

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة 08 ماي 1945 قالمة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر  
فرع علوم التسيير  
تخصص: مالية مؤسسات

تحت عنوان:

دور الشركات العائلية في تنشيط سوق الأوراق المالية  
- دراسة حالة سوق الأسهم السعودي -

تحت إشراف الأستاذ:  
الواعر هشام

من إعداد:

✓ بوخروبة مروة  
✓ مغمولي وفاء

السنة الجامعية 2012/2011

# شكر وتقدير

نشكر الله سبحانه وتعالى الذي يسر لنا السبيل ووفقتنا في إنجاز

هذا البحث، بعد ذلك تبقى العبارات عاجزة عن تقديم

الشكر والتقدير لأستاذنا الفاضل:

الواعر هشام

الذي كان نعم الموجه والمرشد جزاه الله عنا

خير جزاء

إلى الأستاذ بن شرشال عزالدين

والأستاذ مهدي كمال

على ما قدمناه لنا من إعانة

ومن جهة أخرى نتوجه بالشكر إلى كل القائمين على كلية

العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

من أساتذة وإداريين من جامعة

08 ماي 1945 قالمة

دون أن ننسى التقدم بالشكر لأعضاء لجنة المناقشة على مناقشة وإثراء البحث.

## فهرس المحتويات:

الفهرس العام.....	I
فهرس الجداول والأشكال.....	VIII
المقدمة العامة.....	أ-٥
الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية.....	1
مقدمة الفصل الأول.....	2
المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.....	3
المطلب الأول: ظهور الأسواق المالية، تطورها ومفهومها الراهن.....	3
1- نشأة وتطور سوق الأوراق المالية.....	3
1-1 مرحلة قيام بورصات البضائع.....	3
2-1 مرحلة التعامل في الأوراق التجارية.....	3
3-1 مرحلة التعامل في الأوراق المالية في المقاهي وعلى قاعة الطرق.....	3
4-1 مرحلة استقلال الأسواق المالية بمبانيها وأنظمتها الخاصة.....	4
2- تعريف سوق الأوراق المالية.....	4
3- الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية.....	5
المطلب الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية.....	8
1- الأسواق الأولية.....	8
2- الأسواق الثانوية.....	8
1-2 الأسواق المنظمة.....	9
2-2 الأسواق غير المنظمة.....	9
المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....	10
1- الأسهم.....	10
1-1 تعريف السهم.....	10
2-1 تصنيفات الأسهم.....	11
2- السندات.....	13
1-2 تعريف السند.....	13
2-2 أنواع السندات.....	14
3- المشتقات.....	16
1-3 تعريف المشتقات.....	16
2-3 أنواع المشتقات.....	16

- 18.....4- الأوراق المهجنة.....18
- 18.....4-1 تعريف الأوراق المهجنة.....18
- 18.....4-2 أنواع الأوراق المهجنة.....18
- 19.....المبحث الثاني: آليات تنظيم سوق الأوراق المالية.....19
- 19.....المطلب الأول: لجان سوق الأوراق المالية.....19
- 19.....1- اللجنة العليا لسوق الأوراق المالية.....19
- 20.....2- اللجان الفرعية لسوق الأوراق المالية.....20
- 20.....المطلب الثاني: الوسطاء والمتدخلون في سوق الأوراق المالية.....20
- 20.....1- الوسطاء الماليون.....20
- 21.....1-1 السماسرة الوكلاء.....21
- 21.....2-1 سماسرة الصالة.....21
- 21.....3-1 تجار الصالة.....21
- 21.....4-1 المتخصصون.....21
- 21.....5-1 تجار الطلبات الصغيرة.....21
- 21.....2- الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية.....21
- 21.....1-2 الجمهور.....21
- 21.....2-2 المستثمرون التأسيسيون.....21
- 22.....3-2 المؤسسات الصناعية والتجارية.....22
- 22.....4-2 الدولة.....22
- 22.....3- آلية العمل في سوق الأوراق المالية.....22
- 22.....1-3 تلقي الأمر.....22
- 22.....2-3 تنفيذ العملية داخل المقصورة.....22
- 23.....3-3 تنفيذ العملية بين العميل والسمسار.....23
- 23.....المطلب الثالث: الأوامر وأنظمة التسعير في سوق الأوراق المالية.....23
- 23.....1- الأوامر.....23
- 23.....1-1 الأوامر المحددة لسعر التنفيذ.....23
- 24.....2-1 الأوامر المحددة لوقت التنفيذ.....24
- 24.....3-1 الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ.....24
- 24.....4-1 الأوامر الخاصة.....24
- 25.....2- تكاليف تنفيذ الأوامر.....25

- 25.....1-2 التكاليف المباشرة.....
- 26.....2-2 التكاليف غير المباشرة.....
- 26.....3- طرق تسعير الأوراق المالية.....
- 27.....1-3 التسعير بالمناداة.....
- 27.....2-3 التسعير بالأدراج.....
- 27.....3-3 التسعير بالمعارضة أو بالمقارنة.....
- 27.....4-3 التسعير بالصندوق.....
- 27.....5-3 التسعير بالنسبة المئوية.....
- 27.....6-3 التسعير بالمطابقة.....
- 28.....4- العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية.....
- 28.....1-4 العوامل الاقتصادية.....
- 28.....2-4 العوامل المالية.....
- 28.....3-4 العوامل النفسية.....
- 28.....المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.....
- 29.....المطلب الأول: نظام المعلومات.....
- 29.....1- تعريف المعلومة.....
- 29.....2- تعريف نظام المعلومات.....
- 30.....3- عناصر نظام المعلومات.....
- 30.....1-3 المدخلات.....
- 30.....2-3 المخرجات.....
- 30.....المطلب الثاني: تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية وأنواعها.....
- 30.....1- علاقة المعلومة بمفهوم كفاءة السوق.....
- 31.....2- تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية.....
- 32.....3- أنواع كفاءة السوق.....
- 32.....1-3 الكفاءة الكاملة.....
- 32.....2-3 الكفاءة الاقتصادية.....
- 33.....4- شروط السوق الكفاء الفعال.....
- 34.....المطلب الثالث: المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية ومتطلباتها.....
- 35.....1- مستويات كفاءة أسواق الأوراق المالية.....
- 35.....1-1 الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.....

35.....	2-1 الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق.....
35.....	3-1 الصيغة القوية لكفاءة السوق.....
36.....	2- كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار.....
36.....	3- متطلبات كفاءة الأسواق الأوراق المالية.....
36.....	3-1 كفاءة التسعير.....
37.....	3-2 كفاءة التشغيل.....
37.....	3-3 عدالة السوق.....
37.....	3-4 درجة الانضباط بين المتعاملين.....
38.....	خلاصة الفصل الأول.....
39.....	الفصل الثاني: الشركات العائلية وقياس دورها في سوق الأوراق المالية.....
40.....	مقدمة الفصل الثاني.....
41.....	المبحث الأول: ماهية الشركات العائلية.....
41.....	المطلب الأول: مفهوم الشركات العائلية.....
41.....	1- تعريف الشركات العائلية.....
42.....	2- خصائص الشركات العائلية.....
43.....	3- أهمية الشركات العائلية.....
44.....	المطلب الثاني: الأشكال القانونية للشركات العائلية ومراحل تطورها.....
44.....	1- الأشكال القانونية للشركات العائلية.....
44.....	1-1 شركة التضامن.....
45.....	2-1 شركة التوصية البسيطة.....
45.....	3-1 الشركة ذات المسؤولية المحدودة.....
46.....	4-1 شركة التوصية بالأسهم.....
46.....	2- مراحل تطور الشركات العائلية.....
46.....	1-2 مرحلة ملكية الشركة للعائلة.....
48.....	2-2 مرحلة دخول الشركاء الأجانب.....
49.....	المطلب الثالث: تحديات الشركات العائلية وكيفية مواجهاتها.....
49.....	1- التحديات التي تواجه الشركات العائلية.....
50.....	1-1 مخاطر داخلية.....
51.....	2-1 التحديات والمخاطر الخارجية.....
51.....	2- كيفية مواجهة التحديات.....

- 2-1 إعادة هيكلة الشركة والعمل على رسم الإدارة الإستراتيجية.....52
- 2-الاندماج مع شركات محلية.....53
- 2-3 التحالفات الإستراتيجية.....53
- 2-4 التحول إلى شركات مساهمة.....53
- المبحث الثاني: ضرورة تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة.....54
- المطلب الأول: أهداف وآلية تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة .....54
- 1- أهداف التحول .....54
- 2- مقومات نجاح التحول إلى شركات مساهمة عامة.....55
- 3- مراحل تحول الشركة العائلية إلى شركة مساهمة.....56
- المطلب الثاني: آثار تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة وشروط قيدها بسوق الأسهم...58
- 1- مزايا تحول الشركة العائلية إلى شركة مساهمة.....58
- 1-1 بالنسبة للشركات العائلية.....58
- 1-2 بالنسبة للاقتصاد الوطني.....58
- 2- شروط قيد شركات المساهمة في سوق الأوراق المالية.....59
- المطلب الثالث: نماذج عن شركات عائلية تحولت إلى شركات مساهمة عامة.....61
- 1- شركة سنسبيريز في المملكة المتحدة.....61
- 2- شركة فورد للسيارات في أمريكا.....62
- 3- شركة دايملر - ينزاج في ألمانيا.....62
- 4- شركة النماء السورية.....62
- 5- شركة مجموعة السلام في دولة قطر ودولة الإمارات العربية المتحدة.....63
- 6- شركة جلفار للهندسة والمقاولات في سلطنة عمان.....63
- 7- شركة سوفينال.....63
- المبحث الثالث: قياس فعالية سوق الأوراق المالية من خلال الشركات العائلية.....63
- المطلب الأول: أهمية شركات المساهمة بالنسبة لسوق الأوراق المالية.....63
- المطلب الثاني: حوكمة الشركات كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية .....65
- 1- مفهوم حوكمة الشركات.....65
- 2- أثر حوكمة الشركات على الأسواق المالية.....66
- المطلب الثالث: المؤشرات الدالة على نشاط سوق الأوراق المالية.....68
- 1- حجم السوق.....68
- 1-1 معدل رسملة السوق.....68

68.....	2-1 عدد الشركات المقيدة بالبورصة.
69.....	2- سيولة السوق.....
69.....	1-2 عمق السوق.....
69.....	2-2 اتساع السوق.....
70.....	3-2 سرعة استجابة السوق.....
71.....	3- درجة تمركز السوق.....
72.....	خلاصة الفصل الثاني.....
73.....	الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودية.....
74.....	مقدمة الفصل الثالث.....
75.....	المبحث الأول: طبيعة سوق الأسهم السعودية.....
75.....	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي.....
76.....	المطلب الثاني: الإطار التشريعي لسوق الأسهم السعودي.....
76.....	1- نظام السوق المالي السعودي.....
78.....	2- اللوائح التنفيذية لسوق الأسهم السعودي.....
78.....	1-2 لائحة سلوكيات السوق.....
78.....	2-2 لائحة طرح الأوراق المالية.....
79.....	3-2 لائحة قواعد لتسجيل والإدراج.....
79.....	4-2 لائحة الأشخاص المرخص لهم (الوسطاء).....
80.....	5-2 لائحة أعمال الأوراق المالية.....
80.....	المطلب الثاني: الإطار التنظيمي للسوق المالي السعودي.....
80.....	1- البنية التنظيمية للسوق المالي السعودي.....
81.....	1-1 سوق الأسهم السعودي.....
81.....	2-1 مركز إيداع الأوراق المالية.....
82.....	3-1 لجنة الفصل في المنازعات.....
82.....	4-1 لجنة الاستئناف.....
82.....	2- أنظمة التداول في سوق الأسهم السعودي.....
83.....	1-2 النظام الآلي لمعلومات الأسهم السعودي.....
83.....	2-2 نظام تداول الأسهم الإلكتروني المطور.....
85.....	المبحث الثاني: نشاط سوق الأسهم السعودي وإسهامات الشركات العائلية فيه.....
85.....	المطلب الأول: الاكتتابات الجديدة ومساهماتها في تنشيط السوق.....



المطلب الثاني: الحضور القوي للشركات العائلية في سوق الأسهم السعودي	87.....
1- سوق الأسهم السعودي والشركات العائلية.....	87.....
2- بعض الشركات العائلية المدرجة في سوق الأسهم السعودي.....	89.....
المطلب الثالث: جهود السلطات لترقية دور الشركات العائلية في سوق الأسهم السعودي.....	92.....
المبحث الثالث: مؤشرات نشاط سوق الأسهم السعودي.....	94.....
المطلب الأول: دراسة مؤشر حجم السوق.....	97.....
1- معدل الرسملة السوقية.....	97.....
2- حجم سوق الأسهم السعودي قياسا بعدد الشركات المدرجة في السوق.....	100.....
المطلب الثاني: دراسة مؤشر سيولة سوق الأسهم السعودي.....	101.....
المطلب الثالث: دراسة مؤشر درجة التمركز.....	105.....
خلاصة الفصل الثالث.....	108.....
الخاتمة العامة.....	110.....
قائمة المراجع.....	115.....

أهمية البحث:

إن ظهور أسواق الأوراق المالية ارتبط بمجيء وتطور الرأسمالية الصناعية، إذ وجدت هذه الأسواق بهدف جذب المدخرات وتحقيق عمليات تبادل القيم المنقولة وتمويل النمو الاقتصادي للدول. ومن ذلك الحين الذي يمتد زمنيا لعدة قرون لعبت هذه الأسواق دورا هاما في تأمين الموارد التمويلية الاقتصادية لمختلف المشاريع الاستثمارية والشركات، التي تحتاج للمزيد من الموارد التي تفوق مدخراتها مقابل إيجاد فرص مواتية للتوظيف الفعال للفوائض التي تتحقق لدى المدخرين بما يفوق احتياجاتهم الاستثمارية.

ومع استمرارية تطور الاقتصاد الرأسمالي وتعاضم قدراته الاقتصادية واتساع تأثير المنافسة وآلية السوق، وتزايد الاحتياجات لتعزيز فعالية الأدوات المالية وتعبئة المدخرات ورفع كفاءة تخصيص واستخدام الموارد المتاحة، تزايدت أهمية أسواق الأوراق المالية وأصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي وتحقيق نهوض شامل ومتسارع في كل جوانب الحياة، لذلك استحوذ موضوع الأسواق المالية على اهتمامات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، سيما في ظل التحولات الاقتصادية الدولية الراهنة وأمام تعاضم حركة رؤوس الأموال الدولية، ويعزى اهتمام البلدان النامية بالأسواق المالية إلى عدم تمكنها من تهيئة المناخ الملائم لجذب الموارد المالية اللازمة لتمويل مشاريعها التنموية ضمن آلية التمويل عن طريق الاقتراض من المؤسسات والمراكز المالية الأخرى علاوة على عدم قدرة الأفراد على توفير رؤوس الأموال الضرورية. وقد استدعى هذا الوضع ضرورة البحث عن بدائل تمويلية غير تقليدية.

حيث تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أكبر مساهم في الناتج العالمي، كما أن قسما كبيرا منها تمثله الشركات العائلية، وبالتالي فهي أهم القوى الفاعلة في اقتصاد أي دولة وركيزة من ركائز الاقتصاد المزدهر. إذ تعتبر العصب الرئيسي لاستثمارات وأعمال القطاع الخاص في العالم كما تمتص أعداد كبيرة من العمالة وتمتد السوق بكميات كبيرة من المنتجات، ولكن الشركات العائلية تواجه جملة من التحديات في ظل خيارات العولمة وفتح الحدود والتحول إلى اقتصاديات السوق، مما ساهم في وجود مناخ تنافسي سريع التغيير. وأمام هذه التحديات فالمطلوب من الشركات العائلية أن تحمي كيانها وتواجه الظروف المحيطة بها، لذلك لديها جملة من الخيارات أهمها التحول إلى شركات مساهمة عامة ودخولها سوق الأوراق المالية وهذا له أثر إيجابي للطرفين.

وعلى هذا الأساس تأخذ هذه الدراسة أهميتها حيث جاءت للبحث في سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية، ومحاولة الوقوف عند الدور المهم التي تلعبه الشركات العائلية من خلال مساهمتها في تنشيط السوق.

مما سبق، فإن صدى التغيرات الاقتصادية أثر في معظم الدول النامية بما في ذلك المملكة العربية السعودية، التي سعت سلطاتها المالية في مرحلة مبكرة إلى بناء قطاع مالي منظم لخدمة الاقتصاد الوطني. وفي هذا السياق شهدت الساحة المالية للمملكة السعودية تطورات تشريعية وتنظيمية عديدة، ميزها صدور المرسوم الملكي الذي نص على التأسيس الرسمي لسوق الأسهم السعودي وتعيين الجهات الوصية على إدارته، إلى جانب إصدار العديد من اللوائح التنظيمية الداعمة لعمل السوق ومعالجة أوجه القصور بهدف الرقي والنهوض بنشاط السوق السعودي.

#### إشكالية الدراسة:

يعتبر وجود سوق أوراق مالية قادر على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية، وقابلة للاستمرار وتمويل التنمية الاقتصادية. لذلك فإن نشاط أسواق الأوراق المالية مصدر اهتمام بالنظر إلى مختلف العوامل المساهمة في تنشيطها. وعلى هذا الأساس، ولإحاطة بمختلف جوانب الموضوع فإن السؤال الجوهرية الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو التالي:

"ما مدى أهمية الدور الذي تلعبه الشركات العائلية في تفعيل سوق الأوراق المالية؟"

وإثراء للموضوع ندرج أسئلة فرعية تتم الإجابة عليها أثناء الدراسة:

- ما هي بنية الأسواق المالية وفيما تتمثل أهم أدواتها؟

- ما طبيعة الشركات العائلية؟

- ما مدى ضرورة تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة؟

- ما هي الآلية التي تفعل من خلالها الشركات العائلية سوق الأوراق المالية؟

- كيف يعمل السوق السعودي، وما مستوى نشاطه؟

فرضيات البحث:

وللإجابة على الإشكالية السابقة وضعنا الفرضيات التالية:

- تلعب الشركات العائلية دورا كبيرا ومميزا في مجال تنشيط سوق الأوراق المالية.
- تعتبر سوق الأوراق المالية مجالا جديدا للشركات العائلية لممارسة أنشطتها واستمرارها دون تحديات وتنوع مصادر أموالها، وبالتالي الصمود أمام المنافسة التي تواجهها.
- العلاقة بين السوق والشركات العائلية علاقة تكاملية، إذ أن كلا منهما يؤثر ويتأثر بالآخر وبذلك تكون الفائدة والمنفعة متبادلة بينما.
- دخول شركات جديدة إلى سوق الأوراق المالية من شأنه ضخ سيولة جديدة للسوق هذا ما يعود بالإيجاب على السوق وتعاملاته.

أهداف البحث:

تكمن الأهداف الرئيسية من وراء هذه الدراسة إلى:

- دراسة وتحليل ظاهرة الشركات العائلية.
- بيان الإستراتيجية الممكنة لإعادة هيكلة الشركات العائلية وتحويلها إلى شركات مساهمة عامة بهدف مواجهة مختلف التحديات.
- تسليط الضوء على الإمكانيات التي توفرها الشركات العائلية لزيادة نشاط وفعالية سوق الأوراق المالية.
- عرض نموذج متطور للبورصات العربية.

منهج الدراسة:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع المتمحور حول الدور الذي تلعبه الشركات العائلية في تفعيل سوق الأوراق المالية، وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة بمختلف جوانبها تم الاعتماد على المناهج المستعملة في الدراسات الاقتصادية عموما من خلال:

اعتماد المنهج الوصفي في مختلف فصول الدراسة بالنظر إلى طبيعة العناصر المتناولة من عرض جوانب نظرية وفنية لسوق الأوراق المالية وكفاءتها في الفصل الأول، أما في الفصل الثاني تم استخدام المنهج الوصفي عند عرض ماهية الشركات العائلية وضرورة تحولها إلى شركات مساهمة. كما تطلب الأمر استخدام المنهج الإحصائي والتحليلي لتغطية محاور الدراسة التطبيقية في الفصل الثالث، عند عرض وتحليل مؤشرات تطور نشاط سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2001-2011 بغية اختبار مؤشرات تطور سوق الأسهم السعودي واستنتاج التحسن في أداءه.

### التوثيق العلمي:

لأجل حصر جوانب الموضوع وإثراء الدراسة تم الاعتماد على عدة أدوات في جمع المعلومات والبيانات والتمثلة في:

البحث المكتبي، وذلك بغرض الإحاطة بالجوانب النظرية للموضوع من خلال تشكيلة من الكتب باللغتين العربية والفرنسية التي تناولت جانب من جوانب الموضوع بصفة كلية أو جزئية، أو بصفة مباشرة أو غير مباشرة، بالإضافة إلى معاينة بعض الأبحاث العلمية والمجلات المتخصصة والرسائل العلمية. ونظرا لحدثة الموضوع وقلة المراجع المتخصصة خاصة المتعلقة بالشركات العائلية فإننا اعتمدنا بشكل مكثف على الأبحاث والمقالات المنشورة على شبكة الانترنت. علاوة على استخدام الجداول لعرض المعطيات بصورة مفصلة، ثم القيام بتحليلها وفي الأخير تمثيلها برسومات بيانية من أجل التوضيح أكثر.

### صعوبات البحث:

أثناء إعدادنا للبحث في جوانبه النظري والتطبيقي، واجهنا صعوبات تمثلت في النقص في المعلومات والمراجع نظرا لحدثة دراسة موضوع الشركات العائلية في الجانب النظري، أما في الجانب التطبيقي فقد صادفنا بعض النقص في البيانات والإحصائيات التي كانت ستثري الموضوع.

## خطة البحث وهيكله:

بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقاً من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول، منها فصلين نظريين وفصل ثالث لدراسة حالة يتكون كل فصل من ثلاث مباحث يتفرع عن كل مبحث ثلاثة مطالب.

فالفصل الأول الذي جاء تحت عنوان الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية تناولنا فيه في المبحث الأول ماهية سوق الأوراق المالية والذي تضمن تعريف، نشأة ومكونات سوق الأوراق المالية والأدوات المتداولة فيه. وتطرقنا في المبحث الثاني إلى آليات تنظيم سوق الأوراق المالية في دراسة للجان السوق، الوسطاء والمتدخلون فيه، الأوامر وأنظمة تسعير الأوراق المالية. أما المبحث الثالث درسنا فيه كفاءة سوق الأوراق المالية حيث قمنا بتسليط الضوء على نظام المعلومات وأهميته، تعريف وأنواع كفاءة سوق الأوراق المالية، مستوياتها ومتطلباتها.

والفصل الثاني الذي جاء تحت عنوان الشركات العائلية تطرقنا في المبحث الأول منه إلى ماهية الشركات العائلية من تعريف، أشكالها القانونية، مراحل تطورها، تحدياتها وكيفية مواجهتها. والمبحث الثاني من هذا الفصل تناولنا فيه ضرورة تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة من أهداف وآلية هذا التحول وآثاره، وفي مبحث أخير قمنا بدراسة وتحليل لقياس فعالية سوق الأوراق المالية من خلال الشركات العائلية.

أما في الفصل الثالث قمنا بدراسة حالة سوق الأسهم السعودية حيث تصدرت نشأته، أطره التنظيمية والتشريعية المبحث الأول من هذا الفصل، المبحث الثاني تضمن إسهامات الشركات العائلية السعودية في السوق. وفي المبحث الأخير قمنا فيه بتحليل ودراسة مؤشرات نمو نشاط السوق من خلال الشركات العائلية.

ونختم البحث بالنتائج والاقتراحات، ونرجو من المولى جل وعلا أن يكون ما تم تقديمه في هذه الدراسة خطوة على الطريق لغيرنا من الدارسين والباحثين لإجراء المزيد من الدراسات، ومعالجة النقاط التي لم يتناولها البحث.

## مقدمة الفصل الأول:

تلعب سوق الأوراق المالية دورا هاما واستراتيجيا في تحقيق النمو الاقتصادي، وبشكل خاص من الناحية التمويلية فهي تقوم بحشد المدخرات وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب، من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب، كما أن هذه الأسواق تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات والأوراق المهجنة تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية، وتسمح لأصحاب هذه الأوراق بالحصول على السيولة في أي وقت، كما أن وجود أسواق ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي، في ظل توافر المعلومات والبيانات عن جميع أنشطة الشركات التي يتم التعامل بأوراقها المالية، مما يعمل على استحداث أسواق متطورة وسليمة، وأن أي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي إلى انخفاض كفاءة سوق الأوراق المالية.

وللتعرف أكثر على سوق الأوراق المالية ومختلف الأدوات المالية المتداولة فيه ارتأينا تقسيم

هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- ماهية سوق الأوراق المالية.

- آليات تنظيم سوق الأوراق المالية.

- كفاءة سوق الأوراق المالية.

**المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية**

يحتضن سوق الأوراق المالية في النظم الاقتصادية الحديثة باهتمام كبير، وذلك لكونه إحدى الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية ودوره في المشاريع الاستثمارية، من خلال اقتناء الأعوان الاقتصاديون لما يصدره أعوان آخرون في هذا السوق من أوراق مالية مختلفة.

**المطلب الأول: ظهور الأسواق المالية، تطورها ومفهومها الراهن****1- نشأة وتطور سوق الأوراق المالية:**

لم تنشأ سوق الأوراق المالية القائمة بهيكلها ونظمها مرة واحدة وإنما هي نتائج تاريخ طويل من التطور، وعليه يمكن تقسيم نشأة الأسواق المالية إلى المراحل التالية<sup>1</sup>:

**1-1 مرحلة قيام بورصات البضائع:**

إن أول بورصة أنشأت كانت في باريس عام 1300م على جسر عرف باسم "جسر الصرافة" واتخذت البورصة اسمها منه. أما أول بناء أنشئ للبورصة وعرف بهذا الاسم فهو بناء مدينة "أنقرس" في بلجيكا عام 1460، ثم توالى بناء بورصات البضائع. وقد انشقت بورصات الأوراق المالية من بورصات البضائع حيث لم تكن في الماضي منفصلة عن بعضها البعض، ومع مرور الوقت انفصلت.

**1-2 مرحلة التعامل في الأوراق التجارية:**

بدأت هذه التعاملات في القرن الثالث عشر في فرنسا، وكانت في البداية تقتصر على تداول الكمبيالات والسحوبات الأذنية ومن أجل تنظيم هذه العمليات أوجد ملك فرنسا "فليب الأشقر" مهنة سماسرة الصرف. وفيما بعد في إنجلترا كان يتم التعامل في سندات الائتمان وكذلك أسهم شركة الهند الشرقية وفي بعض الشركات الأخرى في هذه المرحلة تطورت عملية تبادل الأوراق التجارية وخاصة الكمبيالات إذ كانت أسواق الأسهم والسندات مجهولة.

**1-3 مرحلة التعامل في الأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطرق:**

ابتداء من القرن السادس عشر، بدأت عملية الاقتراض من طرف الحكومات أو الشركات من الجماهير وذلك من خلال إصدار السندات. وأول خطوة هامة بالنسبة لسندات القرض كانت خلال القرار الذي أصدره الملك "وليام الثالث" في عام 1693، حيث منح بموجبه الحق لصالح مالك القرض التنازل عنه لأي شخص آخر، وبذلك نشأت أول خطوة لتحقيق سيولة الاستثمارات.

<sup>1</sup> أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وآثارها الائتمانية على الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح للرسائل الجامعية 1، السعودية، 1995، ص ص 25-33.



## 1-4 مرحلة استقلال الأسواق المالية بمبانيها وأنظمتها الخاصة:

كانت هذه المرحلة إبان الثورة الصناعية، نتيجة التطور الصناعي الذي شهدته هذه المرحلة وما صاحب ذلك من قيام مشاريع ضخمة وزيادة الدخل ظهرت مؤسسات عملت على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشروعات الإنتاجية، وكذلك رواج التعامل في الأوراق المالية. كل ذلك ألقى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها. واستجابة لهذه الضروريات استقلت أسواق الأوراق المالية على النحو الذي يظهر من هذا التتبع السريع لنشأة أقدم وأهم أسواق الأوراق المالية مثل بورصة لندن عام 1773، بورصة باريس عام 1808 وبورصة نيويورك عام 1821.

## 2- تعريف سوق الأوراق المالية:

سوق الأوراق المالية هو سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق، على اعتبار أنه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل سلع هي الأسهم والسندات، ويعرف باسم سوق المال طويل الأجل، وهو أقرب ما يكون من السوق الكاملة، إذ يتحدد فيه سعر واحد للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشترين، مع سهولة الاتصال بينهم، وتجانس وحدات السلع، مع سهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري وهو أيضا سوق المنافسة الكاملة يتحدد فيه السعر بفعل قوى العرض والطلب.

ولسوق الأوراق المالية بعض الخصائص يميزه عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها<sup>1</sup>:

- يتسم بكونه أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، ووجود إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
- يتطلب وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
- التداول فيه يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- التداول في السوق الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية.

<sup>1</sup> جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص56.

- يتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادته من تكنولوجيا الاتصالات وذلك يعطي له خاصية بكونه يتميز عن غيره من أسواق السلع بأنه سوق واسع تتم فيه صفقات كبيرة وممتدة، قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

- يتطلب الاستثمار فيه توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

- يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، ويكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه مثل السندات طويلة الأجل تحتل مخاطر سعرية، سوقية وتنظيمية مختلفة وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا، إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا.

### 3- الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية:

تزداد أهمية سوق الأوراق المالية على المستوى الكلي والوحدوي في الدول التي تتسم بحرية الاقتصاد وتشجيع المبادرة الفردية والجماعية. فهو بذلك يستمد أهميته من وجوده ومن دوره المتعدد الأوجه والمتمثل أساسا في<sup>1</sup>:

1. تجميع وتجنيد الادخار بغرض تمويل الاقتصاد الوطني: تسمح أسواق الأوراق المالية بنقل رؤوس الأموال من قطاعات الفائض إلى قطاعات العجز في الاقتصاد، وبذلك فهي تعمل على زيادة إنتاجية رأس المال بإقامة نشاطات اقتصادية منتجة. وتتمثل الوظيفة الرئيسية في تجميع الادخار على المستوى الوطني وحتى الدولي ومحاولة تنظيمه عبر قنوات محكمة قصد تجنيده واستعماله في تمويل الاقتصاد الوطني، فللمدخرين الحرية في التدخل مباشرة في السوق أو عن طريق الوسطاء أو المستثمرين التأسيسيين أو غيرهم والحصول على الأوراق المالية المرغوب الادخار فيها. كما توفر الحماية من تناقص قيمة الأموال نتيجة لارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للمدخرات، كما أن توفر العلانية تساعد المدخر على اتخاذ القرارات المناسبة لتوظيف أمواله، ونظرا لأهمية هذا الادخار في دفع عجلة التنمية الاقتصادية تلتزم السلطات العمومية بحمايته من العابثين وحماية المدخر وزرع الثقة فيه حتى يتزايد حجم الادخار.

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار ومكتبة الحامد، ط1 2004، ص07.

2. مرآة للنشاط الاقتصادي ومؤشرات لاتجاهات التنبؤ: تلعب أسواق الأوراق المالية دورا هاما في تنشيط الشركات وتميئتها وكذلك تنشيط وتمويل الاقتصاد الوطني ككل، فعلى مستوى المؤسسة فإن المدخر الذي يقوم بشراء الأوراق المالية التابعة لتلك المؤسسة سينتظر عائدا معتبرا مقابل ذلك المبلغ المدخر، فتفرض على المؤسسات تحقيق نتائج أحسن من سنة لأخرى وبالتالي يحقق المستثمرون أرباحا تشجعهم على الاستثمار في تلك الشركات. ولعل ما يربط المؤسسة بالسوق أسعار منتجاتها المتداولة من جهة وتطور تلك الأسعار من جهة أخرى. فسعر الورقة في البورصة يعكس بصدق وإلى حد ما وضعية الشركة المعنية خاصة من حيث الأرباح المحققة المرودية وكذا ثقة المستثمرين، كما أن تطور تلك الأسعار يعكس مدى قدرة الإدارة المعنية على تسيير المؤسسة تسييرا حسنا.

والتأثير بين سوق الأوراق المالية والاقتصاد متبادل، فالتغيرات التي تسجل في السوق المالي تؤثر في الاقتصاد وبالمثل فإن التغيرات التي تحدث في هذا الأخير تؤثر على السوق. وهي بذلك تمثل حلقة وصل بين معظم الفعاليات الاقتصادية المؤثرة مثل البنوك، الشركات المشروعات والمدخرين، الأمر الذي يؤهلها لأن تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، وهي مؤثرات كلية تعكس جزءا مهما من واقع الاقتصاد القومي لذا فالسوق المالي يعتبر بارومتر للاقتصاد الوطني ككل ومحدد للاتجاهات العامة للتنبؤ.

3. تخصيص الموارد: في هذا الصدد تلعب أسواق الأوراق المالية دورين متميزين، الأول مباشر والآخر غير مباشر، فيعزى الدور المباشر إلى أن المستثمرين عندما يشترون أسهم شركة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية، وبناءا عليه فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمارية يعلم بها المتعاملون في السوق هي التي تمكنها من إصدار المزيد من الأسهم بل وبيعها بسعر تحقق حصيلة كبيرة للإصدار، الأمر الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل. أما الدور المباشر فينتج من أن زيادة إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم الشركة تعد بمثابة شهادة للمقرضين ومن ثم تستطيع هذه الشركة الحصول على أموال إضافية بسعر فائدة منخفض كما يتميز الاستثمار في الأسهم بأنه يوفق على نحو فعال بين الحصول على الأرباح وبين القدرة على الدفع. ومع اندماج الأسواق الصاعدة في الاقتصاد العالمي فمن المتوقع أن تتخفف تكلفة رأس المال ومن ثم فانه من الأرجح أن تتجه الأموال إلى من لديهم القدرة على زيادة الاستثمار، الأمر الذي

يرفع معدلات النمو والأرباح وبالتالي فإن سوق الأوراق المالية الذي يمارس وظيفته على نحو جيد لا بد أن ينتهي إلى حشد وتعبئة الموارد وتخصيصها بصورة أفضل.

4. علاج المديونية الخارجية: تقوم الأسواق المالية الناشئة بجذب المدخرات للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، الأمر الذي يترتب عليه تلاشي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي والمتمثلة في زيادة مدفوعات خدمة الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية. كما ينطوي الاستثمار الأجنبي في الأسهم على مشاركة المستثمرين الأجانب في تحمل المخاطر، وذلك باستخدام تقنية توريق الدين التي تتمثل في عملية تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية، وتعتبر هذه التقنية إحدى التقنيات التي تستخدم كأسلوب لمواجهة أزمة الدين ومحاولة تخفيض الرصيد القائم للدين الخارجي الدولي، وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج.

5. تلطيف التقلبات الاقتصادية: يزيد الاقتراض من البنوك في عمليات الاستثمار من تفاقم الدورة الاقتصادية نظرا لرغبة البنوك في زيادة إقراضها أثناء مرحلة التوسع عن مرحلة الكساد في حين ينطوي الاستثمار في محفظة الأوراق المالية على حدوث مكاسب وخسائر معينة لذلك نجد أن المستثمر الخاص يحجم عن البيع أو الشراء في أوقات الانخفاض أو الارتفاع لأسعار الأسهم حتى يتجنب الخسائر الرأسمالية، ما يؤدي إلى آلية داخلية تلطف من تقلبات الدورة الاقتصادية.

6. المساهمة في تمويل المشاريع التنموية الاقتصادية والاجتماعية: إن أسواق الأوراق المالية تقوم بتوفير الأموال اللازمة لإقامة المشاريع الاستثمارية وبالأخص مشاريع البنية التحتية حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية عن طريق طرح الحكومة أوراق مالية، مما يمكنها من رفع كفاءتها في تنفيذ سياستها النقدية والمالية المقررة<sup>1</sup>.

7. تمكين تداول المؤسسة وإطالة مدة حياتها كما تحقق التوازن بين الأموال الخاصة والدائمة وإمكانية التوسع.

<sup>1</sup> حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، ط1، مصر، 2006، ص 18.

## المطلب الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية

ينفرد سوق الأوراق المالية إلى مايلي:

## 1- الأسواق الأولية:

وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية الجديدة التي يتم بيعها أو إصدارها لأول مرة<sup>1</sup>. وتعرف كذلك بأنها السوق الذي يشهد الإصدارات الأولية للأوراق المالية سواء كانت من قبل الشركات أو الحكومات، والإصدارات التي تتم بهدف الحصول على رأس مال الشركة الأساسي للشركات تحت التأسيس، أو بهدف زيادة رأس مال شركات قائمة فعلا. باختصار فإن هذا السوق هو سوق الإصدارات الجديدة للأوراق المالية وطرحها للاكتتاب العام\* والخاص\*\*، الأمر الذي يمكن الشركة من جمع الأموال التي تحتاجها لبناء نفسها أو توسعها باعتبارها تتعامل مباشرة مع الراغبين في شراء إصداراتها.

## 2- الأسواق الثانوية:

وهي الأسواق التي يجري فيها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها. وبعبارة أخرى فإن هذه الأسواق هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، وأهم ميزة لهذه الأسواق هي أنها توفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية عنصر السيولة ولهذا قيل أن الأسواق الأولية تستمد فعاليتها من الأسواق الثانوية، وتمارس عمليات البيع والشراء في هذه الأسواق مجموعة من الوسطاء<sup>2</sup>. وتنقسم هذه الأخيرة إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة.

<sup>1</sup> زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص 14.  
\*الاكتتاب العام أو ما يعرف بالاكتتاب المفتوح، وهو طرح الأوراق المالية للبيع لجميع المستثمرين في السوق وعادة ما يتم عند إنشاء الشركات.

\*\*الاكتتاب الخاص أو ما يعرف بالاكتتاب المغلق، وهو طرح الأوراق المالية للبيع لحاملي الأوراق القدامى وعادة ما يكون عند التوسع في رأس مال الشركات.

<sup>2</sup> حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، ط1، الأردن، 2002، ص 16.

**2-1 الأسواق المنظمة:**

ويطلق عليها بورصة الأوراق المالية، وتعد البورصة بمثابة كيان له مكان مادي ملموس يعمل فيه وكلاء مشتري ووكلاء بائعي الأوراق المالية من خلال عمليات المزاد، حيث يلتقون فيها لتنفيذ المعاملات حيث تكون الأوراق المالية المتداولة مسجلة ومستوفاة لشروط التداول<sup>1</sup>.

**2-2 الأسواق غير المنظمة:**

هي أسواق مالية لا تخضع للمحددات والأساليب والتنظيمات التي تتبناها عادة الأسواق المنظمة وبالتالي فإن نشاطات هذه الأسواق لا تجري وفق تشريعات البورصة الرسمية ولا تعتمد على تنظيمات إدارية محددة لنشر وتبادل وتوثيق الأدوات المالية، كما يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج الأسواق المنظمة. فهي سوق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أو غير المسجلة فيها ويتم التعامل من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات الفورية من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ويتحدد سعر الورقة المالية بالتفاوض وعادة ما يسبق عملية التفاوض محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار<sup>2</sup>. وتتضمن الأسواق غير المنظمة أسواق أخرى فرعية هي<sup>3</sup>:

**2-2-1 السوق الثالث:**

هو سوق غير منظم يجري التعامل فيه بأوراق مالية مقيدة في السوق المنظمة والسبب في قيام هذا النوع من الأسواق هو الصعوبات التي غالبا ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في أسواق الأوراق المالية. وبسبب تلك الصعوبات قامت المؤسسات غير المشتركة في عضوية البورصات في الولايات المتحدة الأمريكية بإنشاء أسواق غير رسمية يجري التعامل من خلالها على بعض الأوراق المالية بموجب جداول أسعار السوق الرسمية، وأهم المؤسسات التي تتعامل في هذا النوع من الأسواق هي المؤسسات الاستثمارية كبيرة الحجم مثل: صناديق المعاشات، حسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

<sup>1</sup> محمد محمود الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشرق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن 2007، ص 214.

<sup>2</sup> زياد رمضان ، مروان شموط، مرجع سابق، ص 17.

<sup>3</sup> حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 17، 18.

## 2-2-2 السوق الرابع:

وهو سوق غير منظم يجري التعامل فيه بأوراق مالية غير مقيدة في سوق الأوراق المالية ويتعامل في هذا النوع من السوق المؤسسات المالية كبيرة الحجم وجمهور الأغنياء. والسبب في قيام هذا النوع من السوق هو الحاجة إلى تنفيذ صفقات بأحجام كبيرة وبأقل تكلفة ممكنة، وهي تشبه السوق الثالث من حيث إتمام الصفقات خارج السوق المنظم، إلا أن التعامل فيها يتم من خلال الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء دون الحاجة إلى وساطة، ويتم الاتصال مباشرة بين الطرفين مما ينتج عنه إبرام الصفقات بأسعار مرضية.

## المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، وهي سندات أو صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معاً، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها. وبصورة أخرى هي عبارة عن شهادات ملكية أو صكوك دائنة مقابل الحصول على توزيعات من الأرباح أو العوائد الثابتة أو المتغيرة<sup>1</sup>.

## 1- الأسهم:

## 1-1 تعريف السهم:

الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية<sup>2</sup>. وتشكل الأسهم رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، ط1، الأردن 2008، ص 75.

<sup>2</sup> مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، ط1 مصر، 1993، ص 169.

<sup>3</sup> هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص 92.

وتتصف الأسهم بالخصائص التالية<sup>1</sup>:

- القابلية للتداول: بمعنى إمكانية التصرف في الأسهم بالبيع والشراء وغيرها، وهذا ما يوفر مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية.

- الأسهم متساوية القيمة: عندما تصدر الشركة أسهما فلا بد أن تكون هذه الأسهم متساوية القيمة، فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من قيمة البعض الآخر. وهذه الخاصية تشمل الأسهم فقط.

- المسؤولية المحدودة للمساهم: تنص قوانين الشركة على أن مسؤولية المساهمين فيها محدودة.

- الأسهم غير قابلة للتجزئة: يجوز أن يشترك في السهم الواحد أكثر من شخص واحد، يمثلهم اتجاه الشركة شخص واحد حتى وإن اشتركوا في عدة أسهم وللسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي<sup>2</sup>:

القيمة الاسمية: هي القيمة التي تحدد عند الإصدار أو الاكتتاب وجملة القيم الاسمية تمثل رأس مال الشركة الذي يظهر في الميزانية العمومية.

القيمة الدفترية أو المحاسبية: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات ومن ثم تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية.

القيمة السوقية: وهي السعر الذي يتم به بيع وشراء الورقة خلال التداول، وقد تكون القيمة السوقية أكثر من القيمة الاسمية، وتعد أكثر أهمية من القيمتين السابقتين.

القيمة الحقيقية: وهي مقدار ما يخص السهم في صافي الأصول.

**1-2 تصنيفات الأسهم:** يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم كالتالي:

**1-2-1 تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به:**

ويمكن أن تصنف كما يلي<sup>3</sup>:

\* أسهم اسمية: وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على ما يلي:

- الاسم، اللقب، الصناعة، الوطن، وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها، رأسمالها، ومركزها.

<sup>1</sup> محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، ط1، الأردن، 2005، ص ص 78، 79.

<sup>2</sup> فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 79.

<sup>3</sup> شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص ص 22، 23.



- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتتب به.
- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك لأن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.
- \* **أسهم لحاملها:** يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها.
- \* **أسهم لأمر:** للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

### 1-2-2 تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم: وتقسّم إلى ما يلي<sup>1</sup>:

- \* **أسهم عينية:** هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو مخزونات، أو براءة اختراع، مقدرّة ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.
- \* **أسهم نقدية:** وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.
- \* **أسهم مختلطة:** وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقداً.
- \* **حصص التأسيس:** وتصدرها الشركة عند تأسيسها وليس لها قيمة اسمية، إنما لها نصيب في الأرباح ولا تدخل في رأس مال الشركة ويكفي ذكر عددها عند إعداد الميزانية العمومية، وتمنح للمؤسسين لقاء جهودهم.

### 1-2-3 تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وتقسّم كما يلي:

- \* **الأسهم العادية:** وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة وهكذا

<sup>1</sup> محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لنديا للطباعة والنشر، مصر، 2000، ص 48.

فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها ولحامها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية<sup>1</sup>.

\* **الأسهم الممتازة:** هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية تقع بين السندات والأسهم العادية لأنها تجمع بين خصائص هاتين الورقتين. فهي تشبه السندات من ناحية ثبات العائد والأولوية في الحصول عليه وكذلك الحال عند التصفية، وهي تشبه الأسهم العادية في تواجدها فهي دائمة وتدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية<sup>2</sup>.

- حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم.
- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة وعلى قيمتها عند التصفية قبل حملة الأسهم الممتازة، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.
- هناك عدة مزايا تعود على الشركة من استعمال الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، فالسهم الممتاز يعتبر مصدرا دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند.

## 2- السندات:

### 1-2 تعريف السند:

- تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض بدفع مبلغ معين من المال إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين<sup>3</sup>.
- وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي<sup>4</sup>:
- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة.
  - القيمة الجارية: وهي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق المالية.
  - معدل الكوبون: حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

<sup>1</sup> هوشيار معروف كاكا مولا، مرجع سابق، ص ص 92-93.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 39.

<sup>3</sup> فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 76.

<sup>4</sup> منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999، ص 32.

- أجل الاستحقاق: هو التاريخ المنفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبيا.

للسندات خصائص نذكر منها<sup>1</sup>:

- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.

- لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة.

- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.

- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة بالإضافة إلى خصائص أخرى للسندات وهي:

- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.

- كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى، فإن السندات تحمل مخاطر أكثر.

- إن الفترة الطويلة للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علما بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.

## 2-2 أنواع السندات:

تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن أن التمييز بين السندات وفقا للمعايير

التالية:

### 2-2-1 أنواع السندات حسب الجهة المصدرة:

حسب هذا المعيار يمكن أن نصنف السندات إلى نوعين رئيسيين وهما<sup>2</sup>:

\* **السندات العامة:** وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين أما دائنوها فهم البنوك، شركات القطاع العام أو القطاع الخاص.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996، ص 291.

<sup>2</sup> حسن حمدي، مرجع سابق، ص 52.

\* **السندات الخاصة:** وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، ومن أهم مميزاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية.

2-2-2 أنواع السندات حسب طريقة السداد: يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد<sup>1</sup>:

\* **سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها:** حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.

\* **سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها:** وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

2-2-3 أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكها: ويمكن أن نميز<sup>2</sup>:

\* **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:** وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.

\* **سندات غير قابلة للتحويل:** لا تعطي حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة.

\* **سندات ذات علاوة:** لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

2-2-4 أنواع السندات حسب معدل العائد: نميز نوعان وهما<sup>3</sup>:

\* **سندات ذات المعدل الثابت:** هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، ويزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكونه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

\* **سندات ذات المعدل المتغير:** في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

<sup>1</sup> ضياء مجيد الموسوي، البورصات، شباب الجامعة، مصر، 2003، ص 33.

<sup>2</sup> فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 78.

<sup>3</sup> ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 34.

2-2-5 أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: هناك نوعان وهما<sup>1</sup>:

\* **سندات مضمونة:** من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم.

\* **سندات غير مضمونة:** الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

**3- المشتقات:** بالإضافة إلى أدوات الملكية (الأسهم) وأدوات الدين (السندات) بمختلف أنواعها، يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات لأنها تجمع بين صفاتهما وخصائصهما معا.

## 3-1 تعريف المشتقات:

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات العقود الآجلة<sup>2</sup>، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.

## 3-2 أنواع المشتقات: يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

## 3-2-1 عقود الخيار:

\* **تعريف عقود الخيار:** عقود الخيار تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الاختيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الاختيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما<sup>3</sup>.

\* **أنواع عقود الخيار:** هناك نوعان من الخيارات

\* **خيار الشراء:** يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد فإن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد المتفق عليه سابقا، إذ يمكنه الشراء من

<sup>1</sup> محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص 139.

<sup>2</sup> أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 211.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 65.

السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه<sup>1</sup>.

\* **خيار البيع:** ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

### 3-2-2 العقود المستقبلية:

يعرف العقد المستقبلي على أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط<sup>2</sup>.

### \* أنواع العقود المستقبلية:

- **عقود مستقبلية على أسعار الفائدة:** هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم الاتفاق عنها في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة<sup>3</sup>.

- **العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق:** هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محدد مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد<sup>4</sup>.

- **عقود مستقبلية على سلع:** هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدارا محددًا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 258.

<sup>2</sup> أحمد صالح عطية، مرجع سابق، ص 234.

<sup>3</sup> زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 100.

<sup>4</sup> عبد الباسط وفاء حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية للنشر، مصر، 1996، ص 40.

<sup>5</sup> أحمد صالح عطية، مرجع سابق، ص 235.

## 3-2-3 العقود الآجلة:

وهي التي تقوم بين البائع والمشتري، يتعهد فيها البائع بتسليم المشتري مستقبلاً أصلاً مالياً معيناً بكميات معينة وبسعر معين وفي تاريخ معين، وتنظم في بورصة للعقود لضمان جدية التنفيذ وبالتالي تخفيض المخاطر المترتبة عليها بالمقارنة بالعقود الآجلة للأصول المادية التي لا تنظم في أسواق مماثلة<sup>1</sup>.

## 4- الأوراق المهجنة:

## 1-4 تعريف الأوراق المهجنة:

تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما<sup>2</sup>، وعليه فإن للأوراق المهجنة بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، كما أنها تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهماً ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.

## 2-4 أنواع الأوراق المهجنة: يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من الأوراق المهجنة

## 1-2-4 الأسهم الممتازة:

هي جزء من الملكية ولكن ليست حقيقية، حيث أنه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العمومية. ومستند ملكية له قيمة اسمية، دفترية، سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة<sup>3</sup>.

## 2-2-4 شهادات الاستثمار:

وهي عبارة عن شهادات تمثل جزءاً من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية. وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص، وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة. ومنه

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 88.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 365.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 368.

نستنتج أن شهادة الاستثمار هي سهم عادي ليس له حق التصويت، ولحامها الحق في الأرباح، والحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية الشركة<sup>1</sup>.

#### 4-2-3 الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:

تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

#### المبحث الثاني: آليات تنظيم سوق الأوراق المالية

على خلاف أسواق السلع والخدمات ليس بمقدور المتعاملون في سوق الأوراق المالية فعل ذلك بطريقة مباشرة، بل يتطلب الأمر تدخل وسطاء وجهات منظمة لحماية الادخار الموظف في أدوات التعامل.

#### المطلب الأول: لجان سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية لجنة تكون في قمة الهرم الإداري له، ولجان فرعية يتم تشكيلها من قبل اللجان العليا لمساعدتها في المسائل المختلفة والمتعلقة بعمل السوق.

#### 1- اللجنة العليا لسوق الأوراق المالية:

وهي من التنظيمات الرئيسية لإدارة سوق الأوراق المالية، وتتكون من مكتب ولجان فرعية ومجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم من سوق لآخر، وتقوم بمجموعة من المهام منها<sup>2</sup>:

- الإشراف على سير العمل والعمليات الجارية في سوق الأوراق المالية.

- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للسوق، ومراقبة مدى التزام الأعضاء بها.

- الإشراف على الأسعار كتحديد جدول للأوراق المالية والإعلان عنه.

- قبول السماسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء.

وللجنة سوق الأوراق المالية مكتب يتكون من رئيس ونائبه وأمين صندوق يباشر مهمة

السكرتارية وتنظيم أعمال لجان السوق وتحديد جدول الاجتماعات والإشراف على النواحي المالية الخاصة باللجنة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء 2، دار هومة، ط1، الجزائر، ص 84.

<sup>2</sup> محسن أحمد الخضير، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، دار ايتراك، ط1، مصر، 1996، ص32.

<sup>3</sup> أحمد محي الدين، مرجع سابق، ص316.



## 2- اللجان الفرعية لسوق الأوراق المالية:

عند أول جلسة تعقدها اللجنة العليا بعد كل انتخاب دوري تشكل لجان فرعية لتساعدها في تأدية وظيفتها وتتكون من ثلاثة أعضاء على الأقل، وهي مسؤولة عن الأعمال المنوطة بها أمام اللجنة العليا، أهم هذه اللجان هي:

1- لجنة التأديب: تختص بالفصل في المخالفات التي ترتكب أثناء العمل والنظر في الشكاوي المرفوعة لها.

2- لجنة التحكيم: تختص بالفصل في المنازعات التي تقع بين الأعضاء والوسطاء والمندوبين الرئيسيين، وكذلك المنازعات التي تقع بين هؤلاء وعملائهم.

3- لجنة التسعير: تقوم بتحديد جدول الأسعار ونشره في وسائل الإعلام المختلفة.

4- لجنة قيد الأوراق المالية: تختص بقبول أو رفض طلب الشركات في إدراج أوراقها المالية في جدول التسعير وفقاً للمعايير والشروط الموجودة في اللائحة العامة.

5- لجنة المقاصة: تختص بإجراء المقاصة بين عمليات أعضاء السوق بعضهم لبعض من بائعين ومشتريين أو دائنين ومدينين.

6- لجنة المراقبة: تختص بمراقبة أعمال السوق من صحة تنفيذ القرارات واللوائح وغير ذلك من الأنشطة.

7- الجمعية العمومية: تختص بالتصديق على الميزانية المقدمة إليها وإبداء الآراء في جميع المسائل التي تهم الأعضاء.

8- لجنة السماسرة: تختص بقبول السماسرة وفقاً للشروط الواردة في قوانين ولوائح السوق.

## المطلب الثاني: الوسطاء والمتدخلون في سوق الأوراق المالية

تضم سوق الأوراق المالية العديد من الوسطاء والأطراف المتدخلة الأخرى كما يتم فيها إقامة العديد من الهيئات المنظمة والإشراف على الكثير من العمليات التي تحدث داخله.

## 1- الوسطاء الماليون:

هذه الفئة هي العمود الفقري لأي سوق أوراق مالية، وحلقة الوصل بين البائعين والمستثمرين للأوراق المالية وتنفيذ أوامرهم ويشترط أن يكون الوسطاء في أعضاء السوق، وينقسم الوسطاء إلى خمسة أنواع كالتالي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> محمد إسماعيل عثمان، مرجع سابق، ص6.

### 1-1 السماسرة الوكلاء:

السمسار الوكيل هو الشخص الذي يحمل عضوية السوق ويعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة الكبيرة كما قد يكون تاجر لحسابه الخاص.

### 1-2 سمسرة الصالة:

يطلق عليهم أيضا سمسرة السماسرة فهم لا يعملون لحساب بيوت سمسرة بعينها بل يقدمون الخدمة لمن يطلبها ووجودهم يسهم في التقليل من إمكانية حدوث اختناق في المعاملات.

### 1-3 تجار الصالة:

يعرفون أيضا بالمضاربين أو التجار المسجلين فهم يقومون بالاتجار في سوق الأوراق المالية لحسابهم الخاص فقط وينتهزون فرص سانحة للبيع أو الشراء داخل صالة السوق آملين في تحقيق أرباح.

### 1-4 المتخصصون:

يقصد بهم أعضاء السوق الذين يتخصص كل واحد منهم في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق المالية، ويجمع نشاط المتخصصين بين السمسرة والاتجار وعملهم يكون بطريقة تضمن الأداء المنتظم والمستمر للسوق، حيث يمكن القول أن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصون.

### 1-5 تجار الطلبات الصغيرة:

هم التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبات بكميات كبيرة ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة، ويتقاضى هؤلاء التجار عمولة هي الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.

### 2- الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية:

#### 1-1 الجمهور:

هم الأفراد الذين يستثمرون في سوق الأوراق المالية بصورة مباشرة أو غير مباشرة أي باستعمال صندوق من صناديق الاستثمار.

#### 2-2 المستثمرون التأسيسيون:

هم المتدخلون الرئيسيون والمهمون في سوق الأوراق المالية، لما تجلبه هذه الفئة من ادخار إذ تعتبر المزود الرئيسي للسوق برؤوس الأموال على المدى الطويل لتمتعها بنوع من الاستقرار والثبات

في قدراتها الادخارية وتتمثل في البنوك وفروعها، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع وشركات الاستثمار<sup>1</sup>.

### 2-3 المؤسسات الصناعية والتجارية:

تعتبر هذه المؤسسات أيضا من بين المتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية، لم يبق دور الشركات الصناعية والتجارية الحديثة المسجلة في السوق مقتصر على إصدار الأوراق المالية بمختلف أنواعها للحصول على رؤوس الأموال الضرورية لسيره وتوسعه، إنما أصبحت تتدخل لتوظيف فوائدها المالية وتحقيق أرباح تفوق أرباح نشاطاتها العادية.

### 2-4 الدولة:

الحكومات أيضا متدخل رئيسي في سوق الأوراق المالية، إذ أن إصداراتها هي أفضل الإصدارات من حيث المخاطر والتي عادة ما تلجأ إليها لتغطية العجز في الميزانية العمومية أو لتمويل المشاريع التنموية المختلفة.

### 3- آلية العمل في سوق الأوراق المالية:

لا شك أن العمل في سوق الأوراق المالية يتم وفق آلية مدروسة ومنظمة يجب إتباعها واحترامها من طرف كل المتعاملين فيه لتحقيق العمليات المطلوب تنفيذها في جو يسوده النظام والشفافية التامة، وعليه يتعين على كل سمسار في السوق أن يحترم الخطوات التالية<sup>2</sup>:

### 3-1 تلقي الأمر:

كل عملية في سوق الأوراق المالية تنطلق بمجرد تلقي السمسار للأمر من طرف عميله إما بالشراء أو البيع، فهذا الأمر قد يصدر شفويا أو هاتفيا أو كتابيا، لذا فعلى العميل أن يحدد بدقة اسم عدد وسعر الأوراق المالية التي يود التعامل فيها، وعلى السمسار أن يلتزم بتنفيذ الأمر في حدود المطلوب منه، وإن تعذر عليه ذلك فلا ينفذ العقد.

### 3-2 تنفيذ العملية داخل المقصورة:

فور اتفاق السمسار مع عميله، ينادي السمسار أو مندوبه بأعلى صوته داخل المقصورة معلنا عن اسم الأوراق المالية التي يرغب التعامل فيها، عندما يتقدم السماسرة الذين يعينهم الأمر فينتفق السمساران على شروط البيع أو الشراء، فإن اتفقا وكان السعر في حدود ما أمر به أبرمت الصفقة

<sup>1</sup> جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء 3، دار هومة، ط1، الجزائر، 2002، ص19.

<sup>2</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ص ص 42، 44.

وسجلت في دفتر خاص بكل منهما، يوقع كلاهما على دفتر الآخر بعدها تقيد العملية في قسيمة خاصة موجودة في المقصورة، يتم التصريح فيها عن كافة المعلومات المتعلقة بالصفقة وتسلم إلى الموظف المكلف بالكتابة على لوحة الأسعار التي تبين للمتعاملين التعامل في هذا النوع من الأوراق المالية.

### 3-3 تنفيذ العملية بين العميل والسماسر:

بعد تنفيذ العملية في المقصور يرسل السماسر إلى عميله خطابا مفصلا يشرح فيه عدد وسعر الأوراق المالية التي قام بشرائها أو بيعها لحسابه. فإن كان العميل مشتريا فقيمة الصفقة تساوي سعر الأوراق المالية المشتراة مضافا إليها الرسوم والضرائب المستحقة، وعمولة السماسر يدفعها العميل مقابل استلامه للأوراق المالية. أما إذا كان العميل بائعا، فقيمة الصفقة المسلمة له تساوي قيمة الأوراق المالية المباعة مخصوما منها الرسوم والضرائب وعمولة السماسر.

### المطلب الثالث: الأوامر وأنظمة التسعير في سوق الأوراق المالية

#### 1- الأوامر:

وهي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لابد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر<sup>1</sup>.

وهناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية نذكر بعضها:

#### 1-1 الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

ويقصد بها الأوامر التي فيها السعر الذي يحدده العميل والفصل في تنفيذ الصفقة من عدمه. وفي هذه الحالة يتخذ العميل أحد الموافق التالية<sup>2</sup>:

1- قد يصدر العميل أمره إلى السماسر بالبيع أو الشراء بأحسن ما يكون أو بأفضل سعر، وفي هذه الحالة لا يتقيد العميل بسعر معين، ولكنه يبذل قصارى جهده ليتم العقد وفقا لأفضل سعر، فإذا كان سعر السند يتجه نحو الصعود سارع إلى الشراء عند فتح سوق الأوراق المالية، وإذا كان يتجه نحو

<sup>1</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ص50.

<sup>2</sup> محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، ط1، مصر، 2008، ص 124.

الهبوط تمهل لكي يشتري قبل إغلاق السوق مباشرة حتى يفوز في الحالتين بأحسن سعر، وهو أقل سعر عند شراء أو أعلى سعر عند البيع.

2- قد يصدر العميل أمره إلى السمسار بالتعاقد بسعر محدد وفي مثل هذه الحالة يتقيد السمسار بهذا التحديد ما لم يتمكن من البيع أعلى منه أو شراء بأقل منه حسب الأحوال<sup>1</sup>.

3- قد يتم تحديد السعر بطريقة تقريبية وفي هذه الحالة يلتزم السمسار بالتعاقد بسعر يرتفع أو يقل قليلا عن السعر الذي حدده العميل، وذلك إذا لم يستطع التعاقد بنفس السعر أو التعاقد بسعر أفضل.

4- قد يترك العميل للسمسار تحديد السعر المناسب وفقا لتقديره بحيث يكون للسمسار حرية في التقدير فيستطيع أن ينفذ الأمر مرة واحدة أو يوزعه على عدة جلسات أو لا ينفذه مطلقا إذا رأى عدم ملائمة العملية أو السعر أو ينفذه وفقا للسعر الذي يراه مناسباً.

5- قد يصدر العميل أمره إلى السمسار بالتعاقد بسعر الفتح أو بسعر الإقفال أو بمتوسط أسعار اليوم أو بأي سعر يمكن الحصول عليه.

### 1-2 الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

يقصد بها الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوما أو أسبوعا أو شهرا أو أكثر أو قد يكون مفتوحا لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه<sup>2</sup>.

### 1-3 الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

فيها يحدد الأمر السعر المعين خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة لسعر التنفيذ والأوامر المحددة لوقت التنفيذ<sup>3</sup>.

### 1-4 الأوامر الخاصة: وتقسم إلى:

- أوامر الإيقاف: في هذا النوع من الأوامر تحدد الأسعار التي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندها إذ يمكن لهذا الأخير تنفيذ عمليات الشراء بذلك السعر أو بسعر أعلى منه، وتنفيذ عمليات البيع بذلك السعر أو بسعر أدنى منه.

- أوامر الإيقاف المحددة: يعتبر هذا النوع من الأوامر امتدادا لأوامر الإيقاف إذ تعالج وضعية عدم التأكد التي تمتاز بها هذه الأخيرة فيما يخص سعر التنفيذ، حيث يترك للوسيط المجال للتصرف في

<sup>1</sup> منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار العربية اللبنانية، ط1، مصر، 2007، ص ص 119، 120.

<sup>2</sup> محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 125.

<sup>3</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2008، ص 89.

ذلك، ففي حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم المستثمر الأمر بتحديد السعر الأدنى للأوامر المتعلقة ببيع المنتجات المالية التي بحوزته، ويطلب من الوسيط بتنفيذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أحسن منه، كما يقوم بتحديد السعر الأقصى لأوامر شراء الأوراق المالية التي يرغب الاستثمار فيها على أن تنفذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أفضل منه.

## 2- تكاليف تنفيذ الأوامر:

تتم معاملات البورصة من خلال أوامر يصدرها المستثمرون للسماسرة لتنفيذ هذه المعاملات. ومع إصدار الأوامر وإدخالها حيز التنفيذ في البورصة تتم مجموعة من الخطوات التي تنتهي بتسوية المعاملات ويترتب على تنفيذ الأوامر وإتمام المعاملات.

**1-2 التكاليف المباشرة:** تتضمن التكاليف المباشرة كل من تكاليف المعاملات وتكاليف أخرى أهمها الضرائب، وهي كالآتي<sup>1</sup>:

### 2-1-1 تكاليف المعاملات: تتمثل تكاليف المعاملات في ما يلي:

- عمولة السمسرة غالبا ما تحدد بالتفاوض مع السمسار، وقد شجع الاتجاه المتزايد لتحديد العمولة من خلال التفاوض بين المستثمر والسمسار بدلا من العمولة الثابتة على ظهور سمسرة الخصم الذين يقدمون خصما للمستثمرين تتفاوت نسبته بتفاوت حجم العملية، ومما لاشك فيه أن تحديد عمولة السمسرة من خلال التفاوض يعمل على زيادة كفاءة السوق من خلال تحقيق كل من اتساع وعمق السوق.

- هامش الربح الذي يمكن أن يحققه صانع السوق (المتخصص أو التاجر) للورقة المعنية محل التعامل والذي يتمثل في الفرق بين سعر شرائه للورقة وسعر بيعه لها، وهذا يعكس عدة عناصر أهمها:

- تكلفة الانتظار التي يتحملها صانع السوق حتى يجد مشتري للأوراق المالية التي بحوزته، والتي تتحدد أساسا بتكلفة الاحتفاظ بمخزون الأوراق المالية.

- المخاطر التي يتحملها صانع السوق كمخاطر ارتفاع سعر الفائدة ومن ثم انخفاض أسعار الأوراق المالية التي في حوزته.

- عدم التنوع الكفاء في الأوراق المالية التي يتخصص فيها.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، مصر، 2000، ص 531-533.

- الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع، ويتوقف على عوامل عدة منها ما يتعلق بظروف السوق وبظروف المستثمر.

- الضرائب والرسوم، حيث تمثل الضرائب المفروضة على التعاملات في البورصة أحد أهم تكاليف المعاملات، فقد تفرض ضريبة بنسبة معينة أو بمبلغ معين عند نقل وتحويل ملكية الأوراق المالية، كما قد تفرض لجنة البورصة رسوما يتحملها البائع وترتبط بقيمتها ببقية الصفقة.

- تكاليف الحصول على المعلومات اللازمة لإنجاز المعاملات بصورة جيدة.

**2-1-2 التكاليف المباشرة الأخرى:** إلى جانب تكاليف المعاملات السالفة الذكر، ثمة تكاليف مباشرة أخرى أهمها:

- التكاليف الناتجة عن الزيادة السعرية في قيمة الورقة المالية داخل الكميات الشاذة أو الكسرية.

- الفوائد على الأموال المقترضة بغرض الاستثمار في الأوراق المالية.

- الفوائد التي يدفعها المستثمر على عمليات الشراء غير النقدي.

- الضريبة على الدخل الشخصي المقررة على الأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمرون من التعامل في الأوراق المالية.

**2-2 التكاليف غير المباشرة:** تتمثل أهم عناصر التكاليف غير المباشرة في الآتي<sup>1</sup>:

- تكلفة الفرصة البديلة والتي تتمثل في أقصى عائد مفقود أو مضى به كان يمكن تحقيقه فيما لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمار أخرى.

- تكلفة الوقت والجهد المبذول من قبل المستثمر في تقييم الأوراق المالية محل الاستثمار.

- تكلفة القلق الذي ينطوي عليه الاستثمار لاحتمال تدهور قيمته.

**3- طرق تسعير الأوراق المالية:**

تتميز الأوراق المالية التي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية بأنها مسعرة أي لها سعر سوقي، في حين يمكن للمستثمر معرفة السعر الحالي من خلال السمسار أو النشرة اليومية للسوق. حيث أن الأسلوب الذي تتبعه إدارة السوق في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعيرة له أثر على ميكانيكية عمل قوى السوق (العرض والطلب)، لذلك فإن سعر الورقة المالية عندما يتحدد قد يصل أضعاف قيمتها الاسمية، وربما يصل إلى جزء بسيط منها فقط نظرا لتأثير

<sup>1</sup> زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص ص197، 198.

عوامل عديدة في تحديد سعر الورقة المالية، ولتحديد أسعار الأوراق المالية عدة طرق متبعة في معظم أسواق الأوراق المالية العالمية وهي:

### 3-1 التسعير بالمناداة:

وذلك باجتماع الوسطاء في قاعة السوق ومناداتهم على العرض والطلبات بحوزتهم بأعلى أصواتهم، حيث تستخدم التعبيرات "لدي 'j'ai"، "أخذ 'je prends" للدلالة على رغبة الوسيط في البيع أو الشراء. ونظرا للضجيج يلجأ الوسيط إلى استعمال إشارة اليد أفقيا في حالة الشراء وعموديا في حالة البيع.

### 3-2 التسعير بالأدراج:

في هذه الطريقة توزع مختلف الأوراق المالية على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص حيث أن كل الأوامر المتعلقة بورقة مالية معينة تجمع في أدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر وفقا لطريقة مماثلة للتسعير بالمناداة.

### 3-3 التسعير بالمعارضة أو بالمقارنة:

يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء عليها، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يعرض بيعه أو يطلب شراؤه من الأوراق المالية وحدود الأسعار المعروضة، وذلك عن طريق وسيط متخصص.

### 3-4 التسعير بالصندوق:

تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة، فيلجأ الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص كصندوق البريد، ثم تقوم لجنة سوق الأوراق المالية بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

### 3-5 التسعير بالنسبة المئوية:

في هذه الطريقة تظهر الأسعار على جدول التسعير بالنسبة المئوية من القيمة الاسمية للورقة المالية.

### 3-6 التسعير بالمطابقة:

عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين يتعلق أحدهما بالبيع والآخر بالشراء وبالكمية نفسها فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني وهي طريقة محظورة في كثير من الأسواق إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من أنه لا يوجد عرض وطلب أكثر ملائمة لذلك.



ويتم الإعلان في سوق الأوراق المالية عن الأسعار الآتية:

- سعر الفتح وهو أول سعر للورقة المعنية بعد افتتاح السوق.
- أعلى وأدنى سعر للورقة المالية.
- سعر الإقفال وهو آخر سعر يسجل للورقة المالية المعنية.

#### 4- العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية:

##### 4-1 العوامل الاقتصادية:

إن نجاح مؤسسة ما وازدهارها وما ينتج عن ذلك من ازدياد للأرباح له كل الأثر في توجيه المضاربين في سوق الأوراق المالية إلى طلب أوراق هذه المؤسسة، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها والعكس إذا قل دخل الأوراق المالية الصادرة عن مؤسسة يحجم المتعاملون عن شراء هذه الأوراق مما يؤدي إلى هبوط أسعارها.

##### 4-2 العوامل المالية:

ينطبق على سوق الأوراق المالية قانون العرض والطلب، فكلما زادت كمية رؤوس الأموال الموضوعية للتداول كلما تحسن السعر والعكس، كما تتأثر الأسعار بسياسة الائتمان من حيث تمويل البنوك للأسواق وتتأثر أيضا بزيادة رأس مال الشركة المصدرة للأوراق المالية، بالإضافة إلى تأثرها بالسياسة المالية للدولة خاصة فيما يتعلق بالضرائب المفروضة على أرباح الشركات.

##### 4-3 العوامل النفسية:

وترتكز معظمها على معلومات ذات أهمية حقيقية، والبعض الآخر على الترقب وخاصة الإشاعات التي تؤثر بشكل كبير في هبوط أو صعود أسعار الأوراق المالية في السوق كونها آلة لاقطة لكل الأخبار سواء الهامة أو التافهة<sup>1</sup>.

#### المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

أثارت فكرة كفاءة أسواق الأوراق المالية وما زالت تثير اهتمام الباحثين والمتعاملين في هذه الأسواق لما يمكن أن يتوقع عنها، فوفقا لمفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين مما يترتب عنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن

<sup>1</sup> أحمد محي الدين، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، دار الوفاء، ط1، البحرين، 1999، ص225.

بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعودا مع الأنباء السارة وهبوطا مع الأنباء غير السارة، والتي تصل بسرعة وبدون سابق إنذار. وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات، فلن يتمكن أي منهم من تحقيق سبق في الحصول على المعلومات، أو في تحليلها ومن ثمة فلن تتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

### المطلب الأول: نظام المعلومات

تعد المعلومات مادة القرار، فإذا كانت عملية الإنتاج تتطلب المواد الأولية فإن مادة اتخاذ القرار هي البيانات والمعلومات التي يتوفر عليها متخذ القرار، ويتوقف القرار على مدى صحة المعلومات وتخزينها ووصولها في الأوقات المناسبة إلى مراكز اتخاذ القرار، ونظام المعلومات له علاقة ترابطية مع كفاءة الأسواق المالية.

#### 1- تعريف المعلومة:

يمكن تعريف المعلومة بأنها عبارة عن مجموعة البيانات التي تم تجهيزها ولها معنى لمستخدميها، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات ويجب أن تضيف إلى ما ندركه عن مكان أو حدث ما، وأن توضح لمستخدمها شيئا لا يعرفه، أو لا يمكن التنبؤ به، فالمعلومة تعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفف من مخاطر عدم التأكد لأية حالة وحتى تؤدي المعلومة دورها الكامل لابد أن تتصف بجملة من الخصائص مثل الدقة، الملائمة، توفير المعلومات في الوقت المناسب، الشمول، الاستمرارية وأخيرا العدالة.

#### 2- تعريف نظام المعلومات:

يمكن تعريف نظام المعلومات على أنه "مجموعة النظم الفرعية للأفراد والبيانات والإجراءات والمعدات والبرامج، كما يمكن تعريفه على أنه مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى الشخص المناسب لاتخاذ أكفأ القرار أو التصرف الأحسن في وقت معين<sup>1</sup>. وهناك تعريف آخر يرى أنه عبارة عن تجميع للأفراد والأدوات والمعدات وتشغيل البيانات ووسائل الإدخال والإخراج ومعدات الاتصال، وذلك للإمداد بالمعلومات الحقيقية والشاملة والمرتبطة باحتياجها في الوقت المناسب، وتشغيل ومراقبة أعمال المؤسسة ولذلك نستطيع تعريف نظام المعلومات: على أنه مجموعة عناصر (موارد بشرية، مادية...الخ) تسمح بالمعالجة والتخزين وإيصال المعلومات.

<sup>1</sup>R. REIC, *Système d'information et management des organisations*, Edition Vuibert, 1995 P 10.

**3- عناصر نظام المعلومات:** إن نظام المعلومات كغيره من الأنظمة الأخرى يتكون من العناصر الآتية:

**1-3 المدخلات:** تتمثل مدخلات نظام المعلومات في بيانات تاريخية وتقديرية عن عمليات المؤسسة وقد تكون هذه البيانات مالية، إحصائية، أو عينية...

**2-3 المخرجات:** وهي متغيرات الخروج، وتكون مرتبطة مباشرة بتحقيق أهداف النظام واتخاذ القرارات وقد تكون هذه المعلومات مالية أو عينية في شكل نسب أو رسوم بيانية أو غيرها.

وعن طريق المعالجة تتحول البيانات (المدخلات) إلى معلومات (مخرجات) وهذا طبقاً للطرق والنماذج المحاسبية أو الرياضية أو الإحصائية أو غيرها، والتي يمكن أن تحول المعلومات الناتجة عن النظام المطبق وأن يتم استعمالها مرة أخرى كبيانات في دورة أخرى للمعالجة، وتسمى في هذه الحالة معلومات التغذية العكسية وهكذا.

### المطلب الثاني: تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية وأنواعها

يعد المفهوم العام للكفاءة مرتبط ومتداخل مع المفهوم العام للفعالية، فالفاعلية في هذا السياق تعني إمكانية تحقيق الهدف والوصول إلى نتائج التي يتم تحديدها مسبقاً، وأن الهدف عبارة عن نقطة نهاية أو نتيجة يراد الوصول إليها في وقت محدد، فالكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بالعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية.

ومن هنا نشير إلى اختلاف مفهوم الكفاءة عن مفهوم الفعالية حيث أن الفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها، بينما الكفاءة لا تهتم إلا بالكيفية التي يمكن بها بلوغ هذه النقطة.

### 1- علاقة المعلومة بمفهوم كفاءة السوق:

إن مفهوم كفاءة الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمر بالمعلومة المتاحة والمنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة من حيث مصداقيتها وموضوعيتها خدمة للمستثمر وحماية للاقتصاد الوطني وتنشيطه. وتعتبر الكفاءة بشقيها سعري والتشغيلي أساس قيام واستمرار وتوسع الأسواق المالية مهما كانت طبيعتها وحجمها وموطنها، لذا تحرص كافة الدول على ضمان أقصى درجات الكفاءة لبورصاتها لتؤدي دورها الرئيسي في أحسن الظروف ألا وهو تمويل الاقتصاد الوطني<sup>1</sup>.

### 2- تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية:

<sup>1</sup> إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2002، ص 7.

يعرف السوق الكفاء بأنه سوق يعكس فيه سعر الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنه، ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تحقق تخصيص أمثل للموارد وتقييم دقيق للمبادلات وتقديم خدمات بأقل تكلفة<sup>1</sup>.

كما يقصد بالسوق الكفاء، ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما، كافة المعلومات المتاحة، والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن القول بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة المعنية التي يتولد عنها عائد يلعب التعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في تلك الأسهم من مخاطر. أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي للتعويض المستثمر عن المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه وأن سعر السهم في السوق الكفاء يعكس توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وهذا يشير إلى نقطة جديرة بالاهتمام هي أن تكون المعلومات متاحة للجميع وهذا لا يعني أن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تحيط بها متطابقة تماما فقرارات بعض المساهمين المحترفين وحتى غير المحترفين الذين يتسمون بالفطنة سوف تدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة أي ليست مغال فيها أو أقل مما ينبغي أي مبنية على معلومات سليمة<sup>2</sup>.

ووفقا لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم وتتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة الأنباء، إذا كانت إيجابية أم لا، وفي سوق يمتاز بالكفاءة يعكس سعر سهم الشركة المعلومات المتاحة عنها، سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها أو بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء الشركة والذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية، رسملة الأرباح، ورقم الأعمال وغيرها ويعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب

<sup>1</sup>J. Teulie et Topsacalian, **Finance**, Edition Vuibert, Paris, 1998, pp 74-75

<sup>2</sup>منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، مصر، 1999، ص ص 489-490.

المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما<sup>1</sup>.

**3- أنواع كفاءة السوق:** في مجال كفاءة سوق رأس المال يتم التمييز بين نوعين من الكفاءة:

**3-1 الكفاءة الكاملة:** يطلق مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق عندما تتوفر الشروط التالية<sup>2</sup>:

- توفر المعلومات التامة حول حالة السوق.
- تماثل توقعات المستثمرين، نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.
- تمتع المستثمرين بحرية تامة داخل السوق، نظرا لانعدام وجود أي قيود على التعامل داخل السوق فلا تكاليف ولا ضرائب على المعاملات، ويستطيع المستثمرون التعامل بأي كمية شاءوا بيعا وشراء كما لا توجد قيود تشريعية على حرية دخول وخروج المتعاملين من وإلى السوق.
- يعتبر السعر داخل السوق قيمة معطاة على افتراض أن عدد المتعاملين في السوق كبيرا جدا بحيث أن حجم الصفقة التي يقوم بها أي من هؤلاء المستثمرين لا يمثل إلا جزءا صغيرا من الحجم الكلي للسوق لذا لا يمكن أن يكون لها تأثيرا ملموسا على أسعار الأوراق المالية.
- يفترض توفر حالة الرشد لدى المستثمرين، أي أنهم يسعون إلى تحقيق أكبر ربح ممكن من صفقات البيع والشراء داخل السوق.
- يتضح من هذه الشروط أنه من غير الممكن توفر حالة الكفاءة الكاملة نظرا لاستحالة استيفاء شروط المنافسة التامة في سوق رأس المال أو أي سوق آخر.

**3-2 الكفاءة الاقتصادية:**

تستند إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر إلى تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين للحصول على البيانات والمعلومات التي تساعده على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، وبالتالي توقع انحراف القيمة السوقية عن القيمة المحورية للأوراق المالية لبعض الوقت، وبذلك فإنه استنادا إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية، فإن السوق الكفاء للأوراق المالية هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية

<sup>1</sup> حسان حضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون مارس 2004، ص ص 8-9.

<sup>2</sup> ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 9.

للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، وبما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة المحورية للورقة المالية<sup>1</sup>.

4- شروط السوق الكفاء الفعال: من الشروط الواجب توفرها حتى يصبح السوق سوقا ذو كفاءة مثالية مايلي<sup>2</sup>:

- مناخ استثماري مستقر في إطار توزيع عادل للثروات.
- وعي اقتصادي ومالي، وهو الدور الذي تقوم به وسائل الإعلام العامة، الصحافة العامة والصحافة المالية المتخصصة في أسواق المال.
- نوادي الاستثمار التي تساعد على نشر الوعي الاقتصادي والمالي وآليات عمل البورصة.
- أدوات تقليدية ومستحدثة (أسهم بأنواعها وسندات بأنواعها وأخرى قابلة للتحويل...)، خاصة تلك الأدوات التي تناسب ذوي الدخل المحدودة.
- مكاتب متخصصة في الإدارة الحديثة لمحافظ الأوراق المالية.
- الانفتاح على الأسواق الدولية، وهو ما يرتبط بتكنولوجيا اتصالات متقدمة من ناحية مع مواكبة للمخرجات الحديثة في تلك الأسواق من ناحية أخرى.
- المنافسة الكاملة وهذا يستوجب وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين مع وجود حرية البيع والشراء بالكميات التي يرغبون فيها، وذلك لتقليل فرص الاحتكار.
- توفير السيولة للأوراق المالية التي يتم بيعها وشراؤها، وبتوفير السيولة تتحقق الفرص أمام البائعين والمشتريين لبيع أو شراء الأسهم بالتكلفة المناسبة وبالوقت والسرعة المناسبين.
- توافر التقنية المناسبة (شبكة اتصالات متقدمة، وشبكة إلكترونيات متطورة) لربط أسواق الأوراق المالية ببعضها لضمان توافر المعلومات بدقة.
- المرونة، حيث يجب أن تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر، وإنشاء قسم للاستعلامات يزود بالأخصائيين للرد على استفسارات جمهور المستثمرين وكذلك تدعيم السوق بالوسائل الآلية للإحصاء لتسهيل إصدار بيانات يومية عن كميات التداول لكل نوع من الأوراق المالية حتى يكون تقرير المتعامل سليما.
- أن يكون للسوق هيئة أو لجنة تشرف على حسن سير العمل في السوق.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سابق، ص26.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص ص 440 - 441.

- الإفصاح عن المعلومات الاقتصادية حول الشركات المدرجة (أي التي يتم التعامل بأسهمها في السوق) وأن تكون تلك المعلومات متعلقة بأداء تلك الشركات، تبين التطلعات المستقبلية للشركات ومتوفرة لجميع المستثمرين بالسوق.

وبصفة عامة يمكن تلخيص هذه الشروط بما أوضحه Fama في السبعينات من القرن الماضي وهو عالم شهير في هذا المجال، فقد قال أن الشروط الكافية لوجود سوق ذات كفاءة هي:

- عدم وجود تكاليف لعمليات التبادل (بيع وشراء الأسهم).

- أن تكون المعلومات مجانية.

- أن تكون الفرصة متاحة لجميع المتعاملين في نفس السوق، وأن يحصلوا على جميع المعلومات المتوفرة في نفس الوقت.

- أن تكون توقعات المتعاملين في السوق متماثلة فيما يتعلق بتحركات الأسعار.

وجدير بالذكر أن قيام أسواق الأوراق المالية يتطلب توافر شرطين أساسيين هما:

- توافر الملكية الخاصة لهذه الأوراق للمستثمرين، سواء كانوا أفراداً طبيعيين أو اعتباريين، وهذه الملكية تمثل إما نصيباً في رأس مال المنشآت القائمة أو في قروض قدموها لهذه المنشآت.

- ضمان حرية التصرف في هذه الأوراق المالية بالبيع.

**المطلب الثالث: المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية ومتطلباتها**

من الأمور التي يجب إدراكها أن كفاءة أسواق الأوراق المالية هي مفهوم نسبي وليس مطلق يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة، وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى. وبعبارة أخرى أن من بين خصائص السوق الكفاء أن تعكس الأسعار وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه، لذا يجب التعرض إلى المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية.

والجدير بالذكر أن هذا التقسيم للمستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية ناتج عن الدراسة التطبيقية التي قام بها الباحث فاما "FAMA" عام 1965 حلل بموجبها حركة أسعار الأسهم حيث راقب "FAMA" الحركة اليومية للأسعار (30 سهم) خلال 5 سنوات وقد خلص من دراسته إلى قياس الدرجة العشوائية التي تحصل في تقلبات أسعار الأسهم، وقد بين تماماً أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى المستثمر في الأسهم وبشكل مفاجئ قادرة على أن تغير من نظرة المستثمر المستقبلية.

وبما أن المعلومة التي تصل إلى المستثمر مستقلة عن غيرها من ناحية الزمن لذلك فإن أسعار الأسهم أي القيمة السوقية سوف تنقلب عشوائيا صعودا ونزولا وفقا لنوع المعلومة التي ترد إلى السوق<sup>1</sup>.

**1- مستويات كفاءة أسواق الأوراق المالية:** وفيما يلي توضيح للمستويات الثلاث لكفاءة سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>:

### 1-1 الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق:

تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي معلومات تاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي حدثت فيه في الماضي، وهو ما يعني أن عملية التنبؤ ستكون على دراسة المتغيرات التي طرأت على السعر في الأيام الماضية أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى وهذا ما يعرف بصيغة الفرضية الضعيفة بنظرية الحركة العشوائية.

### 1-2 الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق:

ويطلق عليها أيضا صيغة فرضية السوق المتوسطة، وتقتضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعارها، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور من المعلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو الشركة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من معلومات. وقد اختبرت هذه الصيغة بوسائل غير مباشرة تمثلت في قياس استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح والتوزيعات واشتقاق الأسهم والإصدارات الجديدة وحجم التعامل في الأسهم أو الإعلان عن تعديل المعالجة المحاسبية لبعض القوائم المالية وما شابه ذلك وكانت النتائج محل خلاف. فمثلا بالنسبة للإعلان عن الأرباح والتوزيعات والاشتقاق كشفت الدراسات أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان بما لا يتيح فرصة لأي مستثمر أن يحقق عائدا متميزا على حساب الآخرين وهو ما يعد تأثيرا لفرض السوق متوسط القوة.

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط 1، 2001 ص 124.

<sup>2</sup> أمين عبد العزيز، مرجع سابق، ص ص 243-244.



**1-3 الصيغة القوية لكفاءة السوق:**

بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة العامة والخاصة أي المعلومات المنشورة العامة والمتاحة للجمهور إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق وقد ثبتت صحة هذا الفرض من خلال اختبار بطريقتين غير مباشرة بقياس العائد الذي تحققه فئات معينة يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات تتاح للجمهور بذات السرعة، وقد كشفت بعض الدراسات عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة المؤسسات على تحقيق عائد يفوق الذي يمكن أن يحققه مستثمر بسيط يتبع إستراتيجية "اشترى واحتفظ".

من الملاحظ عن المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية أن صيغة الفرضية الضعيفة لكفاءة الأسواق أقرب إلى الواقع، نظراً لأن حركة الأسعار في السوق هي حركة عشوائية طالما أن هذه المعلومات تصل إلى السوق في شكل نمط عشوائي وغير منتظم.

**2- كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار:**

نستطيع القول أن العلاقة بين الحركة العشوائية للأسعار وكفاءة السوق هي أن الفرض الذي يقوم عليه مفهوم الكفاءة بأن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، ومن ثم فإنهم يسعون جاهدين كل منهم في استقلال عن الآخرين لتحليل المعلومات الواردة في السوق بأسرع ما يمكن. وربما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات وهو أنه لما كانت المعلومات ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي أو غير منتظم وأن الأخبار التي تنطوي عليها قد تكون سارة أو غير سارة فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمطاً معيناً لاتجاه حركة الأسعار في السوق. فالحركة المتوقعة في كل هذا المناخ لا بد أن تكون عشوائية.

**3- متطلبات كفاءة الأسواق الأوراق المالية: لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر**

فيه خاصيتين أساسيتين وهما<sup>1</sup>:

**1-3 كفاءة التسعير:**

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة - دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص ص 191، 192.

المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة. بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح. وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل للأسباب التالية:

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظرا لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.
- قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية غير أن هذا ما يحدث في عدد قليل من المستثمرين ولمرات معدودة وهذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفء، إذ لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

### 3-2 كفاءة التشغيل:

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمرسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يجبرهم على بذل جهد أكثر للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يباع فيه الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

### 3-3 عدالة السوق:

تعني إتاحة السوق لجميع المتعاملين فرص متساوية للتعامل سواء من ناحية الوقت أو توافر المعلومات.

### 3-4 درجة الاضبط بين المتعاملين:

يقصد بها ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، كمخاطر الغش والتدليس التي يعمد إليها بعض الأطراف.

## خلاصة الفصل الأول

تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي يمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها احتياج، وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.

كما أنها تمثل سوقا بالمفهوم الاقتصادي للسوق، حيث تمثل المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل سلع هي الأسهم والسندات التي تتميز بسهولة نقلها من مكان لآخر وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري وتصنف أسواق الأوراق المالية ضمن سوق المنافسة الكاملة إذ يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب.

وتمتاز الأوراق المالية بخاصية التجانس، فسهم أو سند شركة معينة ما تكون متجانسة في قيمتها وشروط إصدارها، وهذا ما يسهل عملية التقييم.

ولقيام سوق أوراق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله والمتمثلة في المناخ الاستثماري الملائم، ومتطلبات أساسية على المستوى الكلي وغيرها، ونظرا لأن أسواق الأوراق المالية هي الإطار الذي تتحدد فيه القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد اهتمام إدارة السوق بكفاءة أسواق الأوراق المالية.

## مقدمة الفصل الثاني:

تعتبر الشركات العائلية مصدر يوفر فرص العمل المستقبلية، كما أن تنوع النشاط الاقتصادي سيكون مصدره تنوع نشاط هذه الشركات لأنها هي التي تقوم بالنشاطات الجديدة في السوق كما أن تطوير وتوسيع الأسواق المالية سيعتمد على الشركات العائلية من خلال تحويل هذه الأخيرة إلى شركات مساهمة عامة وإدراجها في السوق المالية مع الالتزام بقواعد الحوكمة فتساهم بذلك في زيادة عدد وحجم الأوراق المالية في السوق بإصدار أسهم أو صكوك، وهذا ما يحل مشكلة الشركات العائلية ويضمن استمرارها.

وقصد التعرف أكثر على خصوصيات الشركات العائلية قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

- ماهية الشركات العائلية.
- ضرورة تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة.
- قياس فعالية سوق الأوراق المالية من خلال الشركات العائلية.

## المبحث الأول: ماهية الشركات العائلية

تمثل الشركات العائلية العصب الرئيسي لاستثمارات القطاع الخاص في العالم، فهي تمتص أعداد كبيرة من العمال وتمتد السوق بكميات كبيرة من المنتجات وتستوعب قدرا كبيرا من الادخارات الوطنية. وبالتالي فالشركات العائلية تتمتع بأهمية كبيرة في الاقتصاد ككل.

## المطلب الأول: مفهوم الشركات العائلية

## 1- تعريف الشركات العائلية:

تعرف الشركات العائلية من المنظور الضيق لتشمل الشركات التي يتم إدارتها من قبل الورثة أو من العائلات التي تعمل بوضوح على نقل الإدارة بين الورثة، كما أن العديد من المنشآت الصغيرة على المستوى العالمي تعد شركات عائلية، فعادة ما تكون المحلات الصغيرة محلات النجارة، المطاعم والمزارع منشآت عائلية تعد من الأجزاء المهمة في الاقتصاد<sup>1</sup>.

أما انطلاقا من تسميتها فالشركة العائلية هي الشركة المملوكة بالكامل لعائلة واحدة. أما الدكتور نويار المتخصص في شؤون الدراسات العائلية بسويسرا فيعرفها على أنها الشركة التي تسيطر فيها عائلة واحدة على القوة التصويتية ويركز على أهمية القرارات الإستراتيجية بالشركة ومن يتخذها، مثل تعيين المدير التنفيذي والتوجهات العامة للشركة ودور العائلة بها.

وكما هو معروف تاريخا تنتسب الشركة العائلية إلى اسم عائلة أي إلى اسم شخص واحد وهو عميد العائلة وقد تكتسب الشركة شهرتها من اسم العائلة أو قد تكتسب العائلة شهرتها من شهرة الشركة<sup>2</sup>.

وعليه فإن الشركات العائلية هي مشروعات يلعب فيها الكيان العائلي دورا إداريا، ماليا ورقابيا مؤثرا على العمليات الحالية والمستقبلية للشركة، ذلك عندما يكون أكثر من نصف الشركة مملوكة لعائلة واحدة أو عندما تكون النسبة الأكبر لإدارة الشركة لعائلة واحدة.

<sup>1</sup> مريم عبد الوهاب الرويح، هالة عبد العزيز الشميمري، أهمية إعادة هيكلة الشركات العائلية وتحويلها بما يتلاءم مع التحديات الاقتصادية المعاصرة، بحث مقدم لمسابقة البحوث الثامنة على مستوى جميع قطاعات ديوان المحاسبة السعودية، أكتوبر 2007، ص 1.

<sup>2</sup> محمود حسين عيسى، الشركات العائلية ودورها في التنمية البشرية والاقتصادية، تاريخ النشر 2007/04/29، مقال متوفر على الرابط: [www.alukah.net](http://www.alukah.net)

## 2- خصائص الشركات العائلي:

تتسم الشركات العائلية بعدة مميزات تتمثل أساسا فيما يلي:

- الاعتماد على مصادر التمويل البديلة:

في حالة التأسيس والحاجة إلى المال غالبا ما يقوم أفراد العائلة بتمويل صاحب الفكرة ودعمه ماديا ومعنويا لأنهم أكثر الناس ثقة به وقناعة بفكرته، وغالبا ما تكون هذه الشركة هي رأس مال العائلة وقوتها اليومي فيشاركون فيها بكل ما يملكون من جهد ومال سعيا في إنجاحها وتحقيق أهدافهم.

- الحجم الصغير عند التأسيس:

تبدأ الشركة العائلية صغيرة وبأعداد قليلة من الموظفين، أغلبهم من أفراد العائلة عادة ما يكونون متشابهين في أطباعهم ما يسهل عليهم التركيز أكثر في العمل ودعم بعضهم البعض وهذا ما يفسر طغيان علاقة القرابة على الإدارة المهنية.

- القدرة على الصمود:

إن روح العائلة وشراكة الدم الواحد تجعل الشركات العائلية تصمد أكثر عند المصائب ومواجهة العقبات مع الاستعداد الأكبر لتحمل المخاطر، وزيادة القدرة في التصرف الإداري والمالي بالإضافة إلى سرعة ومرونة اتخاذ القرارات والتحرر من الشكليات والإجراءات التي تحددها اللوائح. هناك خصائص أخرى للشركات العائلية منها:

- الثقة، الولاء، الانتماء والحرص على أموال الشركة، والعمل على تحقيق المصالح وتغليب النظرة طويلة الأجل.

- تتميز الشركات العائلية بهوامش ربح ومعدلات نمو مرتفعة نظرا لمرونتها وسرعة استجابتها للاحتياجات.

- غالبا ما تكون الشركة العائلية، شركة مغلقة على ملاكها فقط.

- عدم إخضاع أداء الشركاء وسلوكهم للتقييم.

**3- أهمية الشركات العائلية:**

تقوم الشركات العائلية بدور كبير في التنمية الاقتصادية للبلد، ولم يقل هذا الدور حتى في الدول المتقدمة صناعيا ذات الشركات الضخمة، حيث لم يكن هناك تعارض بين الشركات ذات رؤوس الأموال الضخمة والشركات العائلية بل لم تستطع تلك الشركات الكبيرة أن تهتمش دور الشركات العائلية، إنما عملت على التعاون معها والاستفادة منها.

وتحظى الشركات العائلية باهتمام كبير نظرا لأهميتها في الاقتصاد ولهذه الأهمية عدة أوجه<sup>1</sup>:

الوجه الأول: إن الشركات العائلية هي النواة الأساسية التي تبدأ منها أغلب الشركات ثم تتحول بعضها إلى أشكال أخرى من الملكية.

الوجه الثاني: تمثل الشركات العائلية نسبة كبيرة من شركات العالم، ففي الولايات المتحدة يصل عددها إلى نحو 20 مليون شركة تمثل نحو 49% من الناتج القومي، وفي المنطقة العربية تمثل هذه الشركات نحو 95% من إجمالي الشركات الموجودة وتسهم بنحو 70% في الاقتصاد العربي، أما في دول الاتحاد الأوروبي فتتمثل ما بين 70 و 95 % من إجمالي الشركات الموجودة وتصل نسبة مساهمتها إلى 70 % من الناتج القومي.

أما في إيطاليا يبلغ عدد الشركات العائلية 95% من إجمالي الشركات العاملة، في بريطانيا 75%، في سويسرا 85%، في البرتغال 70%، إسبانيا 80% ومن هذه الإحصائيات يتضح لنا أهمية الدور الذي تقوم به هذه الشركات و مدى تأثيرها في اقتصاديات الدول التي تنتمي إليها.

الوجه الثالث: تغطي استثمارات الشركات العائلية كافة مجالات الاستثمار، فهي تنشط في قطاعات مختلفة كالقطاع الاستهلاكي والصناعي، قطاع التجزئة، البناء والعقارات، الطاقة والمواد الكيماوية، مع وجود شركات عازمة على تنويع أعمالها بالدخول إلى قطاعات جديدة فضلا عن الاستثمارات غير المباشرة في مجالات مختلفة من خلال صناديق الاستثمار.

الوجه الرابع: إن استثمارات الشركات العائلية كانت ومازالت ملجأ للحكومات في أوقات الأزمات بالاستعانة بها على تمويل المشروعات العملاقة ومشروعات البنية التحتية ولا تزال الشراكة

<sup>1</sup> جهاد القنبندي، الشركات العائلية وأهميتها في الاقتصاد، تاريخ النشر 2008/03/24، مقال متوفر على الرابط:

بين الحكومة والقطاع الخاص مدار اهتمام الطرفين. إن الدور الكبير للشركات العائلية يكسبها أهمية كبيرة لارتكاز الاقتصاديات الحديثة على قاعدة واسعة تضم آلاف الشركات العائلية صغيرة ومتوسطة الحجم، وعلى الرغم من التقدم الاقتصادي الكبير الذي أحرزته العولمة المالية وظهور ما يعرف بالشركات عابرة القوميات، لم يهمل دور الشركات العائلية بل زاد في السنوات الأخيرة.

### المطلب الثاني: الأشكال القانونية للشركات العائلية ومراحل تطورها

#### 1- الأشكال القانونية للشركات العائلية:

قد انحصر التصنيف القانوني للشركات العائلية في عدة مسميات فقد تكون الشركة العائلية شركة تضامن، شركة توصية بسيطة، شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة توصية بالأسهم.

#### 1-1 شركة التضامن:

تعتبر شركات التضامن من أكثر الشركات التجارية انتشارا نظرا لأنها تتكون من عدد قليل من الشركاء يعرف كل منهم الآخر ويثق به، بل أنها غالبا ما تكون بين أفراد أسرة واحدة لضمان التعارف بينهم، وللشركاء بالتضامن صفة التاجر، وهم مسؤولون من غير تحديد وبالتضامن على ديون الشركة ويتألف عنوان الشركة من أسماء جميع الشركاء، أو من أسماء أحدهم أو أكثر متبوع بكلمة وشركاؤهم<sup>1</sup>، وتتميز بالخصائص التالية:

- تحريم التصرف في حصة الشريك.

- المسؤولية التضامنية وغير المحدودة للشركاء.

- يترتب على المسؤولية الشخصية والتضامنية للشريك اكتساب صفة التاجر.

- يظل الشريك المتنازل مسؤولا عن ديون الشركة السابقة فقط عند خروجه، طالما قام بشهر هذا التنازل، وتتقادم دعاوى الرجوع إليه بمضي خمس سنوات تحسب من تاريخ إجراء الشهر.

<sup>1</sup> نادية فوضيل، أحكام الشركة طبقا للقانون التجاري، دار هومة للطباعة والنشر، الجزائر، 2002، ص 101.



**1-2 شركة التوصية البسيطة:**

تعرف شركة التوصية البسيطة بأنها "الشركة التي تعقد بين شريك واحد أو أكثر مسؤولين ومتضامنين، وبين شريك واحد أو أكثر يكونون أصحاب أموال فيها وخارجين عن الإدارة ويسمون موصين"<sup>1</sup>. وتتميز شركة التوصية البسيطة بما يلي:

- وجود طائفتين من الشركاء: شركاء متضامنين لهم نفس المركز القانوني للشركاء في شركة التضامن فهم يكتسبون صفة التاجر، ولهم الحق في إدارة الشركة، وتندرج أسماؤهم في عنوان الشركة ويسألون مسؤولية تضامنية ومطلقة عن ديون الشركة. شركاء موصين لا يكتسبون صفة التاجر، وليس لهم الحق في الإدارة ولا تدخل أسماؤهم في عنوان الشركة، ولا يسألون عن ديون الشركة، إلا في حدود الحصة التي قدمها كل منهم، ولا يشهر إفلاسهم تبعاً لشهر إفلاس الشركات.
- عدم قابلية الحصص للتداول فلا يجوز التنازل عن حصة أي شريك إلا بموافقة جميع الشركاء.

**1-3 الشركة ذات المسؤولية المحدودة:**

هي شركة لا يزيد عدد الشركاء فيها عن خمسين شريكاً مسؤولين بقدر حصصهم، ولا يجوز تأسيس الشركة أو زيادة رأسمالها باللجوء إلى الجمهور عن طريق الاكتتاب العام، كما أنها تعمل باسم خاص مستمد من غرضها. وللشركة ذات المسؤولية المحدودة عدة خصائص كما يلي<sup>2</sup>:

- وجوب ذكر عبارة "ذات مسؤولية محدودة" في مكاتب الشركة ومطبوعاتها.

- المسؤولية المحدودة للشركاء عن ديون والتزامات الشركة.

- عدم اكتساب الشريك صفة التاجر وعدم قابلية الحصص للتداول.

- عدم تأثر الشركة بوفاة أحد الشركاء أو إفلاسه أو خروجه من الشركة.

<sup>1</sup> عزت عبد القادر المحامي، الشركات التجارية، دار الكتاب القانونية، مصر، 1997، ص 359.

<sup>2</sup> فايز نعيم رضوان، الشركات التجارية، مكتبة الجلاء الجديدة، ط1، مصر، 1994، ص 908.

**1-4 شركة التوصية بالأسهم:**

تعتبر شركة التوصية بالأسهم مزيجاً من شركات الأشخاص وشركات الأموال، فهي تشتمل على فئتين من الملاك هما:

- شريك أو أكثر متضامنون لهم نفس حقوق وواجبات الشركاء المتضامنين في شركات الأشخاص فمسؤولية هؤلاء الشركاء تضامنية، ويكتسبون صفة التاجر ولهم الحق في إدارة الشركة وفقاً لعقد تأسيسها، ولا يجوز لهم التنازل على حصصهم في رأس المال كونها لا تنتقل إلى الورثة بوفاء الشريك.

- شريك أو أكثر موصون تنقسم حصصهم إلى حصص متساوية القيمة هي الأسهم، ومن ثم يعامل هؤلاء الشركاء معاملة المساهمين في شركة المساهمة من حيث تمتعهم بالمسؤولية المحدودة تجاه ديون الشركة في حدود مقدار مساهمتهم في رأسمالها، ولا يكتسبون صفة التاجر ولهم حق تداول أسهمهم والخروج من الشركة، كما أن ملكية الأسهم تنتقل بالوفاة إلى ورثة الشريك. ومنه يمكن القول أن شركة التوصية بالأسهم شركة مساهمة بالنسبة للشركاء الموصين وشركة تضامن بالنسبة للشركاء المتضامنين<sup>1</sup>.

**2- مراحل تطور الشركات العائلية:**

تمر الشركات العائلية عموماً خلال فترة حياتها بمرحلتين أساسيتين كالتالي:

**2-1 مرحلة ملكية الشركة للعائلة:**

تمر الشركات العائلية فيها بثلاث مراحل. تبدأ في الجيل الأول وهو ما يمثله المؤسس للكيان العائلي، ومن ثم المرحلة الثانية التي تتمحور في انتقال الإدارة من المؤسس إلى الأبناء وهو ما يمثل الجيل الثاني، أما الجيل الثالث يعتبر أصعب مرحلة وهي انتقال الإدارة إلى الأحفاد. ويمر انتقال الملكية عبر الأجيال في مراحل متميزة كما يلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> محمد سمير، عبد الله العظيم هلال، المحاسبة المالية في شركات الأموال، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص ص 23، 24.

<sup>2</sup> محمود حسين عيسى، مرجع سابق.

**2-1-1-1 مرحلة المؤسس (المالك المسيطر):**

تبدأ الشركات العائلية حياتها العملية كمشروع فردي مع شخص له عقلية عملية ومغامرة ولديه فكرة في شكل مصلحة تجارية يعمل جاهدا على تحقيقها، فتكون ملكية وإدارة الشركة بالكامل للمؤسس، فقد يلجأ بعض المؤسسين إلى استشارة عدد قليل من المستشارين الخارجيين و/أو رفقاء العمل لكنهم يتخذوا غالبية القرارات الرئيسية بأنفسهم، تتسم هذه المرحلة بهيكل إدارة بسيط كما أن هذه المرحلة قليلة المشاكل مقارنة بالمرحلتين التاليتين لأن كلا من السيطرة والملكية مازالتا في أيدي نفس الشخص، وقد تكون أهم مشكلة تحتاج إلى علاج أثناء حياة المؤسس هي خطط انتقال الملكية لأن اكتمال تطور الشركة العائلية إلى المرحلة التالية يحتم على المؤسس اتخاذ الجهود اللازمة للتخطيط لانتقال الملكية ولإعداد القائد التالي للشركة.

**2-1-2 مرحلة إشراك الإخوة:**

يتم في هذه المرحلة نقل الإدارة والملكية إلى أبناء المؤسس فينتاسم الإخوة الملكية بروح الشراكة ويتعين عليهم أن يقرروا فيما بينهم كيف سيديرون الشركة ويتشاورون بصورة غير رسمية ويشكلون أحيانا مجلسا للمساعدة في التوصل إلى الإجماع على إستراتيجية معينة. وفي هذه المرحلة قد تبدأ الأدوار في التميز إذ قد يكون بعض الإخوة نشيطين في الشركة بينما لا يتوافر ذلك في الآخرين وعند هذه النقطة يصبح مستوى الثقة بين الأفراد هو العامل المحدد في الكثير من الأحيان لما ستكون عليه ممارسات الإدارة الرسمية التي قد تتجم عنها مشاكل أكثر تعقيدا عما كانت عليه في الجيل الأول من إنشاء الشركة، كالحفاظ على التجانس بين الإخوة وتأمين خط انتقال المناصب الإدارية الرئيسية.

**2-1-3 مرحلة اتحاد الأقرباء (الأسرة الحاكمة):**

يأتي الجيل الثالث من الورثة فيضم في كثير من الحالات مجموعة متباينة من أبناء العمومة هذا ما يغير عادة حجم العائلة ويؤدي إلى تمييز أكبر بين أدوار أفراد العائلة، فقد يواصل أفراد العائلة المشاركة في إدارة الشركة، في مجلس الإدارة وفي الملكية، كما قد يصبح حجم حصص الملكية متباينا بشكل متزايد مع بقاء بعضها مركز في يد بعض الشركاء، وقد لا يعكس مستوى مشاركتهم بالضرورة مستوى مصلحتهم الاقتصادية وتقود هذه التعقيدات بصورة عامة إلى تطوير الممارسة أكثر للإدارة فتصبح إدارة الشركة أكثر تعقيدا في هذه المرحلة بانضمام عدد أكبر من أعضاء العائلة بشكل مباشر

أو غير مباشر، ولأن العديد من هؤلاء الأعضاء ينتمون إلى أجيال مختلفة من العائلة، فقد يكون هناك اختلاف في السياسات الخاصة بكيفية رسم الإستراتيجية العامة، بالإضافة إلى ذلك قد تنتقل أي خلافات كانت بين الإخوة إلى أبناء العم أيضا كمشاكل التوظيف، حقوق العائلة في امتلاك الأسهم وسياسة توزيع الأرباح.

وقد حدد الباحثون الأعمار التقريبية للشركات العائلية، فتوصلوا إلى أن العمر الافتراضي لهذه الشركات هو 40 سنة تقريبا، وأن واحدا من ثلاثة أنشطة عائلية يعيش حتى الجيل الثاني، ونحو واحد من عشرة أنشطة عائلية يستطيع المواصلة إلى الجيل الثالث.

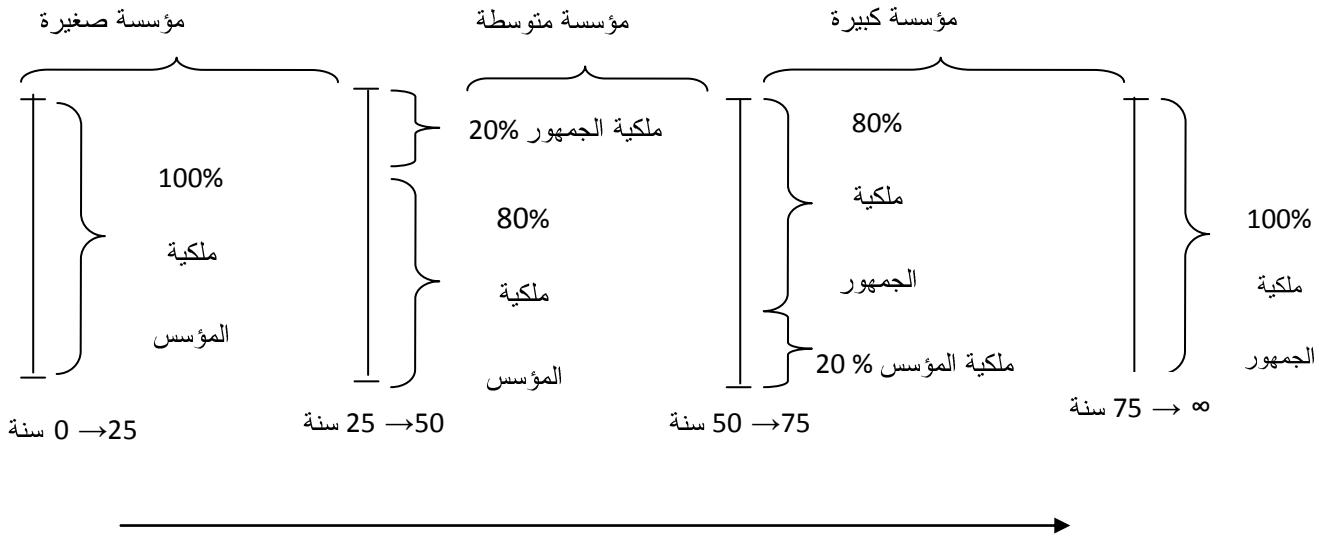
أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أجريت دراسة وضحت أن 30% من الشركات العائلية تستمر إلى الجيل الثاني، وتخفض هذه النسبة إلى 5% حتى 12% للجيل الثالث، ثم 4% إلى الجيل الرابع وأخيرا أقل من 1% إلى الجيل الخامس.

## 2-2 مرحلة دخول الشركاء الأجانب:

فيها تمر الشركات العائلية بثلاث مراحل، حيث تبدأ بدخول شركاء أجنب للمساهمة في رأس مال الشركة والذين يتزايد عددهم شيئا فشيئا، وبالتالي تكبر حصصهم في أسهم الشركات فتؤدي إلى فقدان جزئي للسيطرة العائلية على الشركة إلى غاية تحولها إلى شركة جمهور أين تفقد العائلة سيطرتها تماما، وهذه الحالة نلمسها أكثر عند الأوروبيين والذي يعتبر شرط من شروط تعظيم ثروة مؤسساتهم.

والشكل الموالي يبين مراحل تطور ملكية المؤسسة في هذه المرحلة.

شكل رقم (1): مراحل تطور ملكية المؤسسة بدخول شركاء أجنب



المصدر: من إعداد الباحثين

المطلب الثالث: تحديات الشركات العائلية وكيفية مواجهاتها

1- التحديات التي تواجه الشركات العائلية:

على الرغم من أهمية الشركات العائلية نجد أنها لا تسلم من وجود نقص هام وخطير، ألا وهو إمكانية عدم إستمراريتها. فمن ضمن خصائصها عامل السلوك الإنساني والطبيعة البشرية اللذان قد يغلبان على قراراتها في أوقات كثيرة، قد ينتج عن مثل هذه القرارات المتأثرة بعامل السلوك الإنساني عدم الأخذ بوسائل الإدارة الحديثة، عدم الاستفادة من أهل الخبرة من خارج نطاق العائلة وعدم الأخذ بمبدأ التدريب المستمر للعاملين المنتمين لهذه الشركة أو عدم الأخذ بالوسائل التكنولوجية الحديثة في تطوير منتجات الشركة، تحت حجة تقليل النفقات مما قد يعرض هذه الشركات إلى عدم مواكبة مثيلاتها وعدم قدرتها على المنافسة وهذا ما يفضي في النهاية إلى انهيارها وخروجها من السوق.

مما سبق يرى العديد من الخبراء، المختصين والمهتمين بشؤون الشركات العائلية أنها تقع بين فكرين أساسيين<sup>1</sup>:

- الفكر الأول: يذهب فيه الخبراء إلى أن الشركات العائلية قادرة على أن تحافظ على وجودها بل وازدهارها ونموها، وأنها ستكون قادرة على تجاوز المشاكل والعقبات التي تواجهها سواء كانت من داخل الشركة ذاتها أو من خارجها، وأن هناك عادات وتقاليد تحكم العائلة المالكة للشركة، وهذه الأخيرة تفرض على جميع أفراد العائلة المساهمين في الشركة السمع والطاعة للجيل الذي يتولى إدارة الشركة وأن هذا الجيل هو المنوط للتخطيط، الإدارة والرقابة وأنه سيورث الجيل التالي شركة ناجحة وخبرات كبيرة تساعد على استمرار هذا النجاح.

- الفكر الثاني: أصحاب هذا الفكر يرون أن مستقبل الشركات العائلية محفوف بالمخاطر والتحديات التي تجعلها مهددة بالانهيار ومن ثم التلاشي، وتتمثل هذه المخاطر فيما يلي:

### 1-1 مخاطر داخلية:

تتعلق بالتنافس العائلي بين أفراد العائلة للوصول إلى إدارة الشركة بحجة إدخال أفكار جديدة وطرق حديثة لإدارتها، بالإضافة إلى مشاكل انتقال الملكية للأبناء بعد وفاة المؤسس ومشكلة دخول مالكيين جدد من عائلات أخرى كالأصهار والزوجات وهي من أكثر المشاكل شيوعاً في الأعمال العائلية كتعيين الأقارب الذين ليست لديهم مقدرة وخبرة لشغل مناصب داخل الشركة ومن الصعب مجابهة الجانب العاطفي الذي يتخلل العلاقات الأسرية.

- عدم الفصل بين الاحتياجات المادية للفرد واحتياجات الشركة.

- ضعف فرص الاستثمار.

- ظهور السلطة الأبوية للابن الأكبر والتفرد في اتخاذ القرارات وعدم تحكم الفرد في حصته.

- عدم وجود استراتيجيات واضحة وبعيدة الأمد، بالإضافة للعلاقات الرديئة بين المالكيين والإداريين من غير المالكيين، فغالبا ما تجد الشجارات بين أفراد العائلة لنفسها سبيلا نحو الانتشار مورطة معها

<sup>1</sup> محمود حسين عيسى، مرجع سابق.

موظفين لا ينتمون إلى العائلة مما يؤثر على العلاقة بين الطرفين مما يدفع بالإداريين الأجانب إلى اتخاذ قرارات تعتمد على توترات تلك العائلة.

## 1-2 التحديات والمخاطر الخارجية:

أهمها تغير الظروف المحيطة بالشركة كالتراجع النسبي في الطلب الحكومي الذي كانت تعتمد عليه الشركات العائلية في مرحلة النشوء والصعود في مقابل الاعتماد على القطاع الخاص في تنفيذ برامج التنمية.

- تحديات تطبيق الأنظمة الاقتصادية الجديدة التي فرضتها التطورات المختلفة، أبرزها المنافسة الشرسة خاصة بظهور الاندماجات والتكتلات الاقتصادية الدولية والسماح بدخول الاستثمارات الأجنبية وزيادة عدد الشركات وقدرتها على المنافسة وهذا ما يقلل من الحصة السوقية للشركات العائلية غير القادرة على مواجهة هذه المنافسة.

- تحديات عصر العولمة وتحرير التجارة وانفتاح الأسواق وفقا لمتطلبات منظمة التجارة العالمية لذا باتت الشركات المحلية ومن بينها الشركات العائلية تواجه تحديات من جبهات متعددة كتحدّي ثورة المعلومات والاتصالات، دون أن ننسى عدم قدرة الشركات العائلية على التطوير والتجديد والأخذ بالأساليب والطرق الحديثة في الإدارة الأمر الذي سيترتب عليه الحاجة إلى تمويل كبير قد لا يتوافر داخل العائلة مما يدفعها إلى طلب التمويل من مصادر خارجية والتفكير في أساليب تمويل قائمة على تخطيط استراتيجي والتي قد تكون عن طريق رهن عقاري لمبنى الشركة أو الاستدانة من الأصدقاء باستخدام كمبيالات. كما قد تواجه الشركة العائلية مشكل عدم قبول الشروط لسبب الحاجة إلى التمويل هذا ما يحتم إعادة هيكلة الإدارة بما يتلاءم مع الممولين الجدد، كما يجب مقارنة تكاليف التمويل بآثارها على الأرباح التي قد تكون أقل من التكاليف مما يجبر الإدارة على إعادة النظر في مصدر التمويل، لكن سرعان ما تجد الشركة نفسها أمام مأزق آخر ألا وهو محدودية مصادر التمويل وكذلك تضارب آراء أفراد العائلة على التمويلات الممكنة.

## 2- كيفية مواجهة التحديات:

تستطيع الشركات العائلية معالجة الصعوبات التي تواجهها عن طريق الاستعانة بالإدارات المختلفة، والإعداد الجيد للقيادات الشابة والأجيال التالية لتولي إدارة الشركة على النحو المطلوب من

خلال إعادة هيكلة الشركات، الدخول في اندماجات وشركات إستراتيجية كمرحلة تمهيدية لتحويلها إلى شركة مساهمة تسمح لها بمسايرة سوق الاقتصاد العالمي الذي أصبح يعيش تكتلات وتحديثات مستمرة<sup>1</sup>.

## 1-2 إعادة هيكلة الشركة والعمل على رسم الإدارة الإستراتيجية: التي تتكون من:

- البناء المؤسسي.
- التخطيط.
- التكامل الأفقي والعلاقات الأمامية والخلفية.
- التركيز على البيئة الخارجية ومتطلبات العمل.
- التركيز على تخفيض التكاليف.
- الاعتماد على التقنية الحديثة وإعادة النظر في التنظيم الداخلي للشركة بحيث يراعى في هذا التنظيم مجموعة من الاعتبارات منها:
- فصل الملكية عن الإدارة إذ يستحسن أن تختار كل شركة عائلية مديرا لها تتوفر فيه الخبرات اللازمة والثقة وتترك له الصلاحيات الكاملة في إطار القواعد المالية والتسويقية التي يضعها الشركاء ويسأل المدير عنها أمامهم، وللشركاء الحق في عزل المدير غير الشريك متى قرروا أنه ليس صالحا لإدارة الشركة.
- وضع الميثاق العائلي، رسم الأهداف العامة والخطط الإستراتيجية للشركة وتنمية مهارات القياديين بالعائلة.
- استقطاب الكفاءات المهنية وتشجيع العمل الجماعي.
- إنشاء تنظيم مالي، محاسبي ورقابي بسيط وواضح والفصل بين المسؤوليات والاختصاصات.

<sup>1</sup> مريم عبد الوهاب الرويح، هالة عبد العزيز الشميمري، مرجع سابق، ص ص 15، 16.



**2-2 الاندماج مع شركات محلية:**

وهو توجه عالمي بين الشركات المتنافسة وتختص بهذا الخيار الشركات العائلية متوسطة الحجم، ومن مزايا الاندماج نذكر:

- إنشاء كيان أكبر قادر على المنافسة.
- تنويع القاعدة الإنتاجية والاستفادة من الأسواق المالية والتحالفات العالمية.
- تطبيق قواعد الإدارة الحديثة والتطوير التقني.
- تحقيق الميزة التنافسية بالاستفادة من وفرات الحجم.
- تخفيض التكاليف نتيجة الاندماج.
- الحصول على ميزات خاصة مالية وتأمينية... الخ

**2-3 التحالفات الإستراتيجية:**

يقصد بالتحالفات عقد اتفاق بين شركتين أو أكثر لتحقيق أهداف معينة وواضحة لمصلحة المتحالفين على الأجلين الطويل والقصير، وعادة ما يتم هذا التحالف مع شركة دولية ويتم من خلاله تحقيق مكاسب متعددة منها فتح أسواق مالية جديدة للمنتجات المحلية دون تحمل تكاليف تكوين فروع كما يساهم في تعزيز قدرة الشركة المحلية إداريا وتقنيا. ومن أهم صيغ التحالف المشروع المشترك التحالف الاستراتيجي والتحالف التكنولوجي.

**2-4 التحول إلى شركات مساهمة:**

حيث يعد التحول إلى شركات مساهمة من أهم الخيارات المطروحة أمام الشركات العائلية وصمودها أمام كافة التحديات الداخلية والخارجية.

حيث تعرف شركة المساهمة: بأنها شركة أموال ينقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة يمكن تداولها، وتقتصر مسؤولية المساهم على أداء قيمة الأسهم التي اكتتب فيها ولا يسأل عن ديون الشركة إلا في حدود ما اكتتب فيه من أسهم، ويكون للشركة اسم تجاري يشتق من الغرض من إنشائها ولا

يجوز للشركة أن تتخذ من أسماء الشركاء أو اسم أحدهم عنواناً لها، وتعتبر شركة المساهمة النموذج الأمثل لشركات الأموال، كما أنها بناء قانوني يتمتع بالشخصية القانونية<sup>1</sup>.

### المبحث الثاني: ضرورة تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة

إن الشركات العائلية مازالت تلعب الدور الرئيسي في النهضة الاقتصادية، إلا أن هذه الشركات شأنها شأن المؤسسات الأخرى تواجه تحديات ومصاعب تهدد استمرارها، لذا فهناك الكثير من الدعاوي التي تدعو إلى تحويلها من الأشكال القانونية المذكورة سابقاً إلى شكل جديد وفقاً لمتطلبات التطوير والتحديث.

### المطلب الأول: أهداف وآلية تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة

#### 1- أهداف التحول:

إن اتجاه نسبة كبيرة من الشركات العائلية للتحول إلى شركات مساهمة وفتح فرص المشاركة لأفراد من خارج العائلة راجع إلى<sup>2</sup>:

- التغلب على بعض القيود الإدارية التي تواجه الشركات العائلية للتعامل مع جهات نظامية أو حكومية معينة والحصول على ما تقدمه هذه الجهات من مزايا ومنافع يصعب على الشركات العائلية الحصول عليها.

- توفير مصدر جديد لجلب أموال إضافية للشركة لتمويل احتياجاتها في تنفيذ أعمالها أو لمعاونتها لحل مشكلات أو مواجهة أزمات مالية معينة.

- الاستجابة لاتجاهات أو توجهات رسمية أو غير رسمية لإحداث هذا التحول.

- توجد علاقة ارتباطية طردية قوية بين رأس المال وقيمة الأعمال من جانب وحرص أفراد العائلة على توجيه الجهود لتحقيق التوازن بين أهداف ومصالح كل من العائلة والشركة في نفس الوقت من جانب آخر. حيث من كبر حجم رأس المال وتزايد قيمة الأعمال التي تنفذها الشركة يزداد حرص

<sup>1</sup> فايز نعيم رضوان، مرجع سابق، ص 294.

<sup>2</sup> مأمون حمدان، مزايا تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة، مؤتمر الشركات العائلية، سوريا، يومي 15-16 نوفمبر 2009.

أفراد العائلة على إزالة أي خلاف بينهم أو تعارض في المصالح بهدف تحقيق الاستقرار والنمو للشركة من جانب وتدعيم العلاقات العائلية من جانب آخر.

- توجد علاقة طردية قوية بين عمر الشركة والاتجاه إلى التطوير والابتكار والتحديث، حيث يبدأ هذا الاتجاه بوضوح عادة في نهاية الجيل الأول أو من بدء الجيل الثاني وظهور الحاجة إلى وجود وظائف جديدة وتقسيم المهام بين أفراد العائلة.

- مع تزايد متوسط قيمة الأعمال التي تحققها الشركة يتزايد الاتجاه إلى سياسة لامركزية اتخاذ القرارات وينخفض مستوى الصراع التنظيمي ويقل الاتجاه إلى الاهتمام بعملية التطوير الإداري أو تنمية مهارات الإبداع والابتكار، ويتزايد اتجاه الشركة العائلية إلى التأكيد على ضرورة صياغة رؤية إستراتيجية للشركة.

## 2- مقومات نجاح التحول إلى شركة مساهمة عامة:

تقضي عملية تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة تحقيق تغيير شامل في هيكلية الشركات بحيث يتحول الشكل القانوني لها إلى شركة مساهمة تطرح أسهمها في سوق الأسهم للاكتتاب فيها من قبل جمهور المستثمرين، لذلك هناك العديد من الجوانب الواجب مراعاتها قبل السماح للشركات العائلية بالتحول إلى شركات مساهمة عامة وذلك لضمان تحقيق الأهداف من وراء عملية التحول ومنها<sup>1</sup>:

1- التركيز على الشركات الناجحة الكبيرة منها أو المتوسطة ذات المستقبل الواعد لأنها سوف تكون الأكثر قدرة على تحقيق الأهداف من وراء التحول.

2- أن تكون الشركة الطالبة للتحول قد حققت في السنة السابقة للتحول حجماً مهما وربحية مهمة نسبياً.

3- أن لا يقل العائد على حقوق الشركاء في أي من السنوات الثلاث السابقة للتحول عن 10%.

<sup>1</sup> عمرو علاء الدين زيدان، ملتقى الشركات العائلية في اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، قطر، يومي 6-7 جانفي، 2008.

- 4- الإسراع في دراسة التحول والاستفادة من النجاحات والسمعة التي حققتها المؤسسة في تحقيق مكاسب مالية ومعنوية من خلال إعادة تقييم أصول وممتلكات الشركة وتسعير أسهمها بأسعار تحقق أرباحاً للمؤسسين الأصليين للمنشأة العائلية من قبل متخصصين معتمدين.
- 5- إجراء الدراسات الإدارية والتمويلية والإستراتيجية من قبل بيوت خبرة مؤهلة.
- 6- الموافقة على قرار التحول من قبل المالكين وحل جميع المشكلات المرتبطة بحقوق الملكية للشركة الراغبة في التحول.
- 7- التدرج في عملية التحول إلى شركة مساهمة وخاصة بالنسبة للشركات التي لا تأخذ شكل شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة مساهمة مغلقة وذلك بتحويلها أولاً إلى هذه الشركات.

### 3- مراحل تحول الشركة العائلية إلى شركة مساهمة:

إن عملية تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة يقتضي وجود آلية واضحة لذلك مما يساعدها على التحول بطريقة صحيحة، وبما يضمن نجاحه وهنا نضع تصورنا حول آلية تحول الشركات العائلية (خاصة التي لا تأخذ شكل شركة محدودة المسؤولية أو شركة مساهمة مغلقة) إلى شركة مساهمة عامة حيث يقترح أن تتم عملية التحول بشكل تدريجي<sup>1</sup>.

#### المرحلة الأولى: التحول من مشروع فردي أو عائلي إلى شركة ذات مسؤولية محدودة

وتعتبر هذه المرحلة الخطوة الأولى اتجاه التحول إلى شركة مساهمة عامة، حيث يتم تحويل نصيب كل فرد من أفراد العائلة في الشركة إلى حصص فيها بعد أن يتم حصر رأس مالها. وهنا تعطى الأفضلية المطلقة للشركاء في الشركة أثناء عملية تحويل الحصص الخاصة أو بيعها، وبالتالي تظل الشركة في ملكية العائلة.

والهدف من هذه المرحلة هو إتاحة الفرصة للشركات العائلية المتوسطة التحول، كون أن متطلبات رأس المال لتأسيس شركة محدودة المسؤولية تعتبر الأقل بالمقارنة مع شركات المساهمة العامة أو المغلقة، كما تهدف إلى تهيئة أفراد العائلة من حيث قدرتهم على التعامل مع نظام الحصص وبعدها التعامل مع نظام الأسهم. ويمكن تخطي هذه المرحلة بالنسبة للشركات العائلية الكبيرة والتي لها ثقل في

<sup>1</sup> الهيئة العامة لسوق المال، المديرية العامة للدراسات والتطوير، دراسة عن الأسباب التي تحد من تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة، السعودية، يوليو، 2002.

السوق، وذلك بالتحول مباشرة إلى شركات مساهمة مقفلة ولا ينصح بالتحول إلى شركات مساهمة عامة قبل التأكد من أداء الشركة بعد تحولها إلى الشكل القانوني الجديد.

### المرحلة الثانية: التحول من شركة محدودة المسؤولية إلى شركة مساهمة مقفلة

وتعتبر الخطوة الثانية اتجاه التحول إلى شركة مساهمة عامة كما يمكن أن تعتبر كخطوة أولى بالنسبة للشركات العائلية الكبيرة وهنا أيضا تظل الشركة في ملكية العائلة حيث لا يمكن تحويل الأسهم أو بيعها خارج المجموعة المالكة للشركة إلا وفق خيارات محدودة، ومع هذا الشكل القانوني الجديد يتم التحول من نظام الحصص في رأس المال إلى نظام الأسهم. وهذا يسهم بشكل كبير في عملية تهيئة أفراد العائلة من حيث قدرتهم على التعامل مع نظام الأسهم، بالإضافة إلى التعود على جزء من القوانين المطبقة على شركات المساهمة.

### المرحلة الثالثة: التحول من شركة مساهمة مقفلة إلى شركة مساهمة عامة

وتعتبر الخطوة النهائية لعملية التحول حيث يتم طرح أسهم الشركة للاكتتاب العام بعدها يتم إدراجها في سوق الأوراق المالية للتداول، وهنا تتم عملية بيع وتحويل الأسهم بحرية تامة، كما يمكن للعائلة الاحتفاظ بالسيطرة على الشركة وذلك عن طريق الاحتفاظ بأغلبية الأسهم. ويفضل أن لا تقوم الشركة العائلية التي لا تأخذ شكل شركة مساهمة مقفلة بالتحول مباشرة إلى شركات مساهمة عامة إلا بعد أن تثبت قدرا من النجاح ولفترة معقولة وهي في وضعية شركة مساهمة مقفلة.

وتهدف هذه الآلية إلى إتاحة الفرصة لأكثر عدد من الشركات العائلية وخاصة المتوسطة بالتحول إلى شركات مساهمة عامة، كما تهدف إلى التدرج في تهيئة أصحاب الشركات العائلية حتى يعتادوا على نظم وإجراءات وقواعد شركات المساهمة العامة، ومن ناحية ثانية فإن التدرج من شكل آخر سوف يساهم وبقدر كبير في ضمان نجاح عملية التحول وتحقيق الأهداف من ورائها<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> عمرو علاء الدين زيدان، مراحل ومعوقات نمو الشركات الصناعية العائلية، المنطقة العربية للتنمية الإدارية، مصر 2005، ص 189.

**المطلب الثاني: آثار تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة وشروط قيدها بسوق الأسهم**

لعملية تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة وتسجيلها بالبورصة ل طرح أسهمها للاكتتاب العديد من المزايا التي تعود بالإيجاب على الشركة وسوق الأسهم على حد سواء.

**1- مزايا تحول الشركة العائلية إلى شركة مساهمة:****1-1 بالنسبة للشركات العائلية: فان المزايا تتمثل في:**

- سهولة توفير السيولة النقدية للشركة، مما يتيح لها القدرة على تمويل خططها التوسعية ومشاريعها الاستثمارية بأقل التكاليف.

- الحصول على طاقات وقدرات وكفاءات بشرية جديدة.

- توفير رأس مال صلب قادر على تنفيذ مشاريع ضخمة.

- تحسين القدرات المالية والإدارية والإنتاجية للشركة، مما يجعلها قادرة على زيادة القدرة التنافسية في الأسواق المحلية والخارجية.

- التخلص من مظاهر الضعف التي قد تظهر في إدارة الشركة العائلية.

- التمتع بالحوافز والمزايا التي تمنحها الحكومة لشركة المساهمة العامة.

**1-2 بالنسبة للاقتصاد الوطني:**

- تطوير الاقتصاد الوطني من خلال توسيع قاعدة الشركات المساهمة وبالتالي توسيع قاعدة الملكية وتنويع الأنشطة، مما يؤدي إلى زيادة الإيرادات والنتائج المحلي للدولة، وزيادة عدد المساهمين.

- تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال دخول شركات جديدة مما سيسهم في تنشيط السوق الأولية وجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية سواء للقطاع الخاص أو لصغار المستثمرين.

- خلق كيانات استثمارية قادرة على تنفيذ مشاريع ضخمة. والإسهام في دعم استقرار سوق العمل من خلال الحفاظ على استمرارية حقوق العاملين بالشركة

بالإضافة إلى:

- توفير فرص عمل جديدة وبالتالي خفض نسبة البطالة.
- توفير فرص استثمارية لكثير من المساهمين.

## 2- شروط قيد شركات المساهمة في سوق الأوراق المالية:

يعني قيد أي شركة في سوق الأوراق المالية تسجيلها في جداول خاصة بالسوق حتى يمكن التعامل على أسهمها بالبيع والشراء وغير ذلك من صور التعامل.

فهناك شروط يجب أن تستوفيها الشركة لكي يتم قيدها أو تسجيلها في سوق الأوراق المالية وهدف هذه الشروط هو حماية المستثمرين وذلك باختيار أفضل الشركات من حيث الموقف المالي القوي وتوافر السيولة لأوراقها... الخ.

ولا تكتفي هيئة البورصة بقيد الشركات مرة واحدة ولكن هناك متابعة دائمة لحالة الشركات وأدائها ولذلك فهناك شروط لاستمرار قيد الشركة في سوق الأوراق المالية. وتتمثل شروط قيد (تسجيل) الشركات في سوق الأوراق المالية فيما يلي<sup>1</sup>:

1- أن تكون جميع أوراقها مودعة بنظام الحفظ المركزي والمقصود بنظام الحفظ المركزي هو إيداع الأوراق المالية بعد إصدارها لدى أحد أمناء الحفظ والذي قد يكون أحد البنوك، فيحتفظ بالأوراق لديه ويقوم فقط بتغيير سجلات ملكية المستثمرين لها عند حدوث عمليات التداول على هذه الأوراق وانتقالها من يد إلى يد.

2- ألا يتضمن النظام الأساسي للشركة والتعديلات التي أدخلت عليه، أية قيود على تداول أوراقها المالية. فلكل شركة نظام أساسي تعمل وفقا له. وقد تقوم الجمعيات العمومية للشركة بإدخال تعديلات على هذا النظام، ومن هنا يتحتم ألا يفرض هذا النظام الأساسي أو تعديلاته أية قيود على تداول الأوراق المالية للشركة في السوق.

<sup>1</sup> حسن حمدي، مرجع سابق، ص ص 134، 135.

- 3- أن يتم القيد بكامل قيمته وعدد الأسهم المصدرة: والأسهم المصدرة هي الأسهم التي تتطرحها الشركة للاكتتاب، سواء كان عاما أو خاصا.
- 4- أن يتم قيد إصداراتها التالية للقيد الأول، خلال ثلاثة أشهر من تاريخ القيد في السجل التجاري لكل إصدار والمقصود بالقيد الأول هو الأسهم التي تم تسجيلها في سوق الأوراق المالية في المرة الأولى بدخول الشركة إلى السوق.
- 5- استيعاب الشركة وموافقتها على أن القيد بسوق الأوراق المالية هو عقد اتفاق بين طرفين (تعاهد قانوني يترتب عليه حقوق و التزامات).
- 6- أن تقدم الشركة طلبا لقيدها في سوق الأوراق المالية، وأن يتم نشر طلب الشركة على موقع الانترنت وفي النشرة اليومية التي تصدرها سوق الأوراق المالية وفي الأماكن المخصصة لذلك في قاعة التداول ويظل هذا الطلب منشورا طوال عشرة أيام.
- 7- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاث سنوات.
- 8- تقديم القوائم الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

بالإضافة إلى الشروط سابقة الذكر تم فرض شرط جديد على قيد الشركات في البورصة يتمثل في الحوكمة التي تعد من أهم الشروط التي يجب على الشركات أن تتقيد بها حتى يمكنها أن إدراج أوراقها المالية بالبورصة. لهذا الغرض فإن سلطات الضبط الممثلة بلجنة تنظيم ومراقبة البورصة والتي تقوم بتحضير لوائح وقوانين حوكمة الشركات التي تهدف من خلالها إلزام مجالس إدارات الشركات المساهمة المدرجة في البورصة بأن تضمن أفضل ممارسة لأساليب وطرق الحوكمة التي تكفل حقوق المساهمين وحقوق أصحاب المصالح ذوي العلاقة بعمل الشركات، وأن تلتزم الشركات بتطبيق قواعد الحوكمة كشرط من شروط القيد، هذه القواعد نجد أنها تطبق عالميا على الشركات وتتمثل هذه القواعد فيما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> سحنون جمال الدين، شروط بروز الأسواق المالية، دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2008، ص 127.



- ضرورة تقديم سيرة ذاتية عن كل مرشح لعضوية مجلس إدارة الشركة إلى المساهمين إذا تمت دعوتهم للتصويت على أعضاء المجلس، كما يتوجب أن يكون للأعضاء غير التنفيذيين خبرات ومهارات فنية وتحليلية من شأنها أن تقدم للمجلس وللشركة دفعا إيجابيا.

- التزام الشركات بوجود نظام محكم للرقابة الداخلية على أن يقدم مدير إدارة المراجعة الداخلية تقريرا ربع سنوي أو حسب المدة المتفق عليها في اللوائح إلى مجلس الإدارة وإلى المراجعة للتأكد من مدى التزام الشركة بأحكام القانون والقواعد المنظمة لنشاطها، وأن يكون للشركة مراقب حسابات خارجي يكون مستقلا عن إدارتها الداخلية.

- الإفصاح عن السياسات الاجتماعية للشركة على الأقل مرة واحدة في السنة بحيث يتم مراعاة أن تكون السياسات المعلن عنها واضحة وغير مضللة مع ضرورة ربط الشركة بالمجتمع المحيط بها وتجنب تعارض المصالح.

- تطبيق عقوبات على الشركات غير الملتزمة بقواعد الحوكمة، بحيث تتراوح هذه العقوبات بين الغرامات المادية والإيقاف، ومن بين هذه الجزاءات الإعلان عن الشركات التي لم تلتزم بقواعد الحوكمة مع التشديد على أن الشطب من البورصة يعد عقوبة غير مستبعدة عن هذه الشركات.

### المطلب الثالث: نماذج عن شركات عائلية تحولت إلى شركات مساهمة عامة

هناك العديد من الشركات العائلية برزت على الصعيد الإقليمي والعالمي نذكر منها<sup>1</sup>:

#### 1- شركة سنسبيريز في المملكة المتحدة:

وهي من التجارب العالمية الناجحة من الشركات العائلية التي تحولت إلى شركات مساهمة حيث تأسست هذه الشركة كشركة عائلية عام 1896 من قبل "جون سنسبيريز" وزوجته "ماري" وفي عام 1973 تحولت إلى شركة مساهمة عامة في قطاع الإنتاج الغذائي ولها حوالي 440 فرعا داخل المملكة المتحدة تباع أكثر من 23 ألف منج منها 40% تحت علامة سنسبيريز، ولها العديد من المتاجر خارج المملكة المتحدة منها 170 متجرا في الولايات المتحدة، وقامت بإنشاء بنك سنسبيريز في المملكة

<sup>1</sup> مريم عبد الوهاب الرويح، هالة عبد العزيز الشميري، مرجع سابق، ص 10.

المتحدة في الاشتراك مع بنك اسكتلندا وتحفظ عائلة سنسبيريز حاليا بنسبة 30% من إجمالي أسهم الشركة وتحتل المرتبة 203 بين شركات العالم وإجمالي إيراداتها 6.28 مليار دولار أمريكي.

### 2- شركة فورد للسيارات في أمريكا:

وهي أيضا من التجارب الناجحة للتحويل من شركات عائلية إلى شركات مساهمة، تأسست هذه الشركة في أمريكا عام 1919 من قبل فورد وزوجته كلارا وابنه أيد سل وفي عام 1936 تحولت إلى شركة مساهمة مغلقة. وفي عام 1956 تحولت إلى شركة مساهمة عامة وتمتلك حاليا عائلة فورد أسهما توفر لها 40% من القوة التصويتية وتحتل حاليا المرتبة الخامسة بين الشركات الأمريكية والتاسعة على مستوى العالم وإيراداتها السنوية 177.2 مليار دولار في عام 2006 وتحتل المرتبة الثالثة بين شركات إنتاج السيارات في العالم بعد جنرال موتورز الأمريكية وتويوتا (TOYOTA) اليابانية.

### 3- شركة دايملر- ينزاج في ألمانيا:

وهي من الأمثلة الناجحة على الاندماج بين شركات عائلية ثم تحولت إلى شركة مساهمة عامة حيث تكونت عام 1926 كشركة عائلية عن طريق الاندماج بين شركة كارل بنزو جوتليب دايملر. وفي عام 1998 قامت هذه الشركة بشراء شركة كرايزلر الأمريكية لصناعة السيارات وتشكلت شركة مساهمة عامة تحت اسم "دايملر-كرايزلر"، ولم تعد شركة عائلية حيث أن أكبر المساهمين فيها حاليا بنك "وست آل بي" الألماني 14% تليه الكويت بنسبة 7% ثم دويتشه بنك الألماني بنسبة 5% وفي المرتبة الرابعة إمارة دبي، وتعد حاليا خامس أكبر منتج للسيارات في العالم وتوفر أنشطة الخدمات المالية من خلال دايملر كرايزلر للخدمات المالية، كما تحتل المرتبة السابعة بين الشركات العالمية.

### 4- شركة النماء السورية:

تعتبر من أبرز الشركات العائلي التي نجحت في تطورها وتحولت إلى شركة مساهمة عامة، وهي شركة تعمل في مجال المنظفات بصفة أساسية وتصنيع بعض المواد الأولية الخاصة بالمنظفات الصناعية، ويقدر رأس مال الشركة المكتتب به 842.5 مليون ليرة سورية وهي أول شركة سورية تطرح أسهمها للاكتتاب العام وذلك في عام 2002.

**5- شركة مجموعة السلام في دولة قطر ودولة الإمارات العربية المتحدة:**

وهي من الشركات العائلية الناجحة التي تحولت مع اندماج 15 شركة تابعة لمجموعة السلام القابضة تتوزع ما بين دولة قطر ودولة الإمارات في شركة السلام العالمية للاستثمار وهي شركة مساهمة عامة قطرية ومدرجة للتداول في سوق الدوحة للأوراق المالية وشكل هذا الاندماج أول حالة تحول من شركة عائلية إلى شركة مساهمة عامة بتاريخ دولة قطر.

**6- شركة جلفار للهندسة والمقاولات في سلطنة عمان:**

وهي من الشركات العائلية التي نجحت خلال عام 2007 في التحول من شركة عائلية مغلقة إلى شركة مساهمة عامة في سلطنة عمان وذلك بطرح 100 مليون سهم عادي عن طريق الاكتتاب بسعر 602 بيعة للسهم الواحد.

**7- شركة سوفيتال:**

وهي شركة عائلية جزائرية تختص في الصناعات الغذائية يملكها السيد يسعد ربراب مختصة في صناعة الزيوت وتكرير السكر، أنشئت سنة 1998 تقوم بتسويق منتجاتها في كل من الجزائر، تونس روسيا، فرنسا، سويسرا، مالي أوكراينا<sup>1</sup>.

**المبحث الثالث: قياس فعالية سوق الأوراق المالية من خلال الشركات العائلية**

إن الشركات العائلية التي تحولت إلى شركة مساهمة عامة تعتبر مهياً للدخول إلى السوق المالي، وإدراج أسهما فيه فهي معولة على تنوع قاعدة المساهمين بمستثمرين استراتيجيين وزيادة رأس المال لمواجهة طموحاتها في التوسيع. كما أنها تلعب الدور الفعال والأساسي في سوق الأوراق المالية.

**المطلب الأول: أهمية شركات المساهمة بالنسبة لسوق الأوراق المالية**

تعتبر شركات المساهمة عائلية النشأة مصدر أساسي لتفعيل أداء سوق الأوراق المالية فهذا الأخير والشركات العائلية التي تتحول إلى شركات مساهمة عامة للدخول إلى السوق هي معادلة واحدة.

<sup>1</sup> www.cevital.com

وتتجسد أهمية شركات المساهمة العامة من خلال إنفرادها بإصدار الأوراق المالية القابلة للتداول ومن ثم زيادة المعروض منها في السوق عامة كما يلي<sup>1</sup>:

1- القدرة على تجميع مدخرات الجمهور من خلال إصدار الأوراق المالية، ولاشك أن قدرة شركات المساهمة على تدبير الموارد المالية اللازمة لها أو جزء منها عن طريق بيع الأسهم والسندات التي تصدرها إلى جمهور المستثمرين في سوق الأوراق المالية هي أكبر من قدرة الأفراد وشركات الأشخاص. كما أن للشركات المساهمة القدرة على استقطاب حجم كبير من الأموال بفضل ما توفره للمستثمرين من مزايا تتمثل أساساً في:

- انخفاض المخاطر مقارنة بالمؤسسات الفردية التي تتعرض لمخاطر أكبر، ومقارنة بالودائع البنكية كذلك وفي الوقت نفسه تحقق عوائد جيدة لحملة أسهمها تفوق عوائد تلك الودائع وقد تفوق في بعض الأحيان عوائد المؤسسات الفرية التي يفترض أن تحقق عوائد تنسجم مع مخاطر الاستثمار فيها.

- محدودية مسؤولية المستثمرين في أسهم رأس مال شركة المساهمة العامة حيث لا يكون مسؤولاً عن التزامات الشركة إلا بقدر مساهمته فيها بعكس الأشكال الأخرى من المؤسسات أين تمتد المسؤولية إلى جميع أموال وممتلكات المستثمر، فالشركات المساهمة هي أهم شركات الأموال وهذه الأخيرة تكون علاقاتها بملاكها علاقة مالية بحتة تتحد بمقدار قيمة الأسهم التي يملكونها.

- السيوالة المرتفعة، وهي إمكانية التصرف في أسهم الشركة بالبيع بإجراءات بسيطة وبكلفة منخفضة بعكس الاستثمار في الأشكال الأخرى من المؤسسات.

توفر المعلومات الدقيقة واليومية عن طريق سوق الأوراق المالية ووسائل الإعلام المختلفة، مما يجعل المستثمر يراقب استثماراته أول بأول، فوثائق شركات المساهمة وسجلاتها المالية والمحاسبية مكشوفة وخاضعة للتدقيق الخارجي، وميزانياتها وحساباتها الختامية تنشر للجمهور وبذلك يمكن القول بأنها تتمتع بالشفافية أعلى من أي شكل آخر من الأشكال القانونية للمؤسسات.

- نظراً للعدد الهائل من المساهمين في شركات المساهمة يمكن تحقيق مبدأ انفصال الإدارة عن الملكية.

<sup>1</sup> بن جدو عبد السلام، دور البنوك الشاملة في تفعيل سوق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، فرع مالية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، دفعة 2006، ص ص 197-199.

وبهذه الميزات تكون شركات المساهمة قادرة على تجميع المدخرات من فئات متعددة من الأفراد والمؤسسات، فتشبع بذلك رغبات مختلف فئات المدخرين والمستثمرين المحافظين منهم والمغامرين والمعتدلين، وهي بذلك أقدر من غيرها على تجميع المدخرات من قنوات مشروعة ومن أكبر عدد ممكن من المدخرين الكبار أو الصغار على حد سواء، ومع توجيه هذه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة ( ذات العائد المرتفع والمخاطر المنخفضة).

2- زيادة المعروض من الأوراق المالية في السوق: فشركات المساهمة تعتبر من المؤسسات العامة التي تقوم عليها سوق الأوراق المالية، إذ أنه كلما تزايد عددها وكبر رأسمالها كلما ساعد ذلك على زيادة المعروض من الأوراق المالية، وأدى إلى تنوع الأدوات الاستثمارية في هذه السوق بما يتناسب مع احتياجات المتعاملين فيها.

كما تتميز شركات المساهمة باتجاهها إلى تلبية احتياجاتها التمويلية من خلال إصدار أسهم وسندات تشكل محور التعامل في سوق الأوراق المالية.

### المطلب الثاني: حوكمة الشركات كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية

#### 1- مفهوم حوكمة الشركات:

تعرف الحوكمة بصفة عامة على أنها مجموعة من القوانين والنظم والقرارات التي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق اختيار الأساليب المناسبة والفعالة لتحقيق خطط وأهداف الشركة<sup>1</sup>.

أما عن حوكمة الشركات بصفة خاصة وقد عرفها الخبراء بأنها محاولة إيجاد تنمية للتطبيقات والممارسات السليمة للقائمين على إدارة الشركة بما يحافظ على حقوق حملة الأسهم والسندات والعاملين فيها وغيرهم من خلال تحري تنفيذ العلاقات التعاقدية التي تربط بينهم من خلال استخدام الأدوات المالية والمحاسبية وفقا لمعايير الإفصاح والشفافية الواجبة<sup>2</sup>.

وتعتبر حوكمة الشركات بما تحمله من معاني الإفصاح والشفافية وضمن لحقوق المساهمين كآلية للرفع من كفاءة الأسواق المالية وأدائها وتعظيم قيمة الشركات المدرجة بها مما يساهم في جعل

<sup>1</sup> محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، 2007، ص 249.

<sup>2</sup> www.sahmy.com

هذه الأسواق محركا لعجلة النمو الاقتصادي وليس مثبطا لها. والعمل على تقليل أو تجنب الإخفاق وتعثر هذه الشركات.

وحسب المعهد القانوني للمحاسبين الإداريين (Cma) فإن حوكمة الشركات الجيدة تؤدي إلى تحقيق النتائج الإيجابية التالية<sup>1</sup>:

- تقليل المخاطر والتحفيز على الأداء وتحسين القيادة.

- تحسين فرص الوصول إلى أسواق رأس المال.

- تحسين القدرة على تسويق المنتجات والخدمات.

- تبيان الشفافية والقابلية للمحاسبة الاجتماعية.

- الحد من حدوث الأزمات في السوق المالي حيث بينت التجارب والدراسات أن معظم الأزمات التي عصفت بالمؤسسات المالية والمصرفية مردها غياب إطار حوكمة الشركات فيها، كما أن حوكمة الشركات من شأنها تفعيل أداء وكفاءة الأسواق المالية في ظل الرشادة الاقتصادية والمالية التي تعمل على تقليل حدوث أزمات مالية في هذه الأسواق.

## 2- أثر حوكمة الشركات على الأسواق المالية:

بدأت معظم الأسواق المالية بالتفكير في إلزام الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بان تكون ملزمة بتطبيق قواعد الحوكمة كشرط جديد وإضافة لشروط القيد، فهذه القواعد مطبقة عالميا على الشركات وتقوم الهيئة العامة لسوق المال بمتابعة تنفيذها وإظهارها في صورتها النهائية مع منح فترة زمنية لهذه الشركات كي تنظم أمورها لتتوافق مع حوكمة الشركات.

وبالنظر إلى الأسواق المالية العالمية وخاصة الأسواق المالية المتقدمة نجد أن جميعها تطبق نظام الحوكمة على الشركات المدرجة بها وهذا يعتبر شرطا أساسيا حتى تتمكن الشركات من قيد أسهمها لدى هذه البورصات ولكن في الأسواق المالية الناشئة نجد أن هناك الكثير من تلك الأسواق التي لا تطبق هذا النظام نظرا لعدة أسباب جعلت من أسواق المال الناشئة ضعيفة الكفاءة.

<sup>1</sup> مركز المشروعات الدولية الخاصة، دليل حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة، 2007، ص 7. متوفر على

وبتحليل الفترات الزمنية التي مرت بها أسواق الأوراق المالية وما تتبعه من عمليات جذب وتنشيط الشركات فإنه لكي تقوم بقيدها لدى البورصة كمنح بعض المزايا الضريبية فيجب العمل على تطوير هذا النظام وأن تكون سوق الأوراق المالية سوقاً فعلياً لمن يرغب في بيع وشراء أسهم الشركة والحصول على تمويل ذاتي لإجراء بعض التوسعات لدى الشركة ومن ناحية أخرى فإن تطبيق قواعد الحوكمة ستزيد من ثقة المستثمرين المساهمين في أداء الشركات وتضمن لهم تفوقهم. لأن من أحد متطلباتها هو رفع مستوى الشفافية لتحقيق كفاءة الأسواق وضمان حقوق المساهمين الأساسية. وتؤثر الحوكمة على السوق المالي بتأثيرها على الشركات من حيث حجم تداول، أسعار الأسهم ودعم الثقة بين الأطراف المتعاملة.

حيث أن التطبيق الفعلي لقواعد الحوكمة يحقق الشفافية والعدالة ويجيز مساءلة الإدارات بما يحمي المساهمين وحملة الوثائق جميعاً ويراعي العمل والعمال والحد من استغلال السلطة مما ينعكس إيجابياً على تنمية الاستثمار وتشجيع تدفقه وتنمية المدخرات الوطنية وتعظيم الربحية وإتاحة فرص عمل جديدة. كما يزيد من الثقة في الاقتصاد القومي وتعميق دور سوق المال وزيادة قدراته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، والمحافظة على حقوق الأقلية من صغار المستثمرين. مما يشجع على نمو القطاع الخاص ويدعم قدراته التنافسية ويساعد على تمويل المشروعات وتحقيق الأرباح.

كما أن عملية الإفصاح عن المعلومات المالية تعتبر عاملاً مهماً في تخفيض تكلفة رأس مال الشركة وضمان استمراريتها بأداء عملها. حيث أن الحوكمة تساهم في جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية مما يزيد من معدلات العائد على تلك الاستثمارات كما تساعد على الحد من هروب رؤوس الأموال ومكافحة الفساد المالي والإداري. فمما لا شك فيه أن الحوكمة هي أحد المجالات التي تؤدي إلى إنعاش الاقتصاد ورفع كفاءة الأسواق من خلال حماية الاستثمارات الوطنية، ومنح هؤلاء المستثمرين الثقة في نظام الدولة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، كلية التجارة بجامعة المنصورة مصر، 2007، ص 310، 311.

### المطلب الثالث: المؤشرات الدالة على نشاط سوق الأوراق المالية

إن وجود شركات عائلية (التي تحولت إلى شركات مساهمة) من شأنه زيادة حجم السيولة والقيمة السوقية في سوق الأسهم ويساهم في جذب مزيد من المستثمرين للسوق ومن ثم اهتمت الدراسات الحديثة بوضع عدة مؤشرات يمكنها الدلالة على فعالية ونشاط سوق الأوراق المالية وأهمها:

#### 1- حجم السوق:

ويبرز هذا المعيار الأهمية النسبية للسوق من حيث مدى قدرتها على تعبئة وتوجيه المدخرات ويقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما<sup>1</sup>:

#### 1-1 معدل رسملة السوق:

وهو عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المقيدة بالبورصة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي وذلك على النحو الذي توضحه الصيغة التالية:

معدل الرسملة المالية = القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة/الناتج المحلي الإجمالي

علما أن: القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة = سعر السهم x عدد الأسهم المتداولة.

وكلما ارتفع هذا المعدل، كلما دل ذلك على اتساع حجم السوق وما لذلك من أثر ايجابي فيما يخص تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر بحيث يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على حشد المدخرات لتوجيهها إلى الشركة المقيدة فيها.

#### 1-2 عدد الشركات المقيدة بالبورصة:

حيث أن زيادة عدد هذه الشركات له دلالة هامة على تطور فعال وسريع لسوق الأوراق المالية، حيث يؤدي ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة إلى اتساع القاعدة الاستثمارية للسوق وإحداث نوع من التعامل النشط على الأوراق المالية المتداولة نظرا لتوافر وتنوع الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين، وإمكانية التحرك بين فرصة وأخرى. ونتيجة لهذا التعامل النشط بيعا وشراء

<sup>1</sup> أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي وغير المباشر في البيئة الاقتصادية، دار النهضة العربية، مصر 2005، ص 65.



فإن أي خلل في التوازن في معادلة العرض (أوامر البيع) والطلب (أوامر الشراء) عادة ما تسفر عن تغير طفيف في السعر، وهو ما يعني تقليل حجم الخسائر الرأسمالية إذ ما حدثت وحماية مؤشر السوق من الانهيار.

## 2- سيولة السوق:

يستعمل المحللون الماليون بوجه عام مصطلح السيولة للدلالة على القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في أسواق الأوراق المالية ويعتبرونها مؤشرا مهما لتنمية وتنشيط الأسواق المالية لأنها من الناحية النظرية تسهم في تحسين توزيع الموارد ودفع عجلة النمو الاقتصادي على المدى الطويل ولكي تكون مقاييس سيولة سوق الأوراق المالية أكثر واقعية يجب أن تأخذ بعين الاعتبار كل التكاليف المتعلقة بالمعاملات داخل السوق بما فيها التكاليف الزمنية وتلك المتعلقة بعدم التأكد من الحصول على مقابل تلك الناجمة عن تصفية المعاملات<sup>1</sup>.

وعليه تزداد سيولة السوق كلما كانت هناك استمرارية في أوامر التداول (عمق السوق) وبأحجام كبيرة (اتساع السوق) إلى جانب توفر قدرة داخلية في السوق على إزالة أي اختلال في العلاقة بين الكمية المعروضة والكمية المطلوبة، وتمثل خصائص سيولة السوق فيما يلي<sup>2</sup>:

### 2-1 عمق السوق:

يقصد بعمق السوق أن هناك أوامر بيع وشراء متدفقة ومستمرة كما أن السوق العميق يتسم عادة بمجال محدود من تقلبات الأسعار نتيجة لاستمرار أوامر البيع والشراء التي سرعان ما تعيد حالة التوازن للسوق، كما أن أهم متطلباته وجود وسائل اتصال جيدة بين المتعاملين حتى لا توجد أوامر شراء أو بيع حائرة لا تجد طريقة للتنفيذ.

### 2-2 اتساع السوق:

على العكس من السوق الضيق فإن اتساع السوق يتم بعدد كبير من أوامر البيع والشراء حيث يصبح من السهل استعادة الاستقرار في الأسعار ففي هذه الأسواق لا يوجد حوافز لدى المشتريين

<sup>1</sup> إبراهيم منصور، تنمية أسواق الأوراق المالية، بورصة الدار البيضاء، مجلة العلوم الاجتماعية، مجلد 27، العدد 2 جامعة الكويت، صيف 1999، ص 90.

<sup>2</sup> إبراهيم منير هندي، مرجع سابق، ص ص 534، 535.

والبائعين في تأجيل قراراتهم ثم أن صناع السوق (البائع والمشتري والمنشأة المصدرة) يقبلون هامشا ربحيا صغيرا لأنهم يأملون بأن يعوضهم العائد من الأوراق المالية عن الهامش الصغير، إلا أن الفرق بين السوق العميق والسوق المتسع (الواسع) هو أن أوامر البيع والشراء في السوق العميق تكون مستمرة وبأسعار أعلى أو أدنى من السعر الحالي للسوق بينما تكون الأوامر في السوق الواسع ليست فقط مستمرة ولكن بأعداد كبيرة.

### 2-3 سرعة استجابة السوق:

يقصد بها أن أي خلل محتمل في العرض والطلب على الورقة المعنية يمكن معالجته بسرعة من خلال تغيير طفيف في الأسعار وهو ما يؤدي إلى ضالة الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة، مما يقلل فرصة ترده في بيعها، كما يضعف أمل المشتري المحتمل في إمكانية شراءها بسعر أقل في تاريخ لاحق، بالطبع يتوقع صانع السوق لتلك الورقة هامش ربح منخفض نظرا لضالة المخاطر التي يتعرض لها مخزونه إذا ما انخفضت الأسعار كما هو الحال بالنسبة للسوق العميق يتطلب شرط سرعة استجابة السوق توفر وسائل اتصال فعالة تربط بين المتعاملين وتقاس السيولة بمؤشرين هما:

### 2-3-1 نسبة حجم التداول:

ويساوي مجموع الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي كما في الصيغة التالية:

$$\text{معدل قيمة التداول} = \text{قيمة الأوراق المتداولة} / \text{الناتج المحلي الإجمالي}$$

يقيس هذا المؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي فهو يعكس سيولة الاقتصاد بصفة عامة ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق إذ أنه بالرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول يكون صغير، ومنه فإن طرح الشركات لأوراق جديدة سيزيد من عددها وهذا ما يساهم في رفع قيمة التداول وبالتالي المساهمة في رفع السيولة.

**2-3-2 معدل الدوران:**

ويساوي مجموع قيمة الأسهم المتداولة على قيمة رسمة السوق ويستخدم هذا المؤشر في الغالب كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسمة السوق لتوضيح درجة نشاط السوق، إذ أنه من الممكن أن يكون هناك سوق كبير ولكنه غير نشط إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ومعدل الدوران فيها منخفض.

**3- درجة تركز (تركز) السوق:**

يقصد بها مدى تركز التداول وسيطرة قليل من الشركات على السوق أو يكون موزع التداول على عدد كبير منها، ويقاس هذا المؤشر بنسبة التركز للشركات العشرة الأولى الأكبر في السوق من ناحية سيطرتها على قيمة التداول في البورصة من إجمالي رأس مال السوق ومن ثم سيطرتها على النسبة الكبرى في البورصة، وكقاعدة كلما انخفضت نسبة مساهمة أكبر عشر شركات في إجمالي قيمة التداول أو إجمالي القيمة السوقية للبورصة كلما كان ذلك دلالة على فعالية ونشاط السوق<sup>1</sup>.

وعليه فإن دخول شركات مساهمة جديدة وطرح أوراق مالية بأسعار منخفضة نسبياً يجلب إليها الانتباه ويتجه المستثمرون إلى تداول هذه الأوراق المالية، مما يؤدي إلى انخفاض درجة تركز السوق والرفع بذلك من السيولة.

<sup>1</sup> إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص 40.

**خلاصة الفصل الثاني:**

تعتبر الشركات العائلية من أهم مكونات القطاع الخاص لذلك فإن تحويلها إلى شركات مساهمة عامة سوف يعمل على خلق كيان استثماري قادر على الإسهام بشكل كبير في دعم الاقتصاد في البلاد وذلك بتوفير رأس مال صلب وضخم قادر على انجاز مشاريع كبيرة بالإضافة إلى أن دخول هذه الشركات إلى السوق سوف يكون له الأثر الإيجابي عليه.

## مقدمة الفصل الثالث:

أمام استحالة الدراسة على بورصة الجزائر، إجماع الشركات العائلية الجزائرية عن الدخول إلى السوق المالي، اضطررنا إلى دراسة سوق مالية من الأسواق العربية، وقد اخترنا سوق الأسهم السعودي "تداول" في دراستنا التطبيقية باعتبارها أكبر الأسواق المالية في منطقة الخليج.

فمن نتائج اهتمام المملكة السعودية بالقطاع الخاص مبادرة الدولة في مرحلة متأخرة إلى تبني سياسة اقتصاد السوق الحر وتوفير الإمكانيات المالية والأطر التشريعية والتنظيمية الداعمة لعمل شركات القطاع الخاص عامة والشركات العائلية على وجه الخصوص.

ونظرا لما توليه السياسات الحكومية في المملكة السعودية من أهمية قصوى للسوق المالية في تحقيق أهداف الخطة التنموية والتي من بينها تقديم تسهيلات للشركات التي ترغب في التسجيل في السوق وطرح أسهم للاكتتاب الشيء الذي يعمل على زيادة عمق السوق ونشاطه ورفع كفاءته، ومنه برزت الحاجة إلى دراسة أداء سوق الأسهم السعودي والتعرف على مدى كفاءتها وقدرتها على تصحيح الأوضاع الاقتصادية من خلال توجيه الموارد المالية المحدودة إلى القطاعات الأكثر إنتاجية ومردودية وخلق فرص جديدة للعديد من المستثمرين المحليين والأجانب.

ومن هذا المنطلق سيتم من خلال هذا الفصل دراسة مؤشرات تطور البنية السوقية، التشريعية والتنظيمية لسوق الأسهم السعودية من خلال المباحث التالية:

- طبيعة سوق الأسهم السعودي.

- نشاط سوق الأسهم السعودي وإسهامات الشركات العائلية فيه.

- مؤشرات نشاط سوق الأسهم السعودي.

**المبحث الأول: طبيعة سوق الأسهم السعودي**

يعتبر سوق الأسهم السعودي من الأسواق المالية التي حققت نجاحات ومسارات تطوير وتحديث كثيرة خلال فترة وجيزة نسبياً، مما جعل تجربتها على مسار الإصلاح نموذجاً تقتدي به مختلف الدول العربية.

**المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي**

تعود نشأة سوق الأسهم السعودي إلى عام 1934، بتأسيس أول شركة مساهمة سعودية والمتمثلة في الشركة العربية السعودية، غير أن السوق لم يأخذ شكله التنظيمي وبعده المؤسساتي إلا في نهاية السبعينات، إثر تبني المملكة لسياسة اقتصاد السوق الحر وما نتج عنه من تزايد في عدد الشركات المساهمة، وتزامن ذلك مع قيام الحكومة بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة لفائدة القطاع الخاص الوطني، وهذا ما ساهم في تزايد عدد الأسهم المتاحة للتداول بين جمهور المستثمرين. وقد نشأت في تلك الفترة سوق غير رسمية للأسهم وظهرت العديد من الممارسات غير القانونية التي أدت إلى صدور المرسوم الملكي رقم 8/1230 عام 1984 القاضي بتنظيم عملية تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية، وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق ومراقبة عمليات التداول<sup>1</sup>.

حيث تعتبر مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تأسيس هيئة السوق المالية بتاريخ 2003/07/31 بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالي من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق، وبتاريخ 19 مارس 2007 تم تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم "شركة السوق المالية السعودية (تداول)" يأتي القرار تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر، ط1، 2003، ص63.

<sup>2</sup> الموقع الرسمي لسوق الأسهم السعودية، <http://tadawulaty.tadawul.com.sa>

كذلك تجدر بنا الإشارة إلى أن شركة السوق المالية السعودية تداول انضمت إلى اتحاد البورصات العالمية وذلك بعد استيفائها كافة إجراءات ومعايير الانضمام للعضوية.

### المطلب الثاني: الإطار التشريعي لسوق الأسهم السعودي

#### 1- نظام السوق المالي:

صدر نظام السوق المالي بموجب المرسوم الملكي رقم: م/30 المؤرخ في 31 يوليو 2003 والمؤسس على قرار بمجلس الوزراء رقم 91 الصادر في أبريل من السنة ذاتها المتضمن الموافقة على مشروع نظام السوق المالي السعودي. وقد نص النظام على إعادة هيكلة السوق المالي السعودي على أسس جديدة متطورة من شأنها دعم الثقة في السوق، بضمان الإفصاح والشفافية في آلية عمل الشركات المساهمة المدرجة في السوق، وتحقيق العدالة في إتاحة المعلومات، إلى جانب حماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية. وقد وفر النظام لأول مرة مرجعية نظامية متكاملة تضمنت توصيات بإنشاء الهياكل والمؤسسات التنظيمية والإشرافية والتشغيلية للسوق، وتحديد صلاحياتها والمهام الموكلة إليها من خلال الفصل بين الدور الرقابي والإشرافي والدور التشغيلي للسوق باستحداث مؤسسات جديدة تمثلت في هيئة السوق المالية، سوق الأسهم السعودية (سوق الأوراق المالية)، مركز إيداع الأوراق المالية، لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية ولجنة الاستئناف<sup>1</sup>.

وتتخصر أهداف سوق الأوراق المالية في:

- تطوير عملية تداول الأسهم على نحو يخدم خطط التنمية الاقتصادية في المملكة العربية السعودية بما في ذلك استخدام أحدث الأنظمة التقنية المستعملة في الأسواق المالية العالمية.
- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج من حيث كفايتها وشفافيتها، ومن قواعد التداول وآليته الفنية ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق بما يكفل توفير السيولة وحماية مصالح المستثمرين.
- توفير القواعد والإجراءات السليمة والسريعة ذات الكفاية لتسوية الصفقات، من خلال إنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية.

<sup>1</sup> هيئة سوق الأسهم السعودية، "نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم رقم م/30"

<http://cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secserno=389&nirrorid=159&serno=389>

- إتاحة المعلومات المالية المتعلقة بالصفقات المنفذة والشركات المساهمة المتداولة أسهمها في السوق لجميع المستثمرين.

- تحديد المعايير المهنية لعمل شركات الوساطة في السوق ووكلائها والعمل على تطبيقها.

- التحقق من قوة ومثانة الأوضاع المالية للوسطاء من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامهم بمعايير كفاية رأس المال، إلى جانب وضع الترتيبات الخاصة بحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة.

- تحديد جدول الرسوم والعمولات التي يتقاضاها الوسطاء نظير خدماتهم.

- تحديد شروط ومتطلبات نيل عضوية السوق والقيود والإجراءات الملائمة التي تسمح لشركات الوساطة المرخص لها بتنفيذ الصفقات في السوق.

ولتدعيم القاعدة الاستثمارية للسوق المالي السعودي أقر مجلس الوزراء السعودي في وقت سابق من صيف 2005 بالمساواة بين مواطني دول مجلس التعاون الخليجي والسعوديين في مجال تأسيس وتملك وتداول أسهم الشركات المساهمة السعودية المدرجة في سوق الأسهم السعودي بما في ذلك البنوك وشركات التأمين والشركات العقارية المساهمة<sup>1</sup>. إلى جانب السماح للأجانب بالاستثمار في السوق المالي السعودي بشكل غير مباشر عن طريق الصناديق الاستثمارية، حيث أضاف إصدار القرارين الساميين عن مجلس الوزراء مع مطلع عام 2006م الخاص بالسماح للمقيمين بالاستثمار في سوق الأسهم السعودي، وتجزئة القيمة السوقية للأسهم بعدا مهما للسوق المالي السعودي، فالسماح للمقيمين بالاستثمار في السوق سيشجع على تفعيل نظام الاستثمار الأجنبي وزيادة أعداد المستثمرين الأجانب، ويساهم بشكل كبير في تحسين مؤشرات التداول في السوق.

<sup>1</sup> سوق الأسهم السعودي، القواعد والأنظمة، صفحة ويب متوفرة على الرابط:

<http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/cmd/es/ce/70A/s/704Af/s70A/704>



**2- اللوائح التنفيذية لسوق الأسهم السعودي:**

يقصد باللوائح التنفيذية مجموعة القواعد والتعليمات والإجراءات التي تصدرها هيئة السوق المالي لتسهيل تطبيق أحكام نظام السوق المالي، وتهدف هذه اللوائح بشكل أساسي إلى معالجة مجالين مهمين في شركات المساهمة المدرجة في السوق وهما: إجراءات إصدار الأوراق المالية وتنظيم وتفعيل النشاط التجاري والمالي في السوق.

وقد استطاع مجلس هيئة السوق المالي السعودي في غضون فترة زمنية وجيزة أن يصدر مجموعة متكاملة من اللوائح التنفيذية رفيعة المستوى. وفي مايلي عرض مضامين اللوائح سارية المفعول<sup>1</sup>:

**2-1 لائحة سلوكيات السوق:**

تحدد هذه اللائحة أدبيات وسلوكيات التعامل الواجب الاتصاف بها من قبل المتعاملين في السوق من مستثمرين، ومصدرين ووسطاء. كما تتضمن الإشارة إلى ممارسات محظورة يمكن أن ينشأ من ارتكابها تأثيرات سلبية على عنصر الشفافية وعلى اعتبارات جمهور المستثمرين إزاء عدالة وصحة البيانات المنشورة، وتكافؤ الفرص المتاحة لهم، وتندرج في عداد الأعمال التي تعد من قبيل أشكال التلاعب أو التضليل والاحتيال وكل تصرف يكون هدفه إجراء تداول وهمي، أو تسجيل صفقة تداول على ورقة مالية لا تتطوي على تغيير الملكية الحقيقية لها (وهو ما يسمى بالبيع الصوري للورقة المالية)، أو التلاعب بسعر الافتتاح أو الإغلاق للورقة المالية، أو إدخال أمر أو سلسلة من الأوامر على ورقة مالية ما دون وجود نية لتنفيذها.

**2-2 لائحة طرح الأوراق المالية:**

حددت هذه اللائحة المقصود بطرح الأوراق المالية وقيوده والمطروح عليه وحالات طرح الأوراق المالية (الطرح العام، الطرح الخاص، الطرح المستثنى) وقد أوردت اللائحة في المادة الثالثة

<sup>1</sup> هيئة السوق المالي، نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، المملكة العربية السعودية، الإصدار السادس، ص ص

10-11 متوفر على الرابط:

<http://www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/investorgid/pdf/ig-b.pdf>.

نصا صريحا يفيد بعدم جواز طرح أوراق مالية صادرة عن شركة في المملكة ما لم تكن تلك الشركة شركة مساهمة. ويعتبر الطرح خاصا إذا لم يكن هناك طرف مستثنى، وكان المبلغ المترتب على كل من المطروح عليهم في المملكة لا يقل عن مليون ريال سعودي، أو ما يعادله وكان الطرح أيضا موجها لحكومة المملكة، أو مؤسسة النقد العربي السعودي، أو مركز الإيداع أو السوق، أو أية سوق مالي آخر تعترف بها الهيئة المالية.

ويكون الطرح مستثنى إذا كانت الأوراق المالية صادرة عن الحكومة أو عن هيئة دولية تعترف بها المملكة، وكان طرح الأوراق المالية على ما يزيد عن ستين مطروح عليه في المملكة، وكان المبلغ المدفوع على كل مطروح عليه لا يقل عن مليون ريال أو ما يعادله. ويعد الطرح عاما إذا كان لا يستوفي شروط الطرح الخاص ولم يكن ضمن حالات الطرح المستثنى.

### 2-3 لائحة قواعد التسجيل والإدراج:

تقتضي طلبات التسجيل والإدراج في سوق الأسهم السعودي توافر عدة شروط أهمها:

أن يكون مقدم الطلب شركة مساهمة سعودية قد مارس إما بنفسه مباشرة أو من خلال واحدة أو أكثر من شركاته التابعة لها نشاطا مستقلا كنشاط رئيسي له خلال ثلاث سنوات مالية على الأقل تحت إشراف إدارة لم تتغير في مجملها تغييرا جوهريا، كما يجب أن يكون مقدم الطلب قد أعلن عن القوائم المالية المراجعة عن السنوات المالية الثلاث السابقة على الأقل، وأن يكون قد تم إعدادها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، وإلى جانب ذلك يجب أن تكون الفترة المشمولة لأحدث القوائم المالية المراجعة قد انتهت قبل ما يزيد عن ستة أشهر منذ تاريخ اعتماد نشرة الإصدار.

### 2-4 لائحة الأشخاص المرخص لهم (الوسطاء):

يعتبر إصدار هذه اللائحة خطوة حاسمة لتأسيس مرحلة جديدة من عمل الوساطة في السوق المالي السعودي لسببين:

أولهما أنها ساهمت في كسر احتكار البنوك التجارية المحلية، التي كانت تسيطر على أعمال الوساطة وثانيها أنها ألزمت البنوك التي ترغب في تقديم هذه الخدمة بفصل نشاطها الأساسي عنها.

وقد اشترطت لائحة الأشخاص المرخص لهم ضمن متطلبات الترخيص لممارسة أعمال التعامل والحفظ والإدارة أن يكون مقدم الطلب مؤسساً في المملكة، وأن يكون إما شركة تابعة لبنك محلي أو شركة مساهمة، أو شركة تابعة لمؤسسة مالية أجنبية مرخص لها حسب نظام مراقبة البنوك الصادرة بالمرسوم الملكي رقم م/5.

## 2-5 لائحة أعمال الأوراق المالية:

عرفت على أنها ممارسة نشاطات التعامل سواء بيع أو شراء أو إدارة الاكتتاب في الأوراق المالية، أو التعهد بتغطيتها والترتيب والإدارة وتقديم المشورة والحفظ. ويعد الشخص ممارساً لأعمال الأوراق المالية في المملكة إذا كان هذا الشخص يمارس نشاط الأوراق المالية من مقر عمل دائم في المملكة، أو مع شخص ثاني في المملكة، أو لحسابه الخاص.

### المطلب الثاني: الإطار التنظيمي للسوق المالي السعودي

#### 1- البنية التنظيمية للسوق المالي السعودي:

ويمكن توضيح صلاحيات هيئة السوق المالي في مايلي<sup>1</sup>:

- تنظيم وتطوير السوق المالي والعمل على حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة، التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب أو التداول بناء على معلومات داخلية.
- العمل على تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
- توفير وتطوير الإجراءات الكفيلة بتقليل المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.

<sup>1</sup> هيئة السوق المالية، مهام ومسؤوليات هيئة السوق المالية، متوفرة على الرابط:

<http://www.cma.org.sa/cma/upload-sec-content/dwfile274final/pdf>

- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها والتعامل مع الأطراف المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها.
- تنظيم ومراقبة أعمال وأنشطة الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
- تنظيم ومراقبة أنشطة إصدار وتداول الأوراق المالية، إلى جانب تنظيم متطلبات الوكالة والشراء والعروض العامة للأسهم.
- وقد عكفت هيئة السوق المالية بمجرد تأسيسها على تنفيذ أمريات نظام السوق المالية المتضمن إنشاء الأجهزة والإدارات المنظمة لعمل السوق، وفي مايلي عرض لهذه الأجهزة:

### 1-1 سوق الأسهم السعودي:

نص نظام السوق المالي على إنشاء سوق مالي سعودي كشركة مساهمة وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة. ويمكن أن يتداول في هذا السوق أسهم الشركات القابلة للتحويل، أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات أو الحكومة أو الهيئات العامة، أو المؤسسات العامة، الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وأية أدوات تمثل حقوق أرباح المساهمة أو حقوق في توزيع الأصول.

ويدير السوق مجلس متكون من 9 أعضاء يعينون بقرار من مجلس الوزراء وبترشيح من رئيس مجلس إدارة هيئة السوق المالي، ويعين من بينهم رئيس المجلس ونائبه.

### 2-1 مركز إيداع الأوراق المالية:

نص نظام السوق المالي على إنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية يكون بمثابة الهيئة الوحيدة في المملكة مرخص لها بممارسة عمليات الإيداع والتسوية والتحويل والمقاصة وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> هيئة السوق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية، على الرابط:

<http://www.cma.org.sa/cma-ra/subpage.aspx?secsero=27>

**1-3 لجنة الفصل في المنازعات:**

عهد نظام السوق المالي إلى هيئة السوق المالي بمهمة إنشاء هذه اللجنة وتكوينها من مستشارين قانونيين لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وقد اشترط نظام السوق أن يكون هؤلاء المستشارين متخصصين في مجال المعاملات والأسواق المالية، ويتمتعون بالخبرة في القضايا التجارية والمالية والأوراق المالية، وليس لهم مصلحة مالية أو تجارية مباشرة أو غير مباشرة، أو صلة قرابة حتى الدرجة الرابعة بأصحاب الشكوى أو الدعوة المرفوعة أمام اللجنة.

وتعتبر هذه اللجنة صاحبة الاختصاص القضائي في الفصل في جميع المنازعات التي تقع في نطاق الهيئة والسوق وأحكامه ولوائحه في الحق العام والخاص.

**1-4 لجنة الاستئناف:**

نص نظام السوق المالي أيضا على إنشاء لجنة الاستئناف، يشكلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية وتتكون هذه اللجنة من ثلاثة أعضاء يمثلون وزارة المالية، وزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء لمجلس الوزراء لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد. وتتمتع لجنة الاستئناف بسلطة رفض النظر في القرارات أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد. ويمكن الاستئناف ضد القرار الذي تصدره لجنة الفصل في المنازعات أمام هيئة الاستئناف في غضون 30 يوما من تاريخ الإخطار بذلك، وتعد قراراتها بذلك نهائية.

وإلى جانب الأقسام السابقة، فقد أنشأت هيئة السوق المالي في سبيل تحقيق مهامها من طرف عدة إدارات تعمل تحت إشرافها المباشر وهي: إدارة تمويل الشركات، إدارة التراخيص والتفتيش، إدارة المتابعة والتنفيذ وإدارة الإشراف والرقابة<sup>1</sup>.

**2- أنظمة التداول في سوق الأسهم السعودي:**

مرت عملية التداول في سوق الأسهم السعودي بعدة تغيرات منذ نشأتها، حيث كان يتم الاتصال بين البائع والمشتري عن طريق مجموعة من الأشخاص يتولون مهمة الوساطة المالية، بعدها تم تعديل

<sup>1</sup> هيئة السوق المالية، مهام ومسؤوليات هيئة السوق المالية، مرجع سابق.

هذا النظام بإقامة لجنة مشتركة تضم في عضويتها ممثلين عن وزارة المالية والاقتصاد ومؤسسة النقد العربي السعودي للإشراف على كافة نشاطات التعامل في السوق، ثم اقتضت الوساطة على البنوك التجارية. ونظرا للمشاكل التي نجمت عن هذا النظام اختارت لجنة الإشراف على السوق بديل لهذا النظام تمثل في تأسيس صالة رئيسية لتداول الأسهم تتيح للمتعاملين إمكانية التواجد في مكان واحد لتنفيذ الصفقات.

إلا أن هذا النظام لم يعمر طويلا ليعود التعامل في الأسهم مرة أخرى عن طريق الهاتف والتيلكس. ومع بداية عام 1990 شهد نظام التعامل في سوق الأسهم السعودي نقلة نوعية لأنظمة التداول الإلكتروني والمتمثلة في النظام الآلي لمعلومات الأسهم السعودية ونظام تداول الإلكتروني المطور المعروف بنظام "تداول"<sup>1</sup>.

## 2-1 النظام الآلي لمعلومات سوق الأسهم السعودي:

اعتمدت مؤسسة النقد العربي السعودي نظاما آليا لمقاصة وتسوية عمليات الأسهم أطلق عليه النظام الآلي لمعلومات الأسهم السعودية، وهو عبارة عن نظام الكتروني للتداول والتسوية دون الاعتماد على قاعدة التداول التقليدية، حيث ترتبط وحدات التداول المركزية في البنوك (الوسطاء) بمؤسسة النقد العربي السعودي عن طريق حاسب آلي مركزي، ويقوم هذا النظام بتوفير معلومات آنية عن أسعار وأحجام الصفقات المنفذة، إضافة إلى توفير المعلومات عن الشركات المساهمة المتداولة أسهمها في السوق من خلال شاشات العرض المتواجدة في أكثر من 400 فرع من فروع البنوك المحلية وبعض فروعها في الخارج.

## 2-2 نظام تداول الأسهم الإلكتروني المطور:

بادرت مؤسسة النقد العربي السعودي في شهر أكتوبر 2001 في سبيل التغلب على أوجه القصور في النظام الآلي السابق بتطبيق نظام معدل أطلق عليه نظام تداول. وقد كان الغرض من هذا

<sup>1</sup> عبد العزيز محمد الدخيل، سوق الأسهم السعودية: قراءة في التاريخ ورؤية في المستقبل، ورقة عمل مقدمة في المنتدى الأول لسوق الأوراق المالية، المركز الاستشاري للاستثمار والتمويل، السعودية، أبريل 2005، ص ص 14-9.

النظام إتمام صفقات البيع والشراء وتحصيل قيمة الأسهم المتداولة من خلال حلقة قصيرة المدى. ويتجانس هذا النظام مع السوق المستمر الذي تحركها أوامر البيع والشراء الواردة إلى السوق من حين لآخر. ومن أهم مزايا نظام تداول، التسوية السريعة والدقيقة للصفقات وفي نفس اليوم يتم تنفيذها. أما التسوية النقدية فتتم بعد يوم من تنفيذ الصفقة. كما يتسم هذا النظام بالمرونة من حيث بقاء الأوامر في السوق حسب تاريخ صلاحية الأمر، والشفافية من خلال الإعلان الفوري عن الأسعار والكميات المتداولة ومعلومات وإعلانات الشركات للبنوك والمستثمرين. وقد أدى تطبيق نظام تداول إلى خفض زمن معالجة طلبات التداول من خلال العملية المباشرة حيث ترتبط داخليا كل نظم الشبكة، وقد سمح الربط المباشر للإيداع مع المتداولين بالتحويل الفوري لملكية الأسهم علاوة على المعالجة الفورية لأوامر البيع والشراء حال إدخالها في شبكة الانترنت، كما أتاح أيضا نظام تداول الجديد إمكانية تحويل الإشعارات إلى حسابات أسهم الكترونية قابلة للتحويل بين حسابات المستثمرين في النظام دون الحاجة إلى أية أوراق ملكية. وفي هذا الصدد تؤدي الشركة السعودية لتسجيل الأسهم دورا بارزا في مجال الأنشطة المتعلقة بالتسويات وتسجيل الملكية وحفظ وإدارة سجلات مساهمي الشركات.

ويمكن عرض أنواع الأوامر التي يوفرها نظام تداول على النحو التالي:

- أمر السوق الفوري: وهو أمر يفيد شراء أو بيع سهم معين بالسعر الحالي الأفضل، ويقوم نظام تداول تلقائيا بإصدار سعر محدد لأوامر السوق على أساس المعادلة الموضوعة من طرف هيئة السوق لحماية الأسعار المحددة. وخلافا لهذا يشير الأمر المحدد للسعر إلى أمر بيع أو شراء عدد محدد من الأسهم بسعر معين أو أفضل منه.
- الأمر غير المسعر: وهو أمر مشابه لأمر السوق الفوري من حيث أنه يتم إدخاله بدون سعر محدد ويصبح هذا الأمر أمرا محددًا للسعر حالما يتم حساب السعر، والفرق بين الأمرين يتمثل في انعدام الحماية للأسعار بالنسبة للأمر غير المسعر.
- الأمر ذو الكمية غير المعلنة: وهو جزء من الكمية الإجمالية للأمر التي لا تظهر في شاشات الوسطاء، وقد يكون هذا ضروريا عند وجود أمر يتضمن بيع أو شراء كميات كبيرة من الأسهم، حيث أن إخفاء الكمية الفعلية للأسهم في الأوامر الكبيرة يسمح بتنفيذ الكميات المعلنة من الأمر بالأسعار السائدة في السوق، أما إن تم عرض كامل الكمية في السوق فقد تؤثر سلبا على اتجاهه.

- أمر التنفيذ الكامل فقط: ويشير إلى إجبارية تداول كمية الأمر كلها دفعة واحدة وإلا تم إلغاؤه.

### المبحث الثاني: نشاط سوق الأسهم السعودي وإسهامات الشركات العائلية فيه

إن وجود شركات عائلية في سوق الأسهم السعودي من شأنها زيادة حجم السيولة والقيمة السوقية فيه، كما أنها تساهم في جذب المزيد من المستثمرين لذا يجب تشجيع هذه الشركات وتحفيزها على الالتزام بقواعد الحوكمة لممارسة دور فعال في السوق المالي السعودي، لذلك يجب تحويلها إلى شركات مساهمة عامة وطرح أسهمها للاكتتاب حتى تساهم في تنشيط السوق، وهذا التحول لا يبدد وجود الشركات العائلية نتيجة عمليات الطرح المستمر للاكتتاب، لأن معظمها إن لم نقل جميعها تبقى تحتفظ بنحو 70% من ملكيتها العائلية.

### المطلب الأول: الاكتتابات الجديدة ومساهماتها في تنشيط السوق

يعتبر الكثير من الخبراء والمنحصرين في سوق الأسهم السعودي أن شروط الإدراج التي نصت عليها لائحة هيئة السوق المالية مشجعة وميسرة، ومتماشية مع الشروط المطلوبة في الأسواق العالمية المتطورة حيث تصب في مصلحة السوق الثانوية والمستثمر والاقتصاد ككل، إلى جانب أنها تضمن تقديم شركات ذات نتائج وأداء لمدة كافية تمكن المستثمر من الحكم على أداء إدارتها وأدائها التشغيلي، مشددين في ذات الوقت على أن الاستمرار في طرح الشركات الجديدة سيقود حتماً إلى الارتقاء بأداء السوق واستقراره.

حيث وضعت هيئة السوق المالي شروطاً للشركات السعودية الراغبة في التسجيل والإدراج بسوق الأسهم السعودي، وهي شروط معقولة وميسرة تهدف في المقام الأول إلى خلق سوق ثانوية متقدمة وتقديم فرص استثمارية للمستثمرين مصحوبة، بإفصاح كاف لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية بشكل سليم. كذلك تنص الشروط الواردة في اللوائح التنفيذية وقواعد التسجيل والإدراج على أن تكون الشركة سعودية، وأن يكون هناك استقرار لإدارة الشركة خلال السنوات الثلاث السابقة لطلب الإدراج وأن تكون إدارة الشركة مؤهلة من حيث الدراية والخبرة، كما يجب أن تكون الشركة قد أعلنت عن قوائمها المالية للسنوات الثلاث السابقة معدة وفقاً لمعايير المحاسبة الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، بالإضافة إلى أن تقدم الشركة بياناً بكفاية رأس مالها العامل لمدة اثني عشرة شهراً القادمة.



فمن الملاحظ أن هذه الشروط ميسرة تضمن أن تكون الشركات التي يتم تقديمها للسوق هي شركات ذات نتائج وأداء فعلي لمدة كافية.

إضافة إلى أن قواعد التسجيل والإدراج تلزم المصدر أن يقدم طلب التسجيل إلى هيئة السوق المالية مرفقا به المستندات المؤيدة، ومن أهمها نشرة الإصدار والتي توزع بعد الحصول على موافقة الهيئة عبر قنوات مختلفة مثل: البنوك وموقع هيئة السوق المالي الإلكتروني، لذا فإن التزام الشركات بإصدار هذه النشرة أحدث أثرا إيجابيا في زيادة مستوى الإفصاح لتمكين المستثمرين من اتخاذ قراراتهم في ظل رؤية واضحة.

مع العلم أن شروط الإدراج وطرح أسهم شركات جديدة للاكتتاب يعتبر دعامة أكبر لاستقرار وعمق السوق من جهة، ومن جهة أخرى يقلل من حدة التذبذبات لذلك فإن إتاحة الفرصة لطرح شركات جديدة خصوصا في نشاطات وقطاعات اقتصادية جديدة ليست في السوق ستكون ذات إضافة نوعية للسوق وللنتائج المحلي على حد سواء.

ومن المؤكد أن الاتجاه والاستمرار في إدراج الشركات الجديدة سوف يؤدي إلى رفع أداء سوق الأسهم السعودي، ومن أهم ميزات تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة أنها ستكون تحت المجهر مما يجعلها تسعى باستمرار لتحسين أدائها للالتحاق بالشركات الأخرى والقدرة على منافستها إضافة إلى أن سوق الأسهم يخلق ضغطا على الشركات الضعيفة مما يحفزها على تقوية أدائها لمواكبة الشركات القوية في السوق<sup>1</sup>.

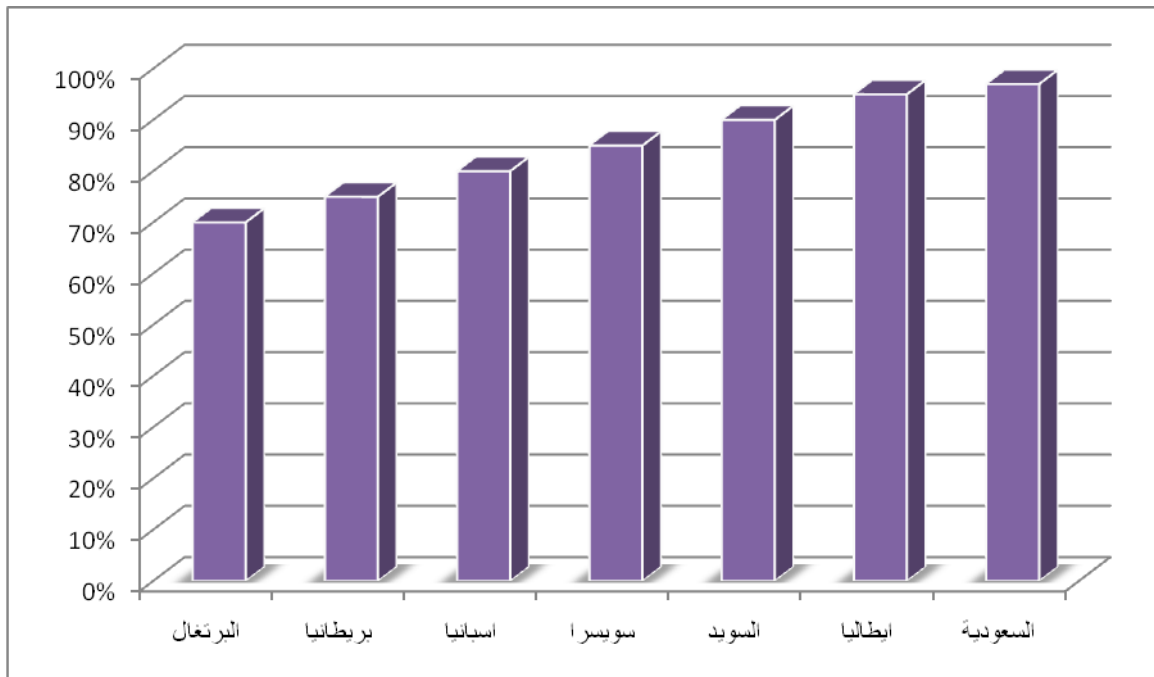
<sup>1</sup> عبد الرحمان التويجري، الطريق للتحويل إلى شركة مساهمة عامة (المزايا والتحديات)، الملتقى الأول للشركات العائلية السعودية، السعودية، 18/04/2012. متوفر على الرابط: <http://www.mubasher.info>

## المطلب الثاني: الحضور القوي للشركات العائلية في سوق الأسهم السعودي

## 1- سوق الأسهم السعودي والشركات العائلية:

تحظى الشركات العائلية بنصيب الأسد في العديد من دول العالم وخاصة المملكة العربية السعودية. وفي مايلي إحصائيات تظهر نسبة الشركات العائلية من مجموع الشركات المسجلة في عديد من الدول.

الشكل رقم(2): نسبة الشركات العائلية من مجموع الشركات المسجلة في عدد من الدول.



المصدر: شكل مقتبس من مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، العدد الثالث والعشرون، الربع الرابع

2009، ص 24.

انطلاقاً من الشكل أعلاه، نجد أن الشركات العائلية في السعودية تمتلك أكثر من 95% من شركات القطاع الخاص، إما من خلال شركات مملوكة بالكامل أو بحصص أغلبية، مساهمة بذلك في 60% من الاقتصاد الوطني بأصول تزيد عن 400 مليار ريال، مما يجعلها المحرك الاستثماري الثاني بعد الحكومة. أما من ناحية التوظيف فإن الكيانات التجارية العائلية السعودية تستوعب أكثر من 80% من القوى العاملة.

يتزامن التنظيم الجيد لسوق الأسهم السعودي مع وصول معظم الشركات العائلية لمرحلة النضج، وخصوصا الشركات العائلية ذات التاريخ العريق التي بدأت معظمها في خمسينات القرن الماضي، إذ تشكل هذه الشركات نسبة كبيرة من الشركات العاملة في المملكة.

ومنه أصبحت الشركات العائلية دعامة قوية للاقتصاد المحلي، ويأتي تنظيم سوق الأسهم بأنظمتها الجديدة بما فيه إجراءات الإدراج ليشكل قناة مساندة تساعد في بقاء واستمرار الشركات العائلية قوية ومتماسكة. ولقد شجع وجود سوق أولية للأوراق المالية أفراد الأسرة الواحدة في العمل سويا على تحويل شركاتهم إلى شركات مساهمة مغلقة حتى يحين الوقت المناسب لطرحها في السوق. فسوق الأسهم في أي اقتصاد يعتبر الأكثر عدالة لتسعير أسهم الشركات بما فيها الشركات العائلية التي يعتبرها البعض لم تهرع لطرح أسهمها في السوق إلا لأن أسعار الأسهم مرتفعة، ورغم أن ذلك قد يعتبر حافزا للإسراع بالإدراج إلا أنه لا يمثل الكثير للشركات العائلية بقدر ما تمثله الحوافز الأخرى الأكثر أهمية.

فالسوق تعطي سعرا يعكس كافة المعلومات المتوافرة عن الشركة في لحظة معينة، فقوى العرض والطلب تمثل كل المعلومات حول سهم ما وبشكل لحظي، مما يعطي سعرا عادلا للسهم. ومن العوامل المهمة الأخرى هي قدرة الشركات العائلية الأخرى على استخدام سوق الأسهم كمصدر لتمويل نشاطاتها ونمو أعمالها، سواء عائلية أو عامة وبأسعار أقل مقارنة بأنواع التمويل الأخرى، فشركات المساهمة تلجأ لرفع رؤوس أموالها عند الحاجة للتمويل، إذا كان ذلك سيساهم في رفع أدائها ورفع مؤشرات الربحية لديها.

ولعل الهدف الأسمى لتحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة هو ضمان استمرارية الشركة وتعزيز قدرتها على التوسع الاستثماري وتجنب الخلافات العائلية الأمر الذي يشجع الكثير من الشركات العائلية على الإدراج في سوق الأسهم.

ويجب التنويه إلى أن الشركات العائلية التي تقدمت بطلب الإدراج في سوق الأسهم السعودي والمدرجة حاليا هي شركات مساهمة تتمتع بسمعة اقتصادية قوية ومنتجات عالية الجودة وقوائم مالية قوية تنافس أداء الكثير من الشركات الأخرى المدرجة في السوق، وهي شركات تتسم بوجود رؤية

واضحة واستراتيجيات تهدف إلى زيادة حقوق المساهمين وكذلك تنويع الاقتصاد المحلي وجعله قادراً على المنافسة الإقليمية والعالمية<sup>1</sup>.

## 2- بعض الشركات العائلية المدرجة في سوق الأسهم السعودية:

يضم سوق الأسهم السعودي نسبة معتبرة من الشركات العائلية، موزعة في قطاعات مختلفة تساهم في تنشيط السوق وفيما يلي بعض الشركات العائلية الناجحة المدرجة في السوق<sup>2</sup>:

### 2-1 مصرف الراجحي:

تأسس بتاريخ 1976/01/03 حيث بدأ النشاط المصرفي والتجاري قبل أكثر من 50 عاماً. ففي عام 1978 تم دمج المؤسسات الفردية تحت مسمى شركة الراجحي للصرف والتجارة، وفي عام 1987 تحول إلى شركة مساهمة وأعلن كشركة مساهمة سعودية. ويعتبر مصرف الراجحي إحدى الشركات المصرفية والاستثمارية الكبرى الذي ينتمي إلى قطاع المصارف والخدمات المالية والذي ساهم في سوق الأسهم السعودي بقيمة سوقية بلغت 104.250 مليار ريال .

### 2-2 شركة جرير للتسويق:

تأسست بتاريخ 2000/10/08، وهي شركة عائلية سعودية رائدة في مجال توزيع المستلزمات المدرسية والمكتبية والكتب وأجهزة الحاسب الآلي ومستلزماته داخل المملكة العربية السعودية بالإضافة إلى دخولها أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، وهي تساهم بقيمة سوقية تبلغ 8.355 مليار ريال في قطاع التجزئة.

### 2-3 شركة أسترا الصناعية:

تأسست بتاريخ 1988/08/22 كشركة ذات مسؤولية محدودة وتم تحويلها إلى شركة مساهمة مقفلة في 06 فيفري 2008. ثم تحويلها إلى شركة مساهمة عامة تتمثل أنشطتها في إنشاء وإدارة

<sup>1</sup> مجلة تداول، إصدارات متعددة.

<sup>2</sup> مجلة تداول "روابط الشركات المدرجة"، <http://www.tadawul.com.sa>

وتشغيل الاستثمار في المنشآت الصناعية والتي تمارسها داخل وخارج السعودية. تساهم في قطاع الاستثمار الصناعي في سوق الأسهم السعودي بقيمة سوقية تبلغ 2.6.8 مليار ريال.

#### 2-4 شركة الخضري:

تأسست عام 1966 من طرف المرحوم الشيخ عبد الله عبد المحسن الخضري كمؤسسة فردية تحمل اسمه للقيام بأعمال المقاولات العامة ومن ثم اتفق الورثة على تحويل أصول المؤسسة لتأسيس شركة توصية بسيطة سعودية تحت اسم "شركة أبناء عبد الله عبد المحسن الخضري". وقد تم تحويل الشركة إلى شركة مساهمة بموجب القرار رقم (152/ق) بتاريخ 2009/05/11 تدرج ضمن قطاع التشييد والبناء وتساهم في السوق السعودي بقيمة سوقية قدرها 2.284 مليار ريال.

#### 2-5 شركة المواساة:

تنتمي إلى قطاع التجزئة وتساهم بـ 2.356 مليار ريال كقيمة سوقية في السوق السعودي. تأسست بتاريخ 1974/02/21 حيث بدأت كمؤسسة فردية يملكها السيد محمد سلطان السبيعي بغرض إدارة وتشغيل المرافق الطبية وذلك بتأسيس مستوصف المواساة في عام 1976.

#### 2-6 أسواق عبد العثيم:

تأسست في 1980/05/21 وهي امتداد لمؤسسة صالح العثيم التجارية التي أسسها في عام 1957 الشيخ الراحل صالح العثيم. ومع رسوخ اسم شركة العثيم التجارية في سوق صناعة الأسواق المركزية وجملة المستهلك، استمرت الشركة في تقديم تجربة تسويقية جيدة من خلال الأسعار المنافسة والخدمات المتميزة، الجودة وقادت هذه الصناعة. تساهم بقيمة سوقية قدرها 2.250 مليار ريال في قطاع التجزئة.

#### 2-7 شركة العبد اللطيف:

تأسست الشركة عام 1981 حيث تعد أكبر مجموعة صناعية متكاملة مع شركاتها الخمس تستخدم أحدث تقنيات تجهيز وغزل ونسج وصباغة السجاد والموكيت والبطانيات وتتمتع بمركزها

الريادي في هذه الصناعة على مستوى الشرق الأوسط وإفريقيا، تقد مساهمتها في القيمة السوقية في قطاع الاستثمار الصناعي بنحو 2.161 مليار ريال.

## 2-8 شركة شاكر:

تأسست بتاريخ 1414/10/21 هـ، وهي امتداد للنشاط الذي بدأه المرحوم إبراهيم شاكر منذ 60 عاما في ريادة مجال توفير أجهزة التكيف والأجهزة المنزلية للسوق السعودي، وهي تنتمي إلى قطاع الاستثمار الصناعي وتساهم بقيمة سوقية قدرها 2.143 مليار ريال.

## 2-9 شركة الزامل للصناعة:

تأسست بتاريخ 1998/07/08 وتعد إحدى الشركات الصناعية الرائدة في الشرق الأوسط وتنتشر أعمالها في عدة دول حول العالم، كما تسوق منتجاتها في أكثر من 80 سوقا عالميا. تدرج ضمن قطاع التشييد والبناء، وتساهم بقيمة سوقية تبلغ 1.752 مليار ريال في سوق الأسهم السعودي.

## 2-10 شركة تهامة:

تنتمي إلى قطاع الإعلام والنشر، تأسست عام 1983 يتمثل نشاطها في الإعلان والعلاقات العامة والتسويق تحولت إلى شركة مساهمة بتاريخ 1403 هـ وتساهم بقيمة سوقية قدرها 1.116 مليار ريال في السوق المالي السعودي.

## 2-11 شركة الدريس للخدمات البترولية والنقلات:

تأسست في 1962/09/12 كشركة توصية بسيطة سعودية لتصبح بعد ذلك شركة ذات مسؤولية محدودة في 1423/04/15 هـ، لتتحول بعد ذلك إلى شركة مساهمة عامة والإعلان عن تأسيسها في 1427/01/27 هـ. تمارس تجارة الجملة والتجزئة في الوقود والزيوت والشحوم من خلال قطاع التجزئة وهي تساهم بـ 1.1 مليار ريال كقيمة سوقية.

**2-12 شركة الباطين:**

تأسست في 1955/12/26 تمارس نشاط الطاقة والاتصالات، وقد تم تحويلها إلى شركة مساهمة عامة في 2003/01/27 وتم طرح 30 % من أسهمها للاكتتاب العام في نهاية عام 2006 وهي تدرج ضمن قطاع التشييد والبناء وتساهم بقيمة سوقية تقدر بـ 1.078 مليار ريال.

**2-13 شركة مجموعة السريع:**

تأسست في 2007/01/01 وهي شركة مساهمة سعودية أسس سابقا باسم شركة مصنع السريع للسجاد المحدودة، قرر الشركاء فيها بتاريخ 2006/04/26 دمج شركة مصنع جدة للخياطة الصناعية المحدودة وشركة عبد الله وناصر العبد العزيز السريع التضامنية في الشركة وجميعها شركات مملوكة لنفس الشركاء تحت اسم شركة مجموعة السريع التجارية الصناعية المحدودة، تدرج ضمن قطاع الاستثمار الصناعي وتساهم في سوق الأسهم السعودي بقيمة سوقية قدرها 708 مليون ريال.

**2-14 مجموعة فتحي:**

تأسست في 1992/02/05، ويرجع تاريخ اسم فتحي إلى الجد الأكبر وبعد ذلك استطاع أحمد حسن فتحي أن يطور الاسم ويزيد من نجاحه على مستوى الدول العربية والآسيوية، يتمثل نشاطها في صناعة وتجارة المشغولات الذهبية والفضية والمجوهرات، بيع الهدايا والعطور والملابس الرجالي والحريمي وتجارة الجملة والتجزئة في المواد الغذائية بأنواعها وإقامة المراكز التجارية وإدارتها. تدرج ضمن قطاع التجزئة وتساهم بقيمة سوقية قدرها 680 مليون ريال في السوق المالي السعودي.

**المطلب الثالث: جهود السلطات لترقية دور الشركات العائلية في السوق المالي السعودي**

نظرا لما تمثله الإدارة الرشيدة لشركة المساهمة من أهمية كبيرة بالنسبة لكل من الشركة ذاتها والسوق المالي، قامت هيئة السوق المالي السعودي بإصدار مشروعا متمثلا في لائحة حوكمة الشركات روعي فيه الاسترشاد بالعديد من التجارب المحلية والدولية. وتعد اللائحة لبنة هامة نحو إرساء القواعد والمعايير المنظمة لإدارة الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالي بما يضمن الالتزام بأفضل

ممارسات الحوكمة التي تكفل حماية حقوق المساهمين كما أنها تسهل عملية ممارساتهم لحقوقهم وحصولهم على المعلومات، بجانب إرسائها للحقوق المتعلقة باجتماع الجمعية العامة وحقوق التصويت.

إن صدور لائحة حوكمة الشركات بجانب اللوائح الأخرى التي سبقتها، يعد مؤشرا هاما على وضوح الرؤية لدى الهيئة والتصميم على اتخاذ خطوات جادة وصادقة تترجم على أرض الواقع. تلك الرغبة الوطنية السابقة بالإسراع في وضع الآليات واللوائح الضرورية التي تخدم الهدف النهائي وهو تأسيس سوق مالي كفؤ وفعالة، قادر على الوفاء بالمتطلبات الضرورية للاستثمار.

إن الهدف من اهتمام هيئة السوق المالي السعودي بحوكمة الشركات، يأتي كون أن عمليات الإصلاح الإداري والمالي والاقتصادي لا يمكن أن تتفاعل كمنظومة عملية مع وجود الفساد وإخفاء الخسائر الحقيقية لبعض الشركات والتستر على ديونها من أجل رفع أسعار أسهمها في سوق الأسهم لذلك فإن مكافحة هذا الفساد قولا وفعلا تتم من خلال حوكمة الشركات التي ستقضي على عدة مساوئ أهمها إساءة استعمال السلطة والواسطة والمحسوبية والتهرب الضريبي.

لهذا فإن حوكمة الشركات وآلياتها سوف تساهم في جذب الاستثمارات العالمية، لأنها تعمل كمنظومة معاصرة تسعى إلى التعامل مع اقتصاديات السوق التي لها الكثير من المحاذير وصولا إلى الكسب المشروع والتعامل مع الحوافز للإدارة العليا التنفيذية.

ومن هذا المنطلق، فإن مفهوم حوكمة الشركات يجب أن يستحوذ على المزيد من الاهتمام في القطاعين الحكومي والخاص، لأن متطلبات الإفصاح والشفافية وإتباع القواعد المحاسبية المعاصرة سوف يحقق الرقابة والتوازن والاستقرار، فالشفافية العالية مطلب حتمي تدفع الأجهزة الحكومية المختصة بالرقابة وكذلك الشركات ممثلة بمجلس إدارتها ومساهميها إلى معالجة الإخفاقات الكامنة بطريقة تمنع حدوث الأزمات من خلال ترجيع الأثر أو التغذية المرتدة من جراء هذه الشفافية والإفصاح، إلى جانب تحقيق الدقة والنجاح في معالجة هذه المشاكل المالية، الإدارية والسلوكية. وفي ذات الوقت فإن المبادئ الرئيسية لحوكمة الشركات تهدف إلى حماية حقوق المساهمين مما سيزيد من ثقة المستثمرين في ضخ مدخراتهم في سوق الأسهم. ومن جانب آخر فإن تطور سوق المال السعودي هو بفعل النمو غير المتوقع لسوق الأسهم السعودي وتطور قوانين وأنظمة سوق رأس المال في



المملكة في الآونة الأخيرة مما يجعل منهج حوكمة الشركات أرضاً خصبة لفعالية هذا السوق الذي سيضمن استمرارية نمو هذه الشركات على المدى القصير والطويل.

وبالنظر إلى أن الحوكمة هي مجموعة أنظمة ولوائح تحكم السوق المالي والشركات ومجالس الإدارات، فيمكن القول بأنها لم تكن غائبة عن الأنظمة المعمول بها في السعودية مثل نظام الشركات والقرارات التي صدرت عن وزارة التجارة ومؤسسة النقد سابقاً والتي تحكم الشركات، إلا أن الصادر في لائحة الحوكمة يتميز بميزة لم تكن متوفرة سابقاً في اللوائح والقوانين ألا وهي جمع كل شيء في إطار واحد وتحت مظلة واحدة.

ومن خلال وضع لائحة الحوكمة وضعت بذلك قواعد ضبط الأداء ليس فقط في السوق المالي السعودي والشركات المساهمة بل أيضاً رآها ملاك الشركات العائلية صالحة للتطبيق في شركاتهم للارتقاء بأدائها من خلال فصل الملكية عن الإدارة، ومنه فإن الحوكمة توفر الثقة في المعلومة التي تطرحها الشركات على الجمهور والقضاء على الإشاعات. وهناك جانب آخر مهم هو الارتقاء بأداء أعضاء مجالس الإدارات حيث تتحول العضوية إلى مسؤولية والتزام أمام الله والقانون وأمام الناس فيصبح بذلك الجميع بما فيهم الإدارة التنفيذية قائمين بمسؤولياتهم بالتزام.

### المبحث الثالث: مؤشرات قياس نشاط السوق المالي السعودي

قبل التطرق إلى دراسة مؤشرات السوق تجدر بنا الإشارة أولاً إلى دراسة المؤشر العام لأسعار الأسهم السعودية.

حيث تستخدم مؤشرات أسواق الأوراق المالية لقياس المستوى العام لأسعار السوق. ويقوم مؤشر أسعار الأسهم بدور مهم في تقييم أداء الأسهم ورصد اتجاهه العام، حيث تفيد هذه المؤشرات في الاسترشاد بها لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتوقيتها. كما أنها تساعد الباحثين على التنبؤ الاقتصادي بالأوضاع المستقبلية للاقتصاد لوجود علاقة قوية في التغيير في مؤشرات الأسهم والدورات الاقتصادية كما أنها تساعد المستثمرين على قياس أداء المحافظ الاستثمارية والمقارنة بينها<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> حمد بن عبد الله الغنام، تحليل السلسلة الزمنية لأسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية، مجلة الملك عدارة المجلد 17، العدد 2، السعودية، 2003، ص 5.

وفي عام 1985 بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية التابعة لوزارة المالية بحساب المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي (مؤشر التداول لجميع الأسهم tasi)، وذلك بأخذ المتوسط الحسابي المرجح للرسملة السوقية للشركات المدرجة في السوق البالغ عددها آنذاك 33 شركة مساهمة وقد أعطيت لهذا المؤشر قيمة ابتدائية محدودة بنحو 100 نقطة (ليتم استبدالها لاحقاً بنحو 1000 نقطة) وتضم عينة المؤشر نحو 150 شركة مدرجة بنهاية عام 2011، يتم تداول أسهمها والإعلان عن أسعارها يوميا من خلال نظام تداول<sup>1</sup>.

وعمليا يحسب المؤشر بالصيغة التالية:

$$\text{Saudi Index (In)} = \frac{\sum(P_{i n} Q_{i-n})}{\sum(P_{i-n-1} Q_{i n})} (In-1)$$

حيث:

In: هي نقاط المؤشر للحظة الحالية.

Pin: سعر السهم i في اللحظة الحالية.

Qi n-1: عدد الأسهم المصدرة للشركة في اللحظة الحالية.

I(n-1): سعر السهم في اللحظة الماضية.

I (n-1): نقاط المؤشر لحظة بداية حساب المؤشر.

n: نهاية اللحظة الحالية.

ويوضح الجدول والمنحنى التاليين مسيرة التطور الذي شهدها المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي خلال العشر سنوات الماضية.

<sup>1</sup> مركز بخت للاستثمارات المالية، أسعار الأسهم وتأثيرها على قيمة المؤشر، مقال متوفر على الرابط: <http://www.bfasaudi.com/year2003>.

## الجدول رقم (1): تطور مؤشر تداول لأسهم جميع الشركات للفترة 2001-2011

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
المؤشر العام	2430,11	2518,58	4437,58	8,20623	16712,64	7,93329	11038,66	4802,99	6121,76	6,62075	6788,42
نسبة التغيير %	11.5	4	76	85	104	53-	39	56-	27	8	-

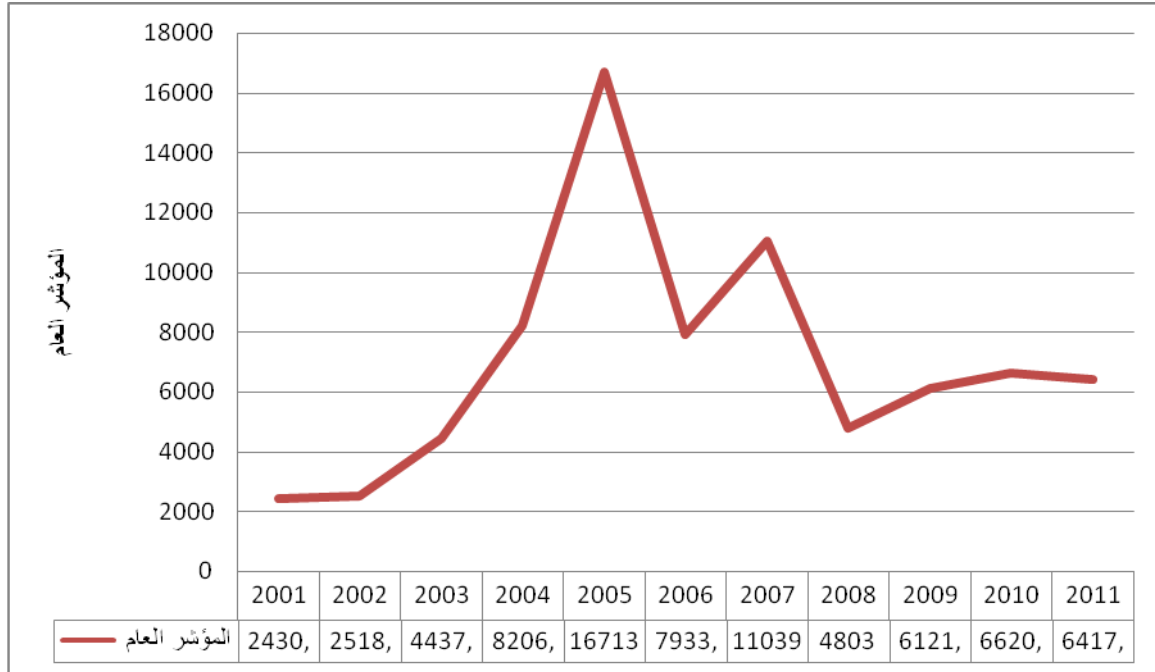
المصدر: مجلة تداول، السوق المالية السعودية، التقرير الإحصائي السنوي، 2011.

على صعيد تطورات أداء سوق الأسهم السعودي، واصل المؤشر العام للسوق ارتفاعاته القياسية للعام الثالث على التوالي، إذا حقق ارتفاعا بلغت قيمته 46712.6 نقطة كأعلى ارتفاع سنوي بنهاية عام 2005 منذ تأسيسه عام 1984 أي بنسبة 107% وذلك نتيجة تطورات ايجابية دفعت السوق باتجاه تحقيق معدلات نمو قياسية، لكن سرعان ما نلاحظ تراجع في قيمة المؤشر العام للسوق منذ مطلع عام 2006، حيث بلغ هذا التراجع حدا أجبر معه السلطة المشرفة على السوق بإحداث عدة تغييرات في هيكله السوق كان أهمها على الإطلاق تكليف رئيس جديد لهيئة السوق المالي، ويكمن سبب التراجع الحقيقي الذي مس مؤشر سوق الأسهم السعودي مؤخرا في الارتفاع الحاد والتضخم الكبير في أسعار أغلب الأسهم المتداولة في السوق بعيدا عن أساسيات الاستثمار في هذه الشركات.

بعد ذلك نلاحظ ارتفاع في الفترة الممتدة من 2006-2007 حيث بلغت قيمة المؤشر في مطلع 2007 نحو 11038.66 نقطة ليعاود الانخفاض ثانية بسبب تأثير الأزمة المالية العالمية وانتشار عدواها في الفترة 2007-2008 مما دفع هيئة السوق المالي إلى بذل جهود مختلفة وإصدار لوائح تخص حوكمة الشركات لترسيخ الوثوقية في أدائها مما دفع بالشركات بالتجاوب مع هذه الجهود وعملت على التحول الى شركات مساهمة وأدرجت في السوق وطرحت أسهمها مما ساهم في ارتفاع المؤشر تدريجيا وبشكل مستمر ابتداء من عام 2008 الى غاية 2011 ليصل الى مستوى 6417.73 نقطة.

ولأجل توضيح كل ذلك نستعين بالرسم البياني التالي:

**الشكل رقم (3):** منحني تطور أداء المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي



**المصدر:** من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم(1)

تقتضي دراسة تطور مؤشرات كفاءة وفعالية سوق الأسهم السعودي تفحص وتحليل واقع المؤشرات الاسترشادية السائد في السوق كمجموعة واحدة. ذلك لأن تحليل كل مؤشر على حدة قد يعطي نتائج مضللة للتطور الشامل للسوق وتتمثل هذه المؤشرات في مايلي:

#### المطلب الأول: دراسة مؤشر حجم السوق

ويقاس بمؤشرين هما: نسبة الرسملة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي وعدد الشركات المدرجة في السوق.

**1- معدل الرسملة السوقية:** ويوضح الجدول التالي تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية لسوق الأسهم السعودي خلال عشر سنوات الأخيرة.

وقبل التطرق إلى واقع المؤشر في سوق الأسهم السعودي فمن الأهمية بما كان تسليط الضوء أولاً على أحد مكوناته والمتمثلة في القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق السعودي.

**الجدول رقم (2):** تطور مؤشر معدل القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودية للفترة 2001-2011.

السنة	القيمة السوقية (مليار دولار)	الناتج المحلي الإجمالي (مليار دولار)	معدل الرسملة (%)
2001	73,201	186,489	39,25 %
2002	74,851	188,551	39,69 %
2003	157,306	214,462	73,34 %
2004	306,255	248,48	123,25 %
2005	646,120	307,80	209,91 %
2006	326,9	356,20	91,77 %
2007	519	384,70	134,9 %
2008	246,5	476,30	51,75 %
2009	318,8	372,30	85,62 %
2010	353,4	434,70	81,3 %
2011	338,9	559,50	60,57 %

**المصدر:** مجلة تداول، السوق المالية السعودية، إصدارات متعددة.

بالنظر إلى بيانات الجدول أعلاه يمكن ملاحظة التطور التدريجي لإجمالي القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2001-2005. فوفقاً لإحصائيات إدارة تداول لسوق الأسهم السعودي بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة بنهاية 2005 نحو 646.120 مليار دولار مقارنةً بـ 306.255 مليار دولار سنة 2004، كما نلاحظ انخفاض القيمة السوقية سنة 2006 إذ بلغت قيمتها 326.9 مليار دولار، لتعاود الارتفاع ثانية سنة 2007 حيث بلغت 519 مليار دولار والتي تمثل أعلى نسبة بلغتها

القيمة السوقية إلى الوقت الحالي. ولكن كان هناك تذبذب في القيمة حيث انخفضت سنة 2008 لتسجل بعدها ارتفاع متباطئ ابتداء من 2009 الى 2011.

كما نلاحظ للوهلة الأولى مدى الارتفاع المستمر في نسبة مساهمة الرسملة السوقية لسوق الأسهم السعودي في الناتج المحلي الإجمالي وذلك ابتداء من سنة 2001 إلى 2005 إذ ارتفعت نسبة المساهمة من 39.25 % لسنة 2001 إلى نحو 209.91 % عام 2005 ويعكس هذا الارتفاع الكبير تحسن قدرة سوق الأسهم السعودي على تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات مقارنة بنسبة مساهمة موجودات القطاع المصرفي (إجمالي الودائع المصرفية) إلى الناتج المحلي الإجمالي والتي بلغت 20% بنهاية 2005. هذا ما أدى بالسلطات المالية والنقدية في المملكة العربية السعودية إلى تبني نموذج النمو الاقتصادي القائم على دعم سوق الأوراق المالية، لأن اشتداد حدة المنافسة في الأسواق العالمية بسبب العولمة المالية قد دفعت المملكة السعودية إلى تحرير سوقها المالي مما نتج عنه حركة واسعة لرؤوس الأموال الواردة إلى السوق، ولم يشهد اقتصاد المملكة مثيلاً لها من ذي قبل. لكن نلاحظ تذبذب في معدل الرسملة خلال الفترة 2006 الى 2011 حيث نرى انخفاض سنة 2006 وارتفاعه سنة 2007 إلى غاية بلوغها سنة 2011 نسبة 60.57 % وذلك لعدة أسباب منها التصحيحات التي كان لها الأثر الايجابي على نفسية المستثمرين في إعادة التوازن للسوق ونشر الثقة في المعلومة المتوفرة فيه لجذب المزيد من المستثمرين.

وعلى الرغم من أن نمو معدل الرسملة في السنوات الأخيرة متباطئ الى أنه يشير الى إمكانية تزايد قدرة السوق المالية السعودية على تعبئة المدخرات في المستقبل بمعدل أكبر وتوجيهها نحو الاستثمارات ذات الجدوى الاقتصادية.

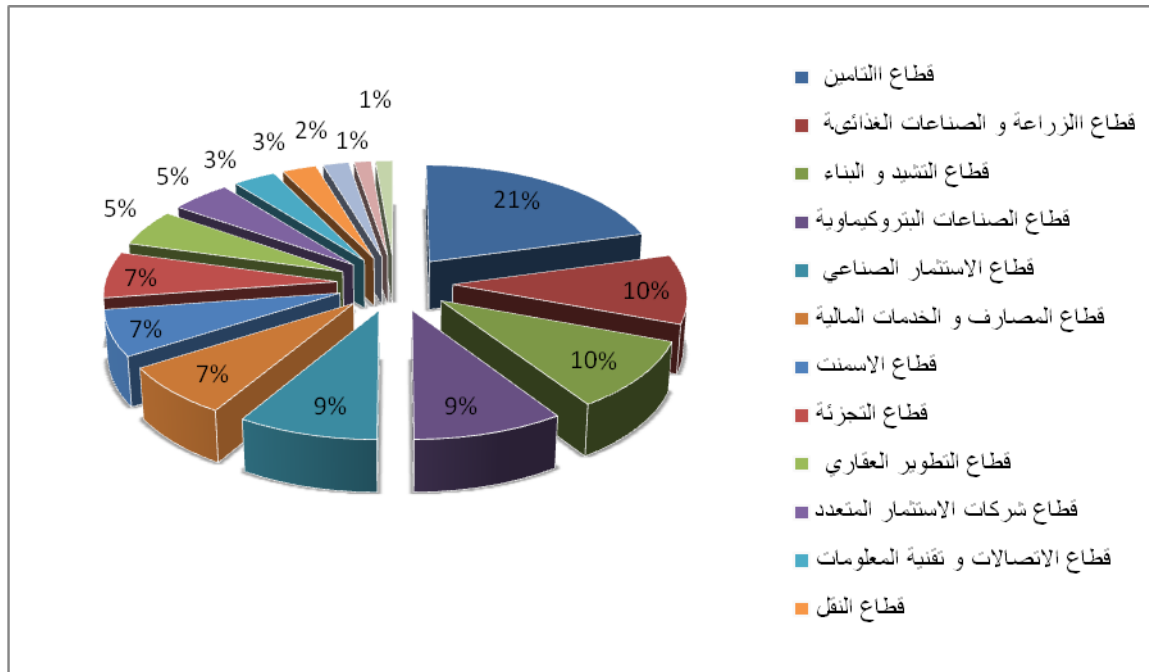
والواقع أن معدل الرسملة السوقية لا يعكس تقييماً دقيقاً وحقيقياً لحجم سوق الأسهم السعودي لذلك فمن الضروري ربط معدل الرسملة السوقية بمؤشر عدد الشركات المدرجة في هذه السوق للوصول إلى التقييم الدقيق لحجم السوق المالي السعودي.

## 2- حجم سوق الأسهم السعودي قياساً بعدد الشركات المدرجة في السوق:

وفقاً لتقرير هيئة السوق المالي السعودي نهاية عام 2011 بلغ عدد الشركات المساهمة المدرجة فيه 150 شركة موزعة على 15 قطاع، حيث يحظى قطاع التأمين بأكبر عدد من الشركات (31 شركة) ثم قطاع الزراعة والصناعات الغذائية وقطاع التشييد بـ 15 شركة لكل من القطاعين، يليهما في المرتبة الثالثة قطاع الصناعات البتروكيمياوية الذي يضم 14 شركة، ثم قطاع الاستثمار الصناعي الذي يحوي 13 شركة، ويحتل المرتبة الرابعة قطاع المصارف والخدمات المالية بـ 11 شركة، و10 شركات لكل من قطاع الاسمنت وقطاع التجزئة، بعدهما قطاع التطوير العقاري الذي يضم 8 شركات، أما قطاع الاستثمار المتعدد فهو يحوي 7 شركات، ثم قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات الذي يضم 5 شركات يليه قطاع النقل بـ 4 شركات، قطاع الإعلام والنشر بـ 3 شركات في حين نجد أن قطاع الطاقة والمرافق الخدمية وقطاع الفنادق والسياحة يحتويان على شركتين فقط.

والشكل الموالي يوضح إجمالي الشركات المدرجة موزعة على القطاعات الخمسة عشر.

الشكل رقم (4): إجمالي الشركات المدرجة في السوق موزعة على القطاعات



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات متوفرة في مجلة تداول 2011.

أما بالنسبة لحجم الرأسمال السوقي للقطاعات فقد تصدر قطاع الصناعات البتروكيماوية حيث يستأثر بنسبة 36.75 % من الإجمالي، يليه قطاع المصارف والخدمات المالية بنسبة 24.34 % من الإجمالي ثم قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات بنسبة 9.01 % من الإجمالي.

وفي مايلي جدول يبين تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي لعشر سنوات الأخيرة.

### الجدول رقم (3): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة 2001-2011

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
الشركات المدرجة	76	74	70	73	77	86	111	127	135	146	150
التغير	-	-2	-4	3	4	9	32	16	8	11	4

المصدر: مجلة تداول، السوق المالي السعودي، إصدارات السنوات 2001-2011.

من الملاحظ من الجدول أعلاه أن عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي يتزايد بشكل مستمر من عام لآخر باستثناء التراجع المسجل سنتي 2002 و 2003 نظرا لاندماج بعض الشركات تحت اسم شركة واحدة، كالاندماج الذي شهدته جميع شركات الكهرباء في شركة واحدة تحت اسم "الكهرباء السعودية". والتزايد المسجل كما ذكرنا راجع إلى التسهيلات والإجراءات الميسرة التي منحتها هيئة السوق المالي للشركات الراغبة في التسجيل بالسوق وطرح أسهمها للاكتتاب وبالتالي زيادة وتوسيع القاعدة الاستثمارية من خلال الالتزام بقواعد الحوكمة وانتشار الثقة والمعلومات المتعلقة بأداء الشركات. لكن العدد الإجمالي لهذه الشركات لا يزال ضئيلا وأقل مما هو مأمول قياسا بحجم النشاط الاقتصادي للمملكة.

### المطلب الثاني: دراسة مؤشر سيولة سوق الأسهم السعودية

يعتبر مؤشر تداول أكثر المؤشرات تمثيلا وتعبيرا على سيولة السوق ووفقا لإحصائيات إدارة معلومات تداول، سجلت حركة تداول للأسهم في السوق المالي السعودي نهاية عام 2011 ارتفاعا



ملحوظا في جميع مؤشرات سيولة السوق، إذ بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نحو 1098.84 مليار ريال أي ما يعادل 293.02 مليار دولار أمريكي مقابل 759.18 مليار ريال (202.45 مليار دولار أمريكي) لعام 2010 بارتفاع بلغت نسبته 44.74 % مقارنة بعام 2010، إضافة إلى ذلك بلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة لنفس العام نحو 48.45 مليار سهم مقابل 33.33 مليار سهم تم تداولها خلال العام السابق بارتفاع بلغت نسبته 45.61%. في حين وصل إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2011 نحو 25.55 مليون صفقة مقابل 19.54 مليون صفقة تم تنفيذها خلال العام السابق (عام 2010) بارتفاع بلغت نسبته 30.77%. أما بالنسبة لمعدلات (متوسط) التداول اليومية عام 2011 لقيمة الأسهم المتداولة 4430.79 مليون ريال مقابل 3048.93 مليون ريال تم تسجيلها في نهاية العام السابق 2010 أي بنسبة ارتفاع بلغت نحو 45.32 % وقد بلغ المعدل اليومي لعدد الأسهم المتداولة في نهاية 2011 نحو 195708961 سهم مقابل 133870089 سهم لنفس الفترة من عام 2010 أي بنسبة ارتفاع بلغت نحو 46.19 %، إلى جانب ذلك واصل المعدل اليومي لعدد الصفقات المنفذة نهاية عام 2011 نحو 130484 صفقة مقابل 78458 صفقة عام 2010 أي بنسبة ارتفاع بلغت 31.29 %.

وبالنسبة لنشاط القطاعات وفيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة خلال عام 2011 فقد كان قطاع الصناعات البتروكيمياوية أنشط القطاعات حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة للقطاع نحو 9.55 مليار سهم تمثل 19.67 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، يليه قطاع التأمين بنسبة 14.81 % وحل ثالثا قطاع التطوير العقاري بنحو 5.30 مليار سهم تمثل 10.91 % من الإجمالي.

أما من حيث عدد الصفقات المنفذة كان قطاع التأمين هو أنشط القطاعات حيث بلغت نحو 6.96 مليون صفقة تمثل 27.24 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2011، وحل ثانيا قطاع الصناعات البتروكيمياوية بنحو 4.07 مليون صفقة بنسبة 15.95 %، وجاء قطاع الزراعة والصناعة الغذائية في المرتبة الثالثة بنحو 3 ملايين صفقة أي بنسبة 11.77 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال 2011.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2011 فقد كان قطاع الصناعات البتروكيمياوية أنشط القطاعات حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو 329.39 مليار ريال تمثل 29.98 % من الإجمالي، يليه قطاع التأمين بنحو 197.47 مليار ريال بنسبة 17.97 %. وجاء قطاع الزراعة

الغذائية في المرتبة الثالثة بنحو 108.34 مليار ريال بنسبة 9.86 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة لسنة 2011<sup>1</sup>.

ويقاس مستوى سيولة السوق بمؤشرين أساسيين هما:

نسبة قيمة التداول إلى إجمالي الناتج المحلي، ونسبة قيمة التداول إلى إجمالي الرسملة السوقية للسوق (معدل الدوران).

وفي مايلي جدول يوضح تطور مؤشر السيولة لسوق الأسهم السعودي خلال عشر سنوات.

**جدول رقم (4): تطور مؤشر السيولة لسوق الأسهم السعودي للفترة 2001 – 2011**

السنة	قيمة التداول (مليار دولار)	قيمة التداول/ الناتج المحلي الإجمالي (%)	قيمة التداول/الرسملة السوقية (معدل الدوران %)
2001	22.2	11.9	30.3
2002	31	16.4	41.3
2003	159.05	74.16	101.1
2004	474.6	190.3	154.4
2005	1104	358.5	170.8
2006	1403.2	393.94	429.24
2007	682.06	177.29	131.41
2008	523	109.9	212.35
2009	337.02	90.53	105.73
2010	202.45	46.57	57.28
2011	293.02	52.37	86.46

المصدر: مجلة تداول، السوق المالية السعودية، إصدارات متعددة.

<sup>1</sup> مجلة تداول، السوق المالية السعودية، التقرير الإحصائي السنوي، 2011.

توضح بيانات الجدول أعلاه كل من المؤشرين السابقين في سوق الأسهم السعودي حيث يبين معدل قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي اتجاه السيولة في السوق المالي السعودي للتزايد بشكل قياسي بالارتفاع من نسبة 11.9 % سنة 2001 إلى 393.94 % سنة 2006 حيث تعد هذه القيمة جد إيجابية ويفسر هذا الارتفاع بعدة أسباب أهمها إدراج عدة شركات عملاقة في السوق المحلية مثل شركة ينبع للبتر وكيمواويات، شركة الاتصالات السعودية. إضافة إلى ميزة التسوية الفورية للصفقات التي سرعت من عملية التداول علاوة على ارتفاع أسعار النفط وانتشار الشائعات وتلاعب المضاربيين بالنتائج المالية. لكن ابتداء من سنة 2007 نلاحظ تراجع في قيمة معدل التداول نتيجة عدة أسباب منها بؤادر الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على سيولة السوق، حيث قامت البنوك عند تراجع أداء السوق ببيع الأسهم المحجوزة لديها من أجل سداد ديونها مما تسبب في حدوث هبوط حاد في أسعار الأسهم ودام هذا التذبذب في سيولة السوق إلى غاية سنة 2010، ليلقى بعد ذلك ارتفاع ابتداء من سنة 2011 وهذا راجع إلى انخفاض سعر الفائدة. مما دفع العديد من المستثمرين إلى سحب ودائعهم تحت الطلب واستثمارها في سوق الأسهم، بالإضافة إلى ثقتهم في المعلومة المتوفرة في السوق وتعديل أسعار الأسهم كلها. عوامل تزيد من سيولة السوق.

كما يشير معدل الدوران أو قيمة التداول السنوية منسوبة إلى الرسملة السوقية إلى مدى جاذبية سوق الأسهم في الاقتصاد. حيث يدل معدل الدوران المساوي للواحد على تداول الورقة المالية بمتوسط مرة واحدة في السنة، وبالنسبة لسوق الأسهم السعودي يشير هذا المعدل إلى تحسن متوسط التداول خلال الفترة 2003-2006 إذ بلغ معدل الدوران أكثر من 429 مرة سنة 2006، ومرد ذلك اشتداد المضاربات على أسهم بعض الشركات لنلاحظ تذبذب في السنوات الثلاث من 2007 إلى 2009 أي خلال فترة الأزمة المالية، لكن تشهد تطورا ابتداء من سنة 2010 أين شهدت البيئة الاستثمارية لسوق الأسهم السعودي العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار ومن بينها السماح لغير السعوديين بالتداول في سوق الأسهم المحلية بشكل مباشر وعدم محدودية القيمة السوقية القابلة للتداول.

وبناء على ما سبق بيانه من مؤشرات، يتضح من أنه بالرغم من أن مؤشرات الأداء إيجابية لسوق السهم السعودي بالنسبة لمعدل التداول ومعدل الدوران إلا أن أوضاع السيولة تذبذبت في عدة فترات لكنها استأنفت التحسن في العامين الأخيرين (2010-2011) وذلك لتزايد عدد المستثمرين في

السوق وتوزع الأسهم على مجموعات كثيرة من المستثمرين، وكثرة صناديق الاستثمار وارتفاع عدد الشركات المدرجة وعدد الأسهم المصدرة، وهذا ما سيكون له التأثير الايجابي على السوق المالي السعودي.

#### المطلب الثالث: دراسة مؤشر درجة التمرکز

يبين الجدول الموالي درجة التمرکز لأكبر عشر شركات حجماً في سوق الأسهم السعودي:

**الجدول رقم (5):** درجة التركز للشركات العشر الأكبر حجماً في السوق المالي السعودي لعام 2011  
قياساً بحجم الرسملة السوقية.

الترتيب	الشركة	القطاع	الحجم السوقي بالريال	نسبة حجم الشركة من إجمالي السوق (%)
1	سابك	الصناعات البتروكيماوية	288750000000	22.72
2	الراجحي (ش ع)	المصارف والخدمات المالية	104250000000	8.20
3	الاتصالات	الاتصالات وتقنية المعلومات	67600000000	5.32
4	كهرباء السعودية	الطاقة والمرافق الخدمية	57915654000	4.56
5	سافكو	الصناعات البتروكيماوية	44000000000	3.46
6	سامبا	المصارف والخدمات المالية	41940000000	3.30
7	اتحاد الاتصالات	الاتصالات وتقنية المعلومات	36750000000	2.89
8	الرياض	المصارف والخدمات المالية	34950000000	2.75
9	المملكة	شركات الاستثمار المتعدد	32797098355	2.58
10	ساب	المصارف والخدمات المالية	30525000000	2.40
	إجمالي الشركات	-	739477000000	58.18
	إجمالي السوق	-	12720842630565	100

**المصدر:** مجلة تداول، السوق المالية السعودية، التقرير السنوي، 2011.

تشير بيانات الجدول أعلاه إلى درجة التركز في سوق الأسهم السعودي قياساً بنسبة مساهمة أكبر عشر شركات في إجمالي رأس المال السوقي، إذ بلغت في نهاية ديسمبر 2011 نحو 58.18% مقابل نسبة 60.5% التي سجلت عام 2010. حيث تعني هذه النسبة أن أكثر من نصف رسملة السوق المالي السعودي تعود ملكيته للشركات العشر الأولى الأكبر حجماً في السوق، وتبقى 140 شركة

تتنافس على ملكية 41.82 % من إجمالي رسملة السوق، وتبلغ نسبة مساهمة أكبر شركة في إجمالي رسملة السوق المالي السعودي كما يبدو من الجدول نحو 22.72 % وقد استأثرت بهذه النسبة عملاقة الصناعة البتروكيماوية في المنطقة العربية، وهي الشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك" بقيمة سوقية بلغت نهاية شهر ديسمبر 2011 أكثر من 288 مليار ريال وبقيمة تداولية بلغت أكثر من 35 مليار ريال، وقد جاءت في المرتبة الثانية شركة الراجحي بنسبة 8.20 % بقيمة سوقية تجاوزت 104 مليار ريال وبقيمة تداولية بلغت 3.679 مليار ريال. تليها شركة الاتصالات السعودية بنحو 5.32 % أي بقيمة سوقية تجاوزت 67 مليار ريال وبقيمة تداولية بلغت أكثر من 1.38 مليار ريال.

ونلاحظ أن درجة التركز في سوق الأسهم السعودي في انخفاض تدريجي مقارنة بالسنوات الماضية وهذا يعني أن السوق في استرجاع تدريجي لتوازنها الهيكلي وهذا ما يعتبر عامل جذب للاستثمارات في السوق وانخفاض خطورة الاستثمار، نظرا لأن أي تدهور يمكن أن تتعرض له الشركات القيادية لن يكون له تأثير كبير على المؤشر العام للسوق ولا على ثقة المستثمرين فيه.

**خلاصة الفصل الثالث:**

تشكل الشركات العائلية نسبة كبيرة من شركات المساهمة في سوق الأسهم السعودي، لذلك فهي تعتبر دعامة قوية لتطوير سوق الأوراق المالية والاقتصاد ككل. فبعد دراسة وتحليل مؤشرات تطور نشاط السوق للسنوات الأخيرة، التمسنا تحسن مستمر في أداء السوق، وذلك راجع إلى التزايد في عدد الشركات المدرجة لا سيما الشركات العائلية منها والتزامها بالمعايير الدولية للشفافية والإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية للوصول إلى سوق مالي فعال يتسم بالمصداقية باعتباره أهم المقاييس المستخدمة من قبل المستثمرين المحليين والأجانب لمعرفة مدى قوة الاقتصاد.

لقد أضحت سوق الأوراق المالية تحتل مركزا حيويا وهاما في النظم الاقتصادية المعاصرة التي يتميز معظمها بالتوجه من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد السوق المالي، وتحول نمط التمويل غير المباشر إلى التمويل المباشر، وتعتبر سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للنظم السياسية والاقتصادية والمالية في أي دولة، كما تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للدولة.

لذلك فإن الأهمية التي تكتسبها سوق الأوراق المالية جعلت عملية تطويرها وتفعيلها أمرا ضروريا، وهذا ما يتطلب تواجد العديد من العوامل التي توفر السيولة اللازمة للاقتصاد. ومن بينها شركات القطاع الخاص، ومن أهم مكوناته الشركات العائلية التي تساهم بشكل رئيسي في إجمالي الناتج المحلي، وحجم نشاطها يمثل الجزء الأكبر من حجم نشاط شركات القطاع الخاص. ولكن هذه الشركات العائلية تواجه تحديات تهدد استمرارها، لذلك لديها خيار التحول إلى شركات مساهمة لتخطي هذه العقبات، بالإضافة إلى التزامها بتطبيق قواعد حوكمة الشركات المبنية على أساس الإفصاح والشفافية الشيء الذي يؤهلها إلى إدراج أسهمها في سوق الأسهم.

حيث أن إدراج المزيد من الشركات العائلية يلقي ترحيبا من طرف هيئات الأسواق لعدة أسباب لعل من أهمها هو أن المزيد من الشركات العائلية الناجحة سيضيف فرصا أكبر للمستثمر والمتداول بالإضافة إلى المحافظة على الكيانات العائلية للشركات، حيث نجد الكثير منها الآن في السوق متماسكة وهذا نابع من ثقة الملاك والمستثمرين بهذه الشركات، كما يعتبر سوق الأوراق المالية مصدرا من مصادر تمويلها، فضلا عن أنها تضيف له المزيد من العمق، وهذا يدعم التوجه والترحيب بالشركات العائلية في الأسواق المالية أيا كان نشاطها.

ويمكن القول أن المملكة العربية السعودية قد اتخذت قرارا صائبا عندما بادرت بتشجيع الشركات العائلية على الإدراج في السوق المالي، حيث قامت السلطات المعنية بتشجيع عملية تحويلها إلى شركات مساهمة من خلال إعداد دليل واضح يشرح الإجراءات المتعلقة بعملية التحول والسماح للمستثمرين الأجانب بالمشاركة في سوق الأسهم السعودي، وتسهيل الإجراءات المطلوبة من الأشخاص الراغبين في فتح مكاتب استشارية متخصصة (مستشاري الاكتتاب). بالإضافة إلى دعوة الشركات إلى فصل الإدارة عن الملكية، وتعيين أشخاص مؤهلين لقيادة هذه الشركات، وإعادة هيكلة تنظيماتها الإدارية ونشر معلومات كافة أنشطتهم ووضعهم المالي، وهذا ما يفسر التطور الايجابي لأداء سوق



الأسهم السعودي المتمثل في النمو المستمر في قيمة المؤشر العام للأسعار خلال الفترة المدروسة، وقد كان من المظاهر الدالة على نمو السوق التطور الملحوظ في المؤشرات ذات الصلة بنشاط السوق ومن بين تلك المؤشرات النمو القياسي في معدل الرسملة السوقية، والتحسين في المؤشرات الكلية للسيولة ممثلة في معدل التداول ومعدل الدوران، علاوة على التطور في أنظمة التسوية والمقاصة والتزايد النسبي في عدد الشركات العائلية المدرجة في السوق.

### نتائج الدراسة:

وبناء على الأهداف المتوخات من هذه الدراسة ومحاولة الإجابة على الإشكالية توصلنا الى

#### النتائج التالية:

1- تهدف أسواق الأوراق المالية إلى تأمين السيولة، وتجميع المدخرات للإسهام في عملية الاستثمار والتنمية.

2- تحظى الشركات العائلية بحصة الأسد من إجمالي الشركات القائمة في غالبية دول العالم.

3- معظم الشركات العائلية مرت بعملية إعادة هيكلة مالية وإدارية قوية قبل الإدراج، حيث اضطر بعضها إلى إدخال شركاء استراتيجيين، والبعض الآخر اكتفى بتحسين الوضع المالي والإداري ليتناسب مع متطلبات هيئة السوق المالي.

4- تطبيق حوكمة الشركات العائلية عبر إنشاء مجالس العائلة وفصل الإدارة عن الملكية وبناء استراتيجيات فعالة لضمان استمرارها وبقائها بقوتها الراهنة.

5- الإفصاح والشفافية مطلوبان من قبل شركات المساهمة، لأن المساهم والمتداول في السوق المالي من حقه أن يعرف كل ما يتعلق بالشركات التي يستثمر فيها.

6- تحويل الشركات العائلية إلى شركات مساهمة تتداول أسهماها في السوق المالي، يعطي للمستثمرين ثقة أكبر في الاستثمار بهذه الشركات، كما أن ذلك يعزز المصادر التمويلية لها.

7- كلما زاد عدد الشركات العائلية المدرجة في السوق المالي كان هناك عمق أكبر للسوق بالإضافة إلى زيادة رسملة السوق، ناهيك عن تعدد البدائل التي تمكن المستثمرين من إجراء مقارنات تكون

أكثر فائدة وواقعية أثناء اتخاذ القرار الاستثماري، وهذا ما يعطي دفعة قوية لحركة التداول ويعكس نشاط التنمية الاقتصادية. وبعبارة مختصرة، للشركات العائلية دور هام جدا في ترقية نشاط سوق الأوراق المالية.

#### اقتراحات:

على ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج في ظل الفرضيات المطروحة، تتوجه الدراسة في الختام الى صياغة عدد من المقترحات والتصورات التي من شأنها زيادة نشاط سوق الأوراق المالية:

- ضرورة تسوية الاقتصاد، حيث يعتبر توفير محيط اقتصادي ملائم شرطا أساسيا لخلق سوق أوراق مالية نشيط، إذ لا بد من توفير قطاع خاص فعال مع حرية المنافسة، ومنح حوافز ضريبية ووضع أطر قانونية وتنظيمية مناسبة، مع تنويع الأدوات المالية.

- التعاون بين هيئات الأسواق المالية ووزارة الإعلام والاتصال لتطوير برنامج قومي إعلامي لتعميق الوعي الادخاري والاستثماري، وهذا من خلال إعداد وتنفيذ خطة إعلامية مدروسة للتعريف بسوق الأوراق المالية، والتوعية بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية، وتبسيط البيانات الدورية المنشورة على الشركات.

- العمل على تنشيط سوق الأسهم، من خلال تشجيع وتحفيز الشركات العائلية على التحول إلى شركات مساهمة عامة، وتيسير شروط قيدها في سوق الأسهم لطرح أسهمها للاكتتاب، مما يؤدي إلى زيادة المعروض من الأوراق المالية، وتنشيط الطلب عليها وبالتالي زيادة عدد المستثمرين مما يزيد في عمق السوق ويرفع نشاطه.

- تخفيض التكاليف الضمنية للمعاملات، إلى جانب توفير المعلومات الدورية عن المراكز المالية للشركات وقوائم الدخل لشركات المساهمة المدرجة في السوق، وفي الأوقات المناسبة.

- دعم جهود الإفصاح والشفافية في المعاملات. ومن الممكن أن يؤدي التزام الشركات بتطبيق معايير الإفصاح والشفافية إلى تقليل حالات ما يعرف بصفات الداخلين أو المطلعين على الرغم من صعوبة القضاء عليها كلية.

- تقوية الإشراف والرقابة على السوق، إذ لا بد أن يتسم سوق الأوراق المالية بالتنظيم الجيد والصرامة في حماية مصالح المستثمرين، وهذا أمر في غاية الأهمية، إذ من شأنه أن يزيد في نشاط السوق من خلال إحكام الرقابة على تسرب المعلومات الداخلية عن أوضاع الشركات وتطبيق الجزاءات على المتلاعبين بالمعلومات، إضافة إلى تنمية وتفعيل دور جهاز التحقيقات التابع للسوق المالي المحلي، وفرض جزاءات وعقوبات على كل مخالف لما جاء في اللوائح التنظيمية للسوق المالي.

#### آفاق بحث جديدة:

على ضوء ما توصلنا إليه من نتائج، نقترح على الباحثين المهتمين بالأسواق المالية والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة العائلية منها البحث والتوسع في أسباب جاذبية الشركات العائلية في أسواق الأوراق المالية أكثر من غيرها من الشركات.

## قائمة المراجع:

### 1- باللغة العربية:

#### 1-1 الكتب:

1. أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، مصر، 2003.
2. أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وآثارها الائتمانية على الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح للرسائل الجامعية، ط1، السعودية، 1995.
3. أحمد محي الدين، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، دار الوفاء، ط1 البحرين 1999.
4. أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي وغير المباشر في البيئة الاقتصادية، دار النهضة العربية، مصر، 2005.
5. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2002.
6. بجامعة المنصورة، مصر، 2007.
7. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء 2، دار هومة ط1 الجزائر، 2007.
8. جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء 3، دار هومة، ط1، الجزائر، 2006.
9. جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن 2002.
10. حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، ط1، مصر 2006.
11. حسين بني هاني، الأسواق المالية-طبيعتها،تنظيمها،أدواتها المشتقة- دار الكندي، ط1، الأردن 2002.
12. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن ط1 2001.
13. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات مصر، 2008.
14. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996.

15. شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
16. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر، ط1، 2003.
17. ضياء مجيد الموسوي، البورصات، شباب الجامعة، مصر، 2003.
18. عبد الباسط وفاء حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية للنشر، مصر، 1996.
19. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية مصر، 2001.
20. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار ومكتبة الحامد، ط1، 2004.
21. عزت عبد القادر المحامي، الشركات التجارية، دار الكتاب القانونية، مصر، 1997.
22. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2008.
23. عمرو علاء الدين زيدان، مراحل ومعوقات نمو الشركات الصناعية العائلية، المنطقة العربية للتنمية الإدارية، مصر 2005.
24. فايز نعيم رضوان، الشركات التجارية، مكتبة الجلاء الجديدة، ط1، مصر، 1994.
25. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، ط1، الأردن 2008.
26. محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، دار ايتراك، ط1، مصر، 1996.
27. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، ط1، مصر، 2008.
28. محمد سمير، عبد الله العظيم هلال، المحاسبة المالية في شركات الأموال، الدار الجامعية، مصر 2000.
29. محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993.
30. محمد محمود الداغر، الأسواق المالية-مؤسسات، أوراق، بورصات- دار الشرق للنشر والتوزيع ط1 الأردن، 2007.
31. محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية 2007.
32. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، ط1، الأردن، 2005.
33. محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية-موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها- دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000.

34. مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية المطبعة الحديثة، ط1 مصر، 1993.
35. منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار العربية اللبنانية ط1 مصر، 2007.
36. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، مصر، 2000.
37. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال-الأوراق المالية وصناديق الاستثمار المكتب العربي الحديث، مصر، 1999.
38. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، مصر، 1999.
39. نادية فوضيل، أحكام الشركة طبقاً للقانون التجاري، دار هومة للطباعة والنشر، الجزائر 2002.
40. نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، كلية التجارة
41. هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن 2003.

#### 1- 2 الرسائل الجامعية:

1. بن جدو عبد السلام، دور البنوك الشاملة في تفعيل سوق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، فرع مالية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، دفعة 2006.
2. سحنون جمال الدين، شروط بروز الأسواق المالية، دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع النقود والمالية جامعة الجزائر، 2008.

#### 1-3 المجلات والملتقيات:

1. إبراهيم منصوري، تنمية أسواق الأوراق المالية، بورصة الدار البيضاء، مجلة العلوم الاجتماعية مجلد 27، العدد 2 جامعة الكويت، صيف 1999.
2. أحمد بن عبد الله الغنام، تحليل السلسلة الزمنية لأسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية مجلة الملك عدارة، المجلد 17، العدد 2، السعودية، 2003.

3. حسان حضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية العدد السابع والعشرون، مارس 2004.
4. عبد الرحمان التويجري، الطريق للتحويل إلى شركة مساهمة عامة (المزايا والتحديات)، الملتقى الأول للشركات العائلية السعودية، السعودية، 2012/04/18. متوفر على الرابط: <http://www.mubasher.info>
5. عمرو علاء الدين زيدان، ملتقى الشركات عائلية في اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي قطر يومي 6-7 جانفي 2008.
6. مأمون حمدان، مزايا تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة، مؤتمر الشركات العائلية سوريا، يومي 15-16 نوفمبر 2009.
7. محمود حسين عيسى، الشركات العائلية ودورها في التنمية البشرية والاقتصادية، تاريخ النشر 2007/04/29، مجلة الشرق الأوسط، العدد 23، متوفر على الرابط: [www.alukah.net](http://www.alukah.net)
8. مجلة تداول، السوق المالية السعودية، التقرير الإحصائي السنوي، 2011.

#### 1-4 الدراسات والبحوث:

1. مركز بخت للاستثمارات المالية، أسعار الأسهم وتأثيرها على قيمة المؤشر، متوفر على الرابط: <http://www.bfasaudi.com/year2003>
2. مركز المشروعات الدولية الخاصة، دليل حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة، 2007 [www.cipe-arabia.org](http://www.cipe-arabia.org)
3. مريم عبد الوهاب الرويح، هالة عبد العزيز الشميمري، أهمية إعادة هيكلة الشركات العائلية وتحويلها بما يتلاءم مع التحديات الاقتصادية المعاصرة، بحث مقدم لمسابقة البحوث الثامنة على مستوى جميع قطاعات ديوان المحاسبة السعودية، أكتوبر 2007.
4. عبد العزيز محمد الدخيل، سوق الأسهم السعودية: قراءة في التاريخ ورؤية في المستقبل، ورقة عمل مقدمة في المنتدى الأول لسوق الأوراق المالية، المركز الاستشاري للاستثمار والتمويل السعودية أبريل 2005.

#### 1-5 منشورات الهيئات:

1. الهيئة العامة لسوق المال، المديرية العامة للدراسات والتطوير، دراسة عن الأسباب التي تحد من تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة، السعودية، يوليو 2002.
2. هيئة سوق الأسهم السعودية، "نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم رقم م/30" على الرابط: <http://cma.org.sa/cma/ar/subpage.aspx?secserno=389&nirrorid=159&serno=389>
3. هيئة سوق الأسهم السعودية، القواعد والأنظمة، متوفرة على الرابط: <http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/cmd/es/ce/70A/s/704Af/s70A>

4. هيئة السوق المالية، نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، المملكة العربية السعودية، الإصدار السادس، متوفر على الرابط:

<http://www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/investorgid/pdf/ig-b.pdf>.

5. هيئة السوق المالية، مهام ومسؤوليات هيئة السوق المالية، متوفرة على الرابط:

<http://www.cma.org..sa/cma/upload-sec-content/dwfile274final/pdf>

6. هيئة السوق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية، على الرابط :

<http://www.cma.org.sa/cma-ra/subpage.aspx?secsero=27>

## 1- 6 مواقع الانترنت:

<http://cma.org.sa/cma/ar/subpage.aspx?secsero=389&nirrorid=159&sero=389>

<http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/cmd/es/ce/70A/s/704Af/s70A>

<http://www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/investorgid/pdf/ig-b.pdf>.

<http://www.cma.org..sa/cma/upload-sec-content/dwfile274final/pdf>

<http://tadawulaty.tadawul.com.sa>

<http://www.cma.org.sa/cma-ra/subpage.aspx?secsero=27>

[www.cevital.com](http://www.cevital.com)

[www.sahmy.com](http://www.sahmy.com)

[www.cipe-arabia.org](http://www.cipe-arabia.org)

<http://www.mubasher.info>

## 2- باللغة الفرنسية:

### 2-2 الكتب:

1. R. REIC, Système d'information et management des organisations, Edition ,Vuibert ,1995.
2. J. Teulie et Topsacalian, Finance, Edition Vuibert, Paris.1998.



## فهرس الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
96	تطور مؤشر تداول لأسهم جميع الشركات للفترة 2001-2011	01
98	تطور مؤشر معدل القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي للفترة 2001-2011	02
101	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي للفترة 2001-2011	03
103	تطور مؤشر السيولة لسوق الأسهم السعودي للفترة 2001 - 2011	04
106	درجة التمرکز للشركات العشر الأكبر حجماً في سوق الأسهم السعودي لعام 2011 قياساً بحجم الرسملة السوقية	05

## فهرس الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
49	مراحل تطور ملكية المؤسسة	01
87	نسبة الشركات العائلية من مجموع الشركات المسجلة في عدد من الدول	02
97	منحنى تطور أداء المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي	03
100	إجمالي الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي موزعة على القطاعات	04

## ملخص البحث:

إن سوق الأوراق المالية ليست مجرد قناة يظفر من خلالها القطاع الخاص بالتمويل المطلوب وذلك بالحصول على رأس المال أو زيادته، بل هي مكون أساسي لا غنى عنه لتحفيز الاقتصاد وبالتالي المساهمة في تطوير البلاد. ولعل من أهم مكونات القطاع الخاص الشركات العائلية التي أضحت تساهم بشكل رئيسي في إجمالي الناتج المحلي، ولذلك برزت الحاجة إلى تطوير هياكل إدارة وملكية هذه المنشآت لكي تتجاوز كافة التحديات التي قد تواجهها، حيث أن تحويل هذه الأخيرة إلى شركات مساهمة عامة تنفصل فيها الملكية عن الإدارة سيعزز إمكانية نمو واستمرار هذه الشركات وتوسع أنشطتها، مع التزام هذه الأخيرة بتطبيق لوائح حوكمة الشركات بشكل فعال لترسيخ مبادئ الشفافية والإفصاح الشيء الذي يجعلها تحصل على ثقة المستثمرين والوصول إلى أفضل النتائج من حيث الأداء لتتوج بشرف الإدراج في سوق الأوراق المالية وطرح أسهمها للاكتتاب العام والمساهمة في زيادة عمق السوق المالية وتنشيطها.

## الكلمات المفتاحية:

سوق الأوراق المالية، الشركات العائلية، شركات المساهمة، حوكمة الشركات، مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

## SUMMARY

The stock market is not just a channel through which private sector gains the required funding by getting the capital or increasing it. In fact, stock market is an indispensable essential component to stimulate economy and contribute to the country development. One of the most important components of the private sector are family companies, which have become a major contributor to the gross domestic product (GDP). Thus, a need emerged to develop management and ownership structures of these companies, in order to exceed all the challenges it may encounter. Obviously, transforming family companies to stock companies, where the ownership is separated from the management, will enhance the possibility of growth and continuation of these companies, and the expansion of its activities. But, with an emphasis on the need of the effective application of corporate governance regulations to entrench the principles of transparency and clarity, to obtain investors confidence, achieving best results of performance and entering the stock market deservedly to put its shares for public subscription and contribute in increasing the depth and revitalization of the financial market.

## Keywords:

Stock Market, Family Companies, Stock Companies, Corporate Governance, Indicators of The Performance of The Financial Market.