الحسابات.

-لا يجوز تعيين شركة التدقيق لمراجعة وتدقيق حسابات الشركة أو الصندوق لمدة تزيد على ثلاث سنوات مالية متتالية، ولا يجوز إعادة تعيينها بعد تلك المدة مرة أخرى قبل مرور سنتين مائيتين تبعا للمادة رقم 11 من نفس القرار.

### ثانيا: الإفصاحات المتعلقة بصناديق الاستثمار

في سنة 2016 اصدرت هيئة سوق الأوراق المالية والسلع قرار رقم 09 في شأن النظام الخاص بصناديق الاستثمار، يوضح من خلاله كيفية امساك حسابات الصندوق والمعلومات التي يجب الإفصاح عنها.

فحسب المادة رقم 13 من القرار رقم 09 يجب امساك حسابات الصندوق، واعداد التقارير اللازمة له وفقا للمعايير الدولية المتبعة (IFRS/IAS) على النحو التالي:<sup>(324)</sup>

-تقارير مالية نصف سنوية مراجعة من مدقق الحسابات الخارجي المستقل، خلال مدة لا تتجاوز 30 يوما من تاريخ انتهاء الفترة النصف سنوية.

<sup>324</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (09) لسنة 2016 في شأن النظام الخاص بصناديق الاستثمار، ص 3.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

-تقرير مالي سنوي مدققة من مدقق الحسابات الخارجي المستقل، خلال مدة لا تتجاوز ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء السنة المالية للصندوق.

-تقرير دوري سنوي، خلال مدة لا تتجاوز ثلاثة شهور من تاريخ انتهاء السنة المالية للصندوق الاستثمار، يتضمن كافة أعمال الصندوق، ونشاطه واستثماراته، وأي تطورات جوهرية، والمخاطر المتعلقة بأدائه، واجراءات الرقابة الداخلية للصندوق، ورأي لجنة الفتوى والرقابة الشرعية للصندوق الاستثمار الاسلامي. ويكون نشر التقارير الصادرة عن صندوق الاستثمار باللغة العربية وأية لغات أخرى وفقا لطرق النشر المحددة في مستند الطرح.

وتلتزم شركة ادارة استثمارات صناديق الاستثمار أو مجلس ادارة الصندوق وفق المادة 14 من نفس القرار بالإفصاح عما يلي:

-بذل العناية اللازمة لتوفير المعلومات الكافية والدقيقة للملكي الوحدات الحاليين والمرقبين بما يمكنهم من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

-الإفصاح الفوري والدوري فيما يتعلق بصناديق الاستثمار المدرجة للهيئة والسوق ومالكي الوحدات عن كافة البيانات والمعلومات أو أي أحداث جوهرية أثرت أو من شأنها التأثير على صندوق الاستثمار وفقا للوسيلة المنصوص عليها بمستند الطرح.

-الإفصاح عن كل عمل أو تصرف من شأنه إيجاد حالة تعارض مصالح عند استثماره لأموال الصندوق وكيفية التعامل معه، وتجنب أي عمل يترتب عليه زيادة غير ضرورية في التكاليف أو المخاطر التي يتعرض لها الصندوق، والعمل على حماية مصالح الصندوق في كل تصرف أو إجراء.

-الاحتفاظ بالمستندات والوثائق والسجلات والدفاتر المحاسبية المتعلقة بأعمال الصندوق لمدة لا تقل عن 10 سنوات، مع الاحتفاظ بنسخ احتياطية عنها لذات المدة، ومنع تعرضها لأي سبب من أسباب التلف.

### ثالثا: الإفصاحات المتعلقة بالمشتقات المالية

تلتزم السوق وفق المادة 03 من قرار مجلس ادارة الهيئة رقم 20 لسنة 2018 في شأن تنظيم عقود المشتقات، تقديم الإفصاحات التالية للمستثمرين: (325)

-الإفصاح بشكل مستمر عن الأوراق المالية المتضمنة والتي تكون محل لعقود المشتقات المنظمة لدى السوق، وتحديثها بشكل مستمر.

<sup>325</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (09) لسنة 2016 في شأن تنظيم عقود المشتقات، ص 2.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

-الإفصاح المستمر عن أنواع ومواصفات عقود المشتقات المنظمة لدى السوق وفقاً لضوابطه، وأية تحديثات أو تعديلات تطرأ عليها مع مراعاة عدم سريتها حال وجود عقود مشتقات منظمة قائمة لم يتم تسويتها.  
-الإفصاح عن أيام العمل، وساعات تداول عقود المشتقات المنظمة لديه، وأوقات الافتتاح والاعلاق.

### رابعاً: الإفصاح الإلكتروني

اعتمدت هيئة سوق الأوراق المالية والسلع منذ تأسيس أسواق الأوراق المالية على الإفصاح الإلكتروني، حيث فرضت على الشركات المنضمة للسوق نشر تقاريرها المالية المعدة وفق المرجع المحاسبي الدولي من القوائم المالية والمعلومات الأخرى المهمة إلى تقرير مدقق الحسابات عبر مواقع الويب.

ودولة الإمارات باعتمادها تكنولوجيا المعلومات في مختلف المجالات، استضافة في مارس 2012 المؤتمر الدولي بعنوان "الشفافية المالية" كان محوره الرئيسي حول لغة الإفصاح الإلكتروني XBRL، حيث تم الإعلان في نفس السنة عن تبني مشروع نظام الإفصاح الإلكتروني وفق لغة XBRL أين بدأت عملية التعليم والتخطيط. وتحدد فعلا من خلال اصدار ادارة هيئة الأوراق المالية والسلع لقرار رقم 39 لسنة 2013 بشأن التطبيق الالزامي لنظام الإفصاح الإلكتروني وتحديد رسوم الاشتراك بنظام XBRL وذلك بداية من 1 جانفي 2014، إلا أن هذا التطبيق يكون تطبيق المراحل التجريبية ومن ثم تعميمه، والتطبيق الكامل كان سنة 2016. كما صدر قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (12/ر.م) لسنة 2018 في شأن نظام الإفصاح الإلكتروني ليلزم شركات المساهمة وشركات الوساطة المالية وصناديق الاستثمار بالإفصاح عن القوائم والتقارير المالية وفق نظام الإفصاح الإلكتروني XBRL ملغيا القرار رقم 39 الصادر سنة 2013<sup>(326)</sup>.

وترى الهيئة أن استخدام لغة XBRL سيجعل المعلومات المحاسبية أكثر شفافية وقابلة للمقارنة، كما سييسر ويسرع عمليات الإفصاح ويختصر الوقت اللازم لطرح المعلومات المالية وغير المالية الهامة التي تؤثر على قرارات المستثمرين، مما سيعزز من ثقتهم بأسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات.

### خامساً: اعتماد دليل حوكمة الشركات

حسب القرار الوزاري رقم 518 لسنة 2009 في شأن ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي تلتزم شركات بدون استثناء بتطبيق ضوابط الحوكمة، وقد تم استبدال هذا القرار الوزاري بإصدار قرار رئيس مجلس ادارة هيئة سوق الأوراق المالية والسلع رقم (7/ر.م) لسنة 2016 في شأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة شركات المساهمة العامة بإضافة بنود تعمل على حماية المستثمرين ويمكن تلخيص أهم ما جاء به من تعديلات:<sup>(327)</sup>  
-اجبارية نشر تقرير الحوكمة للشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الأوراق المالية.

<sup>326</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (12/ر.م) لسنة 2018 في شأن نظام الإفصاح الإلكتروني، ص 2.

<sup>327</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، التقرير السنوي 2016، ص ص 24-36.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

-استثناء كافة البنوك والمصارف والشركات المرخصة من طرف المصرف المركزي وكذلك الشركات الأجنبية من تطبيق أحكام القرار رقم (7/ر.م).

-يقوم فريق قسم الإفصاح والحوكمة بزيارة تلك الشركات الخاضعة للقرار الجديد للاطلاع على مدى التزامها بتطبيق ضوابط ومتطلبات الحوكمة.

واعتمدت هيئة سوق الأوراق المالية والسلع على دليل الحوكمة العالمي نظرا لأهميته في تحقيق العدالة والمسؤولية والنزاهة والإفصاح والشفافية وكذا الرفع من مستوى السوق وتصنيفها، حيث نلمس ارادة السلطات الإماراتية في تحويل أسواق أوراقها المالية من مصف الأسواق الناشئة إلى أسواق الأوراق المالية المتقدمة، وجاء حسب قرار مجلس الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 في شأن اعتماد دليل حوكمة شركات المساهمة العامة في المادة رقم 02 الاعتماد على مبادئ حوكمة الشركات التالية:<sup>(328)</sup>

-**المساءلة:** يؤسس هذا الدليل لمساءلة ادارة الشركة من قبل جميع المساهمين وأصحاب المصالح، ويوجه مجلس الادارة لوضع الاستراتيجية والاشراف وتوجيه الادارة ومراقبتها.

-**العدالة:** تلزم الشركة نفسها بحماية حقوق المساهمين وضمان المعاملة العادلة لجميع المساهمين بما في ذلك مساهمي الأقلية، ويعطي جميع المساهمين التعويض الفعال لقاء اضرار مجلس الادارة بحقوق المساهمين.

-**الشفافية والإفصاح:** تلتزم الشركة القيام بالإفصاحات الدقيقة وفي التوقيتات الواجبة في شأن جميع الأحداث الجوهرية التي تتعلق بالشركة بما في ذلك شؤونها المالية وادائها وملكية أسهمها وحوكمتها على نحو يتسم بسهولة الوصول إليه من جانب جميع الأطراف المعنية.

-**المسؤولية:** تقر الشركة بحقوق باقي أصحاب المصالح بحسب القوانين واللوائح، وتشجع التعاون فيما بين الشركة وأصحاب المصالح في إيجاد شركات تتسم بالاستدامة والملاءة المالية.

ووفق المادة 74 من القرار (03/ر.م) لسنة 2020 يجب أن تفصح الشركات عن التقرير المتكامل ويشمل ما يلي:<sup>(329)</sup>

-القوائم المالية المدققة والمعلومات غير المالية.

-تقرير مجلس الادارة.

-تقرير مدقق الحسابات.

-البيانات المالية السنوية إيضاحاتها.

-تقرير الاستدامة.

<sup>328</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (03/ر.م) لسنة 2020 في شأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة، ص 11.

<sup>329</sup> هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (03/ر.م) لسنة 2020 في شأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة، مرجع سبق ذكره،

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

-تقرير لجنة الرقابة الشرعية إن وجد.

ويجب أن يشمل الموقع الإلكتروني للشركة جميع المعلومات المطلوب الإفصاح عنها وأي تفاصيل أو معلومات أخرى يجوز نشرها.

### المبحث الثالث: سبل تعزيز الإفصاح المحاسبي وفق المتطلبات الدولية لاستقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الجزائر

يتطلب جذب تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى سوق الأوراق المالية توفر بيئة اقتصادية متكاملة ومستدامة، ومن بين المتطلبات الرئيسية لاستقطابه وجود نظام افصاح محاسبي متكامل بداية من الشركات وصولاً إلى سوق تداول الأوراق المالية، وسنتطرق في هذا المبحث إلى واقع الإفصاح المحاسبي في الجزائر وسبل تعزيز جودة الإفصاح لتحفيز دخول المستثمرين الأجانب لسوق الأوراق المالية الجزائرية.

#### المطلب الأول: واقع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الجزائر

سنتطرق في هذا المطلب إلى واقع الاستثمار والقوانين التنظيمية الخاصة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر، بالإضافة إلى معوقات استقطابه، والتعرف على أهم برامج الإصلاح الهادفة إلى تطوير البيئة الاقتصادية والاستثمار في الجزائر التي من شأنها جذب الاستثمار الأجنبي.

#### أولاً: مناخ الاستثمار في الجزائر

ويمكن أن نتحقق من مناخ الاستثمار من عدة زوايا، نذكر أهمها في ما يلي:

#### 1-أداء الجزائر في مؤشرات الأداء الاقتصادي وجاذبية الاستثمار

يستعمل المستثمر الأجنبي تقارير الأداء الاقتصادي وجاذبية الاستثمار الدولية المتعارف عليها لمعرفة مناخ الاستثمار في مختلف الدول، وتدخل الجزائر التصنيف العالمي في مختلف هذه التقارير، حيث تم تصنيفها في سنة 2020 في المرتبة 157 من أصل 190 دولة في تقرير ممارسة أنشطة الأعمال، والمركز 90 من أصل 141 دولة في مؤشر التنافسية العالمية، واحتلت المرتبة 165 من بين 180 دولة مصنفة عالمياً والترتيب 13 عربياً في مؤشر الحرية الاقتصادية. ونلاحظ احتلالها مراتب متأخرة إذا ما قارناها بمركز دولة الإمارات في هاته المؤشرات، ويجب على الجزائر العمل على تطوير الأسس الاقتصادية والقانونية وتطوير البنية التحتية حتى ترفع من ترتيبها وتصبح قطب من أقطاب الدول الجاذبة للاستثمارات الأجنبية.

#### 2-تنظيم سوق الأوراق المالية الجزائري: ترجع فكرة انشاء بورصة الجزائر لسنة 1993 أين تم انشاء مؤسسة

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

القيم المنقولة في اطار الإصلاحات الاقتصادية المعلنة، حيث جاء في النص التشريعي رقم 93-10 بتاريخ 1993/05/23 ما يلي:

-انشاء بورصة القيم المنقولة.

-تعريف البورصة واعتبارها الاطار التنظيمي وحيز اجراء العمليات على الأوراق المالية المصدرة من طرف الدولة، الأشخاص المعنوية الأخرى في القطاع العام وشركات المساهمة.

-تعريف الهيئات المركبة لسوق الأوراق المالية:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB، وهي التي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة.
- شركة تسيير بورصة القيم SGBV، وهي الشركة المسؤولة عن تسيير السوق.
- وسطاء في عمليات البورصة IOB، تعتبر مؤسسات استثمار.

أي أن سوق الأوراق المالية في الجزائر والتي عرفت ببورصة القيم المنقولة لها طابق قانوني واطار تنظيمي، والتي تعتبر من أهم متطلبات الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

3-أداء سوق الأوراق المالية: بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في السوق نجد عدد قليل من الشركات المدرجة منذ التأسيس، تم تسجيل شركتين فقط سنة 2007، ليرتفع سنة 2011 ويصل إلى 3 شركات مدرجة، ويبقى نمو عدد الشركات يتراوح بين 0 و1 شركة خلال السنوات اللاحقة، أين وصل سنة 2021 لـ5 شركات مدرجة، وهذا العدد يعتبر ضعيف جدا مقارنة بالشركات غير المدرجة في السوق، كما أن قيمة التداول والقيمة السوقية تعتبران ضعيفتين لمحدودية الشركات المدرجة وأيضا لمحدودية رأس المال المطروح للتداول والذي يتراوح بين 20% و30% من رأس مال الشركات المدرجة في السوق. ويمكن الاطلاع على هذه البيانات في الملحق رقم (3). وما يخص سيولة السوق، معدل الدوران يعتبر قليل جدا مقارنة بسوق الأوراق المالية في الإمارات، وهذا ما يدل على عدم توفر السيولة اللازمة للبيع والشراء، وندرة الصفقات المرجحة.

### ثانيا: القوانين التنظيمية للاستثمار الأجنبي غير المباشر

يعتبر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الجزائر منعدم ولا يوجد أي احصائيات حول نسب استثمار غير المقيمين نظرا للنشاط القليل لتداول القيم المنقولة في سوق الأوراق المالية واقتصره فقط على المستثمرين المحليين، حيث يمكن تلخيص أهم القوانين التنظيمية للاستثمار غير المباشر فيما يلي:

-قاعدة بنك الجزائر الأمر رقم 04-2000 بتاريخ 2004/04/02 عرف شروط دخول وخروج رؤوس الأموال للاستثمار في محفظة الأوراق المالية لغير المقيمين في المادة رقم 02 والمادة رقم 04، وذلك أن يكون دخول العملات وتحويلها لأجل شراء القيم المنقولة المدرجة في سوق الأوراق المالية حر كما هو الأمر في شأن تحويل



## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

العوائد المتأتية من التوزيعات والفوائد أو تحويل ناتج التنازل عن القيم المنقولة، ويتم التحويل عن طريق البنوك، المؤسسات المالية والوسطاء المعتمدين لفائدة المستثمرين غير المقيمين<sup>(330)</sup>.

-أما قانون المالية لسنة 2004، ووفق المادة 63 من القرار 2003-12 فإن حواصل وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن السندات والأوراق المماثلة لها المسعرة في البورصة أو التي تم تداولها في سوق منظمة فهي معفاة من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على الأرباح IRG و IBS لأجل ادنى مدته خمس (5) سنوات ابتداء من سنة 2003<sup>(331)</sup>.

-وجاء في قانون المالية سنة 2009 وفق المادة 46 من القرار 2008-12 فإن نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن السندات والأوراق المماثلة لها المسعرة في البورصة أو التي تم تداولها في سوق منظمة فهي معفاة من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على الأرباح، وهذا القرار ساري المفعول لمدة خمس 5 سنوات بداية من الفاتح جانفي 2009، وحسب المادة 47 تخضع فوائض القيم الناتجة عن عمليات التنازل عن الأسهم المحققة من طرف الأشخاص الطبيعيين (الأفراد) والأشخاص المعنويين (الشركات) غير المقيمين للضريبة بنسبة 20% (النسبة في سنة 2009 فقط، نسبة الضريبة يمكن أن تتغير في السنوات المالية القادمة) على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات في حالة لم يتم التنازل بين يدي الموثق<sup>(332)</sup>.

-واعفيت من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات حواصل وفوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن الأسهم والأوراق المماثلة المحققة في حالة إعادة استثمارها في البورصة، وتعفى من حقوق تسجيل العمليات المتعلقة بالدخول إلى سوق الأوراق المالية، وذلك وفقا للمادة 32 من قانون المالية 2010 المؤرخ في 2009-12.

-وفي قانون المالية لسنة 2014 وفق المادة 73 من القرار 2013-12 يطبق نفس ما جاء في نص قانون المادة 46 من قانون المالية 2009، والاعفاء الضريبي يبقى ساري المفعول إلى غاية نهاية 2018.<sup>(333)</sup> غير أن نسبة الضريبة سواء على الدخل الإجمالي أو أرباح الشركات في حالة التنازلات عن الأسهم بدون موثق لغير المقيمين تم تخفيضه من 20% إلى 15% وهذا ما جاءت به المادة 104 من قانون الضرائب والرسوم المماثلة لسنة 2015<sup>(334)</sup>.

-كما جاء قانون المالية لسنة 2019 وفق المادة 63 من القرار 2018-12 يطبق نفس ما جاء في قانون المادة 73 من القرار 2013-12 في ما يتعلق بالإعفاء الضريبي إلى غاية سنة 2023.

<sup>330</sup> Bank d'Algerie, Règlement N°2000-04 du 02 Avril 2000 relatif aux mouvements de capitaux au titre des investissements de portefeuille des non-résidents, P1.

<sup>331</sup> الجريدة الرسمية، قانون المالية لسنة 2004 القرار المؤرخ في 2003-12-29، العدد 83، ص 16.

<sup>332</sup> الجريدة الرسمية، قانون المالية لسنة 2009 القرار المؤرخ في 2008-12-31، العدد 74، ص ص 14-15.

<sup>333</sup> الجريدة الرسمية، قانون المالية لسنة 2009 القرار المؤرخ في 2008-12-31، العدد 78، ص 26.

<sup>334</sup> وزارة المالية، قانون الضرائب والرسوم المماثلة، 2015، ص 45.

الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة  
حالة الإمارات العربية المتحدة-

وفيما يخص نسبة الاستثمار في القيم المنقولة المسموح بها بالنسبة للأجانب تعتمد على نسبة الأسهم والسندات المطروحة للتداول من طرف الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، لأن مؤسسة تسيير البورصة لم تحدد هذه النسبة صراحة وبالتالي المستثمر الأجنبي له الحرية التامة في تداول القيم المنقولة المطروحة والتي لا تعطي له حق التملك والتأثير على مستقبل الشركة، كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-10): نسب حدود ملكية المستثمرين الأجانب للشركات المدرجة في سوق القيم المنقولة الجزائر  
2020

الشركة	الأوراق المالية المطروحة للتداول	الحد الأقصى المسموح للأجانب
م.ت.ف. الأوراسي	20%	20%
أوم انفست	-	-
أليانس للتأمينات	31%	31%
بيوفارم	-	-
صيدال	20%	20%

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، [https://www.sgbv.dz/ar/?page=societe\\_cote](https://www.sgbv.dz/ar/?page=societe_cote)

ويرى الباحث أنه رغم توفر الظروف السانحة للمستثمر الأجنبي بإدخال واخراج رأس ماله والفوائد أو الأرباح المتأتية من استثماره في سوق الأوراق المالية الذي يقره البنك المركزي من خلال الأمر 02-2004، إلا أنه لا يوجد أي قرار واضح أو مكتوب من طرف مسيري بورصة الجزائر أو وزارة المالية حول تنمة تطبيق هذا الأمر. أما الاعفاءات الضريبية تعتبر نقطة هامة في جذب المستثمرين الأجانب سواء في حالة تداول الأوراق المالية لتحقيق الأرباح أو امتلاكها لتحقيق عوائد، إلا أن النقطة السلبية هو فرض الضريبة على عمليات التنازل عن الأوراق المالية التي لا تتم عن طريق موثق لا يخدم المستثمر الأجنبي خاصة المستثمرين الذين يكون هدفهم تحقيق أرباح من تداول الأوراق المالية دون امكانية التنقل للبلد المضيف لإبراء الصفقات، ويكون هذا القرار ملائما فقط في حالة الاستثمار الأجنبي المباشر عند شراء أسهم شركات محلية من طرف أفراد طبيعيين أو معنويين في إطار عقد شراكة أو عقد بيع بالتراضي وذلك للحد من عمليات البيع والشراء السرية. ومن جهة أخرى المستثمر الأجنبي يبحث دائما عن تحقيق عوائد وأرباح في أسواق مالية نشطة ومرتبطة مع

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

الأسواق العالمية، إلا أن سوق الأوراق المالية في الجزائر سوق محلية غير نشطة نسبيا ويقتصر التداول فقط على سندات رأس مال بعض الشركات.

### ثالثا: معوقات استقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الجزائر

أسواق الأوراق المالية تعتبر مرآة عاكسة للاقتصاد الوطني ومصدر حديث لتمويل الاستثمارات والمشاريع الناشئة والقائمة، وتعتبر أهم متطلب لاستقطاب تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية. والجزائر كغيرها من الدول قامت بمواكبة تطور الاقتصاد الدولي بإنشاء سوق الأوراق المالية منذ 28 سنة تقريبا، إلا أن ورغم مرور كل هذه السنوات نرى عزوف المتعاملين الاقتصاديين والمستثمرين عنها. ولهذا السبب يجب ان نتطرق إلى أسباب عدم تبني هذا النوع من الاستثمار على أرض الواقع قبل التطرق إلى عوامل جذبه، ولمعرفة السبب فلا بد أن نتطرق إلى معوقات تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر التي تبقى عقبة في عدم الاستفادة من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية لسوق الأوراق المالية، ونذكر أهمها:

#### 1-المعوقات الاقتصادية

المعوقات الاقتصادية عديدة ومفرعة، نذكر أهمها كما يلي:

##### 1-1-الادخار والتضخم

التضخم يدفع الأفراد ذوي الدخل الثابت أو المنخفض إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا يكفي الدخل النقدي الجاري في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها<sup>(335)</sup>.

#### الجدول رقم (3-11): تطور معدلات التضخم خلال الفترة (2007-2018)

السنة	007	008	009	010	011	012	013	014	015	016	017	018
التضخم (%)	.5	.5	.5	.9	.4	.9	.3	.9	.4	.4	.6	.2

المصدر: بنك الجزائر، النشرات الإحصائية الثلاثية 2008-2020

<sup>335</sup> أحمد سلامي ، أهم مؤشرات كفاءة الإدخار المحلي في تمويل التنمية بالجزائر خلال الفترة 1970-2010، مجلة الباحث، العدد 11، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص36.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

ويرى الباحث أن التضخم يحدث في كل فترة من الفترات في الجزائر حيث ترتفع مستويات أسعار السلع والخدمات لكثرة الطلب وتنخفض القدرة الشرائية للأفراد ترافقها زيادة في الإصدار النقدي لتغطيته وهذا ما يمنع الأفراد حتى مجرد التفكير في دخول عالم الاستثمار المالي والتداول، وإذا استمر الأمر على هاته الحالة يمكن أن يؤدي إلى نزول حاد في الادخار والقدرة الشرائية لا يمكن السيطرة عليه. ويمكن حصر عوامل التضخم في الجزائر فيما يلي:

-عدم التوازن بين الكتلة النقدية والإنتاجية: تعد الكتلة النقدية في الجزائر كبيرة جدا مقارنة بإنتاجية المؤسسات الاقتصادية، كما أن الجزائريين يميلون إلى الاحتفاظ بالسيولة مما يدفع البنك المركزي للإصدار النقدي كل مرة بدون أي غطاء أو مقابل.

-إصدار النقود لمحاربة البطالة: انتهجت الجزائر هذه السياسة للحد من البطالة، حيث في سنة 2012 وصل معدل التضخم إلى 8.9%، وتعتبر أكبر نسبة سجلت منذ 1999 حتى وقتنا الحالي، ويعود هذا الارتفاع إلى سياسة الدولة المنتهجة في اطار تشغيل الشباب والقضاء على البطالة<sup>(336)</sup>.

-تدهور قيمة العملة الوطنية: يمكن حصر انخفاض قيمة الدينار الجزائري في نقطتين، الأولى انخفاض القيمة داخليا حيث كلما زاد المستوى العام للأسعار (معدل التضخم) كلما انخفضت القدرة الشرائية ومعها قيمة العملة الوطنية. الثانية سعر صرف العملة بمقارنة الدينار مع باقي العملات الأجنبية، حيث أن سياسة الاستيراد المفرط التي انتهجته الحكومة السابقة عندما كانت أسعار البترول مرتفعة أدى إلى الطلب الزائد على النقد الأجنبي لتسوية مستحقات الاستيراد، والذي أدى بدوره إلى عدم توازن بين الطلب والعرض على الدينار في سوق الصرف ما ينعكس في انخفاض قيمته.

### 1-2-الموازية

ان السوق الموازية هي تلك السوق التي تعمل خارج أي عمل اداري أو خارج نطاق أي سلطة تنظيمية، كما أن المتعاملين في هاته السوق يتهربون من دفع الضرائب. ويرجع ظهور هاته السوق في الجزائر إلى:<sup>(337)</sup>

-ضعف ومحدودية حق الصرف المتكفل به قانونيا رغم أن حق الصرف بالنسبة للمواطنين السياح مضمونا، إلا أن قيمته منخفضة جدا.

-تفتح الفرد الجزائري خاصة الشباب منه ونظرة الانبهار بالمجتمعات الأوروبية.

<sup>336</sup> فتيحة ملياني، السياسة النقدية في الجزائر في ظل حرية حركة رؤوس الأموال، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 18، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2018، ص145.

<sup>337</sup> حجيلة بن وارث، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2016-2017، ص249.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

-عدم وجود الكثير من السلع الضرورية والكمالية في السوق الجزائرية بفعل سياسة النقشف المنتهجة.  
-تضاعف الطلب على الصرف الأجنبي بفعل تزايد الطلب على الاستيراد، وكثرة تراخيص الاستيراد الممنوحة لذوي الحقوق والمجاهدين وغير المرفقة بتراخيص الصرف.  
-سياسة دعم الأسعار التي تطبقها الجزائر.  
-مراقبة الصرف التي يستعملها البنك المركزي كأداة لحماية الاحتياط الوطني في حالة اختلال ميزان المدفوعات.

ويرى الباحث أن أموال كثيرة من طرف الأفراد والشركات توجه للسوق الموازية نظرا لمحدودية العروض المقدمة من البنك المركزي وكذا التهرب من نظام الرقابة الضريبية بهدف تحقيق أرباح من تحويل العملات أو شراء عملة أجنبية لتحويلها للخارج أو ادخارها نظرا لعدم الثقة في العملة المحلية، وهذا ما يؤدي إلى قلة الكتلة النقدية التي كان بالإمكان توجيهها لسوق الأوراق المالية الجزائرية بهدف الاستثمار.

### 1-3-محدودية الحوافز الضريبية:

من جهة نجد أن الدولة وضعت حوافز ضريبية خاصة بالتعاملات في سوق الأوراق المالية، أهمها:  
-وفقا لقانون المالية لسنة 2014 المؤرخ في 30 ديسمبر 2013، وطبقا لما جاء في المادة 66 تستفيد الشركات التي تسعر أسهمها العادية في سوق الأوراق المالية من تخفيض على الضريبة على أرباح الشركات يساوي معدل فتح رأسمالها في سوق الأوراق المالية لمدة 5 سنوات، وذلك ابتداء من أول جانفي 2014.<sup>(338)</sup> وهذا لتشجيع الشركات لطلب الإدراج في سوق الأوراق المالية.  
-الإعفاءات المطبقة على نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات تداول الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية، أو في حالة التنازل عن الأوراق المالية أو في إطار إعادة استثمارها.  
ومن جهة أخرى نجد كثرة الضرائب المطبقة سواء على الأفراد أو الشركات في إطار الاستثمار طويل ومتوسط المدى، ومن أمثلة ذلك تطبيق الضريبة على أرباح الشركات التي تؤدي إلى خفض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، في المقابل تخضع التوزيعات للضريبة على الدخل الإجمالي عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، ويؤدي هذا إلى تحويل الأموال التي كان من الممكن استثمارها في سوق الأوراق المالية إلى ضرائب وبالتالي لجوء المساهمين للدخار عوض الاستثمار.

<sup>338</sup> الجريدة الرسمية، قانون المالية لسنة 2014 القرار المؤرخ في 29-12-2013، العدد 60، ص10.

الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

1-4- ضعف الجهاز الإنتاجي

يعد الجهاز الانتاجي من أهم القطاعات الاستراتيجية لأي دولة، وأهم ما يميز القطاع: (339)  
 -ارتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة.  
 -شركات عمومية غير متوازنة ماليا.  
 -تعيين مسيري الشركات العمومية غالبا ما يكون إلى اعتبارات غير اقتصادية، مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.  
 -أغلبية الشركات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير.

1-5- توجه المدخرين والمستثمرين للنظام المصرفي

جدول (3-12): تطور حجم الودائع والقروض في الجزائر من (2013-2018)

السنة	2013	2014	2015	2016	2017	2018
إجمالي الودائع (مليار دينار)	7787.4	9117.5	9200.7	9079.9	10232.2	10922.7
إجمالي القروض (مليار دينار)	5154	6502.9	7275.6	7907.8	8877.9	9974

المصدر: تقرير بنك الجزائر لسنة 2017، 2018.

نلاحظ من الجدول الارتفاع المستمر لحجم الودائع من سنة 2013 إلى سنة 2018 يقابلها زيادة في حجم القروض الممنوحة لنفس الفترة، وهذا ما يدل على أن النظام المصرفي في الجزائر يستقطب الحصة الأكبر من أموال المدخرين والمستثمرين، وهذا يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل سهل وسريع وأقل مخاطرة من الاستثمار في سوق

<sup>339</sup> فتيحة ملياني، السياسة النقدية في الجزائر في ظل حرية حركة رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص250.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

الأوراق المالية، بالمقابل يعطي لأصحاب المشاريع فرصة تمويل استثماراتهم عن طريق القروض دون التوجه للتمويل عن طريق سوق الأوراق المالية.

### 2-المعوقات السياسية والتشريعية

ويمكن حصر المعوقات السياسية والتشريعية فيما يلي:

-وفقا للمادة 30 من نظام لجنة ومراقبة عمليات البورصة، نجد أنه يشترط وجوب اصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم<sup>(340)</sup>، إلا أن شركات القطاع الخاص في الجزائر ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد. حيث نجد وبعد مرور تقريبا 28 سنة من إنشاء البورصة 5 شركات موافقة لشروط الإدراج.

-تمويل مشاريع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اطار عقود الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولاتية (الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب سابقا) أو تمويل المؤسسات الناشئة لبدأ نشاطها أو في اطار برنامج دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتطويرها والتحكم بتكنولوجيا المعلومات والاتصال يعتمد على القروض البنكية والاعانات الحكومية أو على صناديق وزارية خاصة بدعم من الخزينة العمومية<sup>(341)</sup>، وعند دخول دعم الدولة يؤدي إلى هدر المال العمومي وظهور مؤسسات كثيرة بدون فائدة اقتصادية، اغلبها اشتهرت افلاسها دون تسديد مستحقات التمويل الممنوح لها أو عدم استفادتها من برنامج التطوير، وهذا ما ينعكس سلبا على سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق الأوراق المالية الجزائرية، حيث نجد أن شركة فقط مدرجة ضمنها وهي شركة "أوم انفس" متخصصة في دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية وتطبيقها والتي استفادة من برنامج التطوير والتحكم بتكنولوجيا المعلومات والاتصال<sup>(342)</sup>.

### 3-المعوقات الثقافية والدينية

يرى الباحث أن أصحاب الفوائض يمتنعون عن توظيف أموالهم في الأصول المالية من السندات باعتبار أن عوائدها تعتبر حرام من ناحية الشريعة الإسلامية، ويعاملون الأسهم بالمثل ربما يرجع هذا لانعدام ثقافة البورصة في الجزائر، ينتج عن ذلك تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية استثمار أموالهم في العقارات والعملات أو ادخارها في المنازل والبنوك.

<sup>340</sup> الجريدة الرسمية، القرار رقم 97-03 المؤرخ في 29-12-1997 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، العدد 87، ص 10.

<sup>341</sup> انظر إلى:

-الجريدة الرسمية، القرار 18-01 المؤرخ في 15-12-2001 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، العدد 77، ص 07.

-الجريدة الرسمية، القرار 20-294 المؤرخ في 15-09-2020 المتضمن إنشاء لجنة وطنية لمنح علامة "مؤسسة ناشئة" و "مشروع مبتكر" و "حاضنة أعمال" وتحديد مهامها وتشكيلها، العدد 55، ص 06.

-الجريدة الرسمية، القرار 20-186 المؤرخ في 20-12-2020 الخاص بالوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولاتية، العدد 77، ص 11.

<sup>342</sup> الموقع الرسمي لشركة أوم أنفس، [www.aom-invest.com](http://www.aom-invest.com) تاريخ الاطلاع في 05-12-2020.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

### 4-المعوقات التنظيمية

يؤدي غياب الهيكل التنظيمي إلى ركود سوق الأوراق المالية ونفور المستثمرين منها، ويمكن تلخيص أهم المعوقات التنظيمية في سوق الأوراق المالية في الجزائر كما يلي:

**4-1-قلة الشركات المدرجة:** يمكن تقييم اقتصاد الجزائر بأداء الشركات ذات النشاط الكبير المدرجة ضمن بورصتها، فكلما كان عدد الشركات كبيرا كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح، ونلاحظ أن عدد الشركات لم يزد عن 6 شركات مدرجة منذ انشائها، حيث أصبح عدد الشركات 5 شركات سنة 2021، ونستنتج من ذلك أن عدد الشركات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا ويعود هذا بسبب الوضعية المتدهورة التي تتميز بها المؤسسات العمومية نظرا لسوء التسيير، اما الشركات الخاصة فلم تتطور نظرا لعدم اهتمام الدولة بها اضافة للعراقيل البيروقراطية فبقيت محدودة نوعا ما، هذا ما يؤدي إلى عرقلة نمو البورصة رغم مرور 28 سنة تقريبا من تأسيسها.

**4-2-عدم تنوع قنوات الاستثمار:** يعد التنوع احد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية العالمية، إذ يجد المستثمر تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية تمكنهم من اختيار الأوراق الأنسب لإمكاناتهم وأهدافهم، وكذلك يساعد التنوع على تخفيض حجم مخاطر الاستثمار. وبالعودة لبورصة الجزائر والتي تعد حديثة النشأة بمقارنتها مع البورصات العالمية تتداول فيها فقط ثلاثة أنواع من الأوراق المالية وهي الأسهم العادية، سندات الدين (تاريخ الاستحقاق أكثر من 5 سنوات) وسندات الخزينة العمومية. بالإضافة لافتقادها لقنوات استثمارية هامة مثل محافظ وصناديق الاستثمار والعقود المستقبلية.

**4-3-غياب الوسطاء الماليين المتخصصين:** تعتمد بورصة القيم المنقولة على البنوك في عمليات الوساطة المالية، عكس ما نجده في الأسواق المالية المتقدمة والأسواق الناشئة الأكثر تقدما التي تعتمد أكثر على المؤسسات المتخصصة في الوساطة المالية، فمثلا في سوق الأوراق المالية بالإمارات نجد أكثر من 50 وسيط مالي من بينهم 24 وسيط متخصص في الوساطة الالكترونية، أما في الجزائر يوجد حاليا 11 بنكا يعمل في الوساطة المالية وعدم وجود بنوك متخصصة في الوساطة المالية الالكترونية.

**4-4-غياب الإفصاح والشفافية:** سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها الشركات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي، محاسبي... إلخ، وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للشركة. وفي حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعمليها، يضاف إليه صعوبة الحصول على المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر، كما أنه لا يوجد دليل للحكومة الذي يزيد من شفافية المعلومات المفصح عنها.



## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

رابعاً: أهم برامج الإصلاح الهادفة إلى تطوير البيئة الاقتصادية واستقطاب الاستثمار الأجنبي في الجزائر تأتي هذه البرامج على شكل قوانين وتشريعات، ينتظر منها تحقيق قفزة نوعية في مجال تحفيز المستثمر الأجنبي للدخول إلى السوق الجزائرية من بوابة الاستثمار الانتاجي والصناعي.

### 1- مشروع قانون الاستثمار الجديد لتحسين مناخ الاستثمار وتشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي

حيث أهم ما جاء في القانون 22-18 المؤرخ في 24 جويلية 2022 والهادفة إلى تحسين مناخ الاستثمار وتشجيع الاستثمار الأجنبي، وتوفير الظروف المناسبة لتنويع الاقتصاد ضمن رؤية شاملة تراعي ما يلي: (343)  
- تكريس مبادئ حرية الاستثمار والشفافية والمساواة.

- إعادة تنظيم الإطار المؤسساتي المتعلق بالاستثمار من خلال تحويل (الوكالة الوطنية لدعم الاستثمار) إلى (الوكالة الجزائرية لترقية الاستثمار)، وذلك بمنحها دور المروج والمرافق للاستثمارات عبر استحداث شبك وحيد ذي اختصاص وطني، للمشاريع الكبرى والاستثمارات الأجنبية واستحداث شبائيك وحيدة، غير ممرضة للاستثمار المحلي، وتعزيز صلاحياتها.

- محاربة البيروقراطية، عبر رقمنة الإجراءات المتصلة بعملية الاستثمار عن طريق استحداث المنصة الرقمية للمستثمر.

- التسليم الفوري لشهادة تسجيل المشروع الاستثماري.

- توسيع نطاق ضمان تحويل المبالغ المستثمرة والعائدات الناجمة عنها إلى المستثمرين غير المقيمين

- استحداث أنظمة تحفيزية للاستثمار في القطاعات ذات الأولوية، والمناطق التي توليها الدولة اهتماما خاصا، من أجل ضمان توجيه أفضل للمزايا الممنوحة للاستثمار.

وحسب المادة 4 و5 من نفس القانون تم تعريف المستثمر على أنه شخص طبيعي أو معنوي، جزائري أو أجنبي، مقيماً أو غير مقيم يمكنه القيام بعمل استثماري سواء من خلال اقتناء الأصول المادية أو غير المادية التي تندرج مباشرة ضمن نشاطات الانتاج السلعي أو الخدماتي في اطار انشاء مشاريع جديدة أو توسيع قدرات الانتاج، أو المساهمة في رأسمال شركة على شكل حصص نقدية أو عينية. (344) أي أن المستثمر الأجنبي له الحرية في الاستثمار المباشر عن طريق فتح مشاريع استثمارية و نقل التكنولوجيا، أو المشاركة في المشاريع القائمة عن طريق

<sup>343</sup> الجريدة الرسمية، قانون متعلق بالاستثمار رقم 22-18 مؤرخ في 24-07-2022، العدد 50، ص ص 5-9

<sup>344</sup> المرجع السابق، ص 6.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

شراء جزء من رأسمالها أو أسهمها إذا كانت شركة مساهمة، وللمستثمر الأجنبي حسب المادة 8 من قانون الاستثمار الحرة المطلقة في تحويل أمواله المستثمرة من وإلى الخارج حتى ولو كان مبلغ التنازل هو رأسمال الشركة بالكامل عن طريق عملة حرة التحويل يسعها بنك الجزائر بانتظام، كما أن له الحرية في تحويل أرباحه الصافية إلى الخارج أو إعادة استثمارها في مشروعه أو مشاريع أخرى، وهذا القانون الجديد يتوافق مع ما جاء به الأمر رقم 2000-04 بتاريخ 2004/04/02 من قاعدة بنك الجزائر في شأن حرية حركة رؤوس الأموال الأجنبية الذي لم يمكن مجسدا في الميدان نظرا لغياب حرية الاستثمار والقوانين المنظمة لها.

ويرى الباحث مفهوم ومبادئ الاستثمار التي جاء بها قانون الاستثمار بمواده المذكورة سابقا في الدستور بشجع على الاستثمار ولا مشكلة فيه، لكن كان ينقصه الإطار التنظيمي الذي يمكن من خلاله تجسيد مشاريع الاستثمار على أرض الواقع، لهذا جاء مشروع قانون الاستثمار الجديد الذي يحارب الفساد والبيروقراطية من شأنه تقليص وقت واجراءات دراسة وانشاء مشاريع استثمارية من طرف المحليين أو الأجانب، وكذا تشجيع الاستثمارات المتعلقة بالمشاريع الانتاجية والخدماتية التي من شأنها تحقيق الاكتفاء الذاتي أو تقليص فاتورة الاستيراد، كما يضمن للمستثمرين الأجانب سهولة انتقال رؤوس أموالهم المستثمرة والأرباح الصافية المحققة من استثماراتهم في الجزائر في إطار ما ينص عليه القانون.

### 2- الإصلاح الضريبي الهادف إلى دعم النشاط الاقتصادي وترقية الاستثمار

يعتبر اصلاح النظام الضريبي من أهم العوامل التي تؤدي إلى دعم النشاط الاقتصادي وترقية الاستثمار والانتاج، وجاء قانون المالية لسنة 2022 بعدة اجراءات لتخفيف العبء الضريبي التي من شأنها انعاش الاقتصاد الوطني وجذب الاستثمار المحلي والأجنبي لفتح شركات انتاجية ومؤسسات ناشئة، ومن بين أهم الاجراءات الضريبية نجد: -وفق المادة 44 من قانون المالية 2022 تم تأسيس النسبة الضريبية المخفضة على أرباح الشركات المحدد بـ 10% بدلا من 19% الذي يهدف إلى تشجيع وتحفيز الاستثمار الانتاجي، والذي يطبق على أرباح شركات الانتاج في حدود المبلغ المستعمل في اقتناء معدات الانتاج المتعلقة بالنشاط الممارس، كما يطبق على أرباح الشركات التي توجه لاقتناء الأسهم أو الأوراق المالية التي تسمح بالمساهمة بمحدود 90% من رأس مال شركة أخرى لإنتاج السلع أو الأشغال أو الخدمات، ويتم أيضا الاعفاء الضريبي على أرباح المؤسسات الناشئة والشركات الأجنبية المخصص انتاجها أساسا للتصدير المتأتية من عمليات تصدير السلع والخدمات والمنتجات إلى الخارج<sup>(345)</sup>.

<sup>345</sup> الجريدة الرسمية، قانون المالية لسنة 2022 مؤرخ في 30-12-2021، العدد 100، ص ص 19-20.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

-وفق المادة 119 و169 من قانون المالية 2020 يخضع نشاط تربية المائيات والنشاط السياحي للمعدل المنخفض 9% من الرسم على القيمة المضافة، كما تم وفق المادة 90 من نفس القانون إعفاءات وتخفيضات جبائية لدعم النشاط الفلاحي تشمل الزراعة وتربية المواشي (346).

شمل التخفيض مجال الاستثمار الصناعي والفلاحي لتشجيع الانتاج والتصدير، كدعامة لقانون الاستثمار الجديد.

### المطلب الثاني: واقع الإفصاح المحاسبي في الجزائر

على عكس دولة الإمارات التي تفرض على الشركات تطبيق بنود المرجع المحاسبي الدولي مباشرة دون وجود وسيط أو نظام وطني، تعتمد الجزائر على نظام وطني هو النظام المحاسبي المالي SCF المعد وفق ما جاء به المرجع المحاسبي الدولي ، وسنستعرض أهم الإفصاحات التي جاء بها النظام المحاسبي المالي وما يلزم الشركات تقديمه من معلومات اضافية للإدراج في سوق الأوراق المالية في الجزائر.

### أولاً: الإفصاح المحاسبي وفق النظام المحاسبي المالي

ويمكن أن نستعرض أهم ما جاء به النظام المحاسبي المالية فيما يتعلق بالإفصاح المحاسبي كما يلي:

#### 1-المحتوى الإعلامي للقوائم المالية

ورد في القانون رقم 07-11 في 15 نوفمبر 2007، والذي يتضمن النظام المحاسبي المالي ما يلي: (347)

-يجب أن تعرض القوائم المالية بصفة صادقة الوضعية المالية للشركة وكل تغير يطرأ على حالتها المالية، ويجب أن تعكس هذه القوائم مجمل العمليات والأحداث الناجمة عن معاملات الشركة وآثار الأحداث المتعلقة بنشاطها.

-تضبط القوائم المالية تحت مسؤولية المديرين، وتعد في أجل أقصاه (04) أشهر من تاريخ قفل السنة المالية، ويجب أن تكون متميزة عن المعلومات الأخرى التي قد تنشرها المؤسسة مع الزامية عرض القوائم المالية بالعملة الوطنية.

-توفر القوائم المالية معلومات تسمح بإجراء مقارنات مع السنة المالية السابقة. وفي حالة عدم امكانية المقارنة بسبب تغيير طرق التقييم أو العرض يكون من الضروري تكييف مبالغ السنة المالية السابقة لجعل المقارنة ممكنة، وإذا تعذرت المقارنة مرة أخرى لأي سبب آخر لا بد أن تكون التعديلات التي ادخلت على مبالغ السنة المالية السابقة محل تفسير في الملحق حتى تصبح قابلة للمقارنة.

<sup>346</sup> المرجع السابق، ص ص 43، 56.

<sup>347</sup> الجريدة الرسمية، القرار المؤرخ في 25-11-2007 المتضمن النظام المحاسبي المالي، العدد 74، ص ص 5-6.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

-السنة المالية المحاسبية (12) شهرا وهي تغطي السنة المدنية، غير أنه يسمح للشركة قفل السنة المالية قبل تاريخ 31 ديسمبر في حالة نشاطها بدورة استغلال لا تتماشى مع السنة المالية المدنية، وفي الحالات الاستثنائية التي تكون فيها مدة السنة المالية أقل أو أكثر من (12) شهرا لا سيما في حالة انشاء أو وقف الشركة أو في حالة تغيير تاريخ الإقفال يجب تحديد المدة المقررة وتبريرها.

### 2- الإفصاح عن السياسات المحاسبية

أطلق المشرع الجزائري على السياسات المحاسبية تسمية الطرق المحاسبية، والتي تطرق إلى مفهومها في المادة 05 من المرسوم التنفيذي 156-08 المؤرخ في 26-05-2008 المتضمن تطبيق أحكام القانون المتضمن النظام المحاسبي كما يلي: "تتمثل الطرق المحاسبية في المبادئ والاتفاقيات والقواعد والتطبيقات الخصوصية التي يجب على الشركة تطبيقها بشكل دائم من سنة مالية إلى أخرى لإعداد وعرض القوائم المالية"<sup>(348)</sup>.

وبما أن النظام المحاسبي المالي مستمد من المرجع المحاسبي الدولي، فيجب أن تفصح الشركات وفق معيار المحاسبة الدولية رقم 01 والتي جاءت في المادة 117 كالتالي:

-القياس المستخدم في اعداد القوائم المالية: تتمثل عملية القياس في تحديد القيم المالية التي بموجبها الاعتراف بعناصر القوائم المالية وادراجها في القوائم المالية، ويتطلب ذلك أساسا محدد للقياس ومن الأمثلة على أسس القياس (التكلفة التاريخية، القيمة القابلة للتحقق، التكلفة الجارية، القيمة الحالية)، حيث يجب على الشركة الإفصاح عن أساس القياس المستخدم حتى يسهل على المستخدمين تحليل هذه القوائم، وفي حالة استخدام الشركة أكثر من أساس قياس واحد يكفي أن توضح الأصول والخصوم التي تم عليها التطبيق لكل أساس.

-السياسات المحاسبية المستخدمة والمهمة لفهم القوائم المالية: عندما يتم تحديد الحاجة إلى الإفصاح عن سياسة محاسبية، فعلى إدارة الشركة تقييم إذا كان هذا الإفصاح يساعد المستخدمين في فهم الطريقة التي تعكس بها المعاملات والأحداث في الأداء المالي والمركز المالي المقدم عنهما التقرير، ومن أمثلة السياسات المحاسبية التي قد تنظر الشركة إلى الإفصاح عنها: أسس اعداد القوائم المالية المجمعة والشركات التابعة لها، تحديد مصاريف البحث والتطوير، الأدوات المالية العادية والمركبة.

### 3- الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية

ويجب الإفصاح وفق النظام المحاسبي المالي ضمن القوائم المالية الرئيسية على ما يلي:

<sup>348</sup> الجريدة الرسمية، القرار المؤرخ في 28-05-2008 المتضمن النظام المحاسبي المالي، العدد 27، ص 11.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

### 3-1- الإفصاح في الميزانية في ظل النظام المحاسبي المالي

يتم الإفصاح وفق النظام المحاسبي المالي كالتالي:

**3-1-1- الإفصاح عن التثبيتات العينية والمعنوية:** يتوافق النظام المحاسبي المالي في تعامله مع التثبيتات العينية والتثبيتات المعنوية وفقاً لما جاءت به المرجع المحاسبي الدولي، ويجب الإفصاح عنها كما جاء في معياري المحاسبة الدولية IAS38 "الأصول غير الملموسة" و IAS16 "الممتلكات والمعدات والمصانع".

**3-1-2- الإفصاح عن التثبيتات المالية:** النظام المحاسبي المالي لم يضبط تعريفها، حيث اقتصر الإفصاح على ما يلي:

- الإفصاح عن طريقة تحديد القيمة المحاسبية للسندات.
  - الإفصاح عن طريقة معالجة تغيرات السوق بالنسبة للتوظيفات المالية المدرجة في الحسابات بقيمة السوق.
- فيما يخص انخفاض قيمة الأصول، يجب الإفصاح وفق النظام المحاسبي المالي عن قيمة التدني كمصروف في حالة زيادة القيمة المحاسبية للأصل عن قيمته القابلة للتحقق.

**3-1-3- الإفصاح عن المخزونات:** تطرق النظام المحاسبي لعنصر المخزون بشكل أوسع، حيث أفصح عن النقاط التالية:

- الأسلوب المستخدم في تحديد تكلفة المخزون.
  - قيمة المخزون المعترف كأصل حسب التصنيفات.
  - انخفاض قيمة المخزون.
- أما الالتزامات الأخرى مثل الضرائب المؤجلة فتم ذكرها بدون تفاصيل الإفصاح.

### 3-2- الإفصاح في حساب النتائج في ظل النظام المحاسبي المالي

وفقاً للنظام المحاسبي المالي فإنه يجب على الأقل إدراج المعلومات التالية في حساب النتائج مهما اختلف النموذج (حسب الطبيعة أو حسب النشاط):<sup>(349)</sup>

-تحليل الأعباء حسب طبيعتها مما يسمح بتحديد مجاميع التسيير الرئيسية الآتية:

- الهامش الإجمالي
- القيمة المضافة

<sup>349</sup> الجريدة الرسمية، القرار المؤرخ في 25-03-2009 المتضمن النظام المحاسبي المالي، العدد 19، ص ص 24-25.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

- الفوائد الإجمالي عن الاستغلال
  - منتجات الأنشطة العادية.
  - المنتجات المالية والأعباء المالية.
  - أعباء المستخدمين.
  - الضرائب والرسوم والتسديدات المماثلة.
  - مخصصات الإهلاك وخسائر القيمة.
  - نتيجة الأنشطة العادية.
  - العناصر غير العادية (منتجات وأعباء).
  - النتيجة الصافية للفترة قبل التوزيع.
  - النتيجة الصافية لكل سهم من الأسهم بالنسبة لشركات المساهمة.
- أما في حالة الاندماج، فيجب الإفصاح كذلك عما يلي: (350)
- حصة الشركات المشاركة والشركات المشتركة المدججة حسب طريقة المعادلة في النتيجة الصافية.
  - حصة الفوائد ذات الأقلية في النتيجة الصافية.
- ويتم كذلك الإفصاح عن المعلومات الدنيا الأخرى المقدمة اما في حساب النتائج، واما في الملحق المكمل لحساب النتائج كالآتي:
- تحليل منتجات الأنشطة العادية.
  - مبلغ الحصص في الأسهم مصوتا عليها أو مقترحة والنتيجة الصافية لكل سهم بالنسبة إلى شركات المساهمة.
  - ويتوافق الإفصاح في حساب النتائج وفق النظام المحاسبي المالي مع العديد من معايير المرجع المحاسبي الدولي ، حيث أن متطلبات الإفصاح عن عناصر قائمة الدخل مستمدة أساسا من معايير المرجع المحاسبي الدولي التالية:
  - المعيار المحاسبي رقم 20 "محاسبة المنح الحكومية والإفصاح عن المساعدات الحكومية".
  - المعيار المحاسبي الدولي رقم 23 "تكاليف الاقتراض".
  - المعيار المحاسبي الدولي رقم 21 "آثار التغيرات في أسعار الصرف".
  - المعيار المحاسبي الدولي رقم 19 "منافع الموظفين".

<sup>350</sup> المرجع السابق، ص25.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

-المعيار المحاسبي الدولي رقم 12 "ضرائب الدخل".

### 3-3- الإفصاح المحاسبي في جدول سيولة الخزينة في ظل النظام المحاسبي المالي

يعتبر جدول سيولة الخزينة قائمة أساسية في النظام المحاسبي المالي لما له أهمية في توفير معلومات مهمة تتعلق بنشاط الشركة، وتسمح هذه القائمة بتتبع حركة التدفقات النقدية من وإلى الشركة، إضافة إلى ذلك الإجابة عن الأسئلة التي تطرح على المستثمرين سواء المتعلقة بالفترة السابقة أو المستقبلية ومن أهم هاته الأسئلة:

-هل حقق نشاط الشركة الاستغلالي مردود أم لا؟

-هل التطور الحاصل على مستوى أنشطة الشركة سببه التمويل الخارجي أم الداخلي؟

-هل الشركة اقترضت قدر معين من الأموال؟

-هل تحتل الشركة مكانة في ال

مقارنة بمنافسيها؟

وفق النظام المحاسبي المالي فجدول سيولة الخزينة يجب الإفصاح فيه عن مداخيل ومخارج التثبيتات المالية الحاصلة أثناء السنة المالية حسب مصدر نشأتها كالتالي: (351)

-التدفقات التي تولدها الأنشطة العملية (الأنشطة التي تتولد عنها منتوجات وغيرها من الأنشطة غير المرتبطة لا بالاستثمار ولا بالتمويل).

-التدفقات المالية التي تولدها أنشطة الاستثمار (عمليات سحب أموال عن اقتناء وتحصيل لأموال عن بيع أصول طويلة الأجل).

-التدفقات الناشئة عن أنشطة تمويل (أنشطة تكون نتيجتها تغيير حجم وبنية الأموال الخاصة أو القروض).

-تدفقات أموال متأتية من فوائد وحصص أسهم تقدم كلا على حدة وترتب بصورة دائمة من سنة مالية إلى سنة مالية أخرى في الأنشطة العملية للاستثمار أو التمويل.

والإفصاح في جدول سيولة الخزينة وفق النظام المحاسبي المالي يتطابق مع ما جاء به المرجع المحاسبي الدولي ضمن المعيار رقم 07.

### 3-4- الإفصاح في جدول تغير الأموال الخاصة في ظل النظام المحاسبي المالي

يشكل جدول تغير الأموال الخاصة تحليلاً للحركات التي أثرت في كل فصل من الفصول والتي تشكل منها رؤوس

<sup>351</sup> الجريدة الرسمية، القرار المؤرخ في 25-03-2009 المتضمن النظام المحاسبي المالي، مرجع سبق ذكره، ص 26.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

الأموال الخاصة للشركة خلال السنة المالية. ويتوافق ما جاء في النظام المحاسبي ما وما قدمه المعيار المحاسبي الدولي رقم 01 فيما يتعلق بجدول تغير الأموال الخاصة، وعليه على الشركة أن تفصح عن المعلومات الدنيا في الجدول تخص الحركات المرتبطة بما يلي: (352)

-النتيجة الصافية للسنة المالية.

- تغييرات الطريقة المحاسبية وتصحيحات الأخطاء المسجل تأثيرها مباشرة كرؤوس أموال.
- المنتجات والأعباء الأخرى المسجلة مباشرة في رؤوس الأموال الخاصة ضمن اطار تصحيح أخطاء هامة.
- عمليات الرسملة (الارتفاع، الانخفاض، التسديد).
- توزيع النتيجة والتخصيصات المقررة خلال السنة المالية.

### 3-5- الإفصاح في ملحق الكشوف المالية في ظل النظام المحاسبي المالي

يتضمن ملحق الكشوف المالية (القوائم المالية) معلومات تخص النقاط الآتية متى كانت هذه المعلومات تكتسي طابعا هاما أو كانت مفيدة لفهم العمليات القوائم المالية:

-القواعد والطرق المحاسبية المعتمدة لمسك المحاسبة واعداد القوائم المالية (المطابقة للمعايير موضحة وكل مخالفة لها مفسرة ومبررة).

-مكملات الإعلام الضرورية لحسن فهم الميزانية وحساب النتائج، وجدول سيولة الخزينة وجدول تغير الأموال الخاصة.

-المعلومات التي تخص الشركات المشاركة، الشركات المشتركة، الفروع والشركات الأم وكذلك المعاملات التي تتم عند الاقتضاء مع هذه الشركات أو مسيريتها: طبيعة العلاقات، نمط المعاملة، حجم ومبلغ المعاملات، سياسة تحديد الأسعار التي تخص هذه المعاملات.

-المعلومات ذات الطابع العام أو التي تعني بعض العمليات الخاصة الضرورية للحصول على صورة وفيية. وإذا طرأت حوادث عقب تاريخ إقفال السنة المالية، ولم تؤثر في وضع الأصل أو الخصم بالنسبة إلى الفترة السابقة للإقفال فلا ضرورة لإجراء أي تصحيح (تقويم)، غير أن هذه الحوادث تكون موضوع اعلام بما في الملحق إذا كانت ذات أهمية بحيث يمكن أن يؤثر اغفالها في القرارات التي يتخذها مستعملو القوائم المالية، وحيث يجب

<sup>352</sup> الجريدة الرسمية، القرار المؤرخ في 25-03-2009 المتضمن النظام المحاسبي المالي، مرجع سبق ذكره، ص ص 26-27.



## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

الافصاح عما يلي: (353)

-طبيعة الحادث

-تقديم التأثير المالي أو الأسباب التي تجعل التأثير المالي لا يمكن تقديره.

وتقدم الشركات التي تستعين بالادخار العمومي الذي يوفر المعلومات الخصوصية الضرورية لمستعملي القوائم المالية من أجل:

-فهم النجاحة الماضية.

-تقييم الأخطاء ومردودية الشركة.

وفي هذا الإطار، تقدم على الخصوص استنادا إلى قوائمها المالية المدجة معلومات تخص: (354)

-مختلف أنماط المنتوجات والخدمات التابعة لنشاطها.

-مختلف المناطق الجغرافية التي تعمل فيها.

ويفرض النظام المحاسبي المالي على الشركات استخدام عدد من الجداول تفيد في فهم أفضل لعناصر القوائم المالية، وتمثل هذه الجداول فيما يلي:

-جدول تطور التثبيتات والأصول المالية غير الجارية

-جدول الإهلاكات.

-جدول خسائر القيمة في التثبيتات والأصول الأخرى غير الجارية.

-جدول المساهمات (فروع وشركات مشاركة).

-جدول المؤونات.

-كشف استحقاقات الحسابات الدائنة والديون عند اقفال الميزانية.

ثانيا: الإفصاح وفق سوق الأوراق المالية في الجزائر

تتبع الشركات المدرجة في بورصة الجزائر معايير الإفصاح المذكورة في النظام المحاسبي المالي، ولا يوجد افصاحات هامة قبل أو بعد الإدراج، غير أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) تفرض على مسؤولي الشركات تقديم مذكرة اعلامية وفق المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر في 23-05-1993، تحتوي على جميع

<sup>353</sup> المرجع السابق، ص 27.

<sup>354</sup> الجريدة الرسمية، القرار المؤرخ في 25-03-2009 المتضمن النظام المحاسبي المالي، مرجع سبق ذكره، ص 27.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

المعلومات الإيضاحية الخاصة بالشركة، وتعتبر المذكرة مستند أساسي لتزويد المستثمر بكل المعلومات الضرورية، وتفصح هذه المذكرة عن:

- تنظيم الشركة ونشاطها.
- ممتلكاتها ومركزها المالي.
- مميزات القيم المنقولة المطروحة في عرض البيع.

بعد تحقق لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من ضبط الوثائق وصحة المعلومات الواردة فيها، يحول القرار إلى شركة تسيير بورصة القين (SGBV) حتى يتم نشره في النشرة الرسمية للتسعير.

**المطلب الثالث: مقترح في شأن اصلاح النظام المحاسبي المالي كدعامة لاستقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر**

النظام المحاسبي المالي وما جاء به من بنود لا يكفي لتحقيق جودة الإفصاح المحاسبي من أجل جذب المستثمرين الأجانب، ولهذا سنحاول وضع مقترح في شأن تعزيز الإفصاح المحاسبي في الجزائر بناء على ما تم التطرق إليه في دراستنا من متطلبات وآليات تساهم على تحقيق ذلك، ونذكرها فيما يلي:

### أولاً: تفعيل حوكمة الشركات لتعزيز جودة الإفصاح المحاسبي

تسعى هيئات أسواق الأوراق المالية في مختلف دول العالم إلى اعتماد الدليل الشامل للحوكمة، نظراً لأهميته في حماية المستثمرين وضمان حقوقهم في الشركة والإفصاح عن معلومات هامة تساعدهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وهذا ما يؤدي إلى جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية إليها.

### 1- واقع تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في الجزائر

رغبة في تحقيق التكامل الاقتصادي من خلال تنوع مصادر الدخل والتخلص من الاقتصاد الريعي، تسعى الحكومة الجزائرية إلى ارساء مبادئ الحوكمة لضمان المساءلة والشفافية بالعمليات المتعلقة بإدارة الأعمال عن طريق سن بعض التشريعات، رغم ذلك ما زالت تعد من الدول المتأخرة في هذا المجال حيث احتلت المركز 106 عالمياً سنة 2019 في انتشار الفساد بمعدلات شفافية متدنية وذلك في التقرير الصادر عن المنظمة الدولية للشفافية عن الفساد. ومن بين القرارات المتخذة لمحاربة الفساد نجد ما يلي:

### 1-1- تأسيس الهيئة الوطنية للوقاية من الفساد ومكافحته

تأسست هذه الهيئة الوطنية وفقاً للمادة رقم 17 من القرار رقم 06-01 المؤرخ في 20 فيفري 2006 المتعلق

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

بالوقاية من الفساد ومكافحته، وجاءت المادة رقم 20 من نفس القرار لتحديد مهام هذه الهيئة والمتمثلة فيما يلي: (355)

- اقتراح سياسة شاملة للوقاية من الفساد.
  - تقديم توجيهات تخص الوقاية من الفساد.
  - وضع برنامج يسمح بتوعية وتحسيس المواطنين.
  - جمع واستغلال كل المعلومات التي يمكن أن تساهم في الكشف عن الفساد أو الوقاية منه.
  - التقييم الدوري للأدوات القانونية والإجراءات الإدارية المتخذة.
  - الاستعانة بالنيابة العامة لجمع الأدلة والتحري في وقائع ذات علاقة بالفساد.
  - تأمين التنسيق ومتابعة النشاطات والأعمال في الميدان.
  - السهر على تعزيز التنسيق بين القطاعات.
  - الحث على كل النشاطات الخاصة بالبحوث وتقييم الأعمال المنجزة.
- بالإضافة إلى عمل الهيئة لمحاربة الفساد والوقاية منه، نجد سعي مختلف الأطراف الفاعلة في بيئة الأعمال لإرساء اطار مؤسسي لحوكمة الشركات نذكر منها: (356)

### 1-2- انعقاد أول مؤتمر حول موضوع الحكم الراشد للشركات في سنة 2007

وكان لهذا الملتقى فرصة في مشاركة جميع الأطراف الفاعلة في عالم الأعمال، وخلال فعاليات هذا الملتقى كانت من بين أهم التوصيات التي جاءت بها هي اقتراح فكرة اعداد ميثاق جزائري للحكم الراشد للشركة كأول خطوة علمية تتخذ.

### 1-3- اصدار دليل حوكمة الشركات الجزائري

تم إصدار أول دليل حول حوكمة الشركات الجزائرية سنة 2009 من قبل كل من جمعية نادي الحركة والتفكير حول المؤسسة واللجنة الوطنية لحوكمة المؤسسات في الجزائر.

### 1-4- اطلاق مركز حوكمة الجزائر

بناء على الصدى الذي قام به دليل حوكمة الشركات، تأسست مجموعة عمل حوكمة الشركات الجزائرية

<sup>355</sup> الجريدة الرسمية، القرار رقم 06-01 المؤرخ في 20-02-2006 المتعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته، العدد 14، ص 8.

<sup>356</sup> محمد كريم ميلودي، واقع وتحديات حوكمة المؤسسات في الجزائر، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد الاقتصادي 35، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر،

2018، ص ص 150-151.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

لتقوم بتأسيس مركز حوكمة الجزائر في أكتوبر 2010 بالجزائر العاصمة، ليكون بمثابة منبر لمساعدة الشركات الجزائرية على الالتزام بمواد الدليل، واعتماد أفضل ممارسات حوكمة الشركات الدولية، ورفع الوعي الجماهيري بحوكمة الشركات، ويعتبر اطلاق المركز فرصة جديدة لمجتمع الأعمال لإظهار التزامه بتحسين البيئة الاقتصادية في البلاد بما فيها الشفافية والمساءلة والمسؤولية.

### 1-5-برنامج الاتحاد الأوروبي لتعزيز الحوكمة في الجزائر

تبنى الاتحاد الأوروبي برنامجا بمبلغ 10 ملايين يورو لدعم الحوكمة في الجزائر في اطار برنامج دعم الشراكة والإصلاح والنمو الشامل، ويهدف هذا البرنامج إلى تعزيز مؤسسات الحكم في المجالين الاقتصادي والسياسي وتعزيز مكافحة الفساد وتشجيع مشاركة جميع المواطنين في التنمية.

### 2-معوقات تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في الجزائر

هناك عدة معوقات تحد من تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على أرض الواقع تنشأ من داخل الشركة أو من خارجها وتتمثل فيما يلي: (357)

2-1-المعوقات الناشئة من داخل الشركة: ويأتي على رأسها عدم الفصل بين الملكية والادارة، ويندرج تحت هذا المعوق الرئيسي مجموعة من المعوقات الثانوية من أهمها:

-صعوبة الفصل بين مهمة مجلس الادارة ومهمة الادارة التنفيذية ومسؤوليات ادارة الشركة، ومستوى الرقابة، وعدد اجتماعات المجلس.

-عدم توفر أعضاء مستقلين غير تنفيذيين في مجلس الادارة بعدد مناسب، بحيث يكونون قادرين على تقديم آراء واجتهادات مستقلة نابغة من احساسهم بالمسؤولية ومن خبراتهم وتقييمهم لعمل الشركة.

-صعوبة تشكيل لجان مجلس الادارة مستقلة وقادرة على القيام بدورها على أكمل وجه وبكل فعالية، وأهمها لجنة التدقيق ولجنة المكافآت والترشحات.

2-2-المعوقات الناشئة من خارج الشركة: ويأتي على رأسها قلة أو انعدام القوانين والتعليمات الضابطة والمنظمة للنشاط الاقتصادي، والتي تضمن الحوكمة في الشركات واعطائها صفة الإلزام وعدم تعارضها مع هذه القوانين.

<sup>357</sup> نوال صباحي، واقع الحوكمة في دول مختارة -مع التركيز على التجربة الجزائرية-، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثامن: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصادات، جامعة حسينية بن بوعلوي، يومي 19 و20 نوفمبر 2013، ص 13.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

### 3-متطلبات تفعيل حوكمة الشركات في الجزائر

- يتطلب تفعيل حوكمة الشركات وقواعدها لتعزيز جودة الإفصاح المحاسبي في الجزائر ما يلي: (358)
- تفعيل دور الهيئة الوطنية للوقاية من الفساد: وذلك من خلال اقتراح سياسات وتوجيهات للوقاية والحد من الفساد، وكذلك إعداد برامج للتوعية من مخاطر الفساد، بالإضافة إلى جمع المعلومات التي تكشف عن أعمال الفساد والوقاية منه.
  - تفعيل دور مجموعة عمل حوكمة الشركات: وذلك قصد وضع دليل حوكمة الشركات في الجزائر يتناسب مع ما هو متعارف عليه عالميا.
  - تفعيل دور مركز حوكمة الجزائر: الذي يهدف إلى مساعدة الشركات على الالتزام بمواد حوكمة الشركات، واعتماد أفضل ممارسات حوكمة الشركات الدولية، ورفع الوعي الجماهيري بحوكمة الشركات.
  - ضمان التطبيق السليم والجيد للنظام المحاسبي المالي المبنى أساسا على فلسفة المرجع المحاسبي الدولي.
  - تعزيز الشفافية من خلال الزام الشركات ذات المسؤولية المحدودة على اعتماد مراجع حسابات خارجي يعمل وفق مدونة للسلوك وأخلاقيات العمل.

### ثانيا: جودة التدقيق لتعزيز جودة الإفصاح المحاسبي

جودة التدقيق من المواضيع المهمة في مهنة التدقيق، حيث تم وضع أول تعريف لجودة التدقيق من طرف الباحث "Angelo De" الذي عرفها على أنها: "احتمالية قيام مدقق الحسابات باكتشاف التحريفات الجوهرية والأخطاء والثغرات في القوائم المالية والقيام بالإبلاغ عنها وتسجيل ذلك في التقرير الذي يصدره في نهاية عملية التدقيق" (359).

ومن منظور المنظمات المهنية، عرفها مجمع القانونيين الأمريكيين في نشرة معايير التقرير رقم (4) على أنها: "الالتزام بمعايير التدقيق، ومعايير الأداء بالنسبة للأفراد داخل مكاتب التدقيق، وتتعلق معايير الأداء في مكاتب التدقيق بمجموعة من الخصائص الشخصية الواجب توافرها في مكاتب التدقيق كالنزاهة والموضوعية والاستقلال، وتوافر المهارات والكفاءة كي يتمكنوا من الوفاء بالمسؤوليات المكلفين بها، وتخصيص الأفراد على المهام بصورة تحقق

<sup>358</sup> هشام دغوم، أهمية تطبيق المعايير الدولية للمحاسبة (ias-ifrs) في دعم وإرساء مبادئ حوكمة الشركات في الجزائر -دراسة ميدانية استقصائية، مجلة جديد الاقتصاد، العدد 10، الجمعية الوطنية للاقتصاديين الجزائريين، الجزائر، 2015، ص ص 59-61.

<sup>359</sup> سهام جبار مزهر، العلاقة بين جودة التدقيق والإبلاغ المالي -دراسة ميدانية لعينة من المصارف الأهلية في العراق-، مجلة كلية الادارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية الصادرة عن جامعة بابل، المجلد 10، العدد 01، العراق، 2018، ص 521.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

المواءمة بين خبرات ومهارات الأفراد وطبيعة المهنة، وتوجيه وإشراف كامل على أداء العاملين بالمكاتب، وأخيرا ضرورة الفحص المستمر لفاعلية السياسات والاجراءات المطبقة للرقابة على الجودة في مكاتب التدقيق<sup>(360)</sup>. ويمكن القول أن جودة التدقيق هي مستوى الالتزام بالمعايير العامة والشخصية ومعايير التقرير من طرف المدققين في مكتب التدقيق، تسمح بتوفير النزاهة الموضوعية والاستقلالية والمهارات والكفاءة لتأدية مهمة التدقيق. وجودة التدقيق تعزز من جودة الإفصاح المحاسبي من خلال تحقيق أهداف جودة التدقيق الرئيسية وهي:<sup>(361)</sup>

- الحصول على ضمان معقول بأن التقارير المالية ككل خالية من الأخطاء الجوهرية.
- التأكد من معالجة أي أخطاء جوهرية تم اكتشافها والإبلاغ عنها من خلال تقرير المدقق.

ويتطلب تحسين جودة التدقيق في الجزائر لتعزيز جودة الإفصاح المحاسبي ما يلي:

### 1-اصدار معايير تدقيق جزائرية تتوافق مع معايير التدقيق الدولية:

تعتبر معايير التدقيق الدولية بمثابة توجيهات وإرشادات يستعين بها المدقق في القيام بمهمة التدقيق وتحتوي هذه المعايير على سياسات تهدف إلى تحسين أداء المدققين وبالتالي جودة التدقيق، أي أن هناك علاقة طردية بين جودة التدقيق والالتزام بمعايير التدقيق الدولية، حيث يؤدي الالتزام بها إلى أداء عملية التدقيق بجودة عالية، كما أن أداء التدقيق المحاسبي بمستوى جودة ملائم يؤكد تمسك المدققين بالمعايير<sup>(362)</sup>.

وتفرض الهيئات والمؤسسات المنظمة لمختلف أسواق الأوراق المالية العالمية على المدققين وشركات التدقيق عند مراجعة تقارير والقوائم الخاصة بالشركات المدرجة على ضرورة اتباع معايير المحاسبة الدولية ومعايير الإبلاغ المالي الدولي ومعايير التدقيق، وباعتبار أن معايير المحاسبة تعتمد على مبدأ الإفصاح فإن معايير التدقيق تزيد من جودة الإفصاح المحاسبي التي تخدم أهداف أصحاب المصالح.

<sup>360</sup> عمر ديلمي، نحو تحسين أداء المراجعة المالية في ظل معايير المراجعة الدولية، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، ص27.

<sup>361</sup> IOSCO, Report on Good Practices for Audit Committees in Supporting Audit Quality, January 2019, P5.

<sup>362</sup> هيبه صنهاجي وآخرون، أثر تطبيق معايير التدقيق الدولية في تحسين جدوة التدقيق الخارجي، مجلة العلوم الإدارية المالية، المجلد 01، العدد01، جامعة الشهيد لخضر، الوادي، الجزائر، ديسمبر 2017، ص ص 434-435.

الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة  
حالة الإمارات العربية المتحدة-

الجدول رقم (3-13): المعايير الجزائرية للتدقيق

رقم المعيار	اسم المعيار	مضمون المعيار
210	اتفاق حول أحكام مهمة التدقيق	واجبات المدقق للاتفاق مع الإدارة وعند الاقتضاء مع الأشخاص القائمين على الحكم في الشركة.
505	التأكيدات الخارجية	استعمال المدقق لاجراءات التأكيد الخارجي بهدف الحصول على أدلة الإثبات.
560	أحداث تقع بعد اقفال الحسابات وأحداث لاحقة	التزامات المدقق اتجاه الأحداث اللاحقة لإقفال الحسابات في اطار تدقيق الكشوف المالية.
580	التصريحات الكتابية	الزامية حصول المدقق على التصريحات الكتابية من طرف الإدارة.
300	تخطيط تدقيق الكشوف المالية	التزامات المدقق فيما يخص التخطيط لتدقيق الكشوف المالية.
500	العناصر المقنعة	واجبات المدقق فيما يتعلق بتصوير ووضع حيز التنفيذ اجراءات التدقيق قصد الحصول على عناصر مقنعة كافية ومناسبة توصل إلى نتائج معقولة يستند عليها لتأسيس رأيه.
510	مهام التدقيق الأولية "الأرصدة الافتتاحية"	واجبات المدقق فيما يخص فحص الأرصدة الافتتاحية لحسابات الشركة في اطار مهمة التدقيق الأولي.
700	تأسيس الرأي وتقرير التدقيق للكشوف المالية	التزام المدقق بإبداء رأيه حول الكشوف المالية، وشكل ومضمون تقرير المدقق عندما يتم التدقيق وفق المعايير الجزائرية للتدقيق.
520	الاجراءات التحليلية	اجراءات تحليلية يقوم بها المدقق أثناء استعراض تناسق مجمل الحسابات.

الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة  
حالة الإمارات العربية المتحدة-

التزامات المدقق والادارة في الحرص على استمرارية استغلال النشاط.	استمرارية الاستغلال	570
شروط وفرص انتفاع المدقق الخارجي من أعمال المدققين الداخليين.	استعمال أعمال المدققين الداخليين	610
واجبات المدقق عندما يستعين بخبير يختاره للقيام بمراقبة خاصة تتطلب خبرة في ميدان آخر غير المحاسبة والتدقيق، بالإضافة إلى كفاءات الأخذ باستنتاجات الخبير.	استخدام أعمال خبير معين من طرف المدقق	620
مسؤولية المدقق لإعداد وثائق التدقيق، طبيعتها وفائدة الحصول عليها في الوقت المناسب، التعامل مع الظروف الاستثنائية، ضرورة حماية وحفظ ملفات العمل.	وثائق التدقيق	230
الطريقة المثلى للحصول على العناصر المقنعة بمختلف أنواعها، وكيفية عرض المعلومات ذات العلاقة بالقطاع.	العناصر القنعة -اعتبارات خاصة-	501
أساليب السير الإحصائي وغير الإحصائي في التدقيق.	السير في التدقيق	530
بنود الكشوف المالية المقدرة والتي لا يمكن قياسها والاختلالات الناتجة عن ذلك مثل: الاختلالات الناتجة عن التقديرات المحاسبية الفردية، المؤشرات المحتملة لتحيز الادارة مع تأكيد كتابي يوضح عقلانية التقديرات المحاسبية.	تدقيق التقديرات المحاسبية بما فيها التقديرات المحاسبية للقيمة الحقيقية والمعلومات الواردة المتعلقة بها	540

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد:

وزارة المالية -مجلس المحاسبة- المقرر رقم 002 المؤرخ في 04-02-2016 المتضمن المعايير الجزائرية للتدقيق.

وزارة المالية -مجلس المحاسبة- المقرر رقم 150 المؤرخ في 11-11-2016 المتضمن المعايير الجزائرية للتدقيق.

وزارة المالية -مجلس المحاسبة- المقرر رقم 23 المؤرخ في 15-03-2017 المتضمن المعايير الجزائرية للتدقيق.

وزارة المالية -مجلس المحاسبة- المقرر رقم 77 المؤرخ في 24-09-2018 المتضمن المعايير الجزائرية للتدقيق.



## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

وكون الجزائر قد تبنت حتى الآن 16 معيار من أصل 36 معيار من المعايير الدولية للتدقيق على شكل معايير تدقيق جزائرية كما هو موضح في الجدول (3-13) لمسايرة التطورات العالمية ومحاولة التقليل من التفاوت بين ما هو دولي وما هو محلي، إلا أن زيادة اصدار معايير تدقيق جديدة تتوافق مع ما هو دولي ستؤدي إلى تحسين جودة التدقيق مما يزيد من جودة الإفصاح المحاسبي.

**3-تفعيل دور لجان التدقيق:** وتتكون لجنة التدقيق من عدد من أعضاء مجلس الادارة غير التنفيذيين تابعة لمجلس الادارة، وتعد لجنة التدقيق حلقة وصل بين المدققين ومجلس الادارة تدعم جودة التدقيق، تتركز مهامها على المشاكل ذات الصلة بسلامة التقارير المالية للشركة.<sup>(363)</sup> وانشاء لجان التدقيق داخل الشركة يزيد من الشفافية في عملية التدقيق ويحسن من جودة الإفصاح المحاسبي، ويؤدي ذلك إلى زيادة ثقة المساهمين والمستثمرين المحتملين في التقارير والقوائم المالية المنشورة.

وتقوم لجان التدقيق بمهام ترتبط بزيادة جودة الإفصاح والشفافية في التقارير المالية المقدمة كما يلي:<sup>(364)</sup>

- دراسة التقارير المالية السنوية والدورية قبل عرضها على مجلس الادارة وابداء الرأي فيها.
- مناقشة تقارير التدقيق المختلفة سواء الخاصة بالتدقيق الداخلي أو التدقيق الخارجي.
- اصدار تقرير لجنة التدقيق ونشره مع التقارير المالية المختلفة للشركة، وذلك من خلال تطبيق القوانين واللوائح المختلفة المنظمة لعمل الشركة.
- التأكد من الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة والتدقيق والتدخل في تحديد السياسات المحاسبية التي تستخدمها الادارة.

**4-تفعيل دور التدقيق الداخلي:** يعمل التدقيق الداخلي على تدقيق كل الاجراءات والقيود المحاسبية التي لها علاقة بالمعلومات المحاسبية مع تقديم توصيات من أجل تصحيح الأخطاء والهفوات المرتكبة، وكذا لتسهيل مهام المدقق الخارجي حتى يكون تقريره صحيح ويعكس وضعية الشركة الحقيقي، لذا يساهم التدقيق الداخلي في جودة التدقيق الخارجي وبالتالي يزيد من جودة الإفصاح المحاسبي.

**5-اعتماد تكنولوجيا المعلومات في عملية التدقيق (التدقيق الالكتروني):** ويقصد به تطبيق أي نوع من الأنظمة باستخدام تكنولوجيا المعلومات لمساعدة المدقق في التخطيط والرقابة وتوثيق أعمال التدقيق، حيث

<sup>363</sup> IOSCO, Report on Good Practices for Audit Committees in Supporting Audit Quality, Op. cit, P7.

<sup>364</sup> عيد بن حامد الشمري، دور لجان المراجعة في تفعيل حوكمة الشركات المساهمة بالمملكة العربية السعودية، بحث مقدم للندوة الثانية عشر لسبل تطوير المحاسبة، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 12.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

استخدام تكنولوجيا المعلومات تخفض من تكاليف التدقيق من خلال اختصار الوقت اللازم في مختلف مراحل التدقيق خاصة التخطيط وتحديد عينات الاختبار، وتحقق جودة التدقيق من خلال حل مشاكل تدقيق الشركات او الفروع الأجنبية وتدقيق حسابات شركات الخدمات التي يكون نشاطها الحاسب والتكنولوجيا الحديثة، وأيضا مواكبة التطور الحاصل في الإفصاح الإلكتروني الذي يعتمد على التكنولوجيا في عرض البيانات والمعلومات المالية وغير المالية للشركة، حيث الاعتماد على التدقيق الإلكتروني في الرقابة على هاته البيانات والمعلومات المعروضة يزيد من جودة الإفصاح الإلكتروني بشكل كبير.

### ثالثا: الإفصاح الإلكتروني لتحسين جودة الإفصاح المحاسبي في الجزائر

يهدف الإفصاح الإلكتروني إلى نشر التقارير المالية للشركة عن طريق استخدام التكنولوجيا ووسائل الإعلام الحديثة، وفي الجزائر لم يصدر حتى الآن نص تشريعي أو تنظيمي يلزم الشركات بهذا النوع من الإفصاح، وتعتمد بعض الشركات الجزائرية على نشر بعض المعلومات كالتعريف بالشركة أو توضيح نشاطها في مواقعها الإلكترونية والتي لا تعبر عن الوضعية الحقيقية للشركة، فلا يمكن اتخاذ قرار من خلال المعلومات العامة المقدمة. إلا أن هناك بعض الشركات تقوم بالإفصاح المحاسبي في مواقعها الإلكترونية وغالبيتها مدرجة في سوق الأوراق المالية، ويمكن الإشارة إلى بعض نماذج المعلومات المفصحة عنها للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية فيما يلي: (365)

**1- الإفصاح الإلكتروني عن التقارير المالية:** تقوم الشركات المدرجة في بورصة القيم المنقولة بالإفصاح الإلكتروني بشكل أفضل من الشركات غير المدرجة، فمثلا شركة روية يمكن من خلال موقعها الإلكتروني الاطلاع على مختلف التقارير السنوية والسادسية والمعلومات التي تحتاجها مختلف الأطراف، حيث تتضمن القوائم المالية وتقرير مجلس الادارة وتقرير محافظ الحسابات، ويمكن الحصول على معلومات اضافية عن الشركات المدرجة من خلال المواقع الإلكترونية للهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية في الجزائر، لأن هذه الشركات تخضع لمقتضيات النظام رقم 02-2000 المؤرخ في 20 جانفي 2000 الخاص بالمعلومات الواجب نشرها من طرف الشركات التي تكون قيمتها مسعرة في البورصة. بالإضافة إلى أن الشركات التي ترغب في الدخول إلى السوق تلزم على اعداد مذكرة اعلامية تتضمن مختلف المعلومات عن الشركة، والتي يمكن الاطلاع عليها عبر الموقع الإلكتروني للشركات المعنية ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

<sup>365</sup> الحاج نوي، عبد القادر بلكيل، الإفصاح الإلكتروني في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بين الواقع ومتطلبات الادارة الإلكترونية، مرجع سبق ذكره، ص ص

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

2- الإفصاح الإلكتروني عن معلومات إضافية: وفقا لما نص عليه القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008، المتعلق بالنظام المحاسبي الذي يفرض الإفصاح ضمن الملاحق عن تحليل العناصر ذات الأهمية القطاعية حسب كل قطاع نشاط وحسب كل قطاع جغرافي تنشط به الشركة، وتقسيم رقم الأعمال حسب كل فئات النشاط وحسب الأسواق الجغرافية، فشركة صيدال مثلا تفصح عن الإنتاج ورقم الأعمال المحقق بالكمية والقيمة، وحسب أنواع المنتجات والمناطق الجغرافية التي تنتشر فيها عبر الوطن. كما أن شركة الأوراسي توضح ضمن ملحق القوائم المالية المنشور عبر موقعها الإلكتروني، أن تقييم الأصول يكون عن طريق التكلفة التاريخية وطريقة الإهلاك المستعملة للتثبيات طريقة الإهلاك الثابت، أما بالنسبة لتقييم المخزونات فيكون حسب طريقة التكلفة المتوسطة المرجحة.

ويرى الباحث أن معظم الشركات تستعمل الطريقة التقليدية للإفصاح الإلكتروني، كما يوجد عدم تجانس في المعلومات المفصح عنها، ولهذا من الضروري تبني أنظمة الكترونية حديثة مثل نظام XBRL والذي يزيد من جودة الإفصاح الإلكتروني في الجزائر من خلال:

-توحيد طرق الإفصاح المحاسبي الإلكتروني.

-خفض تكاليف اعداد وعرض التقارير المالية ونشرها.

-تبسيط بنود التقارير المالية وسهولة وصول الأطراف أصحاب المصالح مع الشركة إلى المعلومات المالية وغير المالية.

-استقطاب المستثمرين لسوق الأوراق المالية من خلال تعزيز الإفصاح والشفافية.

-تسهيل عملية التحصيل الضريبي بالحصول على معلومات الدخل في أسرع وقت ممكن.

رابعا: تحيين متطلبات الإفصاح المحاسبي الواردة في النظام المحاسبي المالي وفق التحديثات التي جاء بها المرجع المحاسبي الدولي

تم إصدار النظام المحاسبي المالي في الجزائر في 25-11-2007 بالاعتماد على معايير المحاسبة الدولية (IAS) ومعايير الإبلاغ المالي الدولي (IFRS) التي كانت موجودة في ذلك الوقت، غير أنه بعد اعتماد النظام المحاسبي المالي تم اصدار والغاء بعض المعايير سواء معايير المحاسبة الدولية أو معايير الإبلاغ المالي الدولي المتعلقة بالإفصاح المحاسبي، ولهذا يجب على القائمين على النظام المحاسبي المالي تعديل أو تحيين بنوده بما يتوافق مع التحديثات المرتبطة بالإفصاح المحاسبي وفق ما يأتي به المرجع المحاسبي الدولي، وهذا ما يسمح بتقديم معلومات تفيد مستخدميها في اتخاذ القرارات الصحيحة.

## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

### خامسا: تفعيل دور سوق القيم المنقولة في الجزائر

تظهر سوق الأوراق المالية الصورة الحقيقية لوضع الشركات المالي وغير المالي عن طريق فرض قوانين وتشريعات تهدف إلى تعزيز جودة الإفصاح والشفافية في ما يخص المعلومات المقدمة من طرف الشركات التي تريد الالتحاق بها، وكذا التزام هذه الأخيرة بتقديم المعلومات الكافية في الوقت المناسب لاتخاذ قرارات الاستثمار الصحيحة، حيث نجد أن سوق الأوراق المالية تضم عدد قليل من الشركات أغلبها كانت مؤسسات تجارية تابعة للدولة وأصبحت شركات مستقلة بذاتها، ولتفعيل دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني وجلب رؤوس الأموال سواء من الداخل أو الخارج وتعزيز دورها في تحسين جودة الإفصاح المحاسبي وجب على الهيئات المسؤولة توفير ما يلي:

- تحقيق الاستقرار السياسي والاقتصادي حتى يطمئن أصحاب رؤوس الأموال على استثماراتهم.
- تحفيز الشركات على تمويل مشاريعها عن طريق سوق الأوراق المالية والابتعاد على التمويل عن طريق الوساطة المالية (القروض البنكية).
- دعم الشركات الصناعية والخدمية الصغيرة والمتوسطة، وتسهيل شروط ادراجها في سوق الأوراق المالية.
- تشجيع الشركات الناشئة والمبتكرة في مجال تكنولوجيا المعلومات لتطوير البنية التحتية للنظام المالي الالكتروني.
- انشاء صناديق رأس المال المخاطر، وذلك لتمويل المشاريع الناشئة والمبتكرة أو المشاريع الجيدة التي تواجه عسر مالي بدلا من التمويل التقليدي واعانات الدولة.
- وضع عقوبات على الشركات التي تمنع أصحاب المصالح والجمهور الاطلاع على قوائمها المالية وتقاريرها المالية الأخرى المفروض الإفصاح عنها وفق ما جاء به النظام المحاسبي المالي.
- الزام الشركات بفتح مواقع الكترونية، وفرض نشر القوائم المالية وتقرير المدقق عليها.
- تفعيل القوانين المتعلقة بحرية تحويل رؤوس الأموال الأجنبية من الخارج إلى الداخل والعكس لاستثمارها في سوق الأوراق المالية، وسن قوانين جديدة تعمل على تنظيم هذا النوع من الاستثمار نظرا لأهميته في تمويل المشاريع المحلية وجذب العملة الأجنبية، وكذا تنشيط سوق الأوراق المالية.
- توعية الأفراد على فوائد استثمار مدخراتهم الزائدة عن حاجاتهم في سوق الأوراق المالية لكن بشرط توفر الضمانات السابقة لحماية استثماراتهم.

خلاصة الفصل:

ترتكز سوق الأوراق المالية في عملياتها على نظام افصاح معلوماتي متكامل يضمن توفر معلومات من البيئة الاقتصادية الداخلية والخارجية للشركات المدرجة ضمنها، حيث يتم تحليل هاته المعلومات على أساس المعطيات والبيانات المتعلقة بالوضع الاقتصادي وأداء الشركات الحالي والمرقب، وتعتبر القوائم والتقارير المالية المصدرة من طرف الشركات أهم مصدر للمعلومات المحاسبية التي تسهل على المستثمر الأجنبي اتخاذ قرار الشراء أو البيع أو عدم التداول، ولهذا يجب أن تتوفر في هاته المعلومات خصائص نوعية أساسية وثانوية تزيد من درجة الجودة، ومنه زيادة فعالية نظام الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في الحد من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين المحليين والأجانب، جودة ومصداقية التحليل المالي، التأثير على أسعار الأوراق المالية بمجال يقترب دائما من القيمة العادلة، الرفع من كفاءة الإفصاح الإلكتروني باستعمال نظام XBRL وذلك ما يزيد من ثقة المستثمر الأجنبي في الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

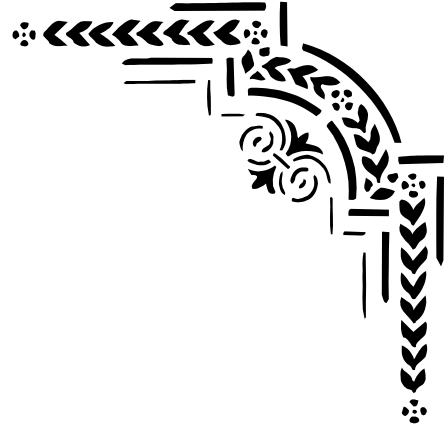
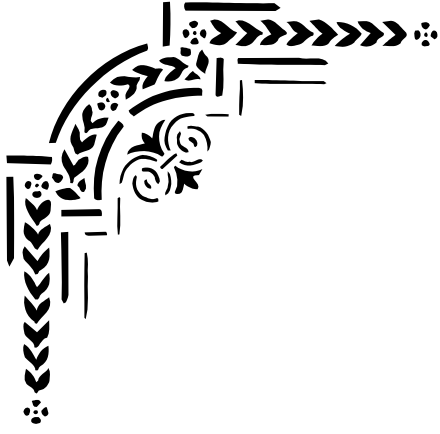
ويتطبيق دراستنا على دولة الإمارات، توصلنا إلى أن دولة الإمارات تتوفر على مناخ استثمار ذو طابع دولي متقدم، وتحتل المراكز الأولى عالميا في تقرير جاذبية الاستثمار وممارسة أنشطة الأعمال ومؤشري التنافسية العالمية والحرية الاقتصادية، كما أنها تتوفر على سوق أوراق مالية نشطة بمعدل دوران مرتفع، وهذه التوليفة تجعل دولة الإمارات وجهة للمستثمرين الأجانب وتسهل قرارهم للدخول إلى سوق الأوراق المالية، وبالمقابل يساهم الأجانب بنسبة تصل إلى 50% من قيمة التداول في سوق دبي والإمارات وهذا ما يزيد من عمق السوق وكفاءته، وهنا يأتي دور نظام الإفصاح المحاسبي في ابقاء أسعار الأوراق المالية دائما في مجال القيمة العادلة التي تعطي للمستثمر فرصة الشراء والبيع لتحقيق أرباح معقولة وتحمل مخاطر أقل، وهذا ما لاحظناه طيلة سنوات الدراسة، ويعتبر بحد ذاته حافز للمستثمرين الأجانب الجدد للدخول إلى السوق، حيث تعمل هيئة سوق الأوراق المالية والسلع إلى الحد من انتشار المعلومات المغلوطة والشائعات التي من شأنها زعزعة استقرار السوق بالزام الشركات على الإفصاح عن القوائم والتقارير المالية وفق المرجع المحاسبي الدولي فقط، بالإضافة إلى ضرورة العمل بدليل الحوكمة والإفصاح الإلكتروني وفق نظام XBRL وتنظيم عمل المدققين والزامهم باتباع المعايير الدولية للتدقيق عند القيام بعملهم وهذا من أجل دعم الإفصاح والشفافية في السوق.

وبإسقاط دراستنا على الجزائر، وجدنا أنها احتلت مراتب متدنية في التقارير والمؤشرات الدولية الخاصة بالاستثمار، ورغم توفره على سوق أوراق مالية منظمة إلا أن السوق غير نشطة نسبيا نظرا لقلة الشركات المدرجة وقلة المطروح من الأوراق المالية، وهذا ما يوصلنا إلى أن البيئة الاستثمارية لا تساعد على جذب انتباه المستثمرين الأجانب، ويؤكد ذلك عدم وجود احصائيات حول تعاملات الأجانب في سوق القيم المنقولة، ويقتصر وجود الاستثمار

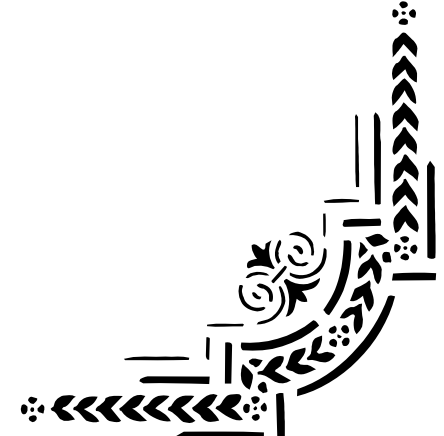
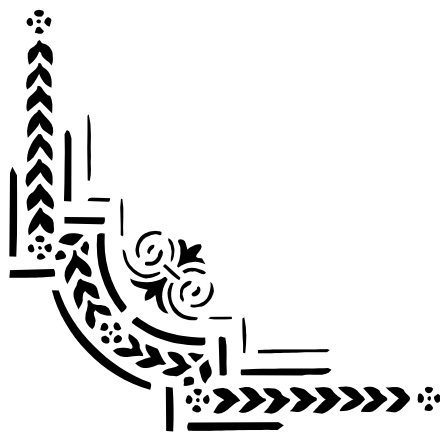
## الفصل الثالث: دور الإفصاح المحاسبي بالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر -دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة-

---

الأجنبي غير المباشر في بعض القوانين من حرية حركة رؤوس الأموال من وإلى الخارج واعفاءها من الضريبة بدون تجسيد فعلي على مستوى السوق، أما ما يخص الإفصاح المحاسبي فالشركات تفتح عن المعلومات في القوائم المالية وفق نظام SCF، والاكْتفاء بتقديم مفكرة اعلامية للإدراج في سوق الأوراق المالية دون وجود قوانين واجراءات افصاح بعد الإدراج، ولهذا وجب تحيين نظام SCF بما يتوافق مع المرجع المحاسبي الدولي والرفع من جودة الحوكمة والتدقيق وتطوير الإفصاح الالكتروني.



## خاتمة عامة



يعتبر الاستثمار الأجنبي غير المباشر شكل من أشكال تدفقات رؤوس الأموال الدولية التي تتدفق من خلال أسواق الأوراق المالية في مختلف الدول عن طريق عدة قنوات مالية مثل المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار وشهادات الایداع الدولية، وتتركز أساسا في الدول المتقدمة والدول النامية وفي بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة. ويعود السبب الرئيسي في ظهور هذا النوع من الاستثمار إلى النمو المتزايد في اقتصاديات بعض الدول وعدم كفاية التمويل الداخلي للمشاريع، مما أدى إلى البحث عن رؤوس الأموال خارج نطاقها الجغرافي، إلا أنه يجب التعامل بحذر مع تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر والتي تعتبر من رؤوس الأموال الساخنة، يمكنها أحداث أزمات مالية في حالة خروجها بكثرة من البلد المضيف مثل ما حدث في دول شرق آسيا والمكسيك.

ومع مرور الوقت تزايد الاهتمام بهذا النوع من الاستثمار والمنافسة بين الدول إلى استقطابه بتوفير المناخ الاستثماري الملائم من خلال تخفيض الضرائب المفروضة ومعدلات الفائدة، استقرار أسعار الصرف وتطوير البنية التحتية، تشجيع الاستثمار في القطاع الانتاجي والخدماتي، تحرير الصادرات والسيطرة على معدلات التضخم وكل العوامل الأخرى المتعلقة بالاقتصاد الكلي، كما يجب العمل على تطوير هيكل سوق الأوراق المالية من حيث زيادة عدد الشركات والوسطاء والأدوات المالية وتوفير نظام معلوماتي متطور، بالإضافة إلى التخفيف من القوانين التي تحد حركة التدفقات الأجنبية من خلال اصدار تشريعات تنظم الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ويتطلب أيضا متابعة للتطورات الاقتصادية العالمية مثل حدوث الأزمات الاقتصادية والسياسية أو الحروب لكي تقلل الدول المضيفة من درجة المخاطر المتأتية منه في حالة حدوث هلع في الأسواق المالية.

ونجد في الدول ذات الجاذبية الكبيرة لتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر أنظمة متطورة ومتكاملة فيما بينها، ومن بينها أنظمة الإفصاح، ويعتبر الإفصاح مفتاح الدخول إلى مجال الاستثمار حيث يوفر المعلومات اللازمة لقرار الاستثمار، ولهذا يجب أن يعتمد في نظام الإفصاح على المعايير والأنظمة الدولية، ومن بينها معايير المرجع المحاسبي الدولي التي تهدف بدورها إلى تعزيز جودة الإفصاح من خلال التفصيل فيما يجب على الشركة الإفصاح عنه من معلومات هامة، إضافة إلى اجراءات داعمة للإفصاح تتمثل أساسا في تطبيق قواعد الحوكمة واستعمال التكنولوجيا في الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في القوائم والتقارير المالية مثل الإفصاح الإلكتروني المعزز ببرامج حديثة.

إن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تتمثل أساسا في اتخاذ المستثمر الأجنبي خيار الدخول إلى سوق أوراق مالية ما بعد الاطلاع على الحالة الاقتصادية للبلد المضيف، ثم اتخاذ قرار الاستثمار بشراء وبيع الأوراق المالية المختلفة بهدف الحصول على أرباح أو عوائد، وهنا يحتاج المستثمر الأجنبي إلى معلومات مالية ومحاسبية دقيقة وذات جودة لاتخاذ قراره الاستثماري، حيث تعتمد العديد من الشركات توفير المعلومات اللازمة في القوائم والتقارير المالية وفق المرجع المحاسبي الدولي لخدمة أسواق الأوراق المالية وخاصة تلك المعلومات ذات التأثير في قرارات الاستثمار بهدف كسب ثقة المستثمر في سوق الأوراق المالية وتحقيق كفاءة السوق.



وهذا ما قامت به الإمارات من خلال توفير مناخ استثمار مناسب، ونظام افصاح محاسبي متكامل يعزز ثقة المستثمر في السوق ويقوم على أساس المرجع المحاسبي الدولي في الإفصاح ضمن القوائم والتقارير المطلوبة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإماراتية، كما نلمس سعي الجزائر إلى اصلاح مناخ الاستثمار من خلال السياسات الحالية التي تتبعها الدولة المتعلقة بتشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي، إلا أن هذه الاجراءات الاصلاحية يجب أن يرافقها تحديث للنظام المحاسبي المالي حتى يكون كعامل استقطاب للاستثمار الأجنبي.

ولقد حاولنا في هذا البحث معالجة اشكالية مفادها كيف يساهم الإفصاح عن المعلومات المحاسبية وفق المرجع المحاسبي الدولي في جذب تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر لسوق الأوراق المالية؟، وذلك من خلال الفصول الثلاثة لهذه الدراسة في ظل الفرضيات الأساسية التي تم وضعها، وباستخدام المناهج والأدوات المشار إليها في مقدمة البحث. وبناء على ذلك تم الاجابة على أسئلة البحث واختبار فرضياته، والوصول إلى جملة من النتائج، ومن ثم تقديم مجموعة من التوصيات واقتراح بعض المواضيع كآفاق للبحث مستقبلا.

### 1- نتائج اختبار الفرضيات: من خلال اختبار الفرضيات توصلنا إلى النتائج التالية:

**- بخصوص الفرضية الأولى:** تم نفي الفرضية، بعد دراستنا لواقع تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر خلال سنوات الدراسة من 2007 إلى 2020 في الدول المتقدمة والنامية والأسواق الناشئة حجم صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الدول المتقدمة أكبر بكثير من التدفقات إلى الدول النامية والأسواق الناشئة. وبالمقابل نجد أكبر تذبذب في دخول وخروج الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول النامية والأسواق الناشئة منها في الدول المتقدمة، نظرا لوجود فرص ربح أكبر في الدول النامية والأسواق الناشئة بعكس الدول المتقدمة التي لحقت لحد تشبع السوق ووصول أكبر الشركات فيها إلى قيم سوقية مرتفعة.

**- بخصوص الفرضية الثانية:** تم اثبات صحة الفرضية، حيث يتخذ المستثمر الأجنبي قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية بناء على معطيات خاصة بالمناخ الاستثماري والوضعية الاقتصادية للبلد المضيف، لأنه يجذب إلى الدول التي توفر معدلات ضرائب منخفضة، استقرار أسعار الصرف والبنية التحتية المتطورة، حرية التصدير وابقاء معدلات التضخم منخفضة وكل العوامل الأخرى المرتبطة بالاقتصاد، كما يجب توفر سوق أوراق مالية نشط ومنظم من حيث وجود أكبر عدد من الشركات والوسطاء الماليين والأدوات المالية المتنوعة، ويكون نظام الإفصاح فيها متكامل يشمل المعلومات المالية وغير المالية حتى يسمح للمستثمر الأجنبي بالتعرف على الوضع المالي للشركة مثل الربح المحاسبي وربحية السهم، معلومات حول القطاع المتواجدة فيه الشركة، المخاطر المتعلقة بالاستثمار في الأدوات المالية، كما تفرض الدول المستقطبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر اجراءات اضافية تتمثل في الإفصاح وفق دليل الحوكمة، الإفصاح عن المؤشرات المالية، ضبط عمل المدققين الماليين، الإفصاح الالكتروني، وهذا لتدعيم المحتوى الإعلامي للقوائم والتقارير المالية.

- **بخصوص الفرضية الثالثة:** تم اثبات صحة الفرضية، يؤثر الإفصاح المحاسبي ضمن القوائم والتقارير المالية وفق المرجع المحاسبي الدولي في اتخاذ المستثمر الأجنبي لقراره الاستثماري، من خلال تأثير المعلومات المحاسبية ذات الخصائص النوعية على القيمة السوقية للأوراق المالية بشكل يسمح للمستثمر الأجنبي بتحقيق أرباح من خلال تحليله لهذه المعلومات، يساهم أيضا في الحد من تماثل البيانات بين المستثمرين الأجانب والمستثمرين المحليين من خلال إتاحة المعلومات لكافة المستثمرين ورفع من تكلفة المعلومات الخاصة، أيضا تساهم لغة الإفصاح الإلكتروني XBRL المبرمجة وفق بنود المرجع المحاسبي الدولي في توصيل المعلومات في الوقت المناسب بما يتلاءم مع تعاملات المستثمر الأجنبي في الأوراق المالية، كما تعطي للمستثمر الأجنبي إمكانية الحصول على القوائم والتقارير المالية وقراءتها وتحليلها ومقارنتها بغض النظر عن اللغة والبرامج المستخدمة في إعدادها.

- **بخصوص الفرضية الرابعة:** تم اثبات صحة الفرضية بالنسبة لدولة الإمارات، من خلال دراستنا تبين أن مناخ الاستثمار في الإمارات مناسب لجذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ويؤكد ذلك موقع الإمارات المتقدم في المؤشرات الدولية لجاذبية الاستثمار، كما يؤكد عمق سوق الأوراق المالية وتطور القيمة السوقية وكثرة الشركات وتواجد عدد كبير من الوسطاء الماليين، وتنوع الأوراق المالية والمنتجات المتاحة للأجانب. كما أن نظام الإفصاح عن المعلومات المالية والمحاسبية في الإمارات يساهم في الاستقرار النسبي لأسعار الأوراق المالية عند مستوياتها العادلة، وهذا ما يعطي فرصة للمستثمرين الأجانب لتحقيق عوائد وأرباح معقولة مقابل تحمل مخاطر أقل، وهذا ما يجذب المستثمر الأجنبي.

وتم نفي الفرضية بالنسبة للجزائر، حيث لا يتوفر المناخ المناسب لاستقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وهذا ما يبينه ترتيب الجزائر في مؤشرات جاذبية الاستثمار وركود سوق الأوراق المالية سواء قلة الشركات والوسطاء أو قلة المعروض من الأدوات المالية. حيث أن تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر منعدمة في سوق الأوراق المالية الجزائري، ولهذا فإن الإفصاح المحاسبي ليس له دور في جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الجزائر.

## 2- نتائج الدراسة: من خلال فصول الدراسة توصلنا إلى عدة نتائج، يمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

- الاستثمار الأجنبي غير المباشر هو استثمار غير المقيمين في دولة ما في الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية المحلية بشرائها والاحتفاظ بها للاستفادة من الفوائد أو العوائد، أو بيعها للاستفادة من تقلبات الأسعار والحصول على أرباح، بشرط أن لا يمتلك المستثمر حق الإدارة أو المشاركة في اتخاذ القرارات.

- يمكن للتدفقات الكثيفة من رؤوس الأموال الداخلة أو الخارجة إلى ومن الدولة المضيفة أحداث أزمات في سوق الأوراق المالية للبلد المضيف لتنتقل عدوها إلى البورصات العالمية عن طريق قنوات الاتصال.

- تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية غير المباشرة لا تشكل السبب الرئيسي في حدوث الأزمات المالية وإنما هي العامل المنشط لوقوع الأزمة، فوجود خلل ما بالاقتصاد يعد السبب الرئيسي لوقوع الأزمة البورصية.

- يعتبر الاستثمار الأجنبي غير المباشر مصدرا هاما لتمويل المشاريع، تنشيط سوق الأوراق المالية، والمساهمة في تطوير اقتصاد البلد المضيف.
- تتركز تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر أساسا في سوق الأوراق المالية للدول المتقدمة، ويأتي بعد ذلك الدول النامية والدول التي تمتلك أسواق أوراق مالية ناشئة.
- يعتبر الاستقرار الاقتصادي وتوفر سوق أوراق مالية منظم ونشط من أهم متطلبات استقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر.
- تتمتع الدول المستقطبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر بنظام افصاح محاسبي متطور يتماشى مع المرجع المحاسبي الدولي، بالإضافة إلى افصاحات اضافية مطلوبة على المستوى الدولي تتمثل في ترجمة القوائم والتقارير المالية إلى لغة القارئ والافصاح عن النسب والمؤشرات المالية التي تساعد المستثمر في اتخاذ قراراته المالية المستقبلية.
- دليل حوكمة الشركات والافصاح الإلكتروني وفق لغة XBRL، يعتبران دعامتين أساسيين في تحقيق الشفافية وجودة الإفصاح المحاسبي لاستقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر.
- تتدفق المعلومات إلى سوق الأوراق المالية من مصادر مختلفة، غير أن ما توفره التقارير المالية من معلومات يعتبر أساس قاعدة البيانات على مستوى سوق الأوراق المالية.
- يدعم الإفصاح المحاسبي وفق المرجع المحاسبي الدولي جودة المعلومات المحاسبية.
- يساهم الإفصاح المحاسبي وفق المرجع المحاسبي الدولي في عملية التحليل المالي، تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، الحد من تماثل المعلومات، وتحقيق العدالة السعرية في السوق.
- تحتل دولة الإمارات المراكز الأولى في مؤشرات جاذبية الاستثمار، وتعتبر من الدول ذات المناخ الاستثماري المناسب لاستقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر.
- يساهم الإفصاح المحاسبي وفق المرجع المحاسبي الدولي في الاستقرار النسبي لأسعار الأوراق المالية عند مستوياتها العادلة، مما يزيد من كفاءة سوق الأوراق المالية ومن ذلك زيادة استقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر.
- الإفصاح المحاسبي لا يؤثر في جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر، إلا في حالة توفر بيئة استثمارية متكاملة وسوق أوراق مالية منظم ونشط في الدولة المضيفة.
- لا تتوفر الجزائر على مناخ استثمار مناسب لاستقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر.
- يقتصر وجود الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الجزائر فقط في القوانين التنظيمية التي تسمح بحرية انتقال رؤوس الأموال والإعفاء من الضرائب، لكن دون وجود تنمة لهذا القرار في بورصة القيم المنقولة.
- لا يؤثر الإفصاح المحاسبي على زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الجزائر، نظرا لعدم وجود هذا

النوع من التدفقات الاستثمارية في الجزائر.

-تعمل الدولة الجزائرية على تحسين بيئة الاستثمار من خلال اصدار قانون الاستثمار الجديد الذي يدعم الاستثمار الانتاجي والخدمي، وتخفيض الضرائب على النشاطات الاستثمارية. وهذا ما يشجع الأفراد على فتح شركات اقتصادية خاصة تمويلها الأساسي يتم عن طريق سوق الأوراق المالية.

-لا يتوافق الإفصاح وفق النظام المحاسبي المالي الجزائري مع متطلبات الإفصاح المحاسبي الدولي الخاصة بالدول المستقطبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر.

-تحديث وتعديل النظام المحاسبي وفق آخر التطورات في معايير المرجع المحاسبي الدولي يؤدي إلى تحسين جودة المعلومات المحاسبية

-تبني دليل حوكمة الشركات العالمي يضيفي الشفافية والمصدقية على المحتوى الإعلامي للقوائم والتقارير المالية.

-تحسين جودة التدقيق يمكنه أن يساهم في زيادة المعلومات المحاسبية المفصّل عنها في القوائم والتقارير المالية.

-تطوير سوق الأوراق المالية يؤدي إلى تحسين المحتوى الإعلامي للقوائم والتقارير المالية.

**3-اقتراحات الدراسة:** من خلال دراستنا للجوانب المتعددة لهذا الموضوع، وعلى ضوء النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم جملة من الاقتراحات على عدة مستويات وفي عدة جوانب، وذلك للاستفادة منها في تحسين مناخ الاستثمار ودعم جدوة الإفصاح المحاسبي في الجزائر، ويمكن ذكرها فيما يلي:

### 3-1-الاتجاه نحو الاصلاح قبل تحرير سوق الأوراق المالية من خلال:

-اجراء اصلاحات هيكلية للحد من مخاطر التغيرات التي تؤدي إلى زعزعة ثقة المستثمرين عند وجود مشاكل اقتصادية أو مالية.

-اعادة النظر في التشريعات الضريبية وجعلها أكثر مرونة.

-مكافحة الفساد الإداري، والقضاء على السوق الموازية.

-قيام سوق أوراق مالية مبني على أساس قوي قائم على مجموعة من القواعد والاجراءات التنظيمية والرقابية الواضحة والمحددة.

-التنوع في الأدوات المتاحة وتأسيس مؤسسات مالية متخصصة في الوساطة المالية بحيث يمكن من خلالها ادارة تدفقات الاستثمار الأجنبي.

### 3-2-التسلسل المنظم لتحرير حساب رأس المال وذلك من خلال:

-وضع قيود وسياسات للتحكم في الطلب على رؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل للحد من تدفقاتها بشكل

يسبب ضرر لاقتصاد البلد.

- الاحتفاظ بمستويات أعلى من احتياطات النقد الأجنبي لمواجهة الأزمات حال وقوعها.

### 3-3- تطوير جهاز الإفصاح عن المعلومات المحاسبية والمالية لتحقيق العدالة والشفافية

- اصدار قوانين متعلقة بحوكمة الشركات، وذلك لدعم الإفصاح وتحقيق المصداقية والنزاهة للمعلومات المحاسبية والمالية.

- تحديث النظام المحاسبي المالي مع مستجدات المرجع المحاسبي الدولي.

- زيادة تبني معايير التدقيق الدولية.

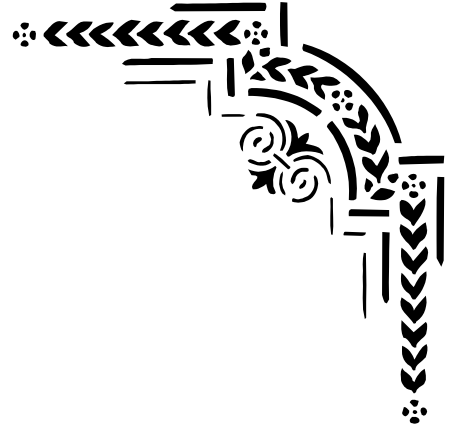
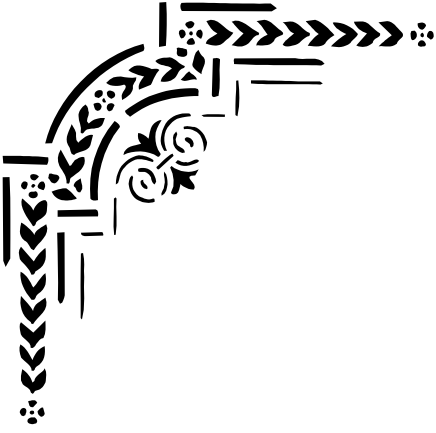
- تشجيع الشركات على استعمال تكنولوجيا المعلومات في الإفصاح عن القوائم والتقارير المالية.

4-آفاق الدراسة: يتبن من خلال هذه الدراسة بأن لها جوانب مختلفة هامة وجديرة بالبحث لتكون اشكاليات بحوث ودراسات أخرى، وهي كما يلي:

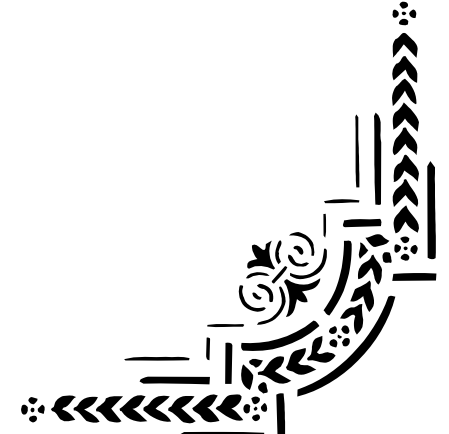
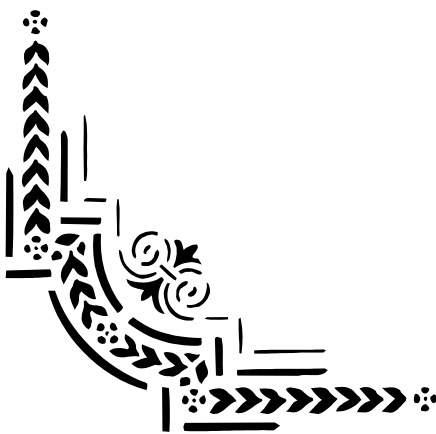
- دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق الأوراق المالية الجزائرية.

- متطلبات تحسين الإفصاح المحاسبي في البيئة الاستثمارية الجزائرية.

- أهمية الإفصاح الاختياري في استقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر.



# قائمة المراجع



أولاً: قائمة المراجع باللغة العربية:

أ-الكتب:

1. أحمد مجّد أبو شمالة، معايير المحاسبة الدولية والإبلاغ المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجمع العربي للنشر، الأردن، 2010.
2. إلدون س هندريكسن، النظرية المحاسبية، ترجمة وتعريب كمال خليفة أبو زيد، الطبعة الرابعة، مصر، 2008.
3. أميرة حسب الله مجّد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية: دراسة مقارنة بين تركيا، كوريا الجنوبية ومصر، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2005.
4. أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، مصر، 2006.
5. أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة الدولية وعوطة أسواق المال، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2005.
6. أمين السيد أحمد لطفي، علاقة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وتقارير المراجعة بكفاءة سوق الأوراق المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2009.
7. أمين السيد أحمد لطفي، نظرية المحاسبة: القياس والإفصاح والتقرير المالي عن الالتزامات وحقوق الملكية، الجزء الثاني، الدار الجامعية، مصر، 2007.
8. إيمان شبحاني المشهداني، علاء فرحان طالب، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، بدون طبعة، دار الصفاء، الأردن، 2011.
9. الجميل سرمد كوكب، التمويل الدولي: مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات، الطبعة الأولى، الدار النموذجية للطباعة والنشر، لبنان، 2011.
10. الجميل سرمد كوكب، المدخل إلى الأسواق المالية: نظريات وتطبيقات، الطبعة الثانية، دار ابن الأثير للطباعة والنشر، العراق، 2012.
11. حسن كريم حمزة، العوطة المالية والنمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر، الأردن، 2011.
12. حنفي عبد الغفار، أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2000.
13. حنفي عبد الغفار، أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، بدون طبعة، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2000.
14. حنفي عبد الغفار، قباقص رسمية، البورصات والمؤسسات المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2002.
15. خالد جمال الجعارات، معايير التقارير المالية الدولية 2007، بدون طبعة، إثراء للنشر، الأردن، 2008.
16. دريد محمود السامرائي، الاستثمار الأجنبي: المعوقات والضمانات القانونية، الطبعة الأولى، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2006.
17. رزق أبو زيد الشحنة، تدقيق الحسابات: مدخل معاصر وفقاً لمعايير التدقيق الدولية، الطبعة الأولى، دار الوائل للنشر، الأردن، 2015.
18. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتز للنشر، الأردن، 2004.

19. رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.
20. رضوان حلوة حنان، تطور الفكر المحاسبي: مدخل نظرية المحاسبة، الطبعة الأولى، دار الثقافة، الأردن، 2009.
21. رضوان حلوة حنان، مدخل النظرية المحاسبية الإطار الفكري والتطبيقات العملية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2009.
22. ريتشارد شرويدر، مارتل كلارك، جاك كاثي، تعريب خالد علي أحمد كاجيجي، إبراهيم ولد محمد فال، نظرية المحاسبة، بدون طبعة، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2006.
23. زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، بدون طبعة، دار النفائس للنشر، الأردن، 2009.
24. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
25. سامر مظهر قنطقجي، لغة الإفصاح المالي والمحاسبي، بدون طبعة، دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، سوريا، 2012.
26. سمير محمد عبد العزيز، التمويل العام: المدخل الادخاري والضريبي، الاسلامي، الدولي، الطبعة الثانية، مكتبة الاشعاع الفنية، مصر، 1998.
27. سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، بدون طبعة، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2007.
28. سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر، الأردن، 2009.
29. سيد عطا الله السيد، المفاهيم المحاسبية الحديثة، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر، الأردن، 2009.
30. شكري ماهر كنج، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، بدون طبعة، دار الحامد للنشر، 2004.
31. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، المقترحات، الطبعة الأولى، عالم الكتب للنشر، مصر، 2003.
32. ضياء مجيد موسوي، البورصات: أسواق المال وأدواتها، بدون طبعة، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003.
33. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية: ماهي الأوراق المالية التي يجب ان تشتريها او تبيعها؟ ماهو التوقيت الملائم للقيام بذلك؟، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2002.
34. طارق عبد العال حماد، التقارير المالية: أسس الاعداد والعرض والتحليل وفقا لأحداث الإصدارات والتعديلات في معايير المحاسبة الدولية والأمريكية والبريطانية والعربية والمصرية، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2000.
35. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم، ادارة المخاطر، المحاسبة، بدون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
36. طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة: عرض القوائم المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2008.
37. عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي: دراسة المبادئ الحاكمة لاقتصاديات النقود والبنوك والائتمان، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2004.



38. عباس مهدي الشيرازي، نظرية المحاسبة، الطبعة الأولى، مطبعة ذات السلاسل للنشر، الكويت، 1991.
39. عبد الحميد عبد المطلب، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2000.
40. عبد الفتاح اسماعيل، الاستثمار في الأوراق المالية والمستقات، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2011.
41. عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاته، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2007.
42. عبد الوهاب نصر علي، مبادئ المحاسبة المالية وفقا لمعايير المحاسبة الدولية، الجزء الأول، الدار الجامعية، مصر، 2003.
43. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008.
44. علي عباس، ادارة الأعمال الدولية: الاطار العام، بدون طبعة، دار الحامد للنشر، الأردن، 2007.
45. علي عبد الفتاح أبو شرار، الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، الأردن، 2007.
46. عليوة السيد، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، بدون طبعة، دار الأمين للنشر، مصر، 2006.
47. فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، بدون طبعة، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999.
48. فريدك تشوي، كارول آن فروست، جاري مبيك، المحاسبة الدولية، تعريب مُجد عصام الدين زايد، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2012.
49. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008.
50. مُجد أبو ناصر، جمعة حميدات، معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، الأردن، 2008.
51. مُجد المبروك أبو زيد، المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية، الطبعة الأولى، إيتراك للنشر والطباعة، مصر، 2005.
52. مُجد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية للنشر، مصر، 1998.
53. مُجد صالح الحناوي، نihal مصطفى فريد، جلال ابراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية: اسواق الاوراق المالية في الدول المتقدمة-تحديد اسعار الاوراق المالية في البورصة-اسواق الاصدار والتداول، بدون طبعة، دار التعليم الجامعي للنشر، مصر، 2013.
54. مُجد صالح الحناوي، نihal مصطفى فريد، جلال ابراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، بدون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2005.
55. مُجد صالح الحناوي، نihal مصطفى فريد، مبادئ وأساسيات الاستثمار، الطبعة الثالثة، المكتبة الجامعية الحديثة، مصر، 2006.
56. مُجد صلاح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2005.
57. مُجد عطية مطر، وليد ناجي الحياي، حكمت أحمد الراوي، نظرية المحاسبة واقتصاد المعلومات: الاطار الفكري وتطبيقاته العملية، الطبعة الأولى، دار حنين للنشر، الأردن، 1996.

58. مُجَّد مطر، ادارة الاستثمارات: الاطار النظري والتطبيقات العلمية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، الأردن، 2009.
59. مُجَّد مطر، فايز تيم، ادارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
60. مُجَّد مطر، موسى السويطي، التأصيل النظري للممارسات المحاسبية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
61. مُجَّد يوسف ياسين، البورصة: عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004.
62. محمود مُجَّد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر، الأردن، 2005.
63. محمود مُجَّد عبد السلام البيومي، المحاسبة والمراجعة في ضوء معايير وعناصر الإفصاح في القوائم المالية، بدون طبعة، منشأة المعارف، مصر، 2003.
64. مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر، سوريا، 2009.
65. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003.
66. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، بدون طبعة، منشأة المعارف، مصر، 2003.
67. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، بدون طبعة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2009.
68. مهدي عباس الشيرازي، نظرية المحاسبة، الطبعة الأولى، ذات السلاسل للنشر، الكويت، 1990.
69. مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية: مدخل نظري وتطبيقي، دار المسيرة للنشر، الأردن، 2011.
70. نورزاد عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر، عمان، الأردن، 2007.
71. نوري شقير موسى، إدارة الاستثمار، بدون طبعة، دار المسيرة، الأردن، 2012.
72. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
73. وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل للنشر، لبنان، 2003.
74. وليد أحمد صافي، أنس بكر، الأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر، الأردن، 2009.
75. يوسف محمود جربوع، سالم عبدالله حلس، المحاسبة الدولية مع التطبيق العملي لمعايير المحاسبة الدولية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر، الأردن، 2001.
- ب- الأطروحات والرسائل**
1. أسماء كسرى، أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات: دراسة مقارنة لأسهم الأوراسي وصيدال، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم تسيير، جامعة باجي مختار، الجزائر، 2015/2014.
2. ثامر بن صوشة، الإفصاح المحاسبي ودوره في ترشيد القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، قسم علوم تسيير، جامعة الشلف، 2016-2017.
3. جميل حسن مُجَّد النجار، متطلبات الإفصاح في القوائم المالية لدى شركات المساهمة العامة، رسالة دكتوراه في المحاسبة والتمويل، كلية الدراسات العليا جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2007.

4. حجيلة بن وارث، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2016-2017.
  5. رضا مُجد أحمد مُجددين، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تمويل التنمية الاقتصادية: دراسة مقارنة بين مصر وماليزيا، رسالة للحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2012.
  6. سامية جداني، أثر الاستثمار الأجنبي على تنمية الأسواق المالية العربية -دراسة حالة دول الخليج-، مذكرة مقدمة لنيل درجة ماجستير، كلية علوم التسيير وعلوم الاقتصاد وعلوم التجارة، قسم الاقتصاد، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، دفعة 2009-2010.
  7. شيرين مصطفى صبحي بشير، الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية -المحددات وأهم الانعكاسات على الدول المتلقية-، دراسة مقدمة لنيل درجة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، دفعة 2003-2004.
  8. عبد الواسع قذاف، المعلومات الحاسوبية وكفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة حالة عمان للأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2009-2010.
  9. علي بوعبد الله، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، دراسة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير وعلوم التجارة، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة مُجد خيضر، بسكرة، دفعة 2013-2014.
  10. عمار صايفي، محددات الاستثمار المحفظي وأثاره على أسواق الأوراق المالية: دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر، دراسة مقدمة لنيل درجة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس، قسم مالية وبنوك، دفعة 2009.
  11. مُجد عبد المطلب عبد المطلب بدوي، محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق رأس المال الناشئة وآثارها على المتغيرات الاقتصادية: دراسة تطبيقية مقارنة على كل من مصر، فلسطين، تركيا، دراسة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2002.
  12. معتز ميرغني سيد أحمد مُجد، الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية ودوره في تفعيل حوكمة الشركات، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا 2011.
- ج-المجلات والدوريات العلمية:
1. إبراهيم فطر بنداس، أثر التقارير المالية المنشورة في جذب الاستثمارات الأجنبية في الدول النامية -دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية-، مجلة العلوم الادارية، العدد 02، جامعة افريقيا العالمية، السودان، جانفي 2018.
  2. إبراهيم محمود بكر، الإفصاح الإعلامي وأثره على وظيفة المحاسبي في العراق، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والسبعون، جامعة المستنصرية، العراق، 2008.
  3. أحمد سلامي، أهم مؤشرات كفاءة الإدخار المحلي في تمويل التنمية بالجزائر خلال الفترة 1970-2010، مجلة الباحث، العدد 11، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012.

4. أسامة بن فهد الحيزان، أثر الإفصاح عن التنبؤات المالية في قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، دورية الادارة العامة، المجلد 47، العدد 03، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2007.
5. أسامة عبد المنعم علي، خليل إبراهيم الدليمي، فارس مسعود القاضي، دور المحاسب الاداري في تنفيذ متطلبات الحاكمية المؤسسية في الشركات الصناعية الأردنية المساهمة -دراسة ميدانية- من وجهة نظر المدققين الداخليين والخارجيين، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 07، العدد 12، الأردن، 2015.
6. إياد طاهر، صلاح حسن، الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاساته على تداول الأسهم العادية، مجلة بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013.
7. بشرى نجم وجوان جاسم، دور التقارير المالية المرحلية في تعزيز كفاءة السوق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 26، العراق، 2011.
8. بوجمعة بن صالح، جمال عمورة، لغة الإفصاح الإلكتروني XBRL ودورها في تحسين كفاءة الأسواق المالية، مجلة معهد العلوم الاقتصادية (مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة)، المجلد 20، العدد 02، جامعة البليدة، الجزائر، 2016.
9. الحاج نوي، عبد القادر بلكيلح، الإفصاح الإلكتروني في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بين الواقع ومتطلبات الإدارة الإلكترونية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 16، العدد 24، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2020.
10. خالد الخطيب، الإفصاح الخاسبي في التقارير المالية لشركات المساهمة العامة الأردنية في ظل معيار المحاسبة الدولي رقم (1)، مجلة جامعة دمشق، المجلد 18، العدد 02، سوريا، 2002.
11. رضا مُجد أحمد مُجدين، الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في الأسواق الناشئة-دراسة نظرية-، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، العدد 03، جامعة عين شمس، مصر، 2012.
12. سلمى يوسف، مُجد حسن، يوسف صالح هلال، انعكاسات التجارة الإلكترونية على النشر الإلكتروني للتقارير المالية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 17، العدد 01، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2016.
13. سلوى عبد الرحمن عبد الدايم، تحليل العلاقة بين خصائص لجنة المراجعة والإفصاح عن المعلومات المستقبلية وأثرها على قرارات المستثمرين مع دراسة ميدانية، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، المجلد 01، العدد 01، جامعة قناة السويس، مصر، 2019.
14. سهام جبار مزهر، العلاقة بين جودة التدقيق والإبلاغ المالي -دراسة ميدانية لعينة من المصارف الأهلية في العراق-، مجلة كلية الادارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية الصادرة عن جامعة بابل، المجلد 10، العدد 01، العراق، 2018.
15. صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبق رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة مُجد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2010.

16. صبرينة مانع، ليليا بن منصور، اسهامات الشراكة العمومية الخاصة وفق نظام البوت في تمويل وتنفيذ مشروعات البنية التحتية، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 07، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2017.
17. عبد المالك زين، مُجد الصالح بلول، دور لغة الإفصاح المحاسبي الإلكتروني **xbrl** في تحسين جودة المعلومات المالية، مجلة المحاسبة، التدقيق والمالية، المجلد 01، العدد 02، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2019.
18. عثمان بن سيد أحمد، مساهمة جودة المعلومات المالية في ترشيد قرارات المستثمرين على مستوى سوق الأوراق المالية -دراسة ميدانية لآراء عينة من المهنيين والأكاديميين في الجزائر-، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 15، العدد 01، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2021.
19. علا عادل عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العددان 63-64، صيف-خريف 2013.
20. علي العبسي، حمزة تجانة، دور جودة المعلومة المحاسبية في تفعيل سوق الأوراق المالية، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 02، العدد 02، جامعة الشهيد لخضر الوادي، الجزائر، ديسمبر 2019.
21. الغالي بوخروبة، بلقاسم دواح، مساهمة حوكمة المؤسسات في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية والافصاح المحاسبي، -حالة شركات التأمينات-، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المجلد 02، العدد 05، المركز الجامعي ميله، الجزائر، جوان 2018.
22. فتيحة ملياني، السياسة النقدية في الجزائر في ظل حرية حركة رؤوس الأموال، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 18، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2018.
23. لطيف زيود، حسان قيطيم، نغم أحمد فؤاد مكية، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرارات الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية -سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد 11، مصر، 2007.
24. ماجدة حسين إبراهيم، دراسة اختبارية لبيان العلاقة التفاعلية بين جودة الإفصاح والتحفط المحاسبي وممارسات إدارة الأرباح، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 17، العدد 02، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2013.
25. مُجد براق، فاتح بلواضح، الدور الحوكمي للمراجعة الداخلية في تفعيل إدارة المخاطر في البنوك التجارية الجزائرية، مجلة المستقبل الاقتصادي، المجلد 01، العدد 05، جامعة مُجد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2017.
26. مُجد حسن عبد العظيم، ولاء ربيع عبد العظيم، التجارب الدولية لتطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية **IFRS** في ضوء النشر الإلكتروني للقوائم المالية، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 17، عدد خاص، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2013.
27. مُجد خليل، دور المحاسب الإداري في إطار حوكمة الشركات، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، العدد 02، جامعة بنها، مصر، 2003.
28. مُجد صائب سالم، أثر الإفصاح الاختياري في جودة الإبلاغ المالي دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 24، العراق، 2018.

29. مُجَّد عبد العزيز محسن، عابد حسن رشيد، بيان صديق عزيز، مدى ادراك القطاع المصرفي لأهمية الإفصاح المحاسبي عن طريق النشر الإلكتروني للتقارير المالية -دراسة استطلاعية على عينة من المصارف في محافظة أربيل، المجلة الأكاديمية لجامعة نوروز، المجلد 60، العدد 01، العراق، 28-03-2017.
30. مُجَّد كريم ميلودي، واقع وتحديات حوكمة المؤسسات في الجزائر، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد الاقتصادي 35، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، 2018.
31. معن وعد الله جار الله المعاضيدي، حسن صبحي حسن العباس، تفسيرات سلوك القطيع وأثرها على حركية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 94، العدد 31، جامعة الموصل، العراق، 2009.
32. هشام دغوم، أهمية تطبيق المعايير الدولية للمحاسبة ias-ifrs في دعم وارساء مبادئ حوكمة الشركات في الجزائر - دراسة ميدانية استقصائية، مجلة جديد الاقتصاد، العدد 10، الجمعية الوطنية للاقتصاديين الجزائريين، الجزائر، 2015.
33. هيبية صنهاجي، عبد القادر عوادي، مُجَّد العيد عمامرة، أثر تطبيق معايير التدقيق الدولية في تحسين جدوة التدقيق الخارجي، مجلة العلوم الإدارية المالية، المجلد 01، العدد 01، جامعة الشهيد جمه لخضر، الوادي، الجزائر، ديسمبر 2017.
- د-الندوات، الملتقيات، المؤتمرات
1. حامد الشمري، دور لجان المراجعة في تفعيل حوكمة الشركات المساهمة بالمملكة العربية السعودية، بحث مقدم للندوة الثانية عشر لسبل تطوير المحاسبة، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 2010.
2. خالد جمال الجعيرات، مختصر معايير المحاسبة الدولية 2015، مطبوعة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول دور معايير المحاسبة في تفعيل أداء المؤسسات والحكومات، مطبعة جامعة ورقلة، الجزائر، 2014.
3. زياد هاشم السقا، الدور المحاسبي في التقليل من مخاطر النشر الإلكتروني للتقارير والقوائم المالية، المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس لكلية الإدارة والمالية، جامعة فيلاديلفيا، الأردن، 2007.
4. عبد الإله مثنى ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية -تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، ليبيا، يوم 11-12-2015.
5. عيد بن حامد الشمري، دور لجان المراجعة في تفعيل حوكمة الشركات المساهمة بالمملكة العربية السعودية، بحث مقدم للندوة الثانية عشر لسبل تطوير المحاسبة، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 2010.
6. مُجَّد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، الإمارات، 2006.
7. مسعود صديقي، فؤاد صديقي، انعكاس النظام المحاسبي المالي على سياسات الإفصاح في الجزائر، الملتقى الوطني واقع وآفاق النظام المحاسبي المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الوادي، الجزائر، ماي 2013.
8. نوال صباحي، واقع الحوكمة في دول مختارة -مع التركيز على التجربة الجزائرية-، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثامن: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصادات، جامعة حسيبة بن بوعلي، الجزائر، يومي 19 و 20 نوفمبر 2019.

9. هيثم أحمد حسين عبد المنعم، اقتصاد المعرفة وأثره على الممارسات المحاسبية وتدقيق الحسابات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة الزيتونة، الأردن، 25-27 أبريل 2005.

د-أوراق بحثية ومنشورات:

1. حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة اصدارات جسر التنمية، السنة الثالثة، العدد 27، 2004.
2. نبيل عبد الرؤوف إبراهيم، أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدثة على كفاءة سوق الأوراق المالية المصري، ورقة بحثية مقدمة لأكاديمية الشروق، جانفي 2012.
3. الهيئة العامة للمحاسبين القانونيين، المعايير الدولية للتقرير المالي المعتمدة في المملكة العربية السعودية والمعايير والإصدارات الأخرى المعتمدة من الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، مكتبة الملك فهد للنشر، اصدار 2017-2018.

ه-التقارير والنشرات:

1. بنك الجزائر، التقرير السنوي، لسنة 2017، 2018.
2. بنك الجزائر، النشرات الإحصائية الثلاثية 2008-2020.
3. صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التقرير السنوي 2010-2020.
4. مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، التقارير السنوية 2010-2020.

هـ-القوانين والمراسيم:

1. الجريدة الرسمية، القرار 20-186 المؤرخ في 20-12-2020 الخاص بالوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولاتية، العدد 77.
2. الجريدة الرسمية، القرار 20-294 المؤرخ في 15-09-2020 المتضمن إنشاء لجنة وطنية لمنح علامة "مؤسسة ناشئة" و"مشروع مبتكر" و "حاضنة أعمال" وتحديد مهامها وتشكيلها، العدد 55.
3. الجريدة الرسمية، القرار المؤرخ في 25-11-2007 المتضمن النظام المحاسبي المالي، العدد 74.
4. الجريدة الرسمية، القرار المؤرخ في 28-05-2008 المتضمن النظام المحاسبي المالي، العدد 27.
5. الجريدة الرسمية، القرار رقم 06-01 المؤرخ في 20-02-2006 المتعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته، العدد 14.
6. الجريدة الرسمية، قانون المالية لسنة 2004 القرار المؤرخ في 29-12-2003، العدد 83.
7. الجريدة الرسمية، قانون المالية لسنة 2009 القرار المؤرخ في 31-12-2008، العدد 74.
8. الجريدة الرسمية، قانون المالية لسنة 2009 القرار المؤرخ في 31-12-2008، العدد 78.
9. الجريدة الرسمية، قانون المالية لسنة 2014 القرار المؤرخ في 29-12-2013، العدد 60.
10. الجريدة الرسمية، قانون المالية لسنة 2022 مؤرخ في 30-12-2021، العدد 100.
11. الجريدة الرسمية، قانون متعلق بالاستثمار رقم 22-18 مؤرخ في 24-07-2022، العدد 50.
12. هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (03/ر.م) لسنة 2020 في شأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة.
13. هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (09) لسنة 2016 في شأن تنظيم عقود المشتقات.

14. هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (10) لسنة 2014 في شأن النظام الخاص بإدراج وتداول أسهم شركات المساهمة.
15. هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (12/ر.م) لسنة 2018 في شأن نظام الإفصاح الإلكتروني.
16. هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (25) لسنة 2015 في شأن بشأن قيد مدققي حسابات شركات المساهمة العامة وصناديق الاستثمار.
17. هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (3) لسنة 2000 في شأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية.
18. هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (3/ر.ت) لسنة 2017 في شأن ضوابط صناديق رأس المال المخاطر.
19. هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (6/ر.ت) لسنة 2019 في شأن ضوابط صندوق الاستثمار العقاري.
20. هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم (9/ر.م) لسنة 2016 في شأن النظام الخاص بصناديق الاستثمار.
21. هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم 02 لسنة 2014 في شأن نظام أذونات الخزينة.
22. هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم 16 لسنة 2014 في شأن نظام الصكوك.
23. هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم 17 لسنة 2014 في شأن نظام سندات الدين.
24. هيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات، القرار رقم 32 لسنة 2014 في شأن نظام شهادات الإيداع.
25. وزارة المالية –مجلس المحاسبة- المقرر رقم 002 المؤرخ في 04-02-2016 المتضمن المعايير الجزائرية للتدقيق.
26. وزارة المالية –مجلس المحاسبة- المقرر رقم 150 المؤرخ في 11-11-2016 المتضمن المعايير الجزائرية للتدقيق.
27. وزارة المالية –مجلس المحاسبة- المقرر رقم 23 المؤرخ في 15-03-2017 المتضمن المعايير الجزائرية للتدقيق.
28. وزارة المالية –مجلس المحاسبة- المقرر رقم 77 المؤرخ في 24-09-2018 المتضمن المعايير الجزائرية للتدقيق.
29. وزارة المالية، قانون الضرائب والرسوم المماثلة، 2015.

ثانيا: قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

**A-Livres:**

1. Carles H.Gibson, **Financial Reporting and analysis**, 12th edition, USA, 2011
2. Kaddouri Amar, A. Mimeche, **cours de comptabilité financière selon les normes IAS/IFRS et le SCF 2007**, ENAG edition, Alger, 2009.
3. Kim Hak-Min ‘‘Globalization of International Financial Markets: cause and consequences’’, 1999.
4. Stephane Brun, **Guide d’application des norme IAS/IFRS**, Berti éditions, Alger, 2011
5. Wayne A.label, **Accounting for non-accountants**, second edition, Source books-USA, 2010.

**B-Articles, Publications et Rapports:**

1. A.Fitzsimons and V.Shoaf, **Fasb Studies the Electronic Reporting of Business Information**, Commercial Lending Review, Fall 2000.
2. ACCA learning Material, **Part No9: Financial Management**, UK, BPP Learning Media, 2009.

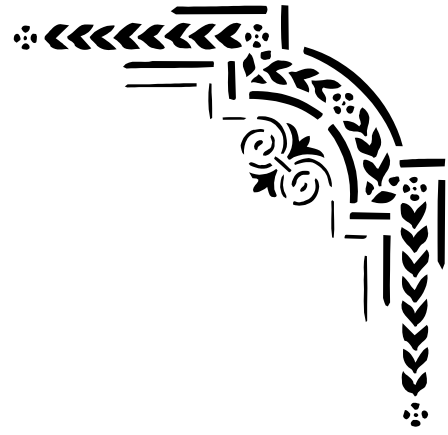
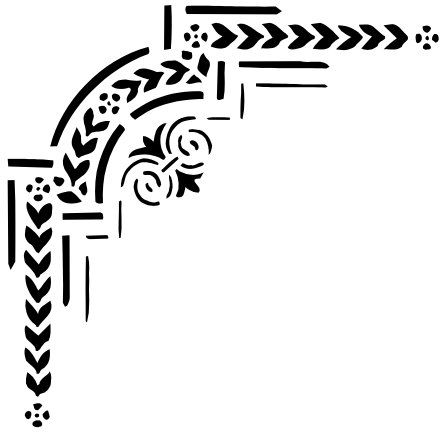


3. Afaq Haider, Muhammed Asif Khan, Elyas Abdulahi, **Detrminants of foreign portfolio investment and its effects on china**, International Journal of Economics and finance Published by Canadian Centre of Science and Education, Vol 8, No.12, 2016.
4. Chakroun Raida and Hussainey Khaled, **Disclosure quality in Tunisian Annual Report**, Critical studies in Accounting and Finance confirence (CSAF), Abu Dhabi, 15-17 December 2013.
5. Clare Roberts, Ahmed Aboud, Alaa Mansour Zalata, **The Impact of IFRS 8 on Financial Analysts' Earnings Forecast Errors: EU Evidence**, Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Volume 33, December 2018.
6. CPA Australia Ltd, **IFRS 7 Financial Instruments: Disclosure**, 2015.
7. CPA Australia Ltd, **IFRS Operating Segments: Disclosure**, Fact Sheet, Australia, 2015.
8. Erdul Fuat, Tatoglu Ekrem, **Locational Determinants of Foreign Investment in an Emerging Market Economy: Evidence from Turkey**, Multinational Business Review, Vol10, No.1, 2002.
9. Ey's IFRS Group, **IFRS Core Tools (IFRS update of standards and interpretations in issue at 30 June 2017)**, EYGM Limited, 2017, p11.
10. Fayyaz ahmad and Umar Dzar, **Determinants of foreign portfolio inflows: Analysis and implications for china**, Asian Journal of Finance & Accounting, Vol 7, No.2, 2015.
11. Financial Accounting Stands Board, **Statement of Financial Accounting Concepts No.8, Conceptual Framework for Financial Reporting**, a replacement of FASB Concepts Statements No.1 and No.2, September 2010.
12. Gregory J. Jonas and Jeannot Blanchet, **Assessing Quality of Financial Reporting**, Accounting Horizon, Volume 14, No.3, 2000.
13. Guluzar Kurt Gumus, Atakan Duru, Bener Gungor, **The relationship between Foreign Portfolio Investment and Macroeconomic variables**, European Scientific Jornal, Vol9, No.34.
14. IAS+ Summary, **IAS 7 (Statement of cash inflows)**, Deloitte Global, 2016.
15. IAS+ summary, **IAS2 (Inventories)**, Deloitte Global, 2017.
16. IMF, **World Economic Outlook Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers**, Whashington DC, October 2019
17. IMF, **World Economic Outlook Uneven growth, short & long term factors**, Whashington DC, April 2015.
18. IMF, **World Economic Outlook**, Washington, DC, May 2001 & 2002.
19. IOSCO, **Report on Good Practices for Audit Committees in Supporting Audit Quality**, January 2019.
20. ISAB, **Conceptual Framework for Financial Reporting (a comprehensive set of concepts for financial reporting)**, London 2018.
21. John Wiley & Sons, **Wiley interpretations and application of the IFRS Standards 2018**, Printed by TJ International Ltd, Cornwall, UK, 2018.
22. John Wiley & Sons, **Wiley interpretations and application of the IFRS Standards 2018**.
23. Lutham & Watkins LLP, **Financial Statement Requirements in US Securities Offerings**, New York, January 2022.
24. Mardi Dungey and Demosthenes Tambakis, **Financial Contagion: What do we mean? What do we know?**, Working paper, University of Cambridge, 2000.
25. Marius Gros, Christoph Wallek, **Are different stock market transparency requirements associated with different accounting quality levels ? An analysis of**

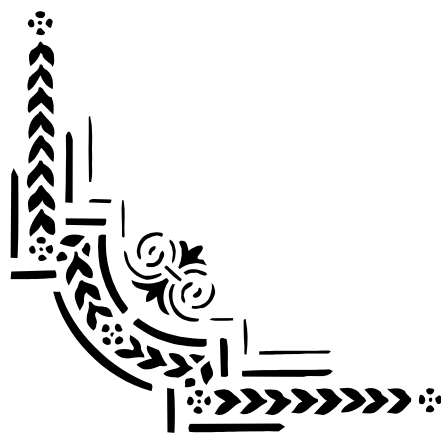
- bonding effects on the german stock market, Journal of Business Economics, Vol.85, 2015.**
26. McMullen, Dorothy A. Raghunandan, K. Rama D.V, **Internal Control Reports and Financial Reporting Problems**, Accounting Horizons, Volume 10. N4, 1996.
  27. OCDE. **Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE**, Paris, France, 2004.
  28. OECD, **G20/OECD Principles of Corporate Governance**, OECD Publishing, Paris, 2015.
  29. Organization for economic co-operation and development, **Using the OECD principles of corporate governance a board room prespective**, Paris, France, 2008.
  30. Paul R. Bahnson and Paul B.W. Miller, **Faithful representation: It's much more than verification**, CPA Journal, Vol.2, No. 6, 2013.
  31. Peter V.Egly, David W. Johnk, Daniel Perez Liston, **Foreign Portfolio Investment Inflows to the United States: the impact of investor risk aversion and US stock market performance**, North American Journal of Finance and Banking Research Vol4, No.4, 2010.
  32. Richard Hexton, **Dealing In traded options**, Prentice-Hall International, London, 1999.
  33. Rush Doshi, Judith G.Kelly and Beth A.Simmons, **The Power of Ranking: The Ease of Doing Business Indicator and Global Regulatory Behavior**, Cambridge University Press, Volume 73, Issue 3, July 2019.
  34. Shereen Mostafa Sobhy Bacheer, **The Effect of Foreign Portfolio Investment on Real Economic Growth in Egypt**, Thesis submitted in fulfillment for the requirements of PhD in Economics, Department of Economics, Cairo University, 2013.
  35. Stephen Brown, Stephen A.Hillegeist, **How to disclosure Quality affects the long-run level of information asymmetry**, INSEAD working paper series, 2006.
  36. The Hiritage Foundation, **Index of Economic Freedom**, yearly reports 2010-2020.
  37. UNCTAD, **Corporate governance disclosure in emerging markets; Statistical analysis of legal requirements and company practices**, USA, 2012.
  38. UNCTAD, **World Economic Outlook**, Washington, DC, May 2002.
  39. World Bank Groupe, **Doing Business Reports 2010 to 2019**.
  40. Yuan George Shan, **Do corporate governance and disclosure tone drive voluntary disclosure of related-party transactions in China?**, Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Volume 34, March 2019.

#### C-Sites Web:

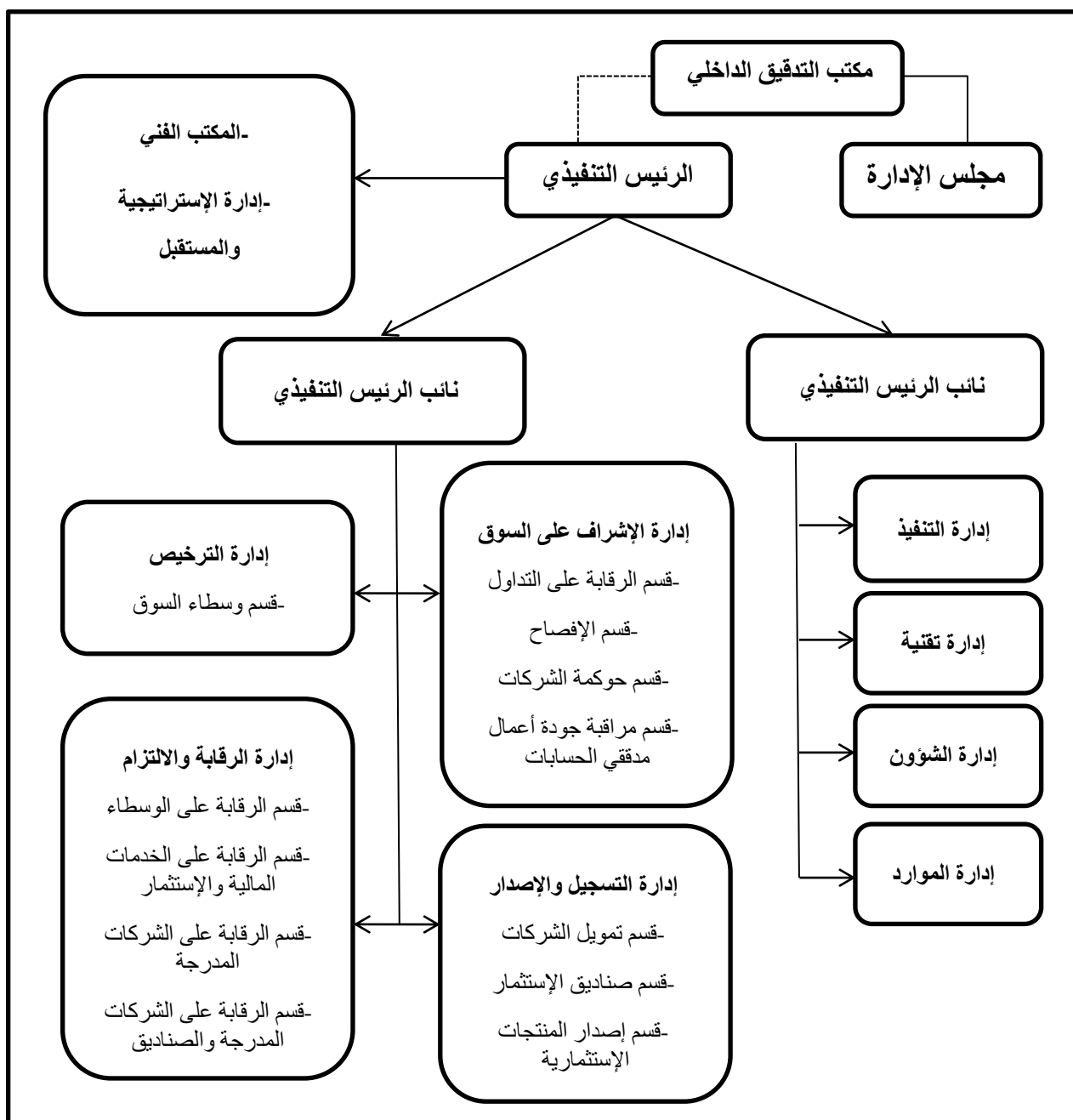
1. <https://www.iasplus.com/en/>
2. <https://www.xbrl.org/>
3. <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=2092>
4. [www.aicpa.org](http://www.aicpa.org)
5. <http://www.sca.gov.ae/Arabic/sca/Pages/establishment.aspx>
6. [www.dfm.ae](http://www.dfm.ae)
7. [http://www.msci.com/products/indexes/market\\_classification.html](http://www.msci.com/products/indexes/market_classification.html)
8. <https://www.iasplus.com>



# الملاحق



الملحق رقم 1: الهيكل التنظيمي لهيئة سوق الأوراق المالية والسلع الإمارات



المصدر: هيئة سوق الأوراق المالية والسلع، الموقع الرسمي <https://www.sca.gov.ae> تاريخ الاطلاع: 20-10-2020

## الملحق رقم 2: تطور أداء سوق الأوراق المالية بالإمارات 2007-2020

السنة	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية (مليار دولار)	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)	معدل الدوران (%)
2007	120	224.50	87	67.2
2008	130	99.00	31	147.2
2009	133	109.00	43	60.1
2010	128	131.77	45.5	26.93
2011	131	148.98	42.5	15.6
2012	123	127.17	34	17.25
2013	121	187.59	48.1	50.6
2014	126	198.30	49.2	77
2015	127	193.86	54.13	31.15
2016	132	212.88	59	31.15
2017	138	231.81	60	21.05
2018	137	231.06	54.67	12.5
2019	136	246.57	58.6	12.4
2020	144	283.49	79	20

المصدر: -هيئة الأوراق المالية والسلع، التقارير المالية السنوية من 2007 إلى 2020.

- صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد 2011-2020.

-قاعدة بيانات البنك الدولي.

## المخلق رقم 3: تطور أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر من 2007-2020

السنة	عدد الشركات المدرجة	قيمة التداول (مليون دج)	القيمة السوقية (مليون دج)	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)	معدل الدوران (%)
2007	2	14	6.5	0.1	0.22
2008	2	21	6.5	0.1	0.31
2009	2	14	6.55	0.06	0.21
2010	2	12	7.9	0.07	0.04
2011	3	185	10.18	0.09	0.45
2012	3	36	10.04	0.07	0.22
2013	4	49	9.88	0.07	0.21
2014	4	41	9.73	0.06	0.19
2015	4	1251	9.7	0.07	0.14
2016	5	805	9.71	0.07	0.23
2017	5	302	9.69	0.08	0.19
2018	6	206	43.93	0.2	0.1
2019	6	437	44.2	0.2	0.1
2020	6	78	-	-	-
2021	5	127	-	-	-

المصدر: -بيانات التداول، الموقع الرسمي لبورصة الجزائر

[https://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan\\_boc](https://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc)

-صندوق النقد العربي، النشرات الفصلية للفترة 2007-2020

-صندوق النقد العربي، التقارير العربية الموحدة لسنوات: 2010-2014-2016-2020

الملحق رقم 4:

ملخص قرار مجلس إدارة هيئة سوق الأوراق المالية والسلع رقم (03/ر.م) لسنة 2020م بشأن

اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة

وعلى مجلس إدارة شركات المساهمة إعداد مجموعة من الضوابط والقواعد المعتمدة لتحقيق أعلى معايير الحوكمة، وتشمل حسب المادة 14 من نفس القرار مسؤوليات مجلس الإدارة الآتي:

- اتخاذ الإجراءات اللازمة لضمان الالتزام بأحكام القوانين والأنظمة والقرارات المعمول بها ومتطلبات الجهات الرقابية.
- اعتماد التوجهات الاستراتيجية والأهداف الرئيسة للشركة والإشراف على تنفيذها
- اتخاذ الخطوات الكفيلة بتحقيق التدقيق الداخلي على سير العمل في الشركة
- إنشاء إدارة خاصة للتدقيق الداخلي لمتابعة مدى الالتزام بأحكام القوانين والأنظمة والقرارات المعمول بها ومتطلبات الجهات الرقابية والسياسة والأنظمة والإجراءات الداخلية الموضوعة من قبل مجلس الإدارة.
- وضع إجراءات مكتوبة تنظم وتعالج حالات تعارض المصالح المحتملة لكل من أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية العليا والمساهمين والإجراءات المتخذة في حالات إساءة استخدام أصول الشركة ومراقبتها، وإساءة التصرف الناتج عن التعاملات مع الأطراف ذات العلاقة.
- التأكد من سلامة الأنظمة الإدارية والمالية والمحاسبية، بما في ذلك الأنظمة ذات الصلة بإعداد التقارير المالية.
- التأكد من تطبيق أنظمة رقابية مناسبة لإدارة المخاطر، وذلك من خلال تحديد التصور العام عن المخاطر التي قد تواجه الشركة وطرحها بشفافية.
- وضع معايير وإجراءات واضحة ومحددة للعضوية في مجلس الإدارة، ووضعها موضع التنفيذ بعد إقرار الجمعية العمومية لها.
- وضع سياسة تفويض واضحة في الشركة يحدد بموجبها الأشخاص المفوضين وحدود الصلاحيات المفوضة لهم.
- وضع سياسة تنظم العلاقة مع أصحاب المصالح بما يضمن تنفيذ التزامات الشركة تجاههم وحفظ حقوقهم وتوفير المعلومات اللازمة لهم وإقامة علاقات جيدة معهم
- وضع قواعد السلوك المهني لأعضاء مجلس الإدارة والعاملين لدى الشركة ومدقق حساباتها والأشخاص المعهد إليهم بعض مهام الشركة.
- وضع إجراءات لتطبيق قواعد الحوكمة في الشركة ومراجعتها وتقييم مدى الالتزام بها بشكل سنوي.
- وضع برامج تطوير مناسبة لجميع أعضاء مجلس الإدارة لتطوير وتحديث معرفتهم ومهاراتهم ولضمان المشاركة الفاعلة في مجلس الإدارة، وضمان الالتزام بتنفيذ أي برامج تدريبية أو تأهيلية تقررها الهيئة أو السوق.
- تعريف عضو مجلس الإدارة المعين حديثاً بجميع إدارات وأقسام الشركة، وتزويده بكافة المعلومات اللازمة لضمان فهمه الصحيح لنشاطات الشركة وأعمالها وإدراكه الكامل لمسؤولياته وكل ما يمكنه من القيام بعمله على أكمل وجه بموجب التشريعات النافذة والمتطلبات التنظيمية الأخرى وسياسات الشركة في مجال أعمالها.
- وضع إجراءات تهدف إلى منع الأشخاص المطلعين في الشركة من استغلال معلومات داخلية سرية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية.

- وضع آلية لاستقبال الشكاوى والاقتراحات المقدمة من قبل المساهمين بما في ذلك اقتراحاتهم الخاصة بإدراج مواضيع معينة على جدول أعمال الجمعية العمومية بشكل يضمن دراستها واتخاذ القرار المناسب بشأنها.
- اعتماد أسس منح الحوافز والمكافآت والمزايا الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية العليا بما يساعد على تحقيق مصلحة الشركة وأهدافها وغاياتها.
- وضع سياسة الإفصاح والشفافية الخاصة بالشركة ومتابعة تطبيقها وفقاً لمتطلبات الجهات الرقابية والتشريعات المعمول بها.
- وضع سياسة واضحة بشأن توزيع أرباح الشركة بما يحقق مصالح المساهمين والشركة، وينبغي إطلاع المساهمين على هذه السياسة في اجتماع الجمعية العمومية والإشارة إليها في تقرير مجلس الإدارة.
- ضمان توافر الموارد المطلوبة لتحقيق أغراض الشركة.
- ضمان حماية مصالح المساهمين وأصول الشركة.
- ضمان وضع وظيفة للامتنال المتابعة للامتثال للقوانين واللوائح والقرارات المعمول بها وكذا متطلبات الجهات الرقابية والسياسة الداخلية واللوائح والإجراءات التي يضعها مجلس الإدارة.
- تحديد مدى تقبل الشركة للمخاطر بما في ذلك الأهداف المحددة أو الحدود القصوى أو المؤشرات المتعلقة بمستوى تقبل المخاطر.
- الإشراف على سياسات الموارد البشرية في الشركة.
- ضمان دقة وصحة البيانات والمعلومات التي يتم الإفصاح عنها وفق السياسات والأنظمة المعمول بها فيما يتعلق بالإفصاح والشفافية.
- تحديد أعضاء مجلس الإدارة الجدد المحتملين للانتخاب من قبل المساهمين وتركيتهم.
- تزكية سياسة مكافآت مجلس الإدارة لاعتمادها من جانب المساهمين.
- تقييم الأداء العام لمجلس الإدارة ولجانه وأعضائهم وفعاليتهم واتخاذ الإجراءات التصحيحية حسب الاقتضاء.
- ضمان تواصل مجلس الإدارة مع أصحاب المصالح من خلال وظيفة علاقات المستثمرين.
- تشكيل لجان متخصصة من مجلس الإدارة وفق القرارات التي تحدد مدة هذه اللجان وصلاحياتها ومهامها ومسؤولياتها، وكذلك الأسلوب الذي يتبعه مجلس الإدارة في مراقبة هذه اللجان. كما يجب أن تحدد هذه القرارات أسماء الأعضاء ومهامهم وحقوقهم والتزاماتهم.
- تقييم أداء لجان المجلس وأعضائها وأعمالهم.