وزارة التعليم العـالي والبحث العلمـــي
جامعـــة يحـــي فـــارس بالمديـــة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسييـر
قسـم علـوم التسييـر

عنـوان المذكـرة :

دراسـة وتحليـل كفـاءة الأسـواق المالـية

(دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة 2010– 2017)

مذكـرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص : إدارة ماليـة

من إعداد الطالبيـن:

- عراب مصطفى
- بلقاضي محمـد

تحـت إشـراف :

أ.د. بلحمري خيرة

السنـة الجامعيـة :2018/2017

بسم الله الرحمن الرحيم

" وما أوتيتم من العلم إلا قليلا (85) ولو شئنا لنذهبن بالذي أوحينا إليك ثم لا تجد لك به علينا وكيلا (86) إلا رحمة من ربك إن فضله كان عليك كبيرا (87) "

صدق الله العظيم

(سورة الإسراء)

كلمــة شكــر

نحمـد الله سبحانه وتعالى ونشكره على فضله وتوفيقه لنا في إتمام هذا العمل المتواضع والذي نتمنى أن يعم نفعه كل سائر في طلب العلـم ، ولا يفوتنا أولا أن نتقدم بالشكر الجزيل ممزوجا بالتقدير والاحترام الكبيرين إلى الأستــاذة الفاضلة – بلحمـري خيــرة – التي أنارت لنا الدرب بنصائحهــا وتوجيهاتهــا القيمـة وكلماتها الطيبة ، ونسأل الله أن يجازيها عنا خير الجزاء على جميل صنعها وأن يوفقها الله في حياتها العلمية والعملية والزوجية إن شاء الله .

إلى كل الأساتذة الكرام بمعهد علوم التسيير ، وإلى كــل عمــال المكتبــة

إلى كل من قدم لنا يد العون والمساعدة في إنجاز هذا العمل المتواضع من قريب أو بعيد حتى ولــو بإبتسامـــــة .

إهـــــداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى الذي رباني على الفضيلة والأخلاق وشملني بالعطف والحنان وكان لي درع أمان أحتمي به من نائبات الزمان وتحمل عبئ الحياة حتى لا أحس بالحرمان أبي العزيز حفظه الله وأطال عمره .

إلى روح التي جعل الله الجنة تحت أقدامها ، إلى من كانت ريحانة حياتي التي غمرتني بعطفها وحنانها وأنارت لي درب حياتي بحبها وكلما جارت علي الأيام بكيت في حضنها وكانت لي عونا ، الصدد الحنون والقلب العطوف .....أمي العزيزة الغالية رحمها الله وجعل الجنة مثوى لهـــا .

إلى إخوتي وأخواتي دون أن أذكر الأسمـــــاء

إلى الكتاكيت الصغار محمد أنس ، منال ، إسحاق ، بسمة ، إناس ، إخلاص ، أنفال سلسبيل ،عبد الغني ، محمد هيثم ، وفاء نور الهدى ، مرام ، يونس ، كوثر ، إسراء ، تميـــم

إلى كل من كان لي رفيقا في درب العلم وكان ساعدا لي في الوصول مرة أخرى إلى الجامعة

إلى كل من يعرف عراب مصطفى

إلى رفيق الدرب بلقاضي محمـــد

إلى كل الأصداء دون أن أذكر الأسماء

إلى كل منتسبي جهاز الأمن الوطنـــي

إلى كل طلبة جامعة الدكتور يحيى فارس بالمدية خاصة طلبة إدارة مالية الفوج الأول

إلى الأستاذة الفاضلة " بلحمري خيـرة "

إلى ريحانة قلبي ، الروح التي سكنت روحي ، أنت التي تعرفين قصدي ، لطيفـة .....أطال الله في عمرك .

إلى كل من يتصفح المذكـــرة الآن .....

إليهم جميعا اهدي هذا العمل المتواضـــع

إهـــــداء

إلى من لا نور إلا نوره وعظمة إلا عظمته إليك ربي ألف شكر وثناء

إلى من أنارا دربي بدعمهما ، إلى من تعجز الكلمات عن ذكر مآثرهما ، إلى من ليس لدى سواهما والدي العزيزيــن حفظهما ورعاهما الله .

إلى من كانت نظرتهم وبسمتهم تبعث في القوة وحب الحياة إخوتي الأعزاء

إلى كل من ساعدني في إنجاز هذا العمل البسيط

إلى من سعتهم ذاكرتي ولم تسعهم مذكـــــــرتي

إلى زملائي وزميلاتي قسم السنة الثانية ماستر تخصص إدارة مالية

إلى من ستشاركني الحياة والدرب – خطيبتي

إلى الأستاذة الفاضلة " بلحمري خيـــرة "

إلى كل من يتصفح المذكرة الآن .....

إليهم جميعا اهدي هذا العمل المتواضـــع

بلقاضـي محمـــد

ملخـــــص :

دراسـة تحليليـة لبورصـة الجزائـر خـلال الفتـرة 2011 – 2016

تهـدف هذه الدراسة إلى تقييم أداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2011-2017 باستخدام المؤشرات المتمثلة في مؤشر السوق ومؤشر عدد الشركات المدرجة ومؤشر حجم التداول خلصت الدراسة إلى أن بورصة الجزائر يرافقها ركود ناجم عن جملة من المعوقات تجعلها ضعيفة الأداء ، لذا قمنا باقتراح مجموعة من التوصيات لتفعيل بورصة الجزائـر

الكلمـات المفتاحيـة : الأسواق المالية ، السوق الكفء ، أداء الأسواق المالية ، بورصة الجزائر

Une étude analytique de l'Algérie bourse ou cours de période 2011-2017

Résumé

Cette étude vise a évaluer la performance de Bursa Algérie a la période 20011-2017 en utilisant certains des indicateurs de l'indice de marche et le numéro d'index de sociétés et le volume des transactions de l'indice ou l'étude a été de résumer l'Algérie bourse accompagnée d une récession coursée par un certain nombre d'obstacles rendre faible performance . de sorte que nous proposer une série de recommandations pour activer la bourse Algérie .

Mots clés : les marches financiers , le marche efficace , la performance des marches financiers , banque de l'Algérie .

الفهرس

العنـــــــــوان	الصفحـــة
كلمـــة شكـــر	
إهـــــــــداء	
الملخـــــــــص	
فهرس المحتويـات	IV- III- II-I
فهـرس الجـداول	VI
فهـرس الأشكـال	VIII
المقدمـــــــــة	أ – و
الفصـل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية وآليات التعامل فيـه	
تمهيـــــــــد	**07**
المبحـث الأول : أساسيات حول الأسواق الماليـة	**08**
المطلـب الأول : نشـأة وتطـور الأسـواق الماليـة	**08**
الطلب الثانـي : مفهـــوم الأســـواق الماليـــة	**10**
المطلب الثالـث : وظائف الأسواق المالية ومقوماتها	**12**
المطلب الرابـع : المتدخلون وآليات التعامـل في الأسواق الماليـة	**18**
المبحث الثاني : تقسيمات الأسواق المالية والأدوات المالية المتداولة فيها	**25**

المطلب الأول : هيكـــــــل الأســـــواق الماليـــــــة	25
المطلب الثاني : المنتجات المالية المتداولة في السوق النقــدي	33
المطلب الثالث : المنتجات المالية المتداولة في أسواق رأس المال	35
المبحث الثالث : أساليــب تحليـل الأوراق المالية ونماذج تقييمهـا	44
المطــب الأول : التحليل الأساسي والتحليل الفني للأوراق الماليــة	44
الطلب الثانـــي : تقييـــم السنـــــدات	48
المطلب الثالث : تقييـــــم الأسهـــــم	50
خلاصـــــــة	53
الفصـل الثاني : المعلومـــات وكفـــاءة الأســواق الماليـــة	
تمهيـــــــــد	55
المبحث الأول : المعلومات وعلاقتها بكفاءة الأسواق الماليـة	56
المطلـب الأول : أهمية المعلومات وعلاقتها بكفاءة الأسواق المالية	56
المطلـب الثاني : مصـــادر المعلومـــــات ومستخدميهـــــا	59
المطلب الثالـث : أهمية المعلومـات و أثرها على الأسواق الماليـة	63
المبحث الثانـي : نظريـــــــة كفـــاءة الأســواق الماليـــة	71
المطلـب الأول : ظهور نظرية كفاءة الأسواق المالية ومفهومهـــا	71
المطلب الثاني : الفرضيات الأساسية لنظرية كفاءة الأسواق المالية	77

المطلب الثالث : صيغ ومستويات كفاءة الأسواق المالية	74
المبحث الثالث : المعلومات وحركة الأسعار وعلاقتها بكفاءة الأسواق المالية	**90**
المطلب الأول : العلاقة بين المعلومات وكفاءة الأسواق المالية	90
المطلب الثاني : آلية حركة الأسعار في الأسواق المالية	92
المطلب الثالث : علاقة كفاءة الأسواق المالية بالحركة العشوائية للأسعار	97
خلاصة	**100**
الفصل الثالث : السوق المالي في الجزائر	
تمهيد	**102**
المبحث الأول : عموميات حول بورصة الجزائر	**103**
المطلب الأول : دوافع وأهداف إنشاء بورصة الجزائر	103
المطلب الثاني : مراحل وظروف نشأة بورصة الجزائر	104
المطلب الثالث : الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	107
المطلب الرابع : الشروط والمراحل الأساسية للدخول في البورصة	121
المبحث الثاني : القيم المتداولة في بورصة الجزائر	**126**
المطلب الأول : الشركات المقيدة في بورصة الجزائر	126
المطلب الثاني : القيم المنقولة الممكن تداولها في بورصة الجزائر	132
المطلب الثالث : إجراءات التداول في بورصة الجزائر	130

المبحث الثالث : إختبار عشوائية حركة الأسعار في بورصة الجزائـر	**141**
المطلـــب الأول : الطـــــرق الإحصائيـــــة المستعملـــــــة	**141**
المطلب الثانـــي : إختبـــــار كفـــــاءة بورصـــــة الجزائـــــر	**144**
المطلب الثالـــث : نتائـــــــج إختبـــــــار الفرضيـــــــات	**153**
المبحث الرابـــع : معوقـات بورصـة الجزائـر وسبل تطويرها وتفعيلعـــا	**155**
المطلـــب الأول : المعوقـــات المتعلقـة بالجوانـب السياسيـة والإقتصاديـة	**155**
المطلب الثانـــي : المعوقات المتعلقة بالجوانب القانونية والثقافية والإجتماعية	**159**
المطلب الثالـــث : سبـــــل تفعيـــل وتطويـــر بورصـــــة الجزائـــــر	**161**
خلاصـــــــــة	**166**
الخاتمـــــــــة	**171-169**
المراجـــــــع	**178-173**

فهـــرس الجداول

فهـرس الجـداول

الرقـم	عنـــوان الجـــدول	الصفحـة
1-1	العلاقة بين التحليل الأساسي والتحليل الفـــني	46
1 -2	الفـــرق بيـــــن البيانـــــات والمعلومـــات	58
1 -3	شروط إعتماد الوسطاء في عمليات البورصـــة	119
2-3	دالة الإرتباط الذاتي للسلسلـــة LS	147
3-3	تقدير النموذج الثالث لإختبار DF للسلسلة LS	149
4-3	تقدير النموذج الثاني لإختبار DF للسلسلـة LS	150
5 -3	تقدير النموذج الأول لإختبار DF للسلسلة LS	151
6-3	نتائج إختبار فيليب بيـرون PP	152
7-3	نتائـــــــج إختبـــار KPSS	153

فهـــرس الأشكـال

فهـرس الأشكـال

الرقـم	عنـوان الشكـل	الصفحـة
1-1	وظيفة الأسواق الماليـة	16
2-1	مكونات الأسواق المالية	32
3 -1	الأوراق المالية المتداولة في الأسواق الماليـة	41
1-2	خصائص نظام المعلومات	68
2 -2	العلاقة بين المستويات المختلفة لكفاءة الأسواق المالية	85
3 -2	رد فعل السهم إتجاه معلومة جديدة في سوق كفء وفي سوق غير كفء	95
1 -3	الهيكل التنظيمي " لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB "	111
2 -3	الهيكل التنظيمي " شركة إدارة بورصة القيم SGPV "	113
3 -3	تطور مؤشر بورصة الجزائر من 2010/01/01 إلى 2017/12/31 .	144
4 -3	التوزيـع الإحتمالـي لمؤشـر KSE	145

مقدمـــــــة

إن الأسواق المالية ليست بالأسواق الحديثة بل ترجع إلى الماضي البعيد إلا أنها لم تأخذ شكلها النهائي الذي تعرفه اليوم إلا بمرور الوقت حيث مرت بمراحل كثيرة ومتعددة حتى أصبحت تشكل عصب الحياة المالية في الدول المتقدمة التي أعطتها أهمية أساسية ، الشيء الذي جعلها أداة فعالة في خلق التوازن الاقتصادي بين العرض والطلب .

وبالتالي فإن الأسواق المالية هي الركيزة الأساسية للنهوض بالاقتصاد العالمي وعلى البلدان الناشئة أن تعمل على تطوير وتنمية أسواقها المالية إذا أرادت أن تساير الركب الحضاري وأن تلحق بالدول المتقدمة ، وقد لوحظ في السنوات الأخيرة مدى تزايد اهتمام الدول الناشئة بتنمية أسواقها المالية بفعل إدراكها للدور الذي يمكن أن تلعبه هذه الأخيرة في تنميتها الاقتصادية .

إن تعدد أو تنوع مزايا الأسواق المالية لا يمكن القول أن كل الأسواق المالية في مختلف الاقتصاديات تتسم بنفس الدرجة من الكفاءة في ترشيد الموارد المالية ، فما تؤديه السوق المالية على درجة كبيرة من الكفاءة والتنظيم من أدوار في الحياة الاقتصادية لا يمكن مقارنتها بمستوى الدور الذي تؤديه الأسواق المالية الناشئة والتي لا تزال في المراحل الأولى من مسار التنمية والإصلاح الاقتصادي .

أما في الجزائر فقد عاشت هذه الأخيرة لمدة طويلة مرحلة تجاهلت فيها كل صفات الاقتصاد الرأسمالي ، حيث تبنت الحكومة الجزائرية بعد الاستقلال المنهج الاشتراكي كنظام اقتصادي مبني على التخطيط المركزي لكن سرعان ما ظهرت محدودية هذا النظام ومساوئه وبدأت الجزائر تتخبط في أزمة اقتصادية ومالية وأصبحت غير قادرة على تأمين رؤوس الأموال الضرورية لقنوات الإنتاج والاستهلاك ، أي الميادين التي تشكل القاعدة الاقتصادية دون الحديث عن الفشل في تحقيق التنمية الاقتصادية ، وزادت حدة هذه الأزمة مع تدهور أسعار البترول التي تشكل أهم مصدر للمدخولات الجزائرية ، وبهذا تجمعت كل مظاهر الأزمة الإقتصادية التي كانت تزداد أكثر فأكثر .

وأمام هذه الوضعية ظهرت الحاجة الملحة للقيام بعدة إصلاحات اقتصادية تدفعها إلى ما يسمى باقتصاد السوق أين تسود قوانين الخوصصة وقواعد السوق والمنافسة الحرة والاقتصاد الحر وفي هذا الإطار برزت ضرورة إنشاء السوق المالية التي تشكل الركيزة الرئيسية لاقتصاد السوق والتي تعتبر مفتاحا لمصدر تمويل جديد يحل محل الخزينة العمومية التي تخلت عن تمويل الإستثمارات من جهة ، كما يكمل نشاط السوق المالية مهمة البنوك في مجال تعبئة الادخار وتوفير الموارد المالية من جهة أخرى ، هذه الظروف بمجملها دفعت بالجزائر إلى الشروع في تأسيس سوق مالية جزائرية بداية التسعينات ، غير أن هذه العملية سجلت بعض التأخر نظرا لجملة من العقبات التي واجهتها .

- **إشكاليـة الدراسـة :**

حسب المراد الوصول إليه من هذا البحث فإن مقــام الإشكالية وصياغتها يكون على النحــو الأتـي :

هـل تتمتـع بورصـة الجزائـر بالكفـاءة في مستواهـا الضعيـف ؟

1- **الأسئلــة الفرعيــة :**

وتنطوي ضمن الإشكالية عدة تساؤلات فرعية نبرزها كالتالــي :

- ما المقصود بالأسواق المالية ؟
- ما هي معايير تقييم كفـــاءة الأسواق الماليــة ؟
- ما واقع السوق المالي الجزائري في الواقع الراهن ؟
- وما هي التحديات التي تواجه بورصة الجزائــر ؟
- ماهــي ما أفاق تفعيل وتطوير بورصة الجزائــر ؟

2 – **الفرضيـات :**

- الأسواق المالية هي ذلك المكانُ الذي يلتقي فيه أصحاب العجز في السيولة وأصحاب الفائض فيها حيث يقوم السوق المالي بدور الوسيط في تحويل الفائض النقدي من المدخرين إلى أصحاب المشاريع الاستثمارية .

– إن كفاءة الأسواق المالية تمثل حافزا قويا نظرا لعولمة ظاهرة الأسواق المالية في كل الدول بتقنيات الإعلام والاتصال وإقرار نظم فعالة ومتقدمة مما ينعكس تأثيرها على التطور الاقتصادي الوطني ، ورفع الكفاءة المعلوماتية للسوق تؤدي إلى رفع وتطور كفاءة الأسواق الماليـــة .

– بورصة الجزائر هي سوق التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء وهي سوق حديثة تمتاز بصغر حجم التداول .

– إن الكثير من البلدان المتخلفة يمكن أن تحقق انطلاقتها الاقتصادية الفعلية التي تضمن لها مستوى مقبول من التقدم والرفاهية وذلك بعد إنشائها لبورصات قيم متداولة مع توفير شروط نجاح هذه الأخيرة ، وباعتبار أن الجزائر لا تخلو من مقومات التطور فإن بورصة القيم المتداولة تساهم إلى حد بعيد في التمويل الجيد للمشاريع الاقتصادية والاجتماعية للبلاد ، وبالتالي المساهمة في إحداث تنمية شاملة ومتوازنة شريطة إعطاء هذه الآلية التمويلية كل شـروط نجاحهـا .

– يعيق أداء بورصة الجزائر عدة عوائق سياسية واقتصادية واجتماعية حالت دون تطورهـا ، وفعالية بورصة الجزائر تتوقف على توفير الشروط اللازمة منها الإرادة السياسية وسن تشريعات وقوانين مضبوطة لا سيما الرهانات والتحديات في الآونة الأخيرة أين يشهد العالم عصر العولمة ومخاطرها والتي أصبحت حقيقة لا مفر منها وشرطية لا بد من التكيف معهـا .

3– أهميـة الدراسـة :

إن هذا الموضوع بالتحديد سواء على مستوى الدول أو على مستوى الجزائر بالتحديد يهدف في صلبه إلى البحث على مدى نجاعة دور السوق المالي ، أو بمفهوم أخر يرمي إلى معرفة حقيقة ما وصل إلى تحقيقه السوق المالي نجاحا أم فشلا في الاقتصاد الدولي أو المحلي ، وبالتالي فإن هذا الموضوع يهدف إلى التعرف على بورصة القيم المتداولة وتحديد الإطار النظري لهذه المؤسسة من حيث نشأتها ، تطورها ، وظائفها ، تنظيمها ، سيرها ، مع دراسة أهميتها وبيان شروط كفاءتها ونجاحها وأثارها على الاقتصاد ، كما يقوم هذا الموضوع على التشخيص العام لوضعية الاقتصاد الجزائري ليخلص في الأخير إلى تحديد مدى إمكانية إتصاف بورصة القيم المنقولة في الجزائر بالنجاعة انطلاقا من معرفة الشروط اللازمة لنجاح هذا المشروع الذي يعلق عليه أمال كبيرة باعتبار أنه قد يساهم بدرجة هامة في الخروج من الأزمة الاقتصادية والمالية التي تمر بها الجزائر أي بمفهوم شامل تحسين واقع بورصة الجزائـر .

4– دوافـع الدراسـة :

من بين الدوافع التي جعلتنا نختار هذا الموضوع هي دوافع نابعة من الذات وملائمة لإرادتنا كوجهة في الدراسة ، ودوافع أخرى علمية وموضوعية ، حيث يمكن حصرها فيما يلي :

– موضوع الأسواق المالية والبورصات موضوع أثار اهتمامنا منذ بداية الدراسة الجامعية كما أن له علاقة مباشرة بالتخصص الذي ندرسه إدارة ماليـة .

– موضوع الأسواق المالية والبورصات موضوع شغل بالنا وأردنا البحث والتعمق في تفاصيله كموضوع من مواضيع الإقتصاد الدولي ، وهو من بين أهم المواضيع الحالية التي تجلب اهتمام الباحثين خصوصا .

– إن موضوع الأسواق المالية والبورصات من المواضيع التي ألهمت العالم الاقتصادي والمالي وخاصة من جانب تأثيرها على المؤسسات في ظل المتغيرات الاقتصادية .

– تحليل كفاءة الأسواق المالية وإبراز أهميتها في تمويل الاقتصاد الوطني في ظل عجز الخزينة في تمويل المشاريع الاستثمارية .

– تعتبر الجزائر في بداية طريقها عن الحديث عن البورصة ، فمن الفضول البحث عن مختلف أعمالها ومختلف محاولاتها للالتحاق بركب البورصات العالمية .

– معرفة أخر المستجدات حول موضوع بورصة الجزائر مع تحسين واقعها .

– إثراء المكتبة الجامعية .

5– أهـداف الدراسـة :

تهدف دراسة الموضوع عموما إلـــى :

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب المتعلقة بإنشاء أسواق مالية و كذا الأدوات المتداولة فيها .
- محاولة معرفة واقع الأسواق المالية و مدى كفاءتها وفعاليتها في الجزائر .
- تقييم وتحليل كفاءة السوق المالي الجزائري .
- تحسيـــن واقـــع بورصـــة الجزائـــــــر .

6– منهـج الدراسـة :

سنقوم في هذا البحث بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي بهدف المحاولة قدر المستطاع إبداء أكبر عدد ممكن من المعلومات التي هي في صلب الموضوع وبأوضح طريقة ممكنة ومحاولة تبسيط هذه الأفكار التي تبدو غامضة نظرا لخصوصية الموضوع ورغبة منا في الوصول إلى الأهداف المرجوة وإنجاز الدراسة على أحسن وجـــه كما تم الاستعانة بالمنهج الإحصائي مع استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية التي تدخل في حساب بعض المؤشرات .

7– مصـادر الدراسـة :

سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على البحث المكتبي بالرجوع إلى الكتب ومذكرات التخرج ذات العلاقة بموضوع البحث والتي هي على رفوف المكتبة الجامعية ، بالإضافة إلى الكتب الجامعية من مكتبات جامعية أخرى ، وكذا المجلات والجرائد التي لها صلة بموضوع البحث البحث الإلكتروني ، الاستعانة بمختلف المواقع الإلكترونية للحصول على المعلومـات .

8- حـدود الدراســة :

تتكــون حدود الدراسة من إطاريــن :

_ **المكانيـــة** : يتم إجراء هذه الدراسة على السوق المالي الجزائـري .

- **الإطـار الزمانـي** : خلال الفترة الممتدة من 2010/01/01 إلى غاية 2017/12/31 .

9- الدرســات السابقــة :

- **دراسة لعبادي نسيمـة** : فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية ، جامعة الجزائر ، 2004 ، هدفت هذه الدراسة إلى تقييم وضع سوق الأوراق المالية في إطار تحفيز المؤسسات والنشاط الاقتصادي ككل على الازدهار مع التشخيص العام لوضعية الاقتصاد الجزائري ، وتوصلت الدراسة إلى كفاءة الأسواق المالية لا تتحقق إلا بتحقق مجموعة من الشروط ، ومن هنا تم إنشاء بورصة الجزائر كضرورة حتمية من اجل تحقيق التنميـة .
- **دراسة جودي صاطـوري** : أثر كفاءة رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية ، رسالة دكتوراه في علوم التسيير ، جامعة الجزائر 2006/2005 ، تهدف الدراسة إلى توضيح أهمية كفاءة الأسواق المالية ومدى قدرتها على التخصيص الكفء للموارد الماليـة .
- **دراسة رفيق مزاهديـة** : كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات ، رسالة ماجيستير جامعة باتنة 2006 ، تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أداء وكفاءة الأسواق المالية ومدى قدرتها على تحقيق الأهداف المنوطة بها ، خلصت الدراسة إلى أن سوق السعودية المالي كفء في مستواه الضعيـف .
- **دراسة رشيد بوكسانـي** : معوقات أسواق الأوراق المالية العربية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصاديـة جامعة الجزائر ، 2006 ، تدور إشكالية الدراسة حول المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق مالية فعالة ووجه الحصر هنا الأسواق المالية العربية منها بورصة الجزائر وسبل تطويرهـا .

10- محتــوى الدراســة :

مـن أجل الإجابة على الفرضيات السابقة إرتاينا تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول على النحو التالــي :

الفصــل الأول : سنتطرق في هذا الفصل إلى الجانب النظري للأسواق المالية من خلال الإحاطة بمفهوم الأسواق المالية من خلال التطرق إلى نشأتها وتطورها ، وظائفها ، مقوماتها هيكلها المنتجات المالية المتداولة فيها وآليات التعامل فيها ، أساليب التحليل فيها .

الفصل الثاني : في هذا الفصل سيتم التطرق إلى كفاءة الأسواق المالية من خلال دراسة مفهومها خصائصها أنواعها ، شروطها ، مستوياتها ، علاقة كفاءة الأسواق المالية بالمعلومات ، آلية حركة الأسعار في الأسواق المالية الكفأة ، وفي الأخير التطرق إلى معرفة العلاقة بين الكفاءة والحركة العشوائية للأسعار.

الفصل الثالث : في هذا الفصل أردنا إدارة العجلة إلى دراسة واقع بورصة الجزائر من خلال التطرق إلى مراحل وظروف نشأتها والهيأت المنظمة لها ، المتدخلون فيها ، الأصول المالية المتداولة فيها وعملية قيدها ، تداول وتسعير الأوراق المالية فيها ، الشركات المقيدة فيها ، مؤشر الكفاءة باستخدام عدة مقاييس ، تحليل نتائج الدراسة ، وفي الأخير الإشارة إلى معوقاتها مع الإشارة إلى عدة اقتراحات من شأنها تفعيل بورصة الجزائر .

إضافة إلى أن كل فصل تم تقسيمه إلى مباحث وكل مبحث تم تقسيمه إلى مطالب بالإضافة إلى مقدمة وخاتمــة لكل فصــل .

الفصـل الأول :

الإطار النظري للأسواق المالية وآليات التعامـل فيـــه

تمهيـــد :

يعـد تحول الاقتصاد الرأسمالي من اقتصاد المديونية القائم على الوساطة المالية إلى اقتصاد السوق المالية المؤسس على اللاوساطة المالية حدثا اقتصاديا بارزا في تاريخ المجتمعات الرأسمالية، وإلى وقت قريب كان التمويل من خلال الوساطة المالية هو السائد في أغلب المعاملات الماليـة، حيث أدت البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة دورا أساسيا في تمويل الأنشطة الاقتصادية، وقد ساهمت التطورات التكنولوجية المتلاحقة التي صاحبت مختلف مناحي الحياة الاقتصادية في شقهـا المالي، تطور النظام المالي إذ ظل التمويل غير المباشر يؤدي دوره بفعالية في تعبئة المدخرات وتمويل متطلبات التنمية الاقتصادية، غير أنه منذ منتصف السبعينات وأوائل الثمانينات من القرن العشرين وتحت ضغط التكاليف المرتفعة للنظام السابق بالنسبة للشركة وسعي المدخرين وراء التوظيف الأكثر مردودية اتجه تمويل الاقتصاد الرأسمالي نحو تنشيط الأسواق المالية كآلية بديلة لتمويل المشاريع، وبذلك قل نصيب البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في التمويل غير المباشر وازدادت نسبة التمويل المباشر الأمر الذي جعل طابع الاقتصاد للدول المتقدمة يتحول من اقتصاد السوق إلى اقتصاد السوق الماليـة .

ونظرا لأهمية الأسواق المالية ولأجل فهم أكثر عمقا لهذا المصطلح سنتطرق في هذا الفصل لدراسة الإطار النظري للأسواق المالية من حيث مفهومها وتقسيماتها المختلفة ووظائفها المتنوعة في الحياة الاقتصادية فضلا عن عرض أهم الأدوات المالية المتداولة وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية .

المبحـث الأول : أساسيـات حـول الأسـواق الماليـة

إن الأسواق بصفة عامة قديمة، ومع التطور التاريخي أخذت الأسواق تتسع وتنمو وتتنوع فشهدت قفزة نوعية من حيث التنظيم والتخصص، في ظل الحرية الاقتصادية وآلية وسائل الدفع وكذا الأدوات المالية خصوصا، وللتعرف على الأسواق المالية خصوصا يستلزم الإحاطة بشيء من التفصيل عن تاريخ نشأتها ومراحل تطورها وخصائصها وأهدافها ومقوماتها وهذا ما سنتاوله في هذا المبحث .

المطلـب الأول : نشـأة وتطـور الأسـواق الماليـة

1- نشـأة الأسـواق الماليـــة :

إن مفهوم السوق قد تغير عبر مراحل مختلفة من الزمن، ففي الماضي كانت الأسواق تقتصر على بيع وشراء السلع الحقيقية عن طريق المقايضة (تبادل سلعة بسلعة) ثم تطورت بعد ظهور النقود وأصبحت تبادل السلع بالنقود ، ومع التطور التكنولوجي أصبح بإمكان الطرفان (البائع و المشتري) الاتصال عبر وسائل الاتصال الحديثة ، ومن هنا يظهر لنا أن مفهوم السوق لا يقتصر على مكان محدد ، و إن كان المكان يعتبر مكملا يزيد من فاعلية السوق [1] .

وتشير بعض الأبحاث أن بداية نشأة الأسواق المالية ترجع إلى القرن الخامس الميلادي حيث ارتبط ظهورها بالنمو الصناعي في البلدان الرأسمالية ، إلا أن الأسواق المالية في شكلها الحاضر لم تنشأ إلا في القرن الخامس عشر ميلادي ، حيث أنشئت أول بورصة في مدينة (أنفرس) ببلجيكا عام 1460م ، ثم تتابع إنشاء البورصات في عدد من الدول فأنشئت في (ليون) بورصة عام 1554م ، وفي أمستردام أنشئت مع تأسيس شركة الهند الشرقية عام 1602م وهذه الشركة تماثل شركات المساهمة الحالية ، و التي كانت تصدر الأسهم و السندات لتمويل نشاطها لصالح المؤسسين ، ثم أنشئت بورصة (لندن) عام 1666م ، وهناك من يقول 1773م ، ثم باريس عام 1808م وهناك من يقول عام 1724م ، أما في أمريكا فقد أنشئت أول سوق مالية رسمية عام 1821م في وول ستريت [2].

أما أهم الأسواق المالية التي أنشئت في العالم الإسلامي فكانت بدايتها في مصر، حيث أنشئت بورصة الإسكندرية عام 1882م وبورصة القاهرة عام 1890م ، ثم سوق بيروت للأوراق المالية عام 1920م ، ثم المغرب أين افتتحت بورصة القيم بالدار البيضاء عام 1967م ، بعدها الكويت عام 1977م ، ثم تبعتها سوق عمان في الأردن عام 1978م ، ثم في المملكة العربية السعودية عام 1984م ، ثم في دولة البحرين عام

---

[1] – محمد الصيرفي ، **البورصات** ، دار الفكر الجامعي الإسكندرية ، مصر، 2007 ، ص : 23.

[2] – ياسر بن إبراهيم بن محمد الخيضري ، **المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية** – دراسة فقهية ، رسالة ماجستير في الفقـه كلية الشريعة بالرياض ، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية ، 2008 ، متاح على:www.4shared.com،تاريخ التحميل2018/01/12، ص:24.

1977م، ثم تونس عام 1988، ثم في سلطنة عمان في مسقط عام 1989م ، ثم العراق عام 1993م ، ثم فلسطين عام 1997[1].

2 – مراحل تطور الأسواق المالية :

وقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حاليا بعدة مراحل يمكن تلخيصها بالآتي[2]:

➢ **المرحلة الأولى :**

تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة و محلات الصرافة، و تحسن نسبي في مستوى معيشة الأفراد مَكَّنَ من استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية و زراعية وعقارية.....الخ مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية ، وكما أدى كذلك إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة يعجز الفرد على توفيرها الشيء الذي ولد الحاجة إلى السيولة مما أصبح يلجأ إلى البنوك للاقتراض ، ما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة [3].

➢ **المرحلة الثانية :**

تميزت هذه المرحلة ببداية ظهورالبنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى ، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا لقواعد وأوامر البنك المركزي لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها .

➢ **المرحلة الثالثة :**

ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية و الزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات.....الخ ، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال لكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة ، ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزانة .

➢ **المرحلة الرابعة :**

ظهور الأسواق النقدية وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول ، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي .

---

[1] – محمد الصيرفي ، **البورصات** ، المرجع السابق ، ص : 25.

[2] – محفوظ أحمد جودة و آخرون ، **الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات** ، دار زهران – عمان ، 1998، ص ص : 14-15.

➢ **المرحلة الخامسة :**

اندماج الأسواق النقدية مع أسواق الأوراق المالية واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة و ظهور البورصات المالية و أصبحت أسواق الأوراق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات .

المطلب الثاني : مفهوم الأسواق المالية

1 – تعريف السوق المالي :

لابد من الإشارة في الأول إلى الفصل بين مفهوم الأسواق المالية ومفهوم أسواق رأس المال ، حيث أن المفهوم الأول يشمل المفهوم الثاني إضافة إلى أسواق النقد ، أي أن السوق المالي يتكون من نوعين من الأسواق هما سوق رأس المال ، و سوق النقد ، و في دراستنا سوف نتطرق إلى دراسة سوق الأوراق المالية ، ولقد تعددت التعاريف المتعلقة بالأسواق المالية نحاول إيجازها فيما يلي [1] :

❖ **التعريف الأول** : "هي ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي و مشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه ، و بشرط توافر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين ، بحيث تجعل الأثمان السائدة في السوق بالنسبة لأي ورقة مالية متماثلة في كل وحدة زمنية [2] ".

أشار هذا التعريف إلى السوق التي يتم فيها التداول دون تلك التي تُصدر فيها لأول مرة (السوق الأولي) حيث أن السوق المالي يشمل السوق الأولي و الثانوي .

❖ **التعريف الثاني** : " هي المكان الذي يهيئ الفرصة للأرصدة النقدية الفائضة عن حاجة مالكيها لكي توضع في متناول أيدي الباحثين عنها من أصحاب الخبرة و المهارة من المنتجين و أصحاب المبادرات الصناعية ، و يتم ذلك من خلال الوسطاء [3] " .

❖ **التعريف الثالث** : السوق المالي هو مكان لالتقاء البائعين و المشترين و لكن نظرا للتطور الهائل في طرق الاتصال لم يعدِ الإطارُ المكاني شرطا ضروريا لوجود السوق ، بل يكفي وسيلة اتصال فعالة بينهم لقيام السوق ومن ناحية أخرى فإن التقدم الكبير في نوعيات وأحجام السلع التي تباع في السوق قد أدى إلى وجود أسواق مختلفة ، فهناك أسواق لبيع الحبوب والذهب و أسواق مختصة بالأوراق المالية و غيرها [4] .

❖ **التعريف الرابع** : تعرف السوق المالية على أنها " سوق التمويل للاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل بواسطة قطاعات الأعمال والقطاع الحكومي والعائلي ، أوهي سوق ادخار شبه السائل والائتمان الطويل الأجل

---

[1] محفوظ أحمد جودة وآخرون ، **الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات** ، دار زهران – عمان ، 1998 ، ص ص : 14-15 .

[2] – رسمية أحمد أبو موسى ، **الأسواق المالية و النقدية** ، دار المعتز للنشر و التوزيع ، عمان ، ط1 ، 2005، ص :11.

[3] – حسين بني هاني ، **الأسواق المالية ، طبيعتها و تنظيمها و أدواتها المشتقة** ، دار الكندي، عمان ، ط1، 2002، ص : 03.

[4] – جمال جويدان الجمل، **الأسواق المالية و النقدية** ، جامعة البلقاء التطبيقية ، دار الصفاء للنشر و التوزيع – عمان – 2002 ص : 33.

الذي يخصص للتمويل الاستثماري ، وتلعب أجهزة الوساطة المالية المصرفي والمصرفية دورا رئيسيا في تكوين هذا السوق ، ويتوقف نجاحها على مدى وجود المدخرين فضلا عن توفر مُناخ ملائم من حيث كفاءة البنية الأساسية للاقتصاد وملائمة تشريعات الاستثمار".

❖ **التعريف الخامس** : تعرف الأسواق المالية على أنها أسواق تداول الأوراق الماليـة وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات المدخرة إلى الشركات المستثمرة، من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات [1]

❖ **التعريف السادس** : هناك من يعرفها على أنها السوق التي تتعامل في الاستثمار المالي المتعلق بالأوراق المالية (الأسهم و السندات) سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك [2] .

من خلال هذه التعاريف يمكن أن نعرف السوق المالي بأنه ذلك المكانُ الذي يلتقي فيه أصحاب العجز في السيولة وأصحاب الفائض فيها ، حيث يقوم السوق المالي بدور الوسيط في تحويل الفائض النقدي من المدخرين إلى أصحاب المشاريع الاستثمارية ، و نظرا لصعوبة هذا التحويل وارتفاع تكاليفه يتم اللجوء إلى المؤسسات المالية للقيام بدور الوسيط بين المستثمرين والمدخرين .

وفي السوق المالي ليس بالضرورة التقاء طالبي الأموال و عارضيها في نفس المكان ففي ظل تطور وسائل الاتصال المختلفة وانفتاح الأسواق المالية على بعضها البعض أصبح تحويل الأموال واستخدامها و كذا تداولها يتم دون الوجود الحقيقي للمتعاملين بل حتى دون وجود عقود منظمة تقليدية لإتمام العملية وإنما أصبحت العملية تتم الكترونيا.

2- خصائص السوق المالي : يمكن إبراز أهم خصائص السوق المالي في النقاط التالية الذكر :

- تمثل الأسواق المالية أحد الأوعية الهامة في توظيف مدخرات المجتمع .
- تحويل الأرصدة النقدية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استثمارات في مشروعات جديدة .
- عدم ضرورة أن يكون المستثمر في الأوراق المالية متخصصاً في مجال أنشطة الشركات التي يستثمر فيها أمواله .
- تمثل بورصات الأوراق المالية أسواقاً منتظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية بانتظام وتعرض من قبل قوى العرض الطلب وبتعادلها تحقق الأسعار العادلـة من خلال البيـع و الشراء وبالتالي تحقق رغبات المتعاملين فيه .
- تمثل مكان التقاء و تبادل بمعنى سوق بين عرض وطلب رؤوس الأموال طويلة الأجـل حيث أن أدواتها ممثلة في قيم منقولة (أسهم وسندات أساساً) .
- يمكن أن توفر السوق أفضل الفرص الاستثمارية نسبياً مقارنة بالمجالات الأخرى والتي ترتفع فيها درجة المخاطرة
- تساعد في إصلاح الأوضاع الاقتصادية بالدولة .

---

[1]- محمد عبده محمد مصطفى ، " **تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة** "، ط 1، الدار الجامعية الإسكندرية ، 1998 ص : 2.

[2]- مصطفى رشدي شيخة ، زينب عوض الله ، **النقود و البنوك و البورصات** ، دار المعرفة الجامعية-الإسكندرية- 1992 ص : 456.

المطلب الثالث : وظائـف الأسـواق المالـية ومقوماتـهـا

1- وظائف الأسـواق المالـية :

إن وجود سوق المال يعتبر أداة هامة لتوفير و تقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساته المالية و التي تتلخص وظائفها الأساسية في شقيـن [1] :

- تعبئة المدخرات .
- توجيه هذه المدخرات أو الموارد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة .

تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق المال في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال ، كما تساعد في عملية التنمية وتكون في نفس الوقت مؤشرا للأحوال الاقتصادية ومرآة تعكس ما يحدث في الاقتصاد ، الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في البلد الذي تمارس فيه الأسواق المالية نشاطها فرصة اتخاذ الإجراءات الاقتصادية والمالية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي ، فمن المعروف أن الأسواق المالية تتجاوب غالبا مع الدورات الاقتصادية بصورة مبكرة ، وقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين ، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات [2].

تعمـل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض ، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات ، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة الفردية والجماعية [3].

كمـا أن لسوق الأوراق المالية وظائف أساسية وهى الوظيفة التمويلية ، وظيفة التثمين أو التسعير و وظيفة التوزيع ووظيفة المعرفة والشفافيـة [4] .

1- وظيفـة التمويـل : في إطار الوظيفة التمويلية لسوق الأوراق المالية فانه يقوم بما يلـي :

- ✓ تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات إلى خدمة الاقتصاد الوطني .
- ✓ الحد من التضخم عن طريق التقليل من الوساطة المصرفية لتمويل الاستثمارات .

---

[1]- منير صالح هندي ، رسمية زكي قريا قص ، **الأسواق و المؤسسات المالية** ، مكتبة الإشعاع ، قسم إدارة الأعمال ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ،1997، ص :9 .

[2]- عبد النافع الزرري ، غازي فرح ، **الأسواق المالية** ، دار وائل للنشر – عمان - 2001، ص ص :22-23.

[3]- رياض دهال ، "**الأدوات المالية**" سلسلة جسر التنمية ،[على الخط]، مارس ،2003 ، العدد الخامس عشر، الكويت المعهد العربي للتخطيط متاح على:www.arab-api.org، تاريخ الاطلاع : 22/01/ 2018، ص :15.

[4] - يعقوب محمد السيد ، مشاهد عثمان ابراهيم ، **سوق الأوراق المالية في السودان النشأة و التطور و الرؤى المستقبلية بنك السودان المركزي قطاع المؤسسات المالية و النظم الإدارية العامة لتنظيم و تنمية الجهاز المصرفي**، 2011، متاح على:/http://www.vipmiss.com/vb/showthread.php?t=34052 تاريخ التحميل: 2018/01/19، ص : 8.

✓ المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض إلى الفئات التي لديها العجز.

✓ تمويل عجز الموازنة العامة للدولة عبر إصدارات الأوراق المالية السيادية .

✓ توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي .

✓ ضبط الكتلة النقدية في الاقتصاد من خلال آلية السوق المفتوحة وذلك عن طريق لجوء البنك المركزي إلى السوق المالية أو النقدية بائعا أو مشتريا الأوراق المالية والذهب والعملات الأجنبية والسندات وأذونات الخزانة رغبة منه في ضخ السيولة أو امتصاصها وفقاً للحالة الاقتصادية السائدة .

✓ يتدخل البنك المركزي بالبيع في حالة انتهاجه لسياسة نقدية انكماشية عند معالجة التضخم ومشتريا في حالة انتهاجه لسياسة نقدية توسعية .

2- وظيفـة التسعيـر : تتضمن هذه الوظيفة ما يلـي :

- تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة وتقييم الشركات والمشروعات لأغراض الاختصاص .

3- وظيفـة التوزيـع : تتضمن الوظيفة التوزيعية للسوق المالي ما يلـي :

✓ تؤمن البورصة سوقا مستمرة لتداول الأوراق المالية .

✓ يشجع وجود البورصة مصارف الاستثمار على الإقدام على تغطية إصدارات أوراق مالية في السوق الأولى .

4- **وظيفـة المعرفـة و الشفافيـة** : و تتضمـن ما يلي :

✓ مراقبة عمليات السوق الثانوية .

✓ تلزم قوانين بورصات الأوراق المالية الشركات المساهمة بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة في أدائها وعن الأوراق المالية التي ترغب بإصدارها .

بالإضافة على الوظائف السالفة الذكر هناك مجموعة أخرى من الوظائف تتمثل في[1] :

أ- تفـادي التقلبـات العنيفـة للأسعـار:

إن الطابع المتميز للمتعاملين في سوق الأوراق المالية هو سرعة الانفعال لسماع أي أخبار وما يترتب عليها من توقعات تحكم تصرفاتهم في عملية التداول و التي تتوقف على مدى التشاؤم والتفاؤل ، و البورصة في هذا المجال تقوم بدور هام لكسر حدة هذه التقلبات التي ترجع أساسا للانفعالات ، فيشترون ما يرونه بحكم خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشاؤم وكذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة للتفاؤل الذي لا مبرر له ، و يساعد ذلك على كسر حدة هذا الارتفاع و الهبوط المفاجئ في الأسعار، وبعد أن تستقر الأمور و تهدأ الانفعالات يعاود المحترفون في البورصة القيام بعمليات عكسية لما سبق القيام به ، إلى أن تستقر الأسعار في أوضاعها الطبيعية .

[1]- منير صالح هندي ، **رسمية زكي قريا قص** ، مرجع سابق ، ص ص :44-45.

ب– توفير فرص استثمارية متنوعة و متفاوتة من حيث المخاطر:

و ذلك من خلال كثرة و تنوع الأوراق المالية من جانب ، و توفير البيانات و المعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل فيها من جانب أخر، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم مبينة الأوراق التي حدث عليها التعامل و حركة الأسعار لها وبهذا يمكن للمستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق التي يرغب في الاستثمار فيها .

ج– تشجيع الادخار و تجميع الأموال:

من خلال تشجيع الادخار و ذلك بفتح مجالات واسعة أمام صغار المدخرين لإيجاد فرص استثمارية ملائمة ، وكذا بتوجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة و إنتاجية الأمر الذي يولد عائدا ملائما للمستثمر و يعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد القومي [1] .

ومن المعلوم أن المدخر لا يستبدل نقوده بسلع أو خدمات لإشباع رغبة عاجلة إنما ليستفيد بها في سد حاجة للمستقبل ، وهناك وسائل متعددة لتشجيع الادخار منها الإعفاءات الضريبية تشجيع إنشاء مؤسسات التوفير وشركات التأمين وصناديق التوفير، أي نشر الوعي الادخاري بين أفراد الشعب وتوجيهه إلى سوق الأوراق المالية عن طريق إذاعة أسعار الأوراق المالية ونشرها ، كل ذلك من أجل توجيه الأنظار إلى التعامل في شـراء الأسهـم و السندات وجذب مدخرات الشعب ، وذلك يتيح للدولة تنفيذ الكثير من المشروعات الإنتاجية التي تعود فائدتها على الجميع ، علاوة على الفائدة التي يتمتع بها المكتتبون [2] .

د– خلق رؤوس أموال جديدة :

حيث أنه عندما يضع المستثمر أوراقه المالية لدى البنوك يمكنه الافتراض بضمانها مبلغا لشراء أوراق جديدة وذلك نظير فائدة معينة تقل غالبا عن الفائدة التي تدرها الأوراق وعندما يشتري المستثمر أوراقا جديدة وترتفع أسعارها يزيد رأسماله الحقيقي [3] .

هـ– السوق المالي مؤشر للحالة الاقتصادية :

تساهـم السوق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعد المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها ، فجميع المعاملات تكون على أساس أهمية الأموال السائلة المتداولة ، وكذلك فإن الأسعار التي يتم التعامل بها تبنى على أساس السعر العام العائد من المبالغ المستثمرة وبالتالي فإن تقلب الأسعار في الأسواق المالية وتواليها مدة من الزمن يسهل معرفة مدى نجاح بعض المشروعات

[1]– جمال جويدان الجمل ، **الأسواق المالية والنقدية** ، جامعة البلقاء التطبيقية ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، ط1 ص :38 .

[2]– شمعون شمعون ، مرجع سابق ، ص ص : 52-53.

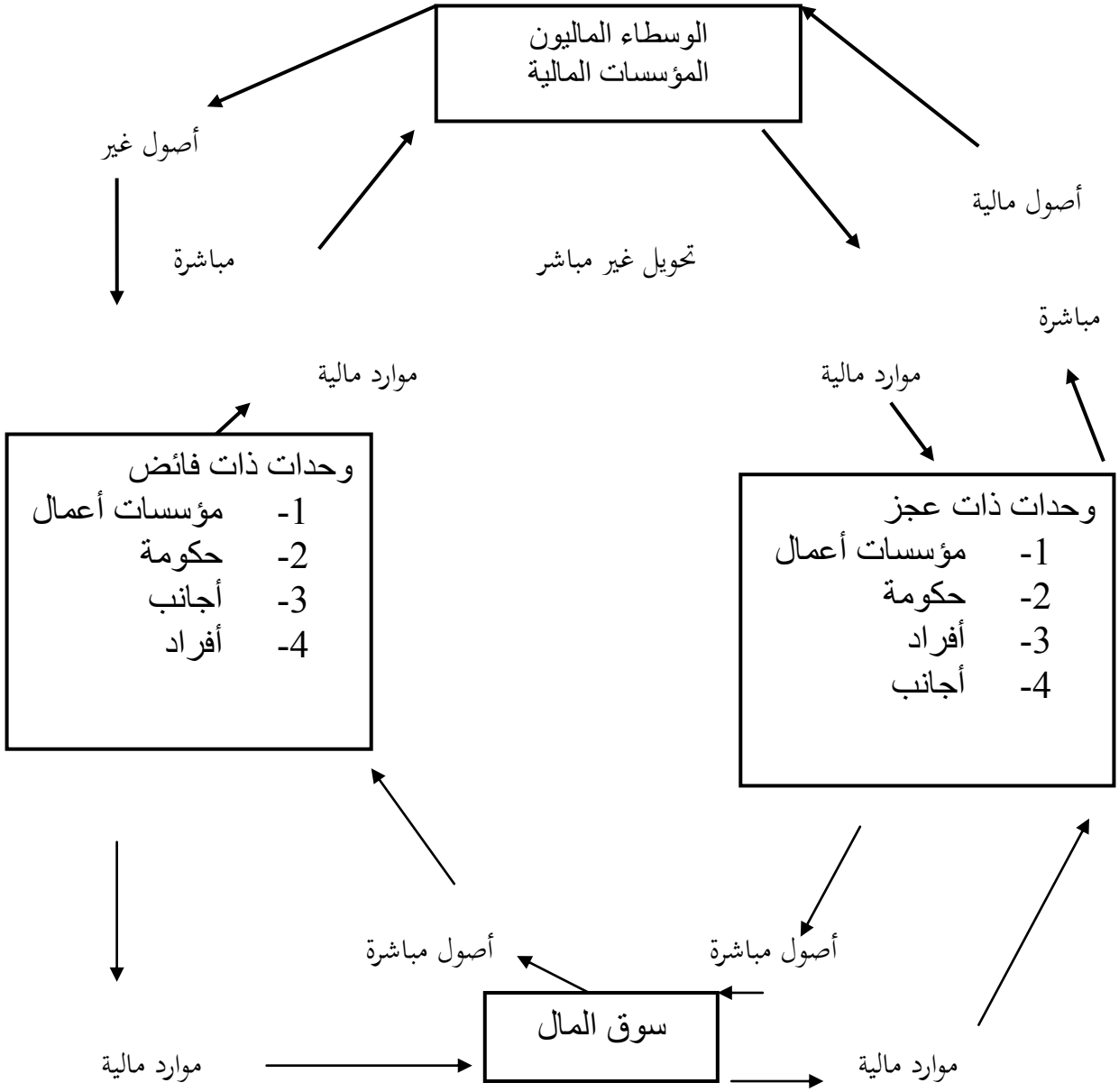
[3]– جمال جويدان الجمل ، مرجع سابق ، ص :38.

ومدى إخفاقها وبهذا فإن السوق المالي تعد البارومیتر الذي يقاس به النجاح أو الإخفاق ومن ثم يتجه الأفراد بأموالهم صوب المشروعات الناجحة فيزداد نشاطها [1] .

والشكل المدون أدناه يبين وظيفة الأسواق الموالیـة :

[1] – عباس كاظم جاسم الدعمي ، **أثر السياسات النقدية و المالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة الممتدة من 1990/2006)** ، أطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد ضمن متطلبات نيل درجة دكتوراه تخصص : العلوم الاقتصادية ، جامعة الكوفة ، 2008 ، العراق ، متاح على : www.4sherad.com ، تاريخ التحميل : 12/01/ 2018 ص : 87.

الشكـل رقـم (1 –1) : وظيفــة الأســواق الماليــة



المصـدر: أحمد أبو الفتوح على الناقة ، **نظرة النقود والأسواق المالية** ، الطبعة الأولى مكتبة الإشعاع الفنية مطابع المعمورة بحري – الإسكندرية ، 2001 ، ص10 .

2 – مقومـات إنشـاء السـوق المالـي:

نظـرا للأهمية الكبيرة التي تكتسيها الأسواق المالية يمكن القول أن لوجود هذه الأسواق وفعاليتها يتطلب مجموعة من المقومات لابد من توافرها ، وفي هذا الصدد نميز بين نوعين من المقومات تتمثل في مقومات أساسية ومقومات ساندة ، حيث تساهم هذه المقومات في فعالية هذه الأسواق وتتمثل فـي :

2 –1– المقومـات الأساسيـة :هناك مجموعة من المقومات الأساسية وتتمثل فـي [1] :

✓ مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصري الثقة والتنظيم من خلال الثقة بالنظام السياسي والاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية ، أما التنظيم فينعكس بكفاءة وفعالية السياسة المالية والنقدية وما يلحقها من نظم وتشريعات خاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي وقانون الشركات .

✓ فلسفة اقتصادية واضحة تسمح لرأس المال الخاص بتكوين شركات المساهمة المختلطة والخاصة وما يتبعها من أنظمة وقوانين .

✓ تنوع أدوات الاستثمار وهي سلعة سوق رأس المال ، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات .

✓ مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها ، هذا بجانب فعاليتها بتسويق الإصدارات .

✓ حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال إذ وجود السوق يحفز هذه المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية.

2– 2 – المقومـات السانـدة :

حيث تساهم في تطور ونجاح السوق وإضفائه صفة العمق والإتساع ومن هذه المقومات نذكر[2] :

✓ نظم اتصال فعالة ومتطورة وكفؤة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار .

✓ أنظمة كفؤة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق وتحليل نشاط الاقتصاد الوطني .

✓ تشريعات تضفي صفة المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار بشكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض والطلب[3]

✓ هيكل مؤسساتي منظم يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة ويشترط بأعضاء السوق الحياد والخبرة وبشكل يعزز ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته .

---

[1] أمين السيد أحمد لطفي ، **التحليل المالي لأغراض التقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة** ، بدون طبعة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ص 428 .

[2] عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قريا قص ، **الأسواق المالية والمؤسسات المالية بنوك تجارية ، أسواق الأوراق المالية شركات التأمين** ، بدون طبعة الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع ، الإسكندرية ، 2004 ، ص 250 .

[3] عبد النافع الزوري ، غازي فرح ، ط 1 ، دار وائل للطباعة والنشر ، عمان ، الأردن ص 36 .

المطلب الرابع : المتدخلون وآليـات التعامـل في الأسـواق المالـية

أولا : المتدخلـون في سـوق الأوراق الماليـة

تمارس البورصة عملياتها بواسطة مجموعة متنوعة من الأعوان الاقتصاديين تؤثر وتتأثر بنشاط البورصة ، إذ بواسطتهم يتحقق للبورصة الاستمرارية في أداء نشاطها وإشباع الرغبات التمويلية للأطراف المختلفة ، ويعتبر الإلمام الكافي بتصرفات وأعمال هؤلاء الأعوان شرطا أساسيا لفهم ألية نشاط البورصة ، ويمكن تبيان دور الفئات المتدخلة في البورصة فيما يلي [1] :

1- الحكومـات :

تعتبر الحكومات بجل هيئاتها من بين المتدخلين الأساسيين في البورصة سيما في أسواق السندات ، بل يمكن القول أن الحكومات تمثل منافسا قويا لبقية المتدخلين وذلك لاستحواذها على مصادر التمويل نظير ما تقدمه من منتوجات مالية متنوعة ذات مخاطر متدنية ، وعادة ما يكون لجوء الحكومات إلى إصدار الأوراق المالية نابعا من الرغبة في تحقيق جملة من الأهداف يمكن إيجازها فيما يلـي :

- تغطية العجز المتراكم في الميزانية العمومية أو لتمويل المشاريع التنموية المتعددة .
- التحكم في حجم السيولة في الإقتصاد الوطني لتفادي الوقوع في الأزمات الاقتصادية من خلال التأثير على سياسة البنوك وكيفية توزيع مواردها على مختلف الأنشطة .
- التأثير على معدلات الفائدة في السوق المالية حسبما تقتضيه المصلحة الاقتصادية للبلـد .
- إعادة توزيع الموارد المالية في الاقتصاد الوطني بما يتناسب مع أهداف الخطة الاقتصادية العامة .

ويأخذ تدخل الدولة في البورصة عدة أشكال منها تنظيم هيئات الإشراف على البورصة وتحديد أشكال العمليات (الصفقات) وأسعار بعض الأنواع من الأوراق المالية ، وتوجيه

مراقبة نشاط البورصة من خلال حضور الجمعية العمومية للجنة المسيرة للبورصة ، ومنذ التسعينيات لوحظ تزايد تدخل الحكومات في البورصة في الكثير من الدول ، ويتجلى ذلك في تزايد حجم الإدخارات الفردية كمصدر من مصادر تمويل سوق السندات وذلك بفرض نظام الادخار الإجباري على مستوى الشركات والمؤسسات .

2- الشركـات والبنـوك :

تعتبر الشركات الاقتصادية العامة والخاصة من بين المتدخلين الفاعلين في البورصة والأسواق المالية على حد سواء ، وتلجأ الشركات إلى إصدار الأوراق المالية للحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها الجديدة والتوسعية ، ويتم تسويق الإصدار في إطار قواعد وقوانين تسطرها الجهات المسؤولة عن البورصة ممثلة في لجنة الأوراق المالية والبورصة ، وذلك للتأكد من صحة البيانات وطبيعة الإصدار وهدفه وتسعيره وتوقيته [2] .

---

[1] عبد الغفار حنفي وأخرون ، **أسواق المال** ، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية ، 2000 ، ص ص 281 -282 .

[2] شمعون شمعون ، **البورصة** ، دار الأطلس للشر ، الجزائر ، 1993 ، ص 87 .

وتنقسم عملية تصريف الإصدار إلى نوعين هما الأسلوب والمباشر وغير المباشر فالأسلوب المباشر يقتضي قيام الشركة المصدرة ببيع الأوراق المالية مباشرة للجمهور الراغب في الشراء ، وعادة ما يمتاز هذا الأسلوب بارتفاع تكاليفه ، أما الأسلوب غير المباشر فيتمثل في بيع الأوراق المالية لوسيط مالي كبنك الاستثمار على أن يقوم بدوره ببيعها مرة أخرى للجمهور .

وفضلا عن نشاط الإصدار يتجلى الجانب الأخر لتدخل الشركات في البورصة في توظيف فوائضها المالية في توظيفات تدر عليها أرباحا تفوق أرباح نشاطها العادي كالمتاجرة في بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في السوق[1].

إلى جانب الشركات تعتبر البنوك التجارية من أهم الفاعلين في السوق المالية والبورصة ، وتدخل البنوك التجارية في البورصة هو ظاهرة فرضها تقسيم العمل المالي الدولي ، فبعدما كان نشاط البنوك التجارية منحصرا في قبول الودائع وتقديم التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل طرأ على هذا النشاط تغيرا وظيفيا ، ونتيجة مجموعة من الظروف والعوامل أصبحت تلك البنوك تقدم خدمات عديدة ومتنوعة كتقديم الاستشارات الفنية للمستثمرين وتشجيع الأفراد والشركات على شراء الأوراق المالية ، إضافة إلى تقديم الضمانات على الصفقات التي يعقدها السماسرة بتوفير القروض الموجهة لتمويل عمليات شراء الأوراق المالية ودعم الهامش المبدئي التي تتطلبها تلك الصفقات ، فضلا عن تحليل مخاطر الاستثمار والمساعدة في تركيب الصفقات المالية المعقدة التي تمتاز بها المالية الحديثة ، وتصريف سوق الأوراق المالية المصدرة كما هو الحال في الدول النامية التي لا تتوفر على بنوك ونوادي إستثمار .

3- المستثمرون المؤسسيون :

تعتبر هذه الفئة من بين المتدخلين المهمين في بورصات الدول المتقدمة نظرا لقدرتهم الكبيرة على تعبئة المدخرات طويلة الأجل وتوجيهها نحو البورصات وتميزهم بنوع من الثبات والاستقرار في قدراتهم الادخارية والاستثمارية ، فهم يوفرون للجمهور أدوات مالية بعوائد معقولة ومخاطر محدودة ، ويتكون هؤلاء المستثمرون أساسا من [2] :

- **صناديق الضمان الاجتماعي** : وتقوم هذه الصناديق بجمع الأموال المحصل عليها من مؤمني الخدمات الاجتماعية وتوجيهها لشراء أسهم وسندات .
- **صناديق التقاعد** : وهي توظف جزء هام من اقتطاعات المداخيل في بورصة القيم المنقولة قصد تحقيق عوائد وهذا لوجود فارق زمني طويل بين مدة الاقتطاع ومدة التسديد
- **صناديق البطالة** : ووظيفتها توفير علاوات للبطالين الذين كانوا قد انخرطوا فيها بشكل منظم قبل أن يجدوا أنفسهم بدون عمل ، وتستطيع هذه الصناديق توجيه سيولتها للتوظيف على شكل أوراق مالية .

---

[1] صلاح جودة ، **بورصة الأوراق المالية** ، مكتبة مدبولي القاهرة ، 2000 ، ص 157 .

[2] عبد الرحيم سنقر ، **النقد وتطوره التاريخي** ، ط 1 ، دار كنعان للدراسات والنشر ، سوريا ، 1998 ، ص 88 .

- **شركات التأمين** : وهي مؤسسات مالية تقوم بالتأمين ضد الأخطار وعلى الحياة ، وتعتبر من بين أهم المستثمرين التأسيسيين .
- **صناديق الودائع والضمانات** : وتقوم بجمع الودائع من الذين يرغبون في الحصول على ضمانات خاصة وتتمتع بسيولة هامة لا تجد لها سوى البورصة مكانا مناسبا للتوظيف .
- **هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية (OPCVM)** : وتتكون أساسا من تنظيمات مهمتها تسيير محافظ للأوراق المالية لحساب عملاء من صغار المستثمرين وتتكون هذه الهيئات من شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير، وهي شركات يتكون رأسمالها من مجموعة مساهمات لأشخاص ، وهذه المساهمات قابلة للزيادة والنقصان عن طريق التعديل في محفظة الأوراق المالية لها بانضمام مساهمين أو بيع الأوراق المالية شركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت ولا يمارس فيها المساهمون حق الحيازة والتصرف المباشر في قيمة الأوراق المالية إلا باللجوء إلى السوق المالية وبيع حصتهم فيها ، بالإضافة إلى الصناديق الجماعية للتوظيف والتي يتم فيها تجميع إدخارات العائلات غير المختصة نحو البورصة ، وتسير من طرف هيئات مالية مختصة ، وكذا نوادي الاستثماروتكون فيها المحفظة المالية ملك لمجموعة من الأشخاص من خلال تقديم أعضائها لدفعات شهرية .
- **مستثمرون آخرون** : إضافة إلى المتعاملين السابق ذكرهم يمكن أن نضيف ثلاثة أنواع بإمكانهم التدخل في السوق المالية وهم [1] :
- **هيئات وتنظيمات ذات أهداف غير ربحية** : وغالبا ما تكون تنشط في إطار ثقافي أو علمي أو اجتماعي أو رياضي ، وبإمكانها توظيف سيولتها المتاحة عندها في السوق المالية للحصول على عوائد إضافية.
- **المؤسسات** : ويكون تدخلها في السوق المالية لتحقيق ثلاثة أهداف :

✓ استغلال الفرص الممنوحة من قبل السوق المالية بالاستثمار أو التخلص من الاستثمار في إطار تكوين أو تدعيم أو إعادة ترتيب هيكلها .

✓ توظيف السيولة المتاحة لديها من أجل تحسين خزينتها .

✓ القيام بسياسة تخص تسوية أو تدعيم أسعار أوراقها المالية .

4- بنـوك الاستثمـار :

وهي مؤسسات مالية متخصصة في إصدار الأوراق المالية ولا تمارس النشاط المعهود عن البنوك التجارية كقبول الودائع ومنح الائتمان ، ويتجلى دورها المهم في تقديم الخدمات الاستثمارية للوحدات الاقتصادية ، هذه الخدمات تأخذ عدة أشكال أهمها تقديم النصح للشركات بخصوص إصدار الأوراق المالية وتنفيذ التعهد بتغطية

عملية الإصدار وتحمل مخاطر تقلب الأسعار ، علاوة على تسويق الأوراق المالية المصدرة وما يتصل بها بالقيام بالحملات الإشهارية والترويجية والاتصال بالمشترين المحتملين مثل البنوك شركات التامين والتقاعد والجمهـور .

5- سماسـرة الأوراق الماليـــة :

تعد هذه الفئة من أهم الفاعلين في البورصة لما لهم من دور كبير في تقديم مجموعة من الخدمات المتكاملة للمتعاملين وبالتالي فهم صناع السوق الرسميين ، وتؤدي هذه الفئة دورا هاما في توفير السيولة والمحافظة على انتظام الأسعار وتغطية المخاطر وتحفيز التعامل في الأوراق المالية المتداولة ، والسمسار هو ممثل شركة السمسرة يقوم بتنفيذ الأوامر الممررة من المستثمرين سواء بشراء أو بيع الأوراق المالية مقابل عمولة تحددها البورصة أو بالمتاجرة لحسابه الخاص ، ونظرا لحساسيته وأهمية نشاطه فإن قوانين البورصة عادة ما تشترط في السمسار أن يكون متمتعا بالأهلية القانونية والكفاءة والخبرة المهنية ، وأن لا يكون قد سبق إشهار إفلاسه أو تعرض لعقوبة أو إرتكب مخالفة مهنية [1] .

إلى جانب ذلك يمارس السمسار نشاطات أخرى كإجراء البحوث والتحليلات وتقديم النصح والمشورة للمتعاملين بالإضافة إلى إدارة المحافظ المالية ، وغالبا ما يكون اللجوء إلى السمسار نابعا من عدة عوامل أهمها إنخفاض تكلفة الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة المراد شراء أوراقها المالية ، وتدني تكلفة إجراء الصفقات إذ أن السماسرة عادة ما يجمعون عددا معتبرا من الصفقات ويدفعون عنها مصاريف مشتركة مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الصفقة الواحدة ، بالإضافة على إتاحة الفرصة لجمهور المستثمرين الصغار للاستثمار في الأوراق المالية ذات الأسعار المرتفعة وغير القابلة للاشتقاق وذلك بإصدار أوراق مالية تدعى الأوراق المالية غير المباشرة بقيمة منخفضة.

ثانيـا : آليـات التعامـل في سـوق الأوراق الماليـة

تعـد الأوامر الأساس الذي يحكم التعامل في سوق الأوراق المالية ، ومن ثم فإن دقة صياغتها وضرورة فهمها يمثلان مطلبان أساسيان لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية لإبرام صفقات ناجحة ، ويمكن إبراز أنواع الأوامر وخصوصيتها فيما يلـي [2] :

1- الأوامـر وخصوصيتهـا :

---

[1] هندي ، **إدارة الأسواق والمنشات المالية** ، الإسكندرية ، منشأ المعارف ، 2002 ، ص 502 .

2 جبار ، **تنظيم وإدارة البورصة** ، الجزء الثالث ، دار هومة – الجزائر ، 2002 ، ص 7 .

[3] محمد عبده محمد مصطفى ، **تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة** ، ط1 ، الدار الجامعية الإسكندرية ، 1998 ، ص ص 44-47 .

يمثل الأمر طلبا أو تفويضا يصدره المستثمر إلى وكيله السمسار لشراء أو بيع الأوراق المالية والمنتجات المالية المتداولة في البورصة ، ويتضمن التفويض عادة معلومات نمطية يمكن تلخيصها فيما يلـي :

- نوع العملية أو الصفقة ن هل هي بيع أم شراء .
- عدد الأوراق المالية محل الصفقة .
- طبيعة الورقة المالية ، هل هي سهم أم سند أو أي نوع أخر من المنتجات المالية .
- نوع السوق ، فورية أم أجلة .
- مدة صلاحية الأمر ، يوم ، أسبوع ، شهر ، أم مفتوح .
- نوع الأمر، هل هو محدد السعر أم غير ذلك .

وتأخذ الأوامر صورتين ، أوامر تامة وتدعى طلبية دائرية وهي أوامر تشتمل على 100 سهم أو مضاعفاتها وأوامر كسرية ويقصد بها الأوامر التي تشتمل على أقل 100 سهـم وعادة ما تكون تكلفة الأوامر الكسرية أعلى من مثيلتها التامة ، وذلك لأن نصيب السهم من العمولة داخل الكمية الكسرية عادة ما يفوق مثيله داخل الكمية غير الكسرية .

وعند تحرير الأمر من قبل المستثمر لابد من الأخذ بعين الاعتبار الحدود الزمنية للأمر ففي حالة أوامر اليوم الواحد يبذل السمسار قصارى جهده لتنفيذها خلال يوم تلقيها ، وإذا لم يتم التنفيذ خلال ذلك اليوم فإن الأمر يعد لاغيا أما إذا لم يضع المستثمر حدودا زمنية فسيعامل السمسار هذا الأمر كما انه لو أمر ليوم واحد وقد تكون الأوامر مفتوحة أو سارية النفاذ حتى الإلغاء ، بمعنى أنها أوامر تبقى سارية المفعول إلى أن يتم تنفيذها أو إلغاؤها بواسطة المستثمر صاحب الأمر ، لذلك يطلب السمار من متعامليه بصفة دورية تجديد الأوامر منعا لحدوث مشاكل سيما عند وصول المعلومات الجديدة إلى السوق ، وإلى جانب ذلك هناك أوامر أخرى تترك للسمسار حرية التصرف في وضع مواصفات الأمر ويطلق عليها الأوامر الحرة ، وقد تكون حرية السمسار هنا كاملة في وضع جميع المواصفات أو مقيدة بوضع سعر الأمر وتوقيته فقط .

أنـواع الأوامـر :

تختلف أوامر شراء وبيع الأوراق المالية باختلاف سعر وزمن التنفيذ ، كما تؤثر آليات الإيقاف والاستمرار للطلبية في تحديد نوع الأمر ، لذلك يمكن تقسيم الأوامر إلى الأنواع التاليـة [1] :

أ – أوامـر السـوق :

هي أكثر أنواع الأوامر شيوعا ، حيث يطلب المستثمر من السمسار بيع أو شراء عدد محدد من الأوراق المالية بأفضل سعر ممكن في السوق وقت صدور الأمر وهنا يكون السمسار ملزما ببذل أقصى جهد للتوصل إلى اقل الأسعار في حالة أمر الشراء وأعلى الأسعار في حالة أمر البيع ، وفي هذا النوع من الأوامر يكون المستثمر شبه

[1] المرجع السابق ، ص ص 25 – 26 .

متأكد من تنفيذ الصفقة طالما أنه هناك مرونة في التنفيذ وعادة ما تستعمل هذه الأوامر في حالة المنتجات المالية المسجلة بطريقة التسجيل المستمر وليس بطريقة التسجيل الثابت .

من مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمان التنفيذ إلا أن نتائجها لا تتناسب ورغبات المستثمر نظرا لان المستثمر لا يمكنه أن يعرف السعر الذي سينفذ به الأمر إلا بعد إتمام الصفقة ، كما أن عليه أن يقبل بالسعر السائد في السوق لحظة التنفيذ أيا كان هذا السعر ، غير أن التأثير السبي لهذا النوع من الأوامر عادة ما يكون محدودا حيث تساهم الكفاءة العالية للسوق في جعل التقلبات السعرية من لحظة إلى أخرى محدودة وهامشية .

ب – الأوامـر المحـددة :

يقوم المستثمر في هذا النوع من الأوامر بتعيين سعر محدد يمثل سعر التنفيذ فبالنسبة لأمر الشراء المحدد يستلزم من السمار تنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه ، أما إذا كان الأمر المحدد خاص بالبيع فيتوجب منه تنفيذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه والمستثمر في هنا يكون متأكدا مسبقا من الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها إذا كان الأمر أمر شراء أو الحد الأدنى للمبلغ الذي سيجنيه إذا كان الأمر أمر بيع ، غير أن ما يؤخذ في هذا النوع من الأوامر إمكانية عدم تنفيذه بسبب أنه قد لا يصل سعر السوق إلى السعر المحدد أو بسبب ورود الأمر في الترتيب الأخير في جدول الأوامر الكلية للسوق طبقا لقاعدة " الأمر الوارد أولا ينفذ أولا " .

ج – الأوامـر الخاصـة :

تتضمن الأوامر الخاصة أوامر الإيقاف وأوامر الإيقاف المحددة المحددة وفيما يلي إيضاح هذه الأوامر :

– أوامـر الإيقـاف :

يقصد بها تلك الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعداه ويحدد المستثمر في هذا النوع من الأوامر الأسعار التي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندها كما هو الحال في الأوامر المحددة ، إلا أن تنفيذ هذا الإيقاف يختلف عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين ، وتنقسم هذه الأوامر بدوها إلى نوعين هما أوامر خاصة بالبيع وأخرى خاصة بالشراء .

ففي الأوامر التي تتعلق بالبيع يتوجب على السمسار تنفيذ الأمر إذا ما وصل السعر إلى المستوى المحدد في الأمر أو إذا انخفض عنه ، أما أوامر الإيقاف الخاصة بالشراء فيقتضي من السمار ضرورة التنفيذ عند وصول السعر إلى ما هو محدد في الأمر أو زاد عنه .

ومن مزايا أوامر الإيقاف استعمالها كأداة للتغطية ضد المخاطر التي يمكن أن تحدث نتيجة تقلب الأسعار، كما أنها تعفي المستثمر من متابعة حركة السوق خلال جلسات التداول بغرض حماية نفسه من تذبذب الأسعـــــــار

غير أن ما يعاب عليها هو إمكانية عدم تنفيذها إذا كان السعر المحدد بعيدا عن سعر السوق [1] .

– أوامـر الإيقـاف المحـددة :

تعتبر هذه الأوامر امتدادا لأوامر الإيقاف ، إذ أنها تقلل من تأثير ظروف عدم التأكد فيما يتعلق بسعر التنفيذ عند استخدام أوامر الإيقاف ، ففي أوامر الإيقاف المحددة يضع المستثمر الأمر حدا أدنى لسعر بيع الأصول المالية على أن يقوم السمسار بتنفيذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أفضل منه ، أو أن يقوم المستثمر بوضع حد أقصى لسعر الشراء على أن ينفذ السمسار الصفقة بذلك السعر أو سعر أحسن منه ، ومن عيوب هذا النوع من الأوامر إمكانية عدم القدرة على تنفيذه خاصة مع تغير الأسعار بسرعـة .

– أوامر التنفيـذ حسب مقتضـى الآجـال :

على عكس الأوامر السابقة والتي يكون فيها للمستثمر الأمر كلمة الفصل في تنفيذ الأمر من عدمه فإن الأمر حسب مقتضى الأحوال يعطي للسمسار الحق في إبرام الصفقة وإجراء العمليات حسب توقعاته ، وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة في وضع مواصفات الأمر كوقت التنفيذ والسعر والكمية أو مقيدة بإحدى المواصفات ويوفر هذا النوع من الأوامر قدرا كبيرا من المرونة للسمسار وحرية التصرف بسرعة لاقتناص الفرص المناسبة دون تكليف نفسه عناء استشارة زبنائه .

2– التسعيـر في البورصـة :

سعر البورصة هي القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة "[2].

ويتحدد سعر الورقة المالية إما دوريا وهي الطريقة التقليدية ، وإما بالطريقة الحديثة باستعمال التسعير المستمر[3] .

أ– التسعيـر الـدوري (التقليـدي):

وهنا لا يتحدد السعر إلا بعد انتهاء المبادلة حيث يتم مفاوضة الأوراق المالية بإحدى الطرق التاليـة :

– **التسعيرة بالمنـاداة** : ويتم اجتماع ممثلي العروض والطلبات حول مقصورة البورصة، وتبدأ الجلسة بقراءة كل القيم محل التسعيرة ، ويبدأ الوسطاء الماليون برفع أصواتهم لشراء أو بيع الأوراق التي يرغبون فيها ويصحب ذلك القيام بإشارات متفق عليها نظرا للضجيج الكبير، وبعد المزايدات والمناقصات من قبل الوسطاء يتم تحديد سعر التوازن **– التسعيرة بالصـندوق** : وفي هـذه الطريقـة تجمع كل الأوامر من العروض والطلبات كتابيا وتوضع في صندوق خاص لكل ورقة مالية، وفي نهاية الجلسة، تقوم لجنة البورصة بمقابلة العروض مع الطلبات ويتحدد بناء على ذلك سعر التوازن .

---

[1] الهندي ، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال** ، الإسكندرية ، منشأة المعارف ، 1995 ، ص 278 .

[2] – شمعون شمعون ، مرجع سابق ، ص: 45.

[3] – براق محمد ، مرجع سابـق ، ص : 168.

– التسعيـرة بالمعارضـة : وتتميز هذه الطريقة بكونها تجمع بين الطريقتين السابقتين، حيث يتم تسجيل كل الطلبات والعروض في سجل خاص لكل ورقة مالية، إضافة إلى أنه يمكن معارضة التسعيرة الناتجة عن ذلك شفويا إذا كان السعر لا يلبي طلبات الوسطاء الماليين.

ب – التسعيـرة المستمـرة :

هي تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق بشكل سريع، وهي تمكن من تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة "، وأغلب الأسواق المالية الحديثة تستعمل هذه التقنية في تحديد أسعار الأوراق المالية ، ومما يلاحظ على هذه الكيفية أنها تستعمل الوسائل الحديثة من تقنيات الاتصال والمعلوماتية .

المبحث الثاني : تقسيمات الأسواق المالية والأدوات المالية المتداولة فيهـا

تمثل الأوراق المالية السلعة الرئيسية المتداولة في سوق الأوراق المالية ومن ثم فهي عصب الحياة لهذه السوق وتشير الورقة المالية إلى التمثيل القانوني لحامل الورقة اتجاه الشركة المصدرة لها والتي تخول له الحق في الحصول على نسبة معينة من العائد أو جزء من أصول الشركة أو الحقين معا ، وتوجد العديد من الأسس المستخدمة في تصنيف الأوراق المالية حسب ماهيتها ، فيمكن التمييز بين أوراق مالية تمثل ملكية وأخرى تعبر عن مديونية وإلى جانب الأدوات المالية التقليدية (الأسهم والسندات) ، فقد أدت التطورات الاقتصادية التي حدثت خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين إلى نمو سريع في حجم الأوراق المالية وظهور منتجات مالية جديدة أملتها التحولات المالية المتزامنة مع التقدم الهائل الذي عرفته تكنولوجيا المعلومات والاتصالات والحاجة المالية إلى مثل هذه المنتجات وفي هذا المبحث سيتم التطرق إلى الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من حيث مفهومها وخصائصها وأنواعها وآليات التعامل بها .

المطلب الأول : هيكـل الأسواق الماليـة

تعتبر الأسواق المالية همزة وصل بين الادخار والاستثمار وذلك من خلال عدة أدوات إستثمارية ومؤسسات متخصصة ، حيث تضم كل من سوق النقد وسوق رأس المال .

1 – سـوق النقـد :

1-1– مفهوم سوق النقد :

هو النوع الأول لسوق المال ويمثل أداة مهمة للتمويل القصير الأجل يتم فيه تداول أدوات الاستثمار القصيرة الأجل ، والتي تتراوح مدتها من يوم إلى سنة ، مثل أذونات الخزينة شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، شهادات الادخار طويلة الأجل و القبولات الصرفية الأوراق التجارية ، الاذونات المالية ، يقوم على أساس التعامل بين البنوك والمؤسسات المصرفية ، وتعتبر الورقة المالية في هذه الحالة صك مديونية تعطى لحاملها

الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، كما أنه يمكن لحامل الورقة المالية أن يتخلص منها في أي وقت و بحد أدنى من الخسارة أو دون خسارة و ذلك نظرا لضمان عملية السداد [1] .

تعتبر السوق النقدية سوق جملة من حيث كون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير و يتعاملون مع منشآت كبيرة ويتعاملون بنفوذ كبير، ويتعاملون عن طريق السماسرة ، أما المستثمرون والوسطاء دور محدود .

ويعتبر ميزان الاستثمار قليل المخاطر و درجة المخاطرة النقدية التي قد تنشأ عندما يرغب المستثمرون بتحويل استثماراتهم إلى نقود منخفضة جدا، لأن أدوات الاستثمار في هذا السوق سريعة التداول و شبه مؤكدة العائد ، وأيضا مخاطرة الدين التي قد تنشأ من عدم قدرة المدين على الوفاء شبه معدومة في أدوات الاستثمار في السوق النقدي كونها عادة صادرة عن حكومة أو مراكز كبيرة [2] .

وتعرف السوق النقدية على أنها هي تلك السوق التي يلتقي فيها العرض و الطلب على القروض قصيرة الأجل ، بحيث هناك فوائض أي أموال سائلة متوفرة لمدة قصيرة نسبيـا و من جهة أخرى هناك أفراد ومؤسسات في حاجة إلى تلك الفوائض لتسديد مستحقاتهم الآنية دون اللجوء إلى الديون المتوسطة أو القصيرة الأجل ، وهذه السوق غير محددة بمكان معين مثل البورصات بل يتم التعامل فيها عن طريق وسائل الاتصال و التكنولوجيا [3] .

1-2- أهميـة سـوق النقـد :

يمكن معرفة الأهمية التي يؤديها السوق النقدي و هذا من خلال سرعة تداول الأدوات الاستثمارية في هذه السوق ، فهي تساعد المقترض في الحصول على الأموال التي يحتاجها بسرعة ، كما تؤمن للمقترض إمكانية تحويل أصوله المالية القصيرة الأجل بسرعة إلى أرصدة نقدية سائلة مع نسبة مخاطرة شبه منعدمة ، هذا من وجهة نظر الاقتصاد الوطنـي و من وجهة نظر المصارف المركزية يعتبر وجود هذه السوق وسيلة مهمة في التأثير على حجم احتياطات المصارف التجارية ، و بالتالي في التأثير على مستويات الفائدة سواء القصيرة الأجل أو الطويلة الأجل و كلها من الأمور المهمة عند وضع السياسة النقدية [4] .

والمؤسسات التي تلعب دورا قياديا في هذه السوق هي البنوك التجارية يشاركها في هذا النشاط بعض المؤسسات المالية التي تقوم بمهام الوساطة فيه ، فالأموال تخص مستثمرين يرغبون باستثمار أموالهم على درجة عالية من الأمان وفي أصول مالية سريعة التسييل، وفيما يتعلق بالمستثمرين الأفراد فإن دورهم يكاد يكون معدوما أو محدودا نسبيا نظرا لتدني معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار المتداولة فيه [5] .

---

[1]- راجع : المرجع السابق، ص ص:44-45.

[2]- جمال جويدان الجمل ، مرجع سابق ، ص: 34.

[3]- جبار محفوظ ، **البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية** ، مرجع سابق ، ص : 64-65.

[4]- راجع عبد النعيم مبارك ، محمود يونس ، **النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية** ، الدار الجامعية- الإسكندرية -2003 ص :133 .

[5]- راجع محفوظ أحمد جودة و آخرون ، مرجع سابق ، ص ص : 38-41.

ومن خلال ما سبق فإن سوق النقد تؤدي دورا فعالا في الاقتصاد القومي من زاويتين هما [1] :

1- يؤدي السوق النقدي دورا فاعلا في تخطيط السياسة النقدية للدولة ، ويكون ذلك من خلال دور البنك المركزي في تغيير أسعار الفائدة القصيرة الأجل ، إذ يستطيع التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا قياديا في هذه السوق ، إذ أن تحكم البنك المركزي المباشر في معدلات الفائدة القصيرة الأجل التي تمنحها البنوك التجارية تمكنه من السيطرة غير المباشرة على معدلات الفائدة الطويلة الأجل أيضا .

2- يستطيع البنك المركزي التأثير أيضا على السوق النقدي من خلال عاملين :

أ- العامل المتعلق بسياسة إعادة الخصم ويكون ذلك بقيام البنك المركزي بخصم ما لدى البنوك من كمبيالات وأذون خزينة مقابل فائدة يتقاضاها البنك المركزي نظير خصمه لهذه الأوراق أو نظير ما يقدمه البنك المركزي من قروض وسلف مضمونة للبنوك التجارية بمقابل خصمه للأوراق التجارية الموجودة لدى هذه البنوك .

ب- العامل المتعلق بعمليات السوق المفتوحة ويكون ذلك بقيام البنك المركزي ببيع الأوراق المالية الحكومية أو شرائِه للأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد أو رأس المال حسب الحاجة ووفقا لما تتطلبه عمليات التضخم والانكماش للمحافظة على الاستقرار النقدي و الاقتصادي للدولة .

3- إذا أمكن توفر سوق نقدي فعال فان ذلك يخلق سيولة مرتفعة للأصول المالية القصيرة الأجل وهذا من شأنه أن يخفض تكاليف التمويل القصيرة الأجل وبالتالي زيادة معدل دوران رأس المال العامل لدى المشروعات الاقتصادية المتعددة الأنشطة ، وهذا ينعكس ايجابيا بزيادة الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات مما يخلق المحصلة النهائية انتعاشا اقتصاديا [2] .

كما يمكن إرجاع أهمية سوق النقد إلى طبيعة الخدمات المتعددة التي يقدمها لمختلف الوحدات الاقتصادية في المجتمع ، فمن وجهة نظر الاقتصاد القومي يؤمن وجود هذه السوق سرعة حصول المقترض على الأموال التي يحتاجها ، كما يؤمن للمقترض إمكانية تحويل أصوله المالية القصيرة الأجل بسرعة إلى أرصدة نقدية سائلة ، ومن وجهة نظر المصارف المركزية يعتبر وجود هذه السوق وسيلة مهمة في التأثير على حجم احتياطات المصارف التجارية ، وبالتالي في التأثير على مستويات الفائدة سواء القصيرة أو الطويلة الأجل ، وكلها من الأمور الحاسمة عند رسم السياسات النقدية [3].

1-3- مزايا السوق النقدي :

يتمتع سوق النقد بمجموعة من الخصائص و المزايا التي تميزه عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها ما يلي [4] :

---

[1]- محفوظ أحمد جودة و آخرون ، مرجع سابق ، ص :39.

[2]- جمال جويدان الجمل ، مرجع سابق ، ص :41.

[3]- عبد النعيم مبارك ، محمود يونس ، مرجع سابق ، ص :137.

[4]- رسمية أحمد أبو موسى ، مرجع سابق ، ص : 24.

– المرونة العاليـة :

حيث أن معظم الصفقات المالية التي تتم فيه تحدث في السوق الثانوي و بإجراءات مبسطة جدا تخفض تكاليف الصفقات .

– انخفاض درجـة المخاطـر:

وذلك لتدني درجة المخاطرة النقدية التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه ، لذا تترك الثغرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية آثارا محددة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة وبالتالي تكون المخاطرة قليلة هذا من جهة، و من جهة أخرى لتدني درجة المخاطرة الائتمانية و التي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بديونه ، و ذلك لأن الأوراق المالية المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية أو البنك المركزي لذلك تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة نسبيـا .

2 – سـوق رأس المـال :

2–1– مفهـوم سـوق رأس المـال : هناك عدة تعاريف لسوق رأس المال يمكن إبراز أهمها كالتالـي [1] :

– يعرف سوق رأس المال على أنه السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية الطويلة الأجل والتي تزيد مدة استحقاقها على السنة مثل السندات والأسهم .

– سوق رأس المال هو ذلك السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل التي يكون أجل استحقاقها أكثر من سنة (سندات ن سندات حكومية أسهم عادية وأسهم ممتازة) ، حيث يتميز بأكثر خطورة عكس السوق النقدي .

– سوق رأس المال هو سوق الأوراق المالية طويلة الأجل ، وهو الإطار الذي تلتقي فيه وحدات الإستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة بالاكتتاب بالأسهم والسندات .

2–2– أهميـة سـوق رأس المـال :

تتميز أهمية سوق رأس المال في صفة العمق والإتساع للورقة المالية ، كذلك المرونة النسبية ، حيث أن تنظيم هذه السوق يزيد من سرعة تداول الورقة المالية أي أنها توفر استمرارية وقيمة عادلة للورقة المالية وفرصة لتمويل مختلف القطاعات .

2–3– هيكـل سـوق رأس المـال : وتنقسـم إلى :

أ – السـوق الأوليـة : هي السوق التي يتم فيها شراء وبيع أسهم وسندات الشركات المساهمة والسندات الحكومية وغيرها من الأوراق المالية التي يتم إصدارها لأول مرة ، لذلك تدعى هذه السوق بسوق الإصدارات

[1] فيصل محمود الشواورة ، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية** ، دار وائل للنشر والتوزيع الأردن عمان ، ط 1 ، 2008 ص ص 56-57 .

الجديدة ، وتتم عملية التنظيم والإشراف على عملية الإصدار مؤسسات مالية متخصصة تدعى بنوك الاستثمار كما هو الحال في الأسواق المالية المتطورة أو البنوك التجارية في أسواق الدول النامية .

وجدير بالذكر أن بنوك الاستثمار لاتمارس نشاطا مصرفيا بالمعني المتعارف عليه ، إذ لا تقوم بتجميع الودائع ومنح القروض والتسهيلات المصرفية للمستثمرين ، والإشارة على أنها بنوك استثمار هو أمر غير دقيق أيضا ذلك أن هذه البنوك لا تستثمر أموالها في شراء وبيع الأوراق المالية التي تضمن إصدارها بصورة دائمة ، بل أن استثمارها مؤقت وينقضي بمجرد نجاحها في تصريف الإصدار بأسرع وقت ممكن ، والسرعة هنا أساسية لبنك الاستثمار لتحرير أمواله وإعادة استعمالها في شراء إصدار أخر ، ويمثل الفرق بيع سعر البيع وسعر الشراء العائد الذي يحققه البنك لقاء مخاطر انخفاض سعر البيع إلى أقل من سعر شراء الإصدار ن ويمكن إبراز مهام بنوك الإستثمار في :

– تقديم النصح والمشورة للمؤسسات الراغبة في الإصدار فيما يتعلق بطبيعة وحجم الإصدار ومدى ملائمة توقيته .

– القيام بكل الإجراءات التنفيذية للإصدار كالاتصال بلجنة الأوراق المالية في البورصة للتفاوض حول ما إذا كانت هناك إمكانية لتداول الإصدار الجديد في البورصة .

– التعهد بتصريف كل أو جزء من الكمية المقرر إصدارها مقابل الحصول على عمولة أو الحصول على أرباح في حالة موافقته على شراء الإصدار وبيعه لجمهور المستمرين .

– القيام بعملية تصريف الإصدار على جمهور المستثمرين ، وفي حالة الإصدارات ذات الحجم الكبير قد يلجأ بنك الاستثمار إلى عقد إتحاد مع بنوك استثمار أخرى تتعهد فيه بالمساهمة في تمويل شراء الإصدار ، وتحمل مخاطر الفشل في التسويق لقاء الحصول على عمولة الإصدار ، بما يضمن حصول الجهة المصدرة على قيمة الإصدار دون تحمل مخاطر عدم شراء أو توزيع الأوراق المالية .

ب – السوق الثانوية : وهي تلك السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتعرف هذه السوق بسوق الإصدارات القديمة ، وهي بمثابة مكان لالتقاء المشترين والبائعين للأوراق المالية وتوفر هذه السوق للمستثمرين ميزتين هما السيولة وفرصة تحقيق الأرباح الرأسمالية .

وترتبط السوق الثانوية بالسوق الأولية ارتباطا وثيقا ، إذ لولا السوق الأولية لما وجد ما يتداول في السوق الثانوية من أوراق مالية ، كما أنه لولا المزايا التي توفرها السوق الثانوية لما نجحت السوق الأولية في تسويق وتصريف إصدارات الشركات والحكومات [1] ، باعتبار أن المستثمرين لن يقدموا على شراء الإصدارات الجديدة إلا إذا كانوا متأكدين من قدرتهم على بيعها في السوق الثانوية ، ومع ذلك تعتبر السوق الثانوية الجزء الأهم في هيكل السوق المالية نظرا لأن نشاطها يتصف بالاستمرارية على عكس السوق الأولية التي يتميز نشاطها بالظرفية ذلك

[1] – رسمية أحمد أبو موسى ، مرجع سابق ، ص : 132.

أن إصدار الشركات والحكومات لقيم مالية جديدة قد لا يتم إلا مرة واحدة أو عدة مرات في السنة ، بينما عملية تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية هي عملية يومية باستثناء أيام العطل الأسبوعية ، وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى :

– السوق المنظمة :

هي سوق تنعقد في أماكن مركزية وفي أوقات دورية منتظمة يلتقي فيها المتعاملون لشراء وبيع الأوراق المالية المقيدة في تلك السوق وفقا لنظم ثابتة ولوائح وقوانين محددة تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات والشروط الواجب توفرها في المتعامين وتتم العمليات والصفقات في هذه السوق تحت إشراف مجلس منتخب من أعضاء السوق يساعده أشخاص مختصون مرخص لهم .

وتنقسم السوق المنظمة بدورها إلى سوق مركزية وسوق إقليمية ، ويقصد السوق الأولى تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق الأوراق المالية والبورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي للشركة المصدرة لتلك الأوراق ، ومن أهم البورصات المركزية العالمية بورصة نيويورك للأسهم ، البورصة الأمريكية للأسهم بورصة طوكيو ، بورصة لندن ، أما السوق الثانية فيتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي تعود ملكيتها للشركات الصغيرة المتواجدة في إقليم جغرافي محدد

– السوق غير المنظمة :

تضم هذه السوق المعاملات التي تجري خارج البورصات ولذلك تسمى بسوق المعاملات على المنضدة تمييزا لها عن المعاملات التي تتم في السوق المنظمة ، وعلى عكس السوق المنظمة لا تتوفر هذه السوق على مكان محدد لإجراء المعاملات ، فهي شبكة إلكترونية مؤلفة من خطوط التلفون وأطراف الكمبيوتر التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين ، وتتم عملية التداول في هذه السوق بطريقة التفاوض بين المستثمرين والسماسرة الذين ينشرون أسعر الشراء وأسعار البيع على الكمبيوتر لتحديد السعر النهائي للصفقة ، ويعتبر كل سمسار في هذه السوق بمثابة صانع السوق على غرار المتخصصين الذين يحتكرون التعامل في السوق المنظمة على الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة سيما السندات ، غير أن هذا لا يعني بالضرورة أنها لا تتعامل إطلاقا في الأسهم بأنواعها المختلفة [1]، وتنقسم هذه السوق بدورها إلى [2] :

– السوق الثالث :

يتم في هذا النوع من الأسواق تداول أوراق مالية مدرجة في قائمة البورصة خارج السوق الرسمي ، وتتكون هذه السوق من بيوت السمسرة من غير الأعضاء المسجلين في السوق المنظمة ولهذه البيوت الحق في المتاجرة بالأوراق المالية المدرجة في السوق المنظمة والسبب في قيام هذا النوع هي الصعوبات التي غالبا ما تواجه المؤسسات

---

[1] سعيد توفيق عبيد ، **الاستثمار في الأوراق المالية** ، مكتبة عين شمس – القاهرة ، 1998 ، ص ص 75-76 .

[2] مصطفى رشدي شيحة ، **اقتصاديات النقود والمصاريف والمال** ، ط 6 ، دار المعرفة الجامعية ، مصر ، 1996 ، ص ص 519-522 .

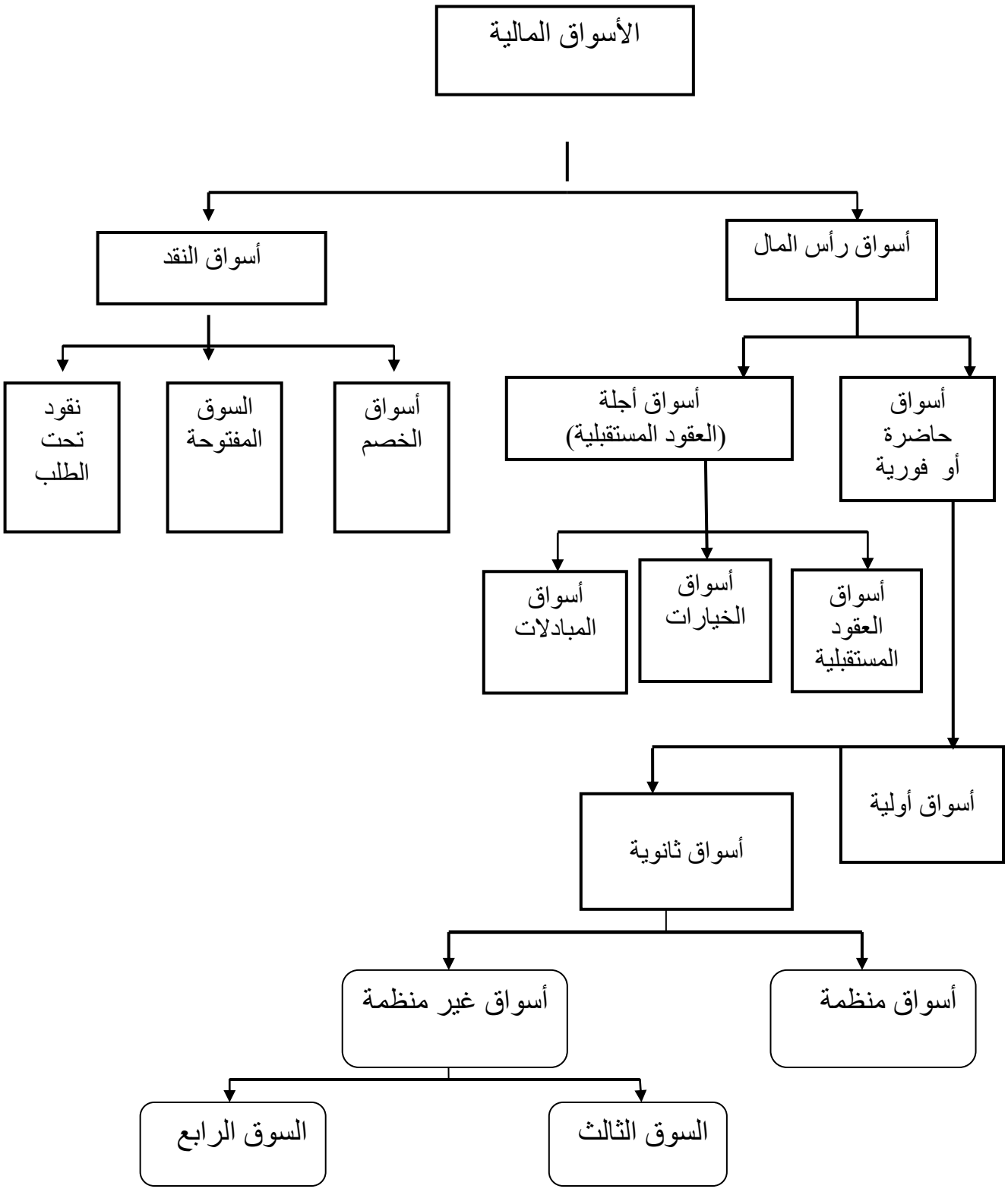
الكبيرة عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في البورصة وترغب في الحصول على خصومات في العمولات التي تدفعها ، وهذا مما لا يمكن الحصول عليه في البورصة التي يلتزم عندها السماسرة بحد أدنى من العمولة لكل صفقة والسبب الرئيسي هو انخفاض العمولة في هذه السوق مما يعني انخفاض التكاليف للخدمات التي تقدمها للمستثمرين .

– السوق الرابع :

وهو يشبه السوق الثالث في أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة ، غير أن التعامل في هذا السوق يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات أو بين الأفراد الأغنياء دون الحاجة إلى أعضاء بيوت السمسرة ، ويمكن أن نقول أن السبب في وجود هذا النوع من الأسواق هو الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة ، بالإضافة إلى سرعة إتمام الصفقة وفي هذا السوق يتم التعامل بكل الأوراق المالية المتداولة سواء داخل السوق المنظم أو خارجه كما أن التعامل بين البائع والمشتري قد يتم بواسطة وسيط لإتمام الصفقة ومن المعلوم أن عمولة الوسيط أقل بكثير من عمولة السمسـار .

والشكل التالي يبين مكونات الأسواق الماليـة :

الشكل رقـم (1–2) : مكونـات الأسـواق الماليـــة



المصـدر : عبد المعطي رضا أرشيد وآخرون ، **الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات** ، دار زهران للنشر والتوزيع ، 1998 ص 42.

المطلـب الثاني : المنتجات المالية المتداولة في السـوق النقـدي

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد فيما يلي :

أ – أذونـات الخزانـة :

هي عبارة عن أداة من أدوات التمويل بالمديونية تصدرها الحكومة وذلك من أجل الحصول على الأموال اللازمة لتمويل أنشطتها المختلفة لأجال قصيرة أقل من سنة ، وتشمل هذه الاحتياجات المالية الحاجة إلى سداد الفوائد على السندات وكذلك سداد الأجل التي يحل أجل استحقاقها ، وتعد أذونات الخزينة وفقًا لسعرين الأول سعر الشراء والأخر سعر البيع وتتحدد هذه الأسعار بناء على سعر خصم البيع وآخر على الشراء المعلنة في الصحف المحلية

ب– شهـادات الإيـداع القابلـة للتـداول :

هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك التجارية والتي يثبت فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد ولمدة محددة لا تزيد عن سنة ، وتحمل شهادات الإيداع سعر فائدة محدد عادة ما يكون أعلى من أسعار الفائدة في السوق أو معلوم ، وتذكر في ظهر هذه الشهادة شروط التعامل بها وطريقة احتساب الفائدة ودفعها ، ويمكن لحامل هذه الشهادات التصرف فيها بالبيع أو التناول في السوق قبل تاريخ الاستحقاق ، ولا تعطي لحاملها الحق في استرداد قيمتها من البنك المصدر إلا في تاريخ الاستحقاق أو بيعها في السوق الثانوية .

ج – القبـولات المصرفيـة :

هي من أقدم أدوات سوق النقد ظهرت في الأساس لخدمة حركة التجارة الدولية ، و هي أمر بالدفع مسحوب على بنك من طرف عميل ، حيث يقبل البنك دفع مبلغ معين في تاريخ محدد ويصبح هذا الأمر مقبولا إذا قام البنك بختمه بالعبارة السابقة وبالتالي يمكن بيع هذا القبول في سوق النقد أو الاحتفاظ به حتى تاريخ استحقاقه والذي يتراوح عادة بين 30 يوم إلى 170 يوم وإن كانت 90 يوم هي الفترة الشائعة ، والقبولات المصرفية قابلة للتداول في سوق النقد حيث يمكن لحاملها بيعها بخصم [1].

د–الأوراق التجاريـة القصيـرة الأجـل:

وهي تعهدات غير مضمونة بموجبات مادية تصدرها الشركة ذات المراكز القوية وتتسم الأوراق التجارية بالمخاطر العالية نسبيًا قياسًا بحوالات الخزينة ، فالشركات الكبيرة كانت في السابق تأخذ قروضا قصيرة الأجل من البنوك التجارية ولكن بعد ذلك بدأت هذه الشركات تعتمد إلى حد كبير في الحصول على أموال عن طريق بيع أوراق تجارية إلى مؤسسات مالية وسيطة أخرى وشركات مساهمة ، أي أنها أصبحت تحصل على أموال بشكل مباشر، ثم تقوم بوضع هذه الأموال لدى البنوك التجارية التي تتعامل معها ، و بإمكانها في هذه الحالة الحصول

[1]– حسين بني هاني ، **الأسواق المالية** ، مرجع سابق ، ص : 165.

على ائتمان مفتوح ، وعند استحقاق سداد هذه الأوراق التجارية تقوم البنوك المشار إليها بدفع قيمة تلك الأوراق مع فوائدها لحامل تلك الأوراق في تاريخ الاستحقاق نيابة عن الشركة .

هـ- اتفاقيـة إعـادة الشـراء:

هي إحدى الأساليب الاقتراض التي تلجأ إليها الشركات أو المستثمرون متخصصون في شراء وبيع أوراق مالية ويكون الاقتراض لليلة واحدة أو على الأكثر لمدة أسبوعين وبموجب هذه الاتفاقية تشتري الشركة الأوراق المالية المضمونة السهلة التسويق وتلجأ إلى أحد السماسرة المتخصصين في مثل هذه الاتفاقيات ليعقد لها اتفاقا مع إحدى البنوك أو الشركات التي لديها فائض من الأموال و التي تبحث عن فرص لإقراض هذه الأموال ، ووفقا للاتفاق تبيع الشركة هذه الأوراق المالية إلى صاحب المال الفائض كما تقوم بنفس الوقت بإبرام صفقة شراء هذه الأوراق المالية من نفس صاحب المال بسعر أعلى قليلا من السعر الذي باعت به هذه الأوراق المالية له على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة الشركة للمبلغ الذي سبق أن حصلت عليه الممول وهكذا تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى الشركة أو المستثمر المتخصص وعودة الأموال إلى الممول ، ويعتبر فرق القيمة بين عقد البيع وعقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقترضة ، ويمكن إبرام عقدي البيع والشراء بذات القيمة على أن يحصل الممول على فائدة تحدد نسبتها مسبقا وحسب فترة التمويل .

و – ودائـع العمـلات الأجنبيـة (اليورو دولار):

يستخدم هذا المصطلح للدلالة على الودائع المصرفية بالدولار الأمريكي و التي يتم إيداعها في بنوك غير أمريكية وخاصة البنوك الأوروبية ، و لقد ظهرت هذه السوق نتيجة للطلب المتزايد على الدولار بسبب انخفاض معدلات الفوائد على القروض التي تمنحها البنوك الأمريكية من جهة ، و من جهة أخرى إقبال الشركات المتعددة الجنسية على الدولار بسبب امتداد نشاطاتها إلى أوروبا و آسيا و الشرق الأوسط و مناطق أخرى ، إضافة إلى طلب الحكومات على الدولار وطلب البنوك الأمريكية الأم لمواجهة احتياجاتها من أجل تغطية الاحتياطي الإلزامي لدى البنك المركزي الأمريكي .

ي – قرض فائض الاحتياطي الإلزامي :

يشير مصطلح فائض الاحتياطي إلى ودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي التي تتجاوز نسبة الاحتياطي الإلزامي ، ويمكن إقراض هذا الفائض لبنوك أخرى تعاني من عجز الاحتياطي الإلزامي ، ويكون الإقراض عادة لمدة يوم واحد ، وتتم إدارة العملية من قبل البنك المركزي الذي يلعب دور الوسيط ، ويلتزم البنك المقترض بسداد قيمة القروض إضافة إلى الفوائد التي تتحدد وفق العرض والطلب ، ويمكن أن يكون الاتصال مباشرا بين البنوك أو بواسطة سمسار مختص في مثل هذا النوع من القروض .

المطلب الثالث : المنتجـات الماليـة المتداولـة في سـوق رأس المـال

إلى جانب الأدوات المالية التقليدية (الأسهم والسندات) فقد أدت التطورات الاقتصادية التي حدثت خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين إلى نمو سريع في حجم الأوراق المالية وظهور منتجات مالية جديدة أملتها التحولات المالية المتزامنة مع التقدم الهائل الذي عرفته

تكنولوجيا المعلومات والاتصالات والحاجة المالية إلى مثل هذه المنتجات ، ومن الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق نذكر[1] :

أولا : أدوات الملكيـة

وتتمثل في الأسهم العادية والممتازة ويمكن إبرازها فيما يلي :

– الأسهـم العاديـة :

تمثل الأسهم العادية سند ملكية له قيمة إسمية ، قيمة دفترية ، قيمة سوقية ، قيمة تصفوية ، وتمثل القيمة الاسمية القيمة المدونة على وثيقة السهم ، وهي قيمة نظرية لتوثيق حساب رأس المال المدفوع في المستندات المحاسبية للشركة ، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس الشركة غير أنه يمكن تغييرها بموجب قرار اشتقاق الأسهم ، وتحدد معظم الدول حدا أدنى للقيمة الاسمية ، حيث لا يمكن للشركة إصدار الأسهم بقيمة أقل من ذلك ، أما القيمة الدفترية فتمثل قيمة الأسهم المقيدة بدفاتر الشركة معبرا عنها بقيمة حقوق الملكية ، أما القيمة السوقية للسهم فتمثل السعر الذي يتداول به السهم في السوق ولا يشترط تطابقها مع القيمتين الدفترية والاسمية ، ومن المتوقع أن تتذبذب هذه القيمة صعودا ونزولا بسبب تأثرها بعوامل عديدة كالقيمة الدفترية للسهم وظروف العرض والطلب في السوق وتوقعات المحللين بخصوص مستقبل أوضاع الشركة أي مركزها المالي وقدرتها على تحقيق الأرباح وكذا توزيعات الشركة للأرباح ، فضلا عن تأثير الظروف الاقتصادية كالتضخم والركود الاقتصادي ، في حين تمثل القيمة التصفوية للسهم العادي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة المصفاة بعد تسديد كل الالتزامات وحقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة [2] .

وتنقسـم الأسهـم العادية بـدورها إلى :

– الأسهم العادية للأقسام الإنتاجيـة :

من المألوف أن يتمتع حملة الأسهم العادية بالحق في الحصول على نصيب من الأرباح المحققة في نهاية كل دورة مالية إذا ما قررت غدارة الشركة توزيعها ، غير أن شركة جنرال موتورز أصدرت في الثمانينيات مجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية ، فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل أصدرت الشركة أيضا مجموعة من الأسهم أطلق عليها صنف E class ، وقد ربطت هذه التوزيعات التي يحصل عليها حملتها بالإرباح التي يحققها

[1] – عبد المعطي رضا أرشيد وآخرون ، **الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات** ، دار زهران للنشر والتوزيع ، 1998 ، ص 59 .

[2] – محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد ، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق** ، الإسكندرية ، الدار الجامعية 2005 ، ص 35 .

قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية في الشركة ومجموعة أخرى أطلق عليها صنف H class وقد ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج قطع غيار الطائرات .

– الأسهـم العادية ذات التوزيعات المخصومـة :

الأصل في التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية أنها لا تعتبر جزءا من الأعباء التي تخصم قبل فرض الضريبة كما هو الحال بالنسبة للفوائد التي تدفع لحملة السندات غير أنه مع بداية ثمانينيات القرن العشرين صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات بان تبيع حصة من أسهمها العادية للعاملين بها مع خصم التوزيعات المقررة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبة ، وهذا في إطار تشجيع مشاركة العاملين بالشركة على ملكيتها ، كما نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المتخصص لتمويل شراء تلك الأسهم مع دفع ضرائب على 50% من الفوائد التي تحصل عليها من خلال هذا الصندوق [1] .

– الأسهـم العاديـة المضمونـة :

هي نوع من الأسهم العادية وتعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب إصدار السهم وإذا لم يصل انخفاض السهم إلى الحد المنصوص عليه أو تجاوز هذا الحد ولكن بعد إنتهاء الفترة المحددة فليس للمستثمر الحق في مطالبة الشركة بأي تعويض ، ويمثل الضمان الذي توفره هذه الأسهم بمثابة عامل جذب للمستثمرين المترددين في التعامل في سوق الأوراق المالية ، إذ تتيح لحاملها المزيد من الأرباح كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم في حين أن خسائرها عادة ما تكون محدودة كما أنها تحقق أيضا الحماية لبنوك الاستثمار التي تتولى عملية إصدار الأسهم ، إذ من شأن هذه الحماية ضمانا التصريف الكامل للإصدار بتكلفة منخفضة وبالتالي توفير الموارد المالية التي خططت الشركة المصدرة لتعبئتها .

2– الأسهـم الممتـازة :

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية وإن كانت ملكيته تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي ، ولذا المستند قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية شانه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تحسب بنسبة قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة إلى العدد الإجمالي للأسهم المصدرة ، بمعني أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في القوائم المالية للشركة ، والسهم الممتاز عادة ليس له تاريخ استحقاق غير انه من الممكن أن ينص العقد على شرط استدعائه في وقت لاحق مقابل أن يحصل حملته على قيمة تفوق القيمة الاسمية لهذه الأسهم ، ويمثل هذا الحق ميزة للشركة المصدرة إذ

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية زكية قريا قص، **الأسواق والمؤسسات المالية** ، الإسكندرية ، الدار الجامعية ، 2004، ص 258 .

يمكنها الاستفادة من أسعار الفائدة في السوق وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة المصدرة وإحلالها بأسهم ممتازة ذات معدل فائدة عائده منخفض [1] .

وتجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات في نفس الوقت إذ تتفق مع الأسهم العادية من حيث أنها تمثل مستند ملكية ليس لها تاريخ استحقاق محدد ، وان مسؤولية حملة هذه الأسهم محدودة بمقدار مساهمته في رأس المال ، كما لا يحق لحملة الأسهم المطالبة بنصيبهم من الأرباح إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات ومن ناحية أخرى تشبه الأسهم الممتازة السندات في أن لحامل السهم الممتاز الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم .

وتحقق الأسهم الممتازة للشركة المصدرة جملة من المزايا أهمها عدم إلزام الشركة قانونيا بإجراء توزيعات كل سنة تحقق فيها الشركة أرباحا علاوة على محدودية التوزيعات بمقدار محدد ، كما لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات النادرة التي تستدعي التدخل ، غير أن ما يعاب على هذه الأسهم ارتفاع تكلفتها مقارنة بتكلفة التمويل بالاقتراض حيث أن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخصم قبل فرض الضريبة ما يعني مطالبة حملة هذه الأسهم بعائد مرتفع كتعويض على المخاطر العالية التي يتعرض لها المساهمون مقارنة بحملة السندات .

ثانيا : أدوات المديونية

تمثل أدوات المديونية إحدى الطرق التي تسلكها الشركات و الحكومات للحصول على رؤوس الأموال طويلة الأجل عندما لا تكفي الأموال الخاصة للمساهمين ، وبخاصة منها المتعلقة بتمويل خطط التوسع ، وتتميز أدوات المديونية المتداولة في سوق رؤوس المال بثبات العائد المترتب عنها وتدني درجة مخاطرها ومن أهم أدوات المديونية السندات ، ومن أهمهـــا [2] :

1- السنـدات :

يمثل السند مستند مديونية تصدره الشركة أو هيئة أخرى ، وهو بمثابة إتفاق أو عقد بين المستثمر أو المدخر وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الأول مبلغا محددا للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه في تواريخ استحقاق محددة سلفا .

ويعطي السند لحامله الحق في استرجاع القيمة الاسمية للسند (أصل القرض) في تاريخ لاحق وحق الأولوية في الحصول على فائدة دورية تتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند تدفع مهما كانت نتيجة الدورة المالية للشركة على عكس الأسهم التي ترتبط عوائدها بنتائج الشركة وسياسة مجلس الإدارة فيما يتعلق بالتوزيعات ، كما يتيح السند لحامله حق الأولوية في استيفاء حقوقه إذا تمت تصفية أصول الشركة ، وعلى عكس حملة الأسهم لا

[1] غازي عبد الرزاق النقاش ، **التمويل والعمليات المصرفية الدولية** ، دار وائل للنشر ، ط 1 ، 1996 ، ص 59 .

[2] حنفي ، **بورصة الأوراق المالية أسهم سندات وثائق إستثمار** – خيارات ، الإسكندرية ، الدار الجامعية الجديدة للنشر 2003 ، ص 256 .

يد حامل السند شريكا في الشركة المصدرة لهذا السند ، وتبعا لذلك لا يحق له التدخل في إدارتها أو حضور جمعيتها العامة [1] .

ويتميز التمويل بواسطة السندات مقارنة بالقرض التقليدي بمرونة التسييل العالية لحامله فضلا عن إمكانية تحقيقه للمكاسب الرأسمالية خلال عملية التداول ، وللسند قيمة سوقية تزيد أو تقل أو تتساوى مع قيمته الإسمية وتتحدد القيمة السوقية للسند على ضوء درجة المخاطر التي يتعرض لها حامله والتي تتوقف بدورها على المركز المالي للشركة والظروف الإقتصادية السائدة وخاصة مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق .

1-1 السنـدات الحكوميـة :

تمثـل السندات الحكومية أداة دين طويلة الأجل شأنها في ذلك شأن السندات التي تصدرها شركات الأعمال وتهدف الحكومة من وراء إصدار السندات تمويل احتياجاتها الجارية والاستثمارية ذات المنافع الاجتماعية أو لمواجهة عجز الموازنة العامة أو كسياسة لاستهداف التضخم وامتصاص السيولة الفائضة في الاقتصاد وفضلا عن ذلك تمنح السندات الحكومية لحاملها الحق في استعادة أصل القرض مع الفائدة المتفق عليها ، وتعتبر السندات الحكومية أكثر ضمانا وأقل مخاطرة من تلك التي تصدرها شركات الأعمال ، إذ غاليا ما يكون البنك المركزي أو وزارة المالية هي جهة الإصدار لهذه السندات ويمكن أن تتولى الحكومات المحلية أو حكومات الأقاليم (الحكومات الفدرالية) بإصدارها كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية وحسب ما يدل عليها إسمها لا يمكن للشركات الخاصة إصدار مثل هذه السندات إلا أنه بإمكان المستثمرين تداولها في سوق الأوراق المالية وللسندات الحكومية أشكال عديدة أهمهـا :

- السنـدات الإدخاريـة :

وهي صكوك إسمية تصدرها الخزانة العامة أو وزارة المالية ولا يمكن تداولها وتتمثل الفوائد المدفوعة على هذه السندات في قيمة الفرق بين سعر الشراء والقيمة الإسمية التي يحصل عليها المستثمر عند استرداد القيمة الاسمية للسند ومن الطبيعي أن تنخفض هذه الفوائد كلما رغب المستثمر في استعادة أمواله قبل بلوغ تاريخ الاستحقـاق .

- سنـدات الخزانـة :

وتمثل هي الأخرى أداة استثمار متوسطة وطويلة الأجل القابلة للتداول ولحاملها حق التصرف بها دون انتظار موعد استحقاقها ، وبالمقابل تستطيع الهيئة التي أصدرتها استدعائها بالقيم والتواريخ المحددة سلفا وعادة ما تنشر في إعلانات الصحف اليومية لترويجها ، إذ يتم استبدال السندات المتداولة بأخرى تتميز بسعر فائدة أقل من الأولى متى كانت أسعار الفائدة السائدة أقل من تلك التي تدفعها وزارة الخزانة على سنداتها .

[1] رياض دهال ، **تحليل الأسواق المالية** ، سلسلة جسر التنمية ، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية ، العدد السابع والعشرون الكويت ، المعهد العربي للتخطيط ، مارس 2004 ، ص 6 .

– السنـدات بدون كوبـون (السنـدات الصفرية) :

وهي السندات التي تباع بخصم على قيمتها الاسمية ويمكن للمستثمر بيعها في السوق بالسعر السائد إذا ما رغب في التخلص منها دون انتظار تاريخ استحقاقها ، ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشرائها والقيمة الاسمية مقدار الفائدة التي يجنيها المستثمر .

– السندات بمعدلات فائـدة متحركـة :

يهدف هذا النوع من السندات إلى الحفاظ على مصالح كل من الشركات المصدرة وجمهور المستثمرين من مخاطر تغير بعض المؤشرات الاقتصادية كمعدل التضخم ويعود ظهور هذا النوع من السندات إلى موجة التضخم التي سادت الاقتصاديات الرأسمالية خلال عقد الثمانينيات وعن طريق معدلات الفائدة المتغيرة التي توفرها هذه السندات يستطيع المستثمر التغطية ضد مخاطر تأكل القيمة الاسمية لاستثماراتها من جراء تغير المستوى العام للأسعار ، وغاليا ما يحدد لهذه السندات معدل فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يعاد النظر فيه دوريا بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق .

– السنـدات الرديئـة :

أستحدث هذا النوع من السندات في الثمانينات لتمويل إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال الشركة المسيرة وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جزء كبير من أسهمها المتداولة في السوق ، وينجم عن ذلك زيادة نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بصورة تجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفا بالمخاطر ، الأمر الذي يجعل معدل الكوبون الذي تحمله مرتفعا لتعويض المستثمر عن تلك المخاطر .

– السنـدات القابلـة للتحويـل :

يقصد بها السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية لنفس الشركة وبذلك يصبح حاملها من مالكي الشركة أي من بين مساهميها العاديين وله نفس الحقوق وعليه نفس الواجبات مع الشركاء ، وتتم عملية التحويل وفق شروط محددة وخلال فترة زمنية منصوص عليها في عقد الإصدار ، وغالبا ما تكون عملية التحويل من خلال ألية تحفيز معينة وتتلخص هذه الآلية في أن قيمة التحويل يجب أن تكون أعلى من سعر الاستدعاء ويقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم العادي مضروبة في معدل التحويل أي مضروبة في عدد الأسهم العادية الجاري التحول إليها مقابل كل سند قابل للتحويل .

– السنـدات المغطـاة :

تعتبر السندات المغطاة إحدى أدوات الأدوات المالية الجديدة التي انتشرت في الأسواق المالية الأوروبية خلال عقد التسعينات كأداة لتخفيض المخاطر ، وتتولى مؤسسات ائتمانية متخصصة إصدارها بقيمتها الاسمية على الأقل كما تضمن وفاء الدين من خلال حق رجوع حامل السند عليها ، وعادة ما تكون تلك السندات مضمونة من خلال الرهونات العقارية أو قروض القطاع العام أو أية أصول عقارية أخرى موثقة ، ويخضع إصدار السندات

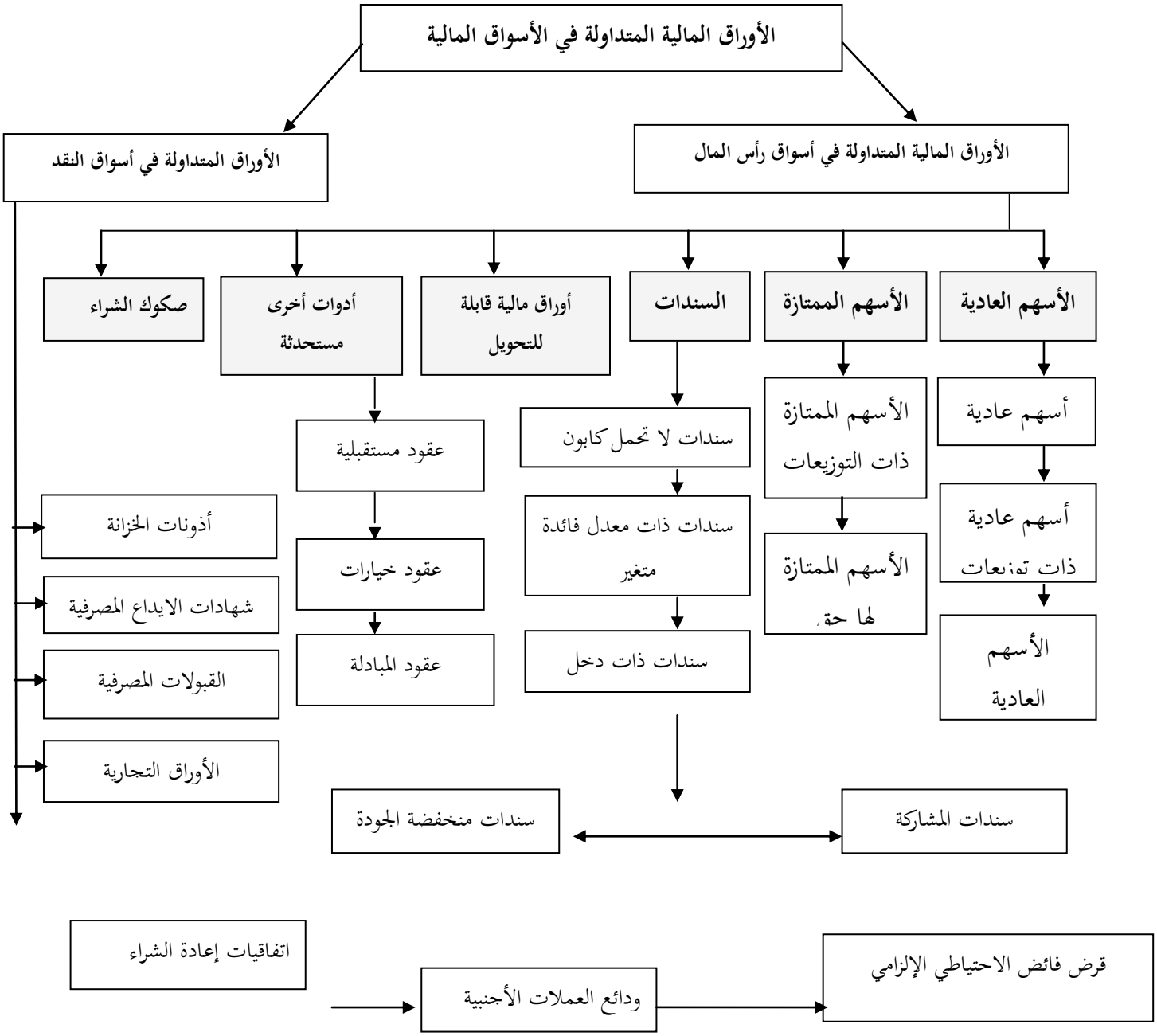
المغطاة لإشراف القانون المحلي للدولة الذي يقوم بتحديد الأصول الصالحة لاستخدامها كضمانات لهذه السندات، وتجذب السندات المغطاة العديد من المستثمرين مثل شركات التامين وصناديق الاستثمار وصناديق المعاشات سيما الباحثين منهم عن أنواع الاستثمار منخفض المخاطر والمتسم بجودة الأصول والعوائد [1] .

ويمكن تصنيف الأوراق المالية على أساس الأسواق التي يتم فيها التعامل بهذه الأوراق و الشكل التالي يوضح هذا التصنيف :

[1] الحناوي ، تحليل وتقييم الأسهم والسندات ، **مدخل للهندسة المالية** ، الإسكندرية الدار الجامعية ، 1998 ، ص 331 .

2 الداغر ، المرجع السابق ، ص 126 .

الشكـل رقـم (1 –3) : الأوراق الماليـة المتداولـة في الأسـواق المالـية



المصـدر : عباس كاظم جاسم الدعمي ، **أثر السياسات النقدية و المالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة الممتدة من 1990/2006)** ، أطروحة مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد ضمن متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة ، تخصص العلوم الاقتصادية جامعة الكوفة ، 2008، العراق ، متاح على : www.4sherad.com ، تاريخ التحميل : 2018/01/15 ص: 106.

ثالثـا : المشتقـات الماليـة

هي إحدى أدوات التعامل الجديدة التي أسفرت عنها الصناعة المالية في السبعينيات من القرن العشرين على نحو لم يسبق له مثيل ، حيث أدى الميل نحو تعظيم القيمة المضافة والاستجابة السريعة لتأثيرات التقدم التكنولوجي والتغيرات الاقتصادية دور بارز في ظهور الإبداعات ومن العوامل الهامة التي ساعدت في نجاح أسواق عقود المشتقات ورواجها قدرتها على تحسين السوق بتخفيض تكلفة المعاملات فضلا عن إتاحة الفرصة للمضاربين والمستثمرين للتغطية ضد المخاطر وتحقيق العوائد الرأسمالية ، ومن أبرز صور المشتقات المالية نذكر [1] :

1- العقـود الآجلـة :

هي من أقدم صور العقود المستقبلية وهي إتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق وبسعر يحدد مسبقا ، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام صفقة بسعر معين وبكمية محددة في موعد لاحق ومن أمثلتها عقود الاستيراد والتصدير ، وعمليا إذا كان سعر الأصل (سعر التنفيذ) المتفق عليه بين طرفي العقد أق من السعر السائد في تاريخ التسليم فإن المشتري سيحقق مكاسب مساوية لقيمة الفرق بين السعر الجاري في تاريخ التسليم وسعر التنفيذ ، أما إذا كان هذا الأخير أعلى من السعر السائد للأصل عند استحقاق العقد فعندئذ سيحقق البائع أرباحا على حساب المشتري .

2- العقـود المستقبليـة :

تعرف هذه العقود على أنها إتفاق نمطي ينطوي على التسليم المؤجل لأداة مالية أو سلعة معينة في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقا ، وتختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة في عدة أوجه ، إذ غالبا ما تتسم العقود المستقبلية بمخاطر التسييل المتدنية نظرا لإمكانية تداولها في البورصة وتميزها بالنمطية والمعيارية ، وفضلا عن ذلك تتميز العقود المستقبلي بانخفاض مخاطر عدم الوفاء أو العجز عن سداد الالتزامات مقارنة بالعقود الآجلة ، وإبرام العقود المستقبلية يستدعي من طرفي العقد إيداع ضمان أو هامش مبدئي لدى بيت السمسرة كضمان لتنفيذ العقد عند تاريخ التسليم ويزداد هذا الضمان تأكيدا بوجود غرف للمقاصة أو غرف التسوية اليومية ، ويتم تعديل هذا الهامش تبعا لتغير أسعار الإقفال اليومية للأصل محل العقد .

3- عقـود الاختيار :

وهي اتفاق بين طرفين يكون فيه لأحدهما الحق دون الإلزام في تنفيذ شراء أو بيع أصل محدد لطرف ثان في تاريخ مستقبلي وبسعر يحدد زمن الاتفاق مقابل مبلغ معين (عمولة) غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني على السبيل التعويض أو المكافأة ، ويأخذ موعد تنفيذ العقد المبرم شكلين هما عقد الاختيار الأوربي والذي يلزم بممارسة حق الاختيار في التاريخ المحدد لانتهائه حسب نص الاتفاق ، أما الشكل الأخر وهو عقد الاختيار

[1] طارق عبد العال حماد ، **المشتقات المالية : المفاهيم ، إدارة المخاطر** ، الإسكندرية ، الدار الجامعية ، 2001 ، ص 11 .

الأمريكي والذي يعطي الحق في تنفيذ العقد في أي وقت خلال الفترة التي تمتد من وقت إبرام الاتفاق إلى غاية التاريخ المحدد لانتهاء صلاحيته ، ويسمى السعر المتفق عليه للتنفيذ بسعر التعاقد أو سعر التنفيذ وغالبا ما يساوي القيمة السوقية المؤقتة للورقة المالية في تاريخ إبرام العقد وهو بذلك يختلف عن سعر السوق الذي يمثل السعر الذي تباع به الورقة لحظة تنفيذ الاتفـاق وتنقسم عقود الاختيار إلى نوعين أساسين هما حق اختيار البيع وحق اختيار الشراء .

4 – عقـود المبادلـة :

تعرف على أنها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ حيث يتم تسويتها على فترات دورية وهي عقود ملزمة لطفي العقد ، وتعتبر عقود مبادلة معدلات الفائدة الثابتة بمعدلات الفائدة المتغيرة من أبرز أنوع هذه العقود ، وبمقتضى هذا النوع من العقود يوافق أحد الأطراف في العقد على دفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة بينما يقوم الطرف الأخر للعقد بسلسلة من معدلات الفائدة المتغيرة ، وغالبا ما تحدد هذه الأخيرة على أساس سعر مساو للسعر الذي يمثل معدل الفائدة بين البنوك ، وتحدد التغيرات الحاصلة في هذا المعدل مركز الخسارة أو الربح لطرفي عقد مبادلة معدلات الفائدة ، تجدر الإشارة إلى أن الأصل الرأسمالي محل التعامل بين طرفي العقد غالبا ما يخصص فقط لحساب معدل الفائدة ولا تجري مبادلته فعلا لذلك يدعى الأصل بالوهمي ، حيث أن المبادلة الفعلية تتم على مبادلة الفوائد بدون رأ س المال .

المبحث الثالث : أساليب تحليل الأوراق المالية ونمـاذج تقييمهـا

تقتضي أدبيات الاستثمار المالي إلى وجود نماذج أساسية للتحليل في سوق الأوراق المالية التحليل الأساسي والتحليل الفني ، ويعني الأسلوب الأول بدراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية أو ظروف القطاع الذي ينتمي إلى المؤسسة أما التحليل الفني فيركز على دراسة السجل المالي للتغير في السعر الذي يتم فيه تداول الورقة المالية ، وعليه فإنه كي يتخذ المستثمر قراره بشأن شراء أو بيع الأوراق المالية التي بحوزته يتعين عليه الاستفادة من نتائج التحليل الفني والأساسي.

وتمثل مداخل التحليل هذه نظاما يحتوي على تقنيات تشخيص وتقييم الأوراق المالية المستهدفة وتقنيات وأساليب دراسة حركة الأسعار لمعرفة واكتشاف نمط معين تسلكه في المستقبل القريب (مدخل التحليل الفني) قصد اتخاذ القرار المناسب" و منه فالتحليل الأساسي و الفني أحد المداخل الأساسية لتحليل المعلومات بغية تقييم الأوراق المالية، و سنعرض في هذا المبحث كل من التحليلين بالإضافة إلى تقييم الأسهم والسندات .

المطلب الأول: التحليـل الأساسي والتحليـل الفني للأوراق الماليـة

أولا : التحليـل الأساسي للأوراق الماليـــة :

- **مفهومـــه** : يعني التحليل الأساسي بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المؤسسة بالإضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية وتتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع بها لسهم الذي تصدره المؤسسة[1].

كما "يهتم التحليل الأساسي" بتحليل المعلومات والبيانات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة بالإضافة إلى ظروف المؤسسة ذاتها مصدرة الأوراق المالية بهدف اتخاذ القرار الاستثماري المناسب على ضوء حجم المخاطر"[2].

- **مضمونـــه** : يمر التحليل الأساسي بثلاث مراحل، فيهتم الأول بتحليل الظروف الاقتصادية، ثم يبدأ بتحليل ظروف الصناعة و ذلك من أجل معرفة الصناعة الناجحة، و أخيرا يهتم بتحليل ظروف المؤسسة لمعرفة أفضل المؤسسات داخل الصناعة الناجحة .

ثانيـــا : التحليـل الفـني للأوراق الماليـة

- **مفهومـــه** : هـو أسلوب يهتم بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنساق معينة لحركة سعر السهم، أو لإظهار علاقات بين حركة سعر الورقة معينة ومؤشرات سوقية أخرى كما يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق ككل ثم على مستوى ورقة مالية معينة ، ذلك" يهتم

---

[1] منير إبراهيم الهندي ، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية** ، مرجع سابق ، ص: 140.

التحليل الفني بتتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي ، بهدف اكتشاف نمط تلك الحركة، يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم[1]" .

- **مضمونـــه** : يقوم هذا المدخل على جملة من الافتراضات تتمثل فيما يلي[2]:

✓ تتحدد القيمة السوقية للسهم على أساس قوى السوق ممثلة في العرض والطلب .

✓ تحكم العرض والطلب عوامل متعددة بعضها موضوعي و البعض الأخر غير موضوعي حيث أن العوامل الموضوعية نجدها تدخل في نطاق اهتمامات التحليل الأساسي، بينما العوامل غير الموضوعية التي لا تتفق مع التحليل الأساسي على سبيل المثال في مزاج المستثمرين (الحالة النفسية) والتخمين .

✓ يتيح السوق بصفة آلية ومستمرة وزن الكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض و الطلب، سواء الموضوعية منها أو غير الموضوعية ليتم بشكل تحديد الأسعار الملائمة .

✓ استثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لأخر، فإن الحالة العامة تقضي بأن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر لفترة زمنية طويلة .

✓ يرجع التغير في اتجاه أسعار الأسهم في الأساس إلى التغير في العلاقة بين العرض والطلب، إذ يمكن معرفة أسباب ذلك من خلال تتبع مايجري داخل السوق نفسه آجلا أو عاجلا.

ثالثـــا : العلاقة بين التحليـل الأساسي والتحليـل الفنـــي

من أجل معرفة العلاقة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني وجب معرفة الفرق بينهما ، والذي يلخص في الجدول الموالـــي :

[1] محمد صالح الحناوي ، ابراهيم سلطان، جلال العبد ، **تحليل و تقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية** ، الاسكندرية ، 2001، ص :125.

الجدول رقم (1-1) : أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

وجه المقارنة	التحليـــل الأساســـي	التحليـــل الفـــــني
المفهوم	ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المؤسسة.	ينصب على ظروف السوق أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها .
الهدف	تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض؛ تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظة المستثمر.	دراسة متغيرات السوق في الماضي وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية .
الافتراضات	أن سوق ر أ س المال كفء يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار	تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب؛ العوامل التي تحكم العرض بعضها منطقي والبعض الآخر غير منطقي؛ أن السوق أفضل متنبئ لنفسه أن سوق رأس المال غير كفء .
مصادر البيانات الخاضعة للتحليل	عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية: عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة ، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية؛ عوامل متعلقة بالمنشأة مثل:القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات.	عوامل السوق نفسه مثل:أسعار الأوراق المالية؛ حجم التداول ؛ عدد الصفقات وحجمها؛ سلوك المستثمرين عمليات البيع على المكشوف؛ التوقيت الزمني؛ اتساع السوق ؛ الجو النفسي.
أدوات التحليل الرئيسية	المؤشرات الاقتصادية العامة: دورة حياة الصناعة؛ التنبؤ بحالات النمو؛ تحليل ظروف المنافسة؛ تحليل التطورات التكنولوجية؛ القوائم المالية المقارنة ؛ تحليل السلاسل الزمنية؛ التحليل الرأسي للقوائم المالية تحليل النسب؛ التحليلات الخاصة.	مؤشرات ميول المستثمرين (نفسية)؛مؤشرات تدفقات الأموال ؛ مؤشرات هيكل السوق.
حدود استخدامها	تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبيا مقارنة بالتحليل الفني ؛ توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.	كثرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ، تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتتناسب والظروف البيئية المتغير ة.

المصـــدر: حماد طارق عبد العال ، **التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية** ، مرجع سابق، ضص: 253.

من الجدول بمكن استخلاص النقاط التالية فيما يخص أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي :

- **من حيث مصدر المعلومات:** بالنسبة للمحلل الأساسي هي مصدر المؤسسة المصدرة الورقة المالية ومحيطها الخارجي، و بالنسبة للمحلل الفني هو السوق.

- من حيث محور الاهتمام : نلاحظ بان التحليل الفني يهتم بدراسة حركة السوق، في حين المحلل الأساسي اهتمامه إلى كل من العوامل الاقتصادية المؤثرة على قوى العرض و الطلب المتحكمة في السعر،فهو يأخذ في الاعتبار كل ماله تأثير على السعر بهدف الوصول إلى تحديد القيمة المحورية[1]، يسعى كل من المحللين إلى هدف واحد هو معرفة اتجاه الأسعار، إلاأن كلاهما يسلك سبيلا مختلفا فالأساسيون يدرسون السبب وراء حركة السوق أما الفنيون فيهتمون بنتيجة هذه التحركات منعكسة في السعر، ومن هنا يمكن القول أن الفنيين يهتمون بالنتيجة، في حين يهتم الأساسيون بالسبب.

- من حيث الطريقة التي ينتهجها كل منهما : يسعى كل تحليل بطريقته الخاصة إلى دراسة قوى العرض والطلب، فالتحليل الأساسي يصب اهتمامه على دراسة القوائم المالية للشركة، أي يقوم بتشخيص وفحص شامل لوضعية الشركة ووظائفها، مما يمكنه من تتبع و توقع أدائها الاقتصادي و فهم سلوك أسهمها، إضافة إلى تقدير التدفق النقدي و المخاطرة المرتبطة بهذه الأسهم، أما التحليل الفني فكل ما يهمه حركة الأسعار في السوق باعتبار أنها تعكس جميع المعلومات سواء كانت معلنة أم لا.

- **من حيث المرونة:** يكون المحلل الأساسي مجبرا على التخصص في سوق واحدة بفعل الكم الهائل من المعلومات التي لابد عليه تحليلها، في حين أن في وسع المحلل الفني اختيار السوق التي يشاء، و يركز كل جهده و طاقته لتحليلها، كما في وسعه تتبع الفرصة عند انتقالها من سوق لأخرى، وهذه القدرة على تحليل الأسواق و الانتقال فيما بينها تمنحه رؤية شاملة و أكثر وضوحا[2].

- يتم استعمال التحليل الأساسي عادة في المدى الطويل، في حين يمكن استعمال التحليل الفني في المدى القصير و المتوسط و الطويل أيضا، و على وحدات زمنية مختلفة.

- يؤمن التحليل الأساسي بنظرية السير العشوائي للأسعار، في حين لا يعتقد بها المحلل الفني لأن الأسعار بالنسبة له تتحرك في اتجاهات تميل إلى الاستمرار في مسارها إلى حين حدوث تغيرات في ميزان العرض و الطلب.

- نلاحظ أن المحلل الفني نظرة خلفية فهو يهتم بماضي الأسعار، أما المحلل الأساسي فله نظرة مستقبلية اذ يبحث عن تحديد التدفقات المستقبلية لأجل حساب القيمة المحورية[3].

---

1 منير ابراهيم الهندي ، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية** ، مرجع سابق ، ص: 144.

– لا يملي المحلل الفني أبدا على السوق حركته، و إنما يترك له عملية إرشاده إلى مسار الأسعار، فظهور شكل معين في الرسم البياني للأسعار يرجح سيرها في اتجاه معين مستقبلا، و في المقابل يقوم المحلل الأساسي بحساب القيمة العادلة لسهم م يتوقع من السوق أن يتحرك نحوها ثم يتوقف.

المطلـــب الثانـــي : تقييـــم السنـــدات

إن التعامل بالسندات غاليا ما يشهد انفصالا بين التغيرات التي تطرأ على قيمتها وطبيعة النشاط أو أداء الشركة المصدرة لها على عكس الأسهم ، ومن الأولى توضيح بعض المفاهيم المرتبطة بتقييم الأوراق المالية [1] .

* **القيمـة الاسميـة** : تعبر عن القيمة الأصلية للسند أي القيمة التي يتم إصدار السند بها وتمثل القيمة الاسمية كمية النقود التي اقترضتها الشركة والتزمت بسدادها في تاريخ لاحق ومن الناحية العملية قد تباع السندات بعلاوة على قيمتها الاسمية أو بخصم اعتمادا على وضع أسعار الفائدة السائدة في السوق .

* **معـدل الفائـدة** : تلتزم الشركة المصدرة للسندات سنويا أو كل ستة أشهر بدفع فوائد دورية تتحدد على أساس معدل الكوبون المدون على السند وهو نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند وعادة ما يحدد معدل الكوبون للسند بالاعتماد على سعر الفائدة السائد في السوق للسندات المماثلة التي تنطوي على نفس القدر من المخاطر.

* **معدل العائد المطلوب على الاستثمار** : يعبر عن معدل الخصم الذي تخصم به التدفقات النقدية لتحديد قيمتها الحالية أو القيمة العادية للسند ، ويتحدد هذا المعدل على ضوء المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السند وكلما ارتفعت درجة المخاطرة ارتفع معدل العائد المطلوب على الاستثمار ، ويحسب هذا المعدل بالمعادلة التالية :

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطرة + معدل العائد المكافئ للمخاطرة

* **تاريـخ الاستحقـاق** : يحدد تاريخ الاستحقاق الفترة اللازمة لاسترداد قيمة السند كما يحدد أيضا التأثير الذي يحدثه الزمن على قيمة التدفقات النقدية أو ما يسمى بالقيمة الزمنية للنقود حيث أنه كلما طال تاريخ استحقاق التدفقات النقدية كلما انخفضت قيمتها الحالية ، ويقصد بتاريخ الاستحقاق الأصلي الفترة الزمنية الفاصلة بين إصدار الزمن وتاريخ استحقاقه ، أما تاريخ الاستحقاق الفعلي فيقصد به الفترة الزمنية المتبقية حتى تاريخ الاستحقـاق .

أ – **السندات التي لها تاريخ استحقاق محـدد** : تتمثل القيمة الحقيقة لهذا النوع من السندات في القيمة الحقيقية للتدفقات النقدية المتوقعة معبرا عنها بالفوائد الدورية والقيمة الاسمية للسند التي يتم استردادها عند تاريخ نهاية الاستحقاق ، ويعبر عنها بالمعادلة التاليـة :

$$pv=\sum^{n} I\left(\frac{1}{1+Kd}\right)^{t} + M\left(\frac{1}{1+Kd}\right)^{n} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(01)$$

[1] فريد بولمطارد ، **الحركة العشوائية للأسعار في أسواق رأس المال** ، مذكرة ماجستير تخصص دراسات مالية ومحاسبة معمقة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير – جامعة سطيف ، 2009/2008 ، ص 98 .

$$PV = I \left(\sum_{t=1} PVIFA_{Kd.n} \right) + M \left(PVIF_{Kd.n} \right)$$

حيث أن :

Pv : القيمة الحالية أو الحقيقية للسند .

$\sum$: حساب القيمة الحالية للتدفقات في السنة الأولى والثانية t1 ، t2 .

I : الفائدة الدورية التي يحصل عليها حامل السند دوريا .

Kd : معدل الخصم وهو ذاته معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السند .

M : القيمة الاسمية للسنـد .

N : تاريخ الاستحقاق للسند .

$PVIFA_{Kd}$ القيمة الحالية لدفعات نقدية متساوية قدرها وحدة نقدية واحدة للفترة n وبمعدل خصم Kd .

$PVIF_{Kd}$ القيمة الحالية لدفعة قدرها وحدة نقدية واحدة تستحق في نهاية فترة الاستحقاق وبمعدل خصم Kd .

ب – تقييـم السندات القابلة للاستدعـاء : ينص الاكتتاب في السندات على حق الجهة المصدرة في استدعاء السند في أي لحظة بعد تاريخ معين من إصداره ويمثل هذا الشرط ميزة للجهة المصدرة إذ يمكنها عند انخفاض مستويات أسعار الفائدة مقابل دفع ما يطلق عليه بسعر الاستدعاء على أن تصدر سندات بديلة تحمل معدل فائدة أقل ، وتعتبر الزيادة التي يحصل عليها المستثمر بمثابة تعويض جزئي له عن مخاطر الاستدعـاء ، ويتم تقييم السندات المستدعاة وفقا للعلاقة التاليـة [1]:

$$pv = \sum_{t=1}^{n} \frac{I}{(1+Kd)t} + \frac{cp}{(1+Kd)n} \quad \text{.....(02)}$$

حيث أن :

n : تاريخ إستدعاء السنـد

Cp : سعر الاستدعـاء

[1] فريد بولمطارد ، **الحركة العشوائية للأسعار في أسواق رأس المال** ، مرجع سبق ذكره ، ص : 101

ج – تقييـم السنـدات الدائمـة : يمكن تقييم هذا النوع من السندات في حالة ما إذا توفرت معلومتين الأولى مقدار وتوقيت التدفقات النقدية معبرا عنها بالفائدة الدورية المدفوعة وهي مستمرة إلى مالا نهاية ، أما المعلومة الثانية فهي توفر معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب على الاستثمار، ويمكن التعبير عنها بالعلاقة التاليـة [1]:

$$pv=\sum^{\infty} =\frac{I}{(1+kd)t} =\frac{I}{kd} \dots\dots\dots\dots (03)$$

المطلب الثانـي : تقييـــم الأسهـــم

ويعني إيجاد القيمة الحقيقة للسهم على ضوء المعطيات الموضوعية المتاحة عن الشركة وعادة ما يتحدد السعر الحقيقي للسهم في البورصة وفقا للنتائج المحققة والأرباح الموزعة وغيرها وهناك عدة نماذج لتقييم الأسهم نذكرها فيمايلي :

5-2-1- نموذج التوزيعات المخصومـة : ويعرف بنموذج مدجيلياني وميلر ويفترض أن القيمة الحقيقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية التي يتوقع المستثمر أن يحصل عليها نتيجة ملكيته له ممثلة في التوزيعات النقدية المتوقعة مخصومة بمعدل خصم ملائم ، ويمكن التعبير عنه بالعلاقة التاليـة :

$$pv = \frac{D1}{(1+K)1} + \frac{D2}{(1+K)2} + \dots\dots\dots + \frac{Dt}{(1+K)t}$$

$$pv=\sum_{t=1}^{n} \frac{Dt}{(1+k)t} \qquad \dots\dots\dots\dots\dots\dots (04)$$

- Pv : قيمـة السهـم عند اللحظـة t_0
- k : معدل العائد المطلوب عبر الزمن

وهناك ثلاثة نماذج أساسية لتقييم الأسهم وهي نماذج تقوم على ثلاثة فروض أساسية بشان نمط التوزيعات المستقبلية ، فالأول يقوم على ثبات قيمة التوزيعات ، والثاني يقوم على أساس نمو التوزيعات بمدل ثابت ، أما الأخير فيقوم على أساس تغير نمو التوزيعات من فترة إلى أخـرى .

5-2-2 **– نمـوذج النمـو الصفـري** : يعني أن حامل السهم يحصل على مقدار ثابت من التوزيعات أي أن نمو التوزيعات يساوي الصفر ، أي أن ما يحصل عليه حامل السهم في سنة ما يحصل عليه في نفس السنوات الأخرى ويمكن التعبير عنها بالصيغة التاليـة :

$$\mathbf{Pv= D / K}$$

[1] رفيق مزاهدية ، نفس المرجع السابق ، ص 63 .

يعاب على هذا النموذج عدم واقية الفروض التي يقوم عليها ، إذ قلما ما تظل قيمة التوزيعات العادية ثابتة على مدى نشاط الشركة .

5-2-3 – نمـوذج النمـو الثابـت : ويعرف بنموذج قوردن ، ويقوم على أساس أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل ثابت غالبا ما يقترب من معدل نمو الاقتصاد الوطني ، وان معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السهم دائما يفوق نمو التوزيعات وإلا فلن يكون لهذا النموذج أي معنى من الناحية الرياضية ، ويمكن التعبير عنه بالعلاقة التاليـة :

$$\mathbf{D_t = D_0\ (1+g)^{\ t}} \quad \text{.....(05)}$$

Dt : التوزيـ

g : معدل نمـو التوزيعـات

5-2-4 – نمـوذج النمـو المتغيـر (المتعدد) : يقوم هذا النموذج على أن التدفقات النقدية في التوزيعات تبدأ بنمو سريع لفترة ما ثم تنخفض لتأخذ وتيرة ثابتة في مراحل متقدمة ، وتصبح الصيغة الملائمة لحساب القيمة الحقيقية للسهم تأخذ مرحلتين هما مرحة النمو غير الثابت ومرحلة النمو المستقر ، ويمكن صياغة ذلك رياضيا بالعلاقة التاليـة:

$$PV = \sum_{t=1}^{n} \left(\frac{D0(1+g)}{(1+k)} + \frac{D}{K-g} \quad \frac{1}{(1+k)} - \right) \text{.....(06)}$$

g : هي معدل نمو التوزيعات غير العادي .

g : هي معدل نمو التوزيعـات العـادي .

N : فترة النمو غير العـادي للتوزيعـات .

D : توزيعات السهم العادي خلال الفترة t+1 .

وهناك ثلاث خطوات لتقدير القيمة الحقيقية للسهم وهـي [1] :

1 – إيجاد القيمة الحالية للتوزيعات خلال الفترة الأولى وهي فترة النمو المتميز وتنتهي هذه المرحلة عند اللحظة n وهو ما يعني تطبيق المعادلة التقليدية لحساب القيمة الحالية للتدفقات النقديـة .

2 – إيجاد القيمة الحالية للتوزيعات المنتظمة التي تمتد من الفترة n+1 إلى مالا نهاية بافتراض أن السهم ليس له تاريخ استحقاق محـدد .

3 – إضافة ناتج الخطوة الأولى إلى الناتج النهائي للخطوة الثانية للحصول على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن تتولد على السهم وهي ذاتها القيمة التي يجب أن يباع بها السهم في البورصة .

2 – نمـوذج مضاعـف الربحيـة [1] : ويسمى كذلك بالنموذج الواقعي أو التجريبي ، وهو عبارة عن حاصل قسمة السعر السوقي للسهم (سعر الإقفال) على ربحية السهم ، ويعطى بالصيغة التالية :

[1] رفيق مزاهدية ، نفس المرجع السابق ، ص 65 .

مضاعف الربحية (P/E)= السعر السوقي للسهم / الربح الصافي للسهم

ويشير هذا المؤشر إلى عدد السنوات اللازمة لاسترداد قيمة الأسهم من الأرباح السنوية المتوقع الحصول عليها ويوضح أيضا القيمة التي يبدي المستثمر استعداده لدفعها مقابل كل وحدة نقدية من الأرباح المتولدة عن الاستثمار ،فمثلا لو كان سعر إقفال الأسهم في السوق بلغ 50 و.ن وكانت ربحية السهم الواحد 5 و.ن ، فإن قيمة مضاعف الربحية ستكون 5/50 ، وتعني هذه القيمة أنه لاسترداد القيمة السوقية للسهم يتوجب على المستثمر انتظار 10 سنوات بافتراض ثبات

الربح الصافي للسهم ، ويواجه هذا المؤشر انتقادات من طرف المحللين على أساس أن المستثمرين يشترون الأسهم على أساس الربحية المستقبلية وليس على أساس الربحية الماضية وإذا تمكن المحلل من تحديد القيمة الملائمة لمعامل الربحية من خلال تقدير ربحية السهم بدقة يصبح من السهل تحديد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يتداول بها السهم مستقبلا والمتمثلة فـي :

القيمة الحقيقية للسهم = ربحية السهم المتوقعة X مضاعف الربحية (P/E)

ويتوقف اتخاذ قرار الاستثمار على وضعية القيمة السوقية للسهم في لحظة التقييم ، فإذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أكبر من قيمته السوقية فهذا يعني أن السهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية وفي هذه الحالة قد ينصح المحلل المستثمر بشراء هذا السهم ، أما في الحالة التي تكون فيها القيمة الحقيقية للسهم أقل من السوقية فذلك يشير إلى انه هناك مبالغة في تقييم السهم وبالتالي قد ينصح المحلل المستثمر بضرورة بيع هذا السهم في أقرب الآجال .

وأخيـرا يجب الإشارة إلى أن التبـاين بين القيمـة السـوقية والقيمـة الحقيقية للورقـة المالية عـادة مـا يـوفر فرصـا لتحقيق الأرباح على المدى القصير ، وينجم التباين من أسباب أبرزها المضاربة وتلاعبات المضاربين بأسعار الأوراق المالية وعدم توفر المعلومات عن أداء الشركة ، إلى جانب غياب الإفصاح التام عن المعلومات من قبل الشركة أو تحليل المستثمرين للمعلومات بشكل خاطئ .

[1] منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 375 .

خلاصـــة :

تم في هذا الفصل مناقشة الإطار النظري للأسواق المالية من خلال التطرق إلى نشأتها ومراحل تطورها وبعدها التاريخي، ووظائفها ومقوماتها، و كذا هيكلها، فتم تعريفها على أنها المكان الذي يلتقي فيه بائعي ومشتري الأوراق المالية لتبادلها بموجب إجراءات و قواعد و وسطاء و قوانين محددة قانونا .

كما تبين من خلال العرض الوصفي أن سوق الأوراق المالية باعتبارها أهم قسم يتفرع عن سوق رأس المال تؤدي وظائف في غاية من الأهمية، يترتب عن انعدامها أو قصور إحداها في أي اقتصاد تخلفا وتدهورا في مستويات التنمية الاقتصادية، إذ أنها تلعب دورا مهما في النشاط الاقتصادي من خلال تعبئة المدخرات وحشدها و توجيهها للقنوات الاستثمارية الأمثل .

وحتى يتعرف المستثمر على أداء البورصة يعتمد على مؤشرات تقيس هذا الأداء من بينها حجم السوق وسيولته، و عدد الشركات المدرجة فيه ، و معدل دوران الأسهم .

الفصـــل الثانـــي :

المعلومات وكفـــاءة الأســـواق

الماليـــــة

تمهيـــد :

تكتسي العلاقة بين أسعار الأوراق المالية و المعلومات المالية أهمية بالغة بين الأطراف المكونة للسوق المالي فكل طرف من الأطراف المتعاملة في السوق المالي يهتم بأسعار الأوراق المالية و بتأثير المعلومات على هذه الأسعار، فالمعلومة هي وسيلة ديناميكية تعمل على تخفيض حالة عدم التأكد بحالة معينة ، وتشير العلاقـة بين أسعار الورقـة الماليـة و المعلومات إلى مفهوم حظي باهتمام الكثير من الباحثين، ويسوق هذا المفهوم إلى كفاءة سوق الأوراق المالية .

و يبقى سلوك الأسعار بسوق رأس المال يثير الكثير من التساؤلات ، إذ و مع أن كفاءة أسواق رأس المال قدمت صيغة تفسيرية هامة ، فسلوك السعر في السوق ما هو إلا إنتاج تراكم العديد من السلوكيات وفقا للمعلومات المتداولة ، فالعوامل التي تحكم السوق اكبر من أن تجمع في صيغة رياضية تفتقد للدقة و لا تعبر عن الواقـع .

وسنحاول من خلال هذا الفصل أن نبرز أهمية المعلومات ومصادرها ومستخدميها وعلاقتهـا بكفـاءة الأسـواق الماليـة ، مع التطرق إلى نظرية كفاءة السوق المالي وفرضياتها الأساسية ومستوياتها ، بالإضافة إلى ألية حركة الأسعار في الأسواق المالية وعلاقتها بالكفـاءة .

المبحث الأول : المعلومات وعلاقتها بكفاءة الأسواق المالية

تعد المعلومات روح الأسواق المالية والمصدر الرئيسي لاتخاذ قرارات الاستثمار سواء بالبيع أو الشراء والاستمرارية في تدفقها ، وتوقيت نشرها وصحتها ودقتها ومصداقيتها هي الأساس في كفاية الأسواق المالية وشدة احتياج المتعاملون في هذه السوق إلى المعلومات يعتبر أكثر من غيره من الأسواق ، وبجانب الاحتياج إلى المعلومات فإنه تتعدد مصادر هذه المعلومات وأهميتها ومصادرها ومستخدميها ، وأثر عدم تماثلها على سوق الأوراق المالية [1].

المطلب الأول : ماهيـة المعلومـات

تتوقف كفاءة الأسواق المالية بدرجة كبيرة على كفاءة نظام المعلومات بالسوق ، أي مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها و فرص الاستفادة منها و تكاليف الحصول عليها بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة لهذه الأوراق، لهذا فلابد من تطوير هذا النظام و ترقيته و ذلك لضمان الحصول على الدقة اللازمة في الوقت لمناسب من أجل اتخاذ القرار السليم [2] .

يدور مفهوم نظام المعلومات حول عمليات تجميع البيانات من مصادر متفرقة لتكون عناصر مدخلاته ويقوم بتشغيل و تحليل و توفيق و تخزين البيانات و ما يترتب على تحليلها من معلومات ، ثم يولد منها ما يتلاءم من معلومات مع احتياجات الإدارة لأغراض اتخاذ القرارات في صورة مخرجات هادفة ، لذا و قبل التطرق إلى نظام المعلومات وجب التعريف بالمعلومة أولا.

1 – تعريف المعلومـات :

عادة ما يستخدم لفظ البيانات و المعلومات للدلالة على نفس الشيء ، بينما الواقع أنّهما يشيران إلى مفهومين مختلفين ، ولتفـادي هذا الخلط نحاول أن نعطـي مفهـوم للبيانـات و المعلومات .

- **تعريـف البيانـات :**

[1] – هاشم أحمد عطية ، **مدخل إلى نظم المعلومات المحاسبية** ، الدار الجامعية ، مصر ، 2000 ، ص :31 .

[2] – محمد السعيد خشبة ، **موسوعة المعلومات والتكنولوجيا– نظم المعلومات، المفاهيم والتحليل والتصميم–** ، مطابع الوليد ، 1996، ص :15.

البيانات هي تلك الأرقام و الحقائق و الحروف و الكلمات و الإشارات التي تعبّر عن فكرة ما أو موقف محدّد ، إذ أنّها تعتبر العنصر الخام لمدخلات النظام ، فهي موجودة ومترابطة في كثير من ميادين الحياة وما هي إلاّ انعكاس وصفي لعمليات المؤسسة التفصيلية وبالتالي فهي تعتبر المادة الخام الرئيسية لإنتاج المعلومات .

– تعريف المعلومات: يقصد كافة أنواع البيانات والتقارير والمعلومات المتعلقة بالنشاط الداخلي للشركة كمخطط مجلس الإدارة المتعلقة بتوزيع الأرباح ونسبة التوزيعات وتوقيت الإعلان عنهما ، والأنواع المقترحة لتوزيع الأرباح هل هي نقدا أم أسهما مجانية ، وخطط الشركة المستقبلية أهي متجهة نحو النمو أم التوسع ن والمزايا التنافسية للشركة داخل القطاع ومقدرتها على تحقيق أفضل النتائج والمخاطر التي تواجه الشركة والإستراتيجيات المتبناة [1].

كما تعرّف على أنّها البيانات التي تمت معالجتها بطريقة محدّدة كما ونوعا ، في الفرز و التحليل والتبويب والتلخيص ، وإجراء العمليات المختلفة لتعطي معنى كاملا يمكّن من استخدامها [2] .

من خلال ما سبق يمكن القول بأنّ المعلومات هي نتيجة معالجة البيانات كالجمع و الاختبار، التحليل أو هي نتائج التفسيرات أو التعديلات على البيانات ، وهي الشكل الأكثر استخداما وعادة ما تأخذ شكل تقرير مركّب ، أي أن البيانات هي المادة الأولية اللازمة لإنتاج المعلومات و بمفهوم النظم فان البيانات تمثل مدخلات تتم معالجتها للحصول على مخرجات و التي هي عبارة عن المعلومات التي ينتجها النظام .

أما المعلومات المالية فهي المعلومات التي تتعلق بالوضع المالي للمؤسسات والاقتصاديات المختلفة إضافة للمعلومات حول الأحداث التي تؤثر على أمن الاستثمار وسلامته.

[1] زكي حسين الوردي ، مجيل لازم المالكي ، مصادر المعلومات وخدمة المستفيدين في المؤسسات المعلوماتية ، الوراق للنشر والتوزيع ، ط 1 الأردن 2002 ، ص : 08 .

[2]– latherine lesnard et sylvie vebrugghe, organisation et gestion de l’entreprise, paris, dunod, 2eme édition, 1995 ; p7.

جدول رقم (2 –1): الفرق بين البيانات و المعلومات

البيانـــــــــــات	المعلومـــــــــات
- حقائق أوليـــة مخزنـــة	- نتاج معالجة وتشغيل للحقائق الأصلية أو الأولية
- غالباً تكون غير فعالة في صورتها الأولية	- فعاليتها مرتبطة بالمشاركة والمبادأة
- مرتبطة بالأحداث والظروف الماضية والحالية ومعتمدة على التكنولوجيا	- مرتبطة بالاحتياجات الحالية والمتوقعـة
مجمعة من مصادر داخلية وخارجية متنوعة	- وليدة من البيانات والحقائق الأوليـــة

المصـدر: عاطف السيد إبراهيم محمد ، **دور نظم المعلومات في تحسين كفاءة التعامل في سوق الأوراق المالية** رسالة ماجستير، تخصص: إدارة الأعمال، جامعة الزقازيق، كلية التجارة 2004 ، ص: 24 .

من الجدول يلاحظ أن الفرق الأساسي بين البيانات و المعلومات يتمثل في كون البيانات هي مدخلات نظام المعلومات للحصول على المخرجات المتمثلة في المعلومات .

2– تعريف نظام المعلومات

إنّ الهدف الأساسي من نظام المعلومات هو تمكين المؤسسة من السيطرة على تسييرها أي من خلال تمكين المسيرين من اتخاذ قراراتهم التي تزيد من فعالية التنظيم ، مخفّفة بذلك قدر الإمكان الأخطار المرتبطة بعدم التأكد ، إذ أنّ النظام الجيّد للمعلومات القائم بالمؤسسة عليه أن يمكّن المستخدمين من معرفة الحاضر، و التنبؤ بالمستقبل و الإعلام الفوري بمجريات الأعمال و الأحداث [1] .

وهناك من يرى أنه عبارة عن تجميع للأفراد والأدوات والمعدات وتشغيل البيانات ووسائل الإدخال والإخراج ومعدات الاتصال وذلك لإمداد بالمعلومات الحقيقية والشاملة والمرتبطة باحتياجها في الوقت المناسب ، وتشغيل

[1] – إبراهيم سلطان ، **نظم المعلومات الإدارية** – مدخل إداري–، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2000، ص: 24.

ومراقبة أعمال المؤسسة ولذلك نستطيـع تعريف نظام المعلومات على أنه مجموعة عناصر (موارد بشريـــة ، مادية .....الخ) تسمح بالمعالجة والتخزين وإيصال المعلومات [1].

3- عناصـر نظام المعلومـات : إن نظام المعلومات كغيره من الأنظمة الأخرى يتكون من العناصر الآتيـــــة :

- المدخـلات : تتمثل في مختلف البيانات التي تجمع خصيصا لغرض اتخاذ القرار، و التي غالبا ما تستهلك وقتا طويلا و جهودا بشرية كبيرة و تكاليف باهظة للحصول عليها إلى جانب عدم قابليتها للتعميم ، و بالتالي فهي محدودة الفائدة و مقصورة على الغرض التي جمعت لأجله فقط [2] .

- المعالجـة : و تتم من خلال مجموعة من العمليات الأساسية لتحويلها إلى معلومات ذات معنى مفيد لمتخذي القرارات ، و لا تختلف هذه العمليات الأساسية لتشغيل أو معالجة البيانات باختلاف نظام المعلومات سواء كان يدوي أو الكتروني ، و تتمثل العمليات الأساسية لتشغيل البيانات في عمليات التصنيف ، الترتيب ، العمليات الحسابية و المنطقية ، المقارنة. التلخيص و لا يشترط أن تمر البيانات على كل هذه العمليات حتى تصبح المعلومة مفيدة [3].

- المخرجـات : و يقصد بها استرجاع و استدعاء المعلومات الناتجة من عمليات تشغيل في وقت سابق من وسيلة التخزين المعنية تمهيدا لإرسالها إلى مستخدم هذه المعلومات [4].

وعن طريق المعالجة تتحول البيانات (المدخلات) إلى معلومات (مخرجات) وهذا طبقا للطرق والنماذج المحاسبية أو الرياضية أو الإحصائية أو غيرها ، والتي ممكن 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 : مصـادر المعلومـات ومستخدميها

أولا : مصـادر المعلومات في الأسـواق الماليـة

[1] - فريد النجار ، **تكنولوجيا الإدارة المعاصرة في ظل العولمة** ، الدار الجامعية ، مصر ، 2007 ، ص : 301 .

[2] - إبراهيم سلطان ، **نظم المعلوات الإدارية** - مدخل النظم ، مرجع سابق ، ص ص : 55-56 .

[3] - أحمد حسين علي حسن ، **نظم المعلومات المحاسبية** ، الدار الجامعية ، مصر، 2000، ص:32.

يمكن الحصول على المعلومات من عدة مصادر: كالقوائم المالية و التقارير المالية حيث تحتوي التقارير المالية إلى جانب القوائم المالية على معلومات مالية نجدها خاصة في الميزانية المحاسبية، الميزانية المالية و جدول حسابات النتائج.....الخ ، كما تحتوي على معلومات غير مالية تخص نشاط المؤسسة المعنية كالإنتاج ، التسويق التخزين ، بالإضافة إلى تحليل مختلف الظروف الاقتصادية و السياسية التي قد تمس بنشاط المؤسسة في المستقبل بالإضافة إلى المجلات المالية المتخصصة التي تعد كذلك مصدرا للمعلومات نشريات سوق المال، و المعلومات التي توفرها المواقع الالكترونية الخاصة بسوق المال [1].

إن المعلومات المؤثرة في الأسواق المالية لها مصادر متعددة و لا تقتصر فقط على تلك الصادرة عن الجهة المصدرة للورقة المالية ، فهي قد تكون معلومات اقتصادية أو سياسية أو أي نوع آخر من المعلومات التي من شأنها التأثير في أسعار الأوراق المالية ، كما أن هذه المعلومات قد تكون عبارة عن المعلومات المتعلقة بالتداول وحركته وأحجامه و غير ذلك و بحسب مصادر المعلومات هناك ثلاث مستويات هـــي [2] :

1- المعلومات المتعلقة بالجهة المصدرة للورقة المالية أي الإلمام بمبادئ التحليل الأساسي للأوراق المالية .
2- المعلومات المتعلقة بالسوق بشكل عام ، أي الفهم كيف تؤثر الأحداث الاقتصادية والسياسية في أسعار الورقة المالية .
3- المعلومات المتعلقة بتداول الأوراق المالية أي الإلمام بمبادئ التحليل الفني من أجل إدراك طبيعة السوق الأوراق المالية و تأثير حركته التاريخية بحركته المستقبلية .

إن المعلومات هي مصدر القرارات ، ينطبق هذا على الأسواق المالية كما ينطبق على غيرها وإن كانت الحاجة إلى المعلومات عند اتخاذ القرارات في الأسواق المالية لها أهميتها هذا ما يجعلنا نقول إن الأسواق المالية ضمن المجالات التي ترتفع فيها أو تزيد فيها درجة الحاجة إلى معلومات على هذا النحو فإن المعلومات أمر لازم وضروري لاتخاذ القرار وطبيعة المعلومة تتحدد حسب طبيعة القرار وحسب المجال أو المجالات التي يعمل عليها وطبيعة المعلومة تحدد مصدرها أو مصادرها .

و بصورة عامة فمصادر المعلومات قد تكون داخلية أو خارجية ، فالداخلية هي تلك المعلومات التي تنشأ داخل السوق و تضم كافة البيانات و التقارير و الاجتماعات المالية الداخلية و التي تنشر في السوق من قبل المؤسسات و أهمها القوائم المالية الأساسية ، تقارير مجلس الإدارة ، إصدارات النتائـــج، منشـــورات المساهمة .....الخ .

---

[1] لطرش سميرة ، **كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم – دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية** ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في الاقتصاد ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة منتوري قسنطينة – 2010/2009، ص :89 .

[2] – عبد الرؤوف ربابعة ، مرجع سبق ذكره ، ص : 10.

أما المعلومات الخارجية فهي المعلومات التي تنشأ خارج السوق و التي تتحكم بها متغيرات خارجية كأسعار الفائدة و معدلات التضخم و يمكن أن تنحصر مصادرها في : الصحف و المجلات المالية، المطبوعات الحكومية،...الخ .

ثانيـا : مستخدمـوا المعلومـات

تسخدم المعلومات المتوفرة عن المنشأة جهات مختلفة ، و تعتبر الأساس الذي يمكن أن تتخذ القرارات على أساسه، و سنذكر أهم الأطراف المحتاجة للمعلومات [1]:

أ– المقرضـون :

قد تتلقى المنشأة قروض سواء قصيرة أو طويلة الأجل ومن مصادر مختلفة قد تكون البنوك أو عن طريق إصدار السندات والتي يمكن أن تتخذ شكل سندات قابلة للتحويل إلى أسهم هذه الأخيرة تسمح للمقرض

استبدال سنداته بحقوق ملكية إذ رأى أن ذلك سوف يكون مربحا له .

إلا أن ما يمكن تميزه في كافة علاقات توفير الائتمان أنها تمتاز بثبات المنفعة التي تعود على المقرضين مهما حققت المنشأة من أرباح ، فالمقرض يبقى مقيدا بسعر الفائدة الثابت المحدد في العقد ، لكن إذا حققت المنشأة خسائر أو واجهت ظروف سيئة فإن أصل القرض وفوائده قد يتعرض للخطر، وتمثل المعاملة غير المتساوية لنسبة المخاطرة التي يتحملها المقرض في حالة الظروف السيئة مقارنة بثبات المنفعة التي تعود عليه في حالة الازدهار التأثير الرئيسي على وجهة نظره وعلى طريقة تحليلية لاحتمالات وإمكانات تقديم الائتمان.

ويوجد اختلاف بين وجهة نظر المقرض ووجهة نظر المستثمر فيما يتعلق بحقوق الملكية ، وهذا الاختلاف ينتج عنه اختلافات في طريقة تحليل الإمكانات المستقبلية والأهداف التي يسعى لتحقيقها، فالمستثمر يهتم بالإمكانات المستقبلية للأرباح والمكاسب والتغيرات التي تحدث فيها، أما المقرض فيهتم أساسا بحصوله على ما يضمن تسديد قرضه وفوائده مثل القيمة السوقية العادلة للأصول المرهونة، كما يهتم بالأصول، وتحليل التدفقات النقدية المستقبلية، ومدى استقرار تلك التدفقات والاعتماد عليها، ويكون المقرضون أكثر تحفظا من المستثمرين في نظرتهم ومنهجهم ، ودرجة اعتمادهم على تحليل القوائم المالية ، لأنها تعمل على طمأنتهم بخصوص قدرة المنشأة المقترضة على التحكم في التدفق النقدي والحفاظ على مركز مالي سليم في ظل مجموعة من الظروف ، وتختلف

[1] – طارق عبد العال ، حماد ، مرجع سابق ، ص ص: 51-55.

المعلومات التي يحتاج إليها المقرض، ففي حالة الائتمان قصير الأجل فإن الدائن يهتم أساسا بالوضع المالي الحالي وسيولة الأصول المتداولة ومعدل دورانها ، أما إذا كان القرض طويل الأجل، بما في ذلك السندات، فهو يحتاج إلى معلومات تسمح بتحليل توقعات التدفقات النقدية والأموال ، وتقييم القدرة الإرادية على المدى الطويل ، وذلك كمصدر أساسي للشعور بالاطمئنان بشأن قدرة المنشأة على سداد الفوائد وأصل الدين في ظل مجموعة متنوعة من الظروف الاقتصادية [1].

ب- المستثمـرون :

ويعتبر المستثمرون أكثر الأطراف ارتباطا بالمنشأة وأكثرهم تعرضا للمخاطرة ، كما أنهم أكثر الأطراف التي تجني المكاسب في حالة نجاح المنشأة ، وفي نفس الوقت أكثر الأطراف تحملا للخسائر في حالة فشل المنشأة، لذلك يحتاج المستثمرون الحاليون، والمرتقبون إلى المعلومات بصفة مستمرة حتى يمكنوا من تقييم فرص الاستثمار المتاحة ، والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية واتخاذ القرارات المتعلقة بتوظيف مواردهم بصورة ناجحة، كما يحتاج إلى المتابعة المستمرة وتقدير الاحتمالات المستقبلية لتقدير كيف تسير الأمور، ولتحديد ما إذا كان يزيد من استثماراته أو يحفظها أو يتحول إلى مشروع آخر.

ج- الإدارة :

تعتبر الإدارة من بين الجهات التي تهتم بالمعلومات لأنها ذات المصلحة الأولى في معرفة الوضع المالي للمؤسسة وربحيتها وتقدمها ، وتقوم الإدارة بإجراء تحليل البيانات بصفة مستمرة نظرا لمعايشتها اليومية لظروف المنشأة، وقدرتها اللامحدودة في الإطلاع على السجلات المحاسبية الداخلية وغيرها ، والهدف الرئيسي للإدارة من وراء استغلال المعلومات وتحليلها هو ممارسة الرقابة على أعمال المنشأة ، والنظر إليها من نفس الزاوية التي تراها بها الأطراف الخارجية المهتمة بالمنشأة ، وملاحظة أهم التغيرات واتجاهاتها مما يسمح باتخاذ الإجراءات المناسبة لمواجهة الاتجاهات السلبية في الوقت المناسب وهو ما يمثل جوهر الرقابة .

د- الجهـات الحكوميـة :

تحتاج الجهات الحكومية بدورها إلى المعلومات حتى تتمكن من رسم بعض السياسات على المستوى الكلي ، كما تحتاج الإدارة الضريبية إلى المعلومات المالية عن الشركة لإمكان حساب الضرائب المستحقة عليها.

[1] المرجع السابق ، ص :55.

هـ- مراقبـوا الحسابـات :

يحتاج مراقب الحسابات إلى الحصول على كافة المعلومات، والإيضاحات الكافية لإبداء رأيه الفني المحايد عن مدى إظهار القوائم المالية للمنشأة لكافة الحقائق والمعلومات بعدالة وموضوعية، وأنها أعدت في ضوء المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، ويعتبر تقرير مراقب الحسابات عنصر ثقة في القوائم المالية التي تعدها المنشـأة .

المطلب الثالث : أهميـة المعلومـات و أثرها على الأسـواق الماليـة

أولا : أهميـة المعلومات في الأسواق الماليـة :

خاص في الأسواق المالية ، والأسباب التي تزيد من أهمية المعلومات في الأسواق المالية كثيرة ومتنوعة ومن أهمها ما يلي [1] :

1- الأسواق المالية لها درجة حساسة عالية لكل ما يتعلق بالتطورات في القطاعات الاقتصادية المحلية ، بل إن الأمر لا يقتصر على الاقتصاد المحلي وإنما يمتد إلى الاقتصاد الدولي ، وأن التطورات في الاقتصاد الدولي تظهر آثارها في الأسواق المالية على نحو أسرع من القطاعات الاقتصادية الأخرى .

2- الأسواق المالية بها درجة عالية من الخطورة ، وسبب هذه الخطورة يكمن في نوع السلع موضع التبادل وفي التطورات السريعة في هذا السوق وفي الآثار التي تترتب على هذا السوق

3- بعض التوقعات في هذا السوق تستند إلى عناصر موضوعية ، ولكن توقعات أخرى في هذا السوق ، وقد تكون كثيرة وخطيرة لا تستند إلى عناصر موضوعية .

4- يستهدف المتعاملون في هذا السوق الحصول على ربح ، وقد يكون المستهدف هو الربح السريع دون الحكم على ذلك أي على سرعة الحصول على ربح ، فإن هذا يتطلب معلومات تستند إليها القرارات السريعة .

[1] - رفعت السيد العوضي ، **الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر و الاقتصاد الإسلامي** ، ورقة بحثية مقدمة ضمن الدورة العشرون للمجتمع الفقهي الإسلامي المنعقدة بمكة المكرمة في الفترة من 25-29ديسمبر 2010، رابطة العالم الإسلامي المجمع الفقهي الإسلامي، متاح على : moc.draehs4.www. تاريخ التحميل 2018/02/23 ، ص: 12.

5- هذا السوق يتعلق بالاستثمارات ، ومن المعروف في الأدبيات الاقتصادية أن الاستثمار فيه جزء يتعلق بالحالة النفسية ، وهذه الفكرة تعمقت منذ أن ظهرت آراء كينز على وجه الخصوص (1936م) ، هذه الحالة النفسية مع أنها غير موضوعية إلا أنها تحتاج إلى معلومات.

6- نوع السلع موضع التبادل في هذا الأسواق وآليات التعامل فيه تتيح درجة عالية من المضاربات ، وهذه الأخيرة تحتاج إلى معلومات سريعة وفورية .

7- تجربة الإنسان مع الأسواق المالية من حيث نجاحها وفشلها ومن حيث التقلبات العنيفة فيها ومن حيث أزماتها ومن حيث تأثير هذه الأزمات – هذه الأبعاد وغيرها مما يدخل في تجربة الإنسان مع السوق المالية تشكل عاملاً أو سبباً للاهتمام بالمعلومات .

مما سبق تنعكس أهمية المعلومات في ثقة المستثمرين و المتعاملين بكفاءة السوق المالي درجة هذه الثقة تتحدد بنوعية و كمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أرخص و منفعة أعلى ، بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المعنية المصدرة لهذه الأوراق [1] .

1- أنواع المعلومات المالية الواجب نشرها :

على كل مؤسسة تريد الدخول إلى السوق المالي أما لأول مرة أو لإصدار أوراق مالية جديدة أن تقدم مبدئيا وثيقة إعلامية للسلطات البورصية ، تخضع هذه الوثيقة لإسم البيان الموجز للمعلومات لتأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة قبل أن تقدم للجمهور الواسع ، إذا منحت اللجنة تأشيرتها تلجا المؤسسة لنشر وثيقة أبسط من الوثيقة الأولى تسمى النشرة الإعلامية وهي موجهة لإعلام الأشخاص الذين يريدون الاستثمار ، وتتضمن هذه الأنواع ما يلي :

أ – حالة الإصدار عند الدخول : حيث عند الإصدار لدى الدخول يكون للمؤسسة وجود طبيعي وقانوني وهناك حالتان ، إما أن تطلب المؤسسة الدخول إلى السوق المالي أو أن للمؤسسة أوراقا مالية مسعرة وتريد إصدار أوراق مالية أخرى ، المعلومات الواجب نشرها تتعلق خصوصا بالمصدر ووصف العملية [2].

➢ – **المعلومات الخاصة بالمصدر** : وهي معلومات عامة مثل الاسم التجاري ، المقر الاجتماعي ، رقم التسجيل في السجل التجاري ، الشكل القانوني للمؤسسة رأس مال الشركة من حيث تكوينه ، توزيعه ، تحركاته .

[1] – ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام ، **الاستثمار بالأوراق المالية** ، تحليل و إدارة ، دار المسيرة ، عمان ، 2006 ص : 132.

[2] عبد الرؤوف ربابعة – سامي حطاب ، **التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية هيئة الأوراق المالية للسلع** ، الإمارات العربية المتحدة ، مارس 2006 ، ص : 70 .

➢ – **المعلومات الخاصة بالعمليـة** : في حالة إصدار الأسهم يجب تقديم القرارات التي تعتبر أصل الإصدار المعلومات المقدمة في هذه العملية تتمثل في وصف الأوراق المالية المصدرة من حيث المبلغ ، السعر والعائد المنتظر من الإصدار ، زمان ومكان الاكتتاب شروط تسليم الأسهم والحق بالتمتع الذي تمنحه هذه الأوراق ، أما في حالة إصدار السندات يجب تقديم القرارات التي تعتبر أصل الإصدار إضافة إلى المعلومات الواصفة للسنـدات (العدد ، القيمة الإسمية ، شكل وصنف السندات ، سعر الإصدار) ، ومادام عائد السندات ثابت يقدم معدل الفائدة المعروض ، تاريخ دفع الأرباح ، مدة الإهتلاك وطريقة التسديد .

➢ – **معلومـات أخـرى** : إن تعلق الأمر بوصف النشاط الممارس من قبل المؤسسة ومكانتها في السوق المالية عليها أن توضح نقطتين مهمتين ، الأولى قيامها ببعض التعديلات التي سمحت لها بالتطور في الآونة الأخيرة واندماجها كفرع في مؤسسة أخرى خاصة إذا كانت هذه الأخيرة هي أصل الإصدار ، أما إن وجب وصف المؤسسة وصفا دقيقا من حيث الوضعية المالية يجب عرض الحسابات المدعمة ، حسابات النتائج ، الميزانية جداول الإيرادات والنفقات ، جداول تخصيص النتائج ، وإذا كانت المؤسسة مسعرة من قبل فعليها وصف أوراقها المالية المسعرة في السوق المالي (عددها ، أرباحها ، مدة تقادمـها .....) كما يجب عرض وصف موجز لأعضاء الإدارة ، الأعضاء المقررين والمراقبين ، إضافة على شهادات الأعضاء المسؤولين على وضع البيان الموجز للعمليـات

ب – **حالة التأسيس مع الدعوة العامة للادخار** : في هذه الحالة المؤسسة ليس لها وجود طبيعي وشخصها المعنوي مؤقت لأن النصوص المسيرة لها هي الوحيدة التي تم إعدادها من قبل المجلس التأسيسي في إنتظار جمع رأس المال من اجل إصدار دعوة عامة بالادخار وتتمثل المعلومات الواجب تقديمها للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة فـي :

➢ – **معلومـات خاصـة بالمؤسسـة** : أي المعلومات الواصفة للمؤسسة وتتمثل في تاريخ ومكان وضع المشروع التأسيسي ، الإسم التجاري ، المعلومات الخاصة بالمساهمة كدوافع المساهمة ، الجوانب القانونية ، أسماء المحافظين عدد الأسهم ، قيمتها وتاريخ إيداعها .

وعموما يمكن تقسيم المعلومات إلى معلومات دورية و معلومات مستمرة كالتالـي :

- **المعلومـات الدوريـة** : لا يتعلق الأمر هنا بالمعلومات التي تحصل بصفة دورية و التي يمكن التنبؤ بها ، لكن بالأحداث التي تحصل صدفة و تؤثر على المؤسسة ، و كل معلومة مهمة وجب نشرها بصفة سريعة و هذا بهدف التقليل من خطر استعمالها قبل أن تعرض للعامة .
- **المعلومـات المستمـرة** :أما المعلومات التي يحتاجها السوق المالي فهي [1] :

[1] – محمد موسى عثمان، مرجع سابق، ص، 77.

أ– معلومات عن الفترات الماضية : مثل أسعار الأسهم و أرباحها و نشاط الشركات التي أصدرت هذه الأسهم و غير ذلك .

ب– معلومات عن الفترة الحاليـة : و هي المعلومات التي تتعلق بالوضع الحالي من حيث الأسعار والأرباح التي تتوفر عن طريق النشرات و التقارير و القوائم المالية و الميزانيات .

ج– المعلومـات الخاصـة : و هي المعلومات التي تتوفر للبعض دون البعض الآخر من المستثمرين والذين يكون لهم علاقات خاصة بصانعي القرار في الشركات المصدرة للأوراق.

2– شكل نشر المعلومات عند الدخول إلى السوق المالي : ويمكن حصرها في

– البيـان الموجـز للمعلومـات : حيث يستوجب على المؤسسة المصدرة للأوراق المالية إعداد البيان الموجز للمعلومات في الوقت الذي تطلب فيه الدخول إلى السوق المالي إصدار أوراقها المالية يودع لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تستعمله لقياس درجة شفافية المؤسسة ، بعد دراسة البيان يمكن للجنة منح المؤسسة تأشيرة الدخول أو رفضها أو أن تطلب منها أن توفر لها معلومات أكثر ن والإشهار بالبيان الموجز للمعلومات مرهون بتقديم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لتأشيرتها ، انطلاقا من هذا الوقت يمكن لكل شخص راغب في الحصول على المعلومات المتعلقة بالإصدار الاقتراب من الوسيط المكلف بالدخول الذي بحوزته نسخ من البيان الموجز للمعلومات .

- **النشـرة الإعلاميـة** : وهي موجهة للجمهور الكبير وهي وثيقة مبسطة مقارنة بالبيان الموجز للمعلومـات وهي تتضمن كل المعلومات التي يحتاجها مكتسب الاوراق المالية للتعرف أكثر على المؤسسة المصدرة ، ولا تعد هذه النشرة إلا بعد حصول المؤسسة على موافقة اللجنة .

2 – خصائص المعلومـة :

يجب أن تمثل حدثا ذو الأثر الموجب على سعر الأوراق المالية وسلوك المستثمرين وتتميز بالخصائص التاليـة :

- **الحداثـة** : لا يمكن اعتبار المعلومة التي تؤكد حدثا معروفا بالمهمة المعبرة ، لكن عندما تقدم تكذيبا رسميا لمعلومة قد نشرت من قبل أو تؤكد حدثا جديدا يمكن إعتبارها معلومة معبرة ، وللقول عن المعلومة أنها حديثة ومعبرة يجب أن تقدم للعامة أحداثا جديدة غير منتظرة بإمكانها تغيير أراء المدخرين بصفة سريعة دون اللجوء إلى تحاليل معقـدة .
- **المصداقيـة** : تزداد أهمية المعلومة المنشورة إذا كان مصدرها شخص ذا مصداقية كبيرة أو توافق ظروف إحتمال وقوعها وارد .

- **الدقـة والتخصيـص** : في غالب الأحيان لا تؤثر المعلومات الغامضة على سعر الأوراق المالية ، فالمستثمر العقلاني لا يشتري الأوراق المالية بمجرد سماعه بان المؤسسة المصدرة في حالة جيدة ن لكن سيكون أكثر حساسية عند الإعلان بأن هذه المؤسسة أمضت عقدا يشمل جزءا كبيرا من رأسمالها السنوي ، لكن قد يحدث وان تكون المعلومة الغامضة ذات دقة إذا كان مصدرها شخص ذو مكانة مرموقة في المؤسسة [1].
- **الأهميـة لدى المؤسسـة** : يمكن معالجة حدثان مهمان بطريقتين مختلفتين ، وبالتالي اعتبار احدهما معبرا والأخر لا ، فاستخراج خاصية المعلومة يستوجب على المؤسسة اعتبار الظروف التي تحيط بها وتقدرها بالنسبة لنشاطها وحالتها ن فحصول المؤسسة على قرض يعتبر عملية روتينية ، لكم إذا كانت المؤسسة مرتبطة بهذا القرض تصبح هذه المعلومة معبرة لان بإمكانها أن تؤثر على قرارات المستثمرين في هذه المؤسسة عكس ماهي عليه في المؤسسة الأولى [2].
- **السهولة و الوضوح** : يشير هذا الشرط إلى درجة خلو المعلومات من غموض المعنى ، و أن تكون المعلومات واضحة ومفهومة لمستخدميها ، فلا يجب أن تتضمن المعلومات أي ألفاظ أو رموز أو مصطلحات أو تعبيرات رياضية أو معادلات لا يستطيع مستخدمها أن يفهمها.
- **الصحة و الدقة** : يقصد بالمعلومات الصحيحة أن تكون معلومة حقيقية عن الشئ الذي تعبر عنه ودقيقة بمعنى عدم وجود أخطاء أثناء إنتاج و تجميع و تقرير هذه المعلومات.
- **الشمـول** : بمعنى أن تكون المعلومة المقدمة كاملة تغطي كافة جوانب اهتمامات مستخدميها ، كما يجب أن تكون هذه المعلومات في شكلها النهائي و لا يضطر مستخدمها إلى إجراء بعض عمليات التشغيل الإضافية حتى يحصل على المعلومات المطلوبة .
- **القبـول** : بمعنى أن تقدم المعلومات في الصورة التي يقبلها المستخدم من حيث الشكل و المضمون فمن حيث الشكل يمكن أن تكون المعلومات في شكل تقرير بلغة سهلة وواضحة أي في شكل جداول و إحصائيات أو رسومات بيانية، أما من حيث المضمون فيتعلق الأمر بدرجة التفاصيل، فلا تكون مختصرة بأكثر من اللازم مما قد يفقدها معناها ، و لا تكون مفصلة بأكثر من اللازم مما قد تؤدي إلى سرعة ملل مستخدمها [3].
- **غيـر مكلفـة** : إن عملية إدخال ومعالجة المعلومات لها تكلفة يجب علينا أن نقارنها مع المنفعة التي سنحصل عليها جراء استخدام المعلومة ، و للمعلومة قيمة قصوى إن ساهمت في تقليل درجة عدم التأكد ، أي يجب أن تكون المعلومة اقتصادية بمعنى أن لا تكلف الشركة أكثر مما يتوقع أن تنفقها أي أن تكون قيمتها ايجابية .

والشكل الموالي يوضح خصائص المعلومات :

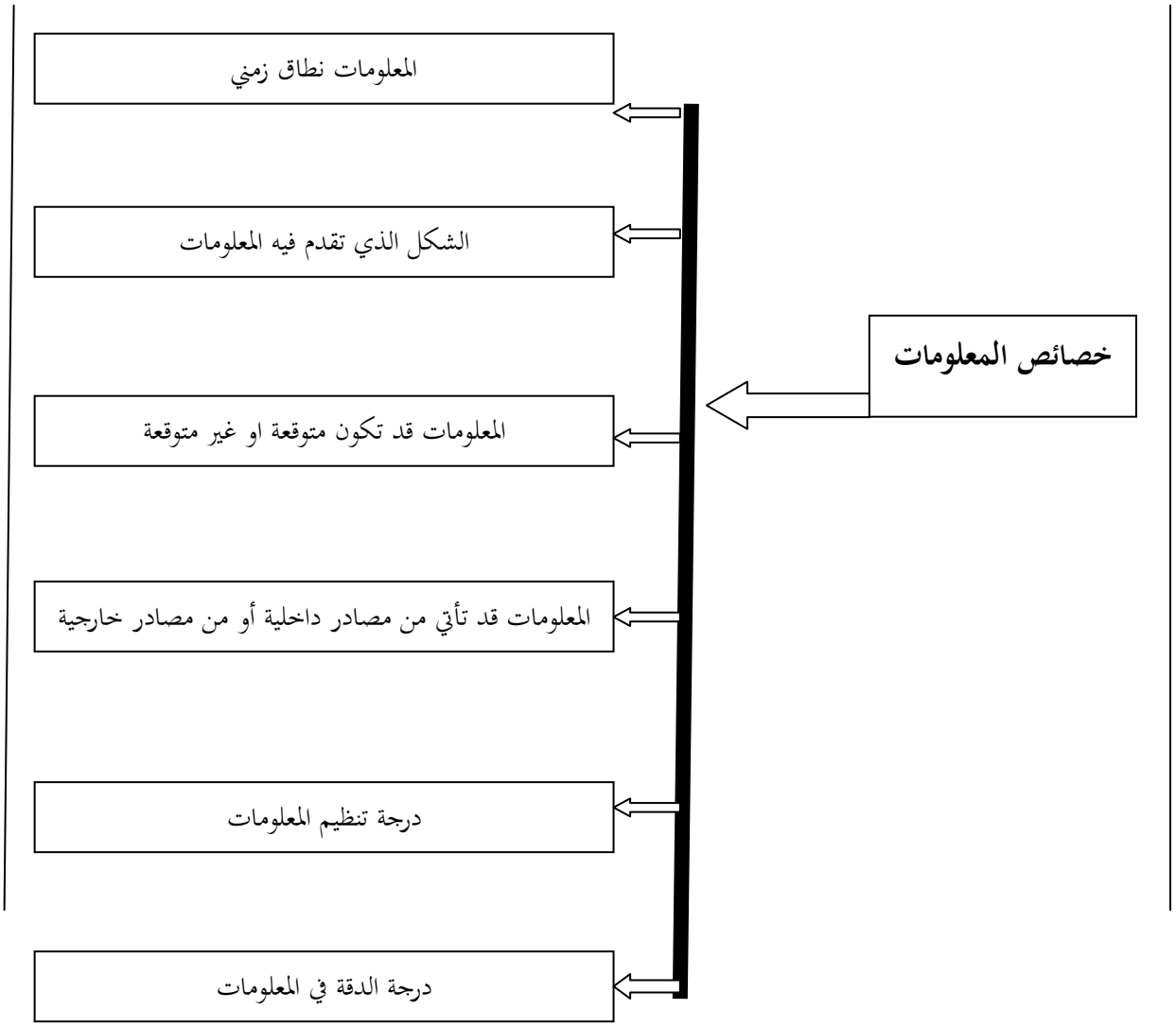
---

[1] صلاح الدين عبد المنعم ، **إقتصاديات نظم المعلومات المحاسبية والإدارية** ، الدار الجامعية الجديدة للنشر ، مصر 2001 ص : 24 .

[2] علاء الدين عبد القادر الجنابي ، عامر إبراهيم قنديلجي ، **نظم المعلومات الإدارية** ، دار الميسرة ، ط 04 ، الأردن 2009 ، ص : 27 .

[3] منال محمد الكردي ، جلال إبراهيم العبد ، **نظام المعلومات الإدارية** ، الدار الجامعية ، مصر ، بدون سنة نشر ، ص : 24 .

الشكـل (2–1) : خصائـص نظـام المعلومـات



المصـــدر : من إعداد الطالبين بالإعتماد على: إبراهيم سلطان ، **نظم المعلومات الإدارية** ، الدار الجامعية مصر، 2005 ص ص 55–56 .

ثانيـا – أثـر المعلومـات على الأسـواق الماليـة :

هناك تأثير مباشر و صريح للمعلومات على الأسواق المالية، سواء من جانب تأثيرها على المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة مثل قرار الاحتفاظ بالأوراق المالية أو قرار التخلص منها أو الدخول في استثمارات جديدة ، أو من جانب التأثير على الأسعار أو العائد على الأسهم ، أو من جانب تأثيرها على حجم التداول وتنشيط حركة السوق أو غير ذلك إضافة إلى ذلك فان المعلومات الموجودة في التقارير و القوائم المالية هي من أهم المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها لقياس حجم المخاطر بأنواعها المختلفة ، مثل مخاطر معدل الفائدة مخاطر السوق ، مخاطر السيولة ، ... و التنبؤ بها [1] .

حيث أن دراية المستثمرين في سوق الأوراق المالية بظروف السوق والبيئة الاقتصادية العامة يسهم في تحديد دقيق لتوقعاتهم بمستقبل الاستثمار في الأصول المالية والعوائد المتوقع استثمارها ، فإذا كان التشاؤم يسيطر التوقعات طبقا لطبيعة المعلومات المستلمة فإن الأسعار المطروحة في السوق ضمن لحظة زمنية معينة لا تعكس جدوى الاستثمار بالأوراق المالية مما يدفع المتعاملين فيه بعرض كميات كبيرة منها في محاولة منهم للحد من الخسائر المحتملة الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار .

إذن فإن قدرة المتعاملين في السوق على تسعير الورقة المالية يعتمد على قدرتهم في سرعة تفسير المعلومات المستلمة التي من شأنها أن تترك أثارها على أسعار الأسهم ، الأمر الذي يجعل هناك فروقات ما بين سعر السهم في السوق وقيمته العادلة ، إذ أن مدة هذه الفروقات ترتبط تماما بمعدل تحليل المعلومات وتفسيرها .

إن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية تعكس المعلومات المتاحة عن هذه الأسهم أما الخلاف فينحصر في نوعية المعلومات ومدى سرعة استجابة الأسعار ، ويمكن تصنيف هيكل المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع :

- المعلومات التاريخية وتعبر عن بيانات سابقة مثل أسعار الأسهم وعوائدها في الماضي .
- المعلومات عامة ومتاحة للنشر عن الظروف الحالية الخاصة بالإقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالشركة المصدرة للأسهم .
- المعلومات التاريخية التي لا تتاح إلا لفئات مميزة مثل كبار المتعاملين في الشركة .

وتتفاوت الأسواق المالية فيما بينها من حيث الكفاءة والفعالية تبعا لتفوت التشريعات والتسهيلات والإمكانات حيث يوجد مؤشران يصلحان لاستخدامهما كمقياس لكفاءة السوق المالي، الأول يتمثل في انخفاض تكلفة التبادل والثاني يتمثل في سرعة استجابة الأسعار السائدة في السوق للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه.

[1] ارشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام ، مرجع سابق ، ص : 135.

والهدف من دراسة كافة البيانات والمعلومات الخاصة بسوق الأوراق المالية هو التوصل إلى الأسهم ذات الخلل السعير وذلك على أمل تحقيق إيرادات غير عادية كنتيجة لاختلاف القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها المحورية أو الحقيقية ، وسوف يؤدي ذلك إلى الطلب على الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية فيرتفع سعرها وانخفاض الطلب على الأسهم المسعرة بأكبر من قيمتها الحقيقية وبالتالي تتجه الأسعار نحو التـوازن .

ثالثـا : أثـر عـدم تماثل المعلومات على سوق الأوراق الماليـة

إن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلبا على قرارات المستثمرين من جهة و على كفاءة سوق الأوراق المالية من جهة أخرى ، إن عدم تماثل المعلومات بمعنى إمتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الأخرون مثل كبار العاملين في الشركات الذين يكتسبون معلومات معينة يتم حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية يمكن أن يؤدي إلى أثار سلبية عديدة .

- إذا شعر المستثمرون بعدم المساواة في المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة فإنهم سوف يحجمون عن التعامل فيها ، وبالتالي ينخفض حجم العمليات في السوق ويتناقص حجم السوق كنتيجة لتناقص عدد الأوراق المالية المباعة والمشتراة في فترة زمنية معينة .
- إن عد تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية يمكن أن ينعكس ف شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة ، وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق .
- أن عدم توافر المعلومات أو توافرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين أو عدم توافر القادرين على تحليلها سوف يحول سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة الغوغائية [1] .
- قد ترجع عدم الكفاءة في نظم المعلومات المالية إلى التأخير في نشر البيانات المعلومات المالية مما يقلل ما تحتويه من معلومات بالنسبة للمستثمرين ، وهنا يتوقع أن تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات ، والتي سوف تؤدي بحصول البعض على عوائد غير عادية وما يترتب عن ذلك من ظاهر سلبية ، وقد يكون السبب في عدم كفاءة المعلومات كنتيجة لعدم حصولهم على جميع البيانات اللازمة للتوصل إلى هذا النوع من القرارات .

إن نظام المعلومات غير الكفء سوف يجعل سوق الأوراق المالية غير كفء مما يؤدي إلى العديد من الآثار الاقتصادية والاجتماعية الضارة ، حيث ينصرف المدخرون عن توظيف أموالهم من خلال سوق الأوراق الماليـة .

[1] حمد بن سليمان البازعي – علي زاوي دياب ، **السياسة النقدية وكفاءة سوق الأسهم ، دليل قياسي من سوق الأسهم السعودية** ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز – الاقتصاد والإدارة ، 1998 ، ص 90 .

إن غياب الكفاءة يعني مقدرة بعض المتعاملين على الحصول على أرباح غير عادية بمجرد إطلاعهم على معلومات خاصة غير متاحة لكافة المتعاملين ومن هنا يتبين أن عدم إتاحة كافة المعلومات المتعلقة بسهم ما للمستثمرين يعني عدم قدرة هذه السوق على لعب دور المحول للأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز الأكثر إنتاجية والأكثر فائدة للاقتصاد ، مما يعد هدرا للموارد النادرة وتقويمها للتنمية الاقتصادية [1].

المبحث الثاني : نظريـة كفـاءة الأسـواق الماليـة

ينبغي التفرقة بين الكفاءة الكاملة للسوق و الكفاءة الاقتصادية ، فالأول مفهوم نظري لا يمكن أن يتحقق في الواقع العملي نظرا لأنه يقوم على افتراض غير واقعي مؤداه أن المعلومات التي تصل إلى السوق سوف يكون لها أثر فوري على أسعار الأسهم التي ترتبط بهذه المعلومات ، أي أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم ، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر فالتوقعات متماثلة لدى المستثمرين والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف [2].

أما المفهوم الثاني والخاص بالكفاءة الاقتصادية للسوق فهو مفهوم واقعي حيث يقوم على أساس وجود بعد زمني بين الحصول على المعلومات المتاحة و أثرها على أسعار الأسهم المتصلة بهذه المعلومات .

و في هذا المبحث سوف نحاول الإلمام بالجوانب الخاصة بالكفاءة الاقتصادية من خلال المطلب الأول التطرق إلى ظهور نظرية كفاءة السوق ومفهومها والفرضيات الأساسية لها بالإضافة إلى دراسة خصائص السوق الكفء وصيغ و مستويات كفاءة السوق ن وفي الأخير التطرق إلى العلاقة بين المعلومة و كفاءة الأسواق المالية و تحليلهـا .

المطلب الأول : ظهـور نظريـة كفـاءة الأسـواق المالية ومفهومهـا

1- ظهـور نظريـة كفـاءة الأسـواق الماليـة

لقـد انقسم المجتمع العلمي إلى معسكرين في سبيل البحث عن إمكانية الاستفادة من تاريخ سعر ورقة مالية (ماضي الأسعار) لأجل التنبؤ بسعرها المستقبل ، وحاول كل معسكر إثبات وجهة نظره ودعمها بالأدلة والبراهين والتجارب اللازمة .

---

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون ، **الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر** ، مرجع سابق ، ص ص 93-94 .

[2] مفتاح صالح ، معارفي فريدة ، **متطلبات كفاءة سواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفائتها** ، مجلة الباحث ، العدد السابع ، بسكرة 2010 ص : 183.

فمن جهة ظهر أصحاب النظرية الفنية من أمثال " تشارلز داو" "ويليام بيتر هاميلتون" تتمثل الفرضية الأساسية لهذه النظرية في المقولة التالية : " إن ماضي سعر ورقة مالية غني بالمعلومات حول سلوكه المستقبلي " في حين تشكل المعسكر الثاني من أنصار" نظرية السير العشوائي للأسعار، على رأسهم" لويس باشولييه" و" كيندال " و " وركينغ " و " كاولز". فقد أوضح عالم الرياضيات الفرنسي" لويسباشولييه "، في 1900 م في رسالة الدكتوراه التي أعدها والتي تحمل عنوان " نظرية المضاربة " بأنه ليس في وسع المشترين والباعة في سوق المال تحقيق أرباح غير عادية * ، كما أوضح بأن الأسعار تخضع لسيرورة عشوائية ناجمة في الأساس عن العدد اللامحدود للعوامل المتحكمة في تغير الأسعار[1] ، وهي نتيجة أثبتتها فيما بعد الأعمال التجريبية لكل من "وركينغ 1934" و"كاولز 1933، 1937 1944".

وفي عام 1965 أوضح "ساموليسن" بأن الأسعار المتوقعة بشكل صحيح تتحرك على نحو عشوائي فإذا كان السوق قد أخذ في الحسبان جميع المعلومات المتاحة ، فإنما يجعل الأسعار تسلك سيرورة عشوائية هي المعلومات المجهولة وغير المتاحة [2] .

وقد حسم هذا الجدل بين المعسكرين بهيمنة أنصار نظرية السير العشوائي وذلك من خلال ظهور نظرية كفاءة الأسواق المالية في مدرسة شيكاغو بالولايات المتحدة الأمريكية في أوائل الستينات ، وهكذا تشكلت نظرية كفاءة الأسواق المالية لتغدو فيما بعد الدعامة الأساسية والصلبة لما أصبح يعرف بالمالية الحديثة وجميعما ظهر فيها من نماذج ، وقد تمت تسميتها من طرف "هاري روبرتز" الذي أطلقها عليها عام 1967 [3] .

وبالرغم من أن " ساموليسن 1965" هو من قام بأول محاولة لتعريف السوق الكفء وعلاقته بعشوائية الأسعار، إلا أن الفضل في شهرة هذه النظرية يرجع إلى "يوجين فاما" نظرا لكثرة الأعمال والدراسات التي قدمها في هذا المجال وفيما بعد للدفاع عن هذه النظرية[4].

2- مفهـوم كفـاءة الأسـواق الماليـة :

لقد تعددت التعاريف في هذا المجال ومن أهمها نذكر ما يلـي :

---

* الأرباح غير عادية هي الفرق بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالية.

[1]Michel Albouy, Peut-on croire à l'éfficience des marchés financiers ?, in : Revue française de gestion, P : 170

[2]Id ; p :170.

[3]Dhekra Azouzi ; Op.Cit, P : 06.

[4]محمد صالح الحناوي ، **تحليل و تقييم الأسهم و السندات** ، مرجع سابق، ص ص:123-124.

➢ **تعريف 01** : تعرف كفاءة السوق المالي بأنها السوق التي يتداول فيها عدد كبير من المشاركين ذوي الدراية على الحكم العقلاني الهادفين لتعظيم أرباح المنافسين منافسة حرة الذين يسعون للخروج بتوقعات حول أسعار الأسهم المستقبلية ، بحيث تكون المعلومات موجودة كافة ومتاحة للجميع بشكل متساوي ودون أي تكاليف .

➢ **تعريف 02** : تعرف كفاءة السوق المالي على أنها ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة ويسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق والذي يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية .

➢ **تعريف 03** : تعرف كفاءة السوق المالي أيضا حسب تقرير بيقر 1981 أن سوق الأوراق المالية يكون كفء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة .

➢ **تعريف 04** : تعرف كفاءة السوق المالي على أنها تعكس أسعار الأوراق المالية كل المعلومات المتاحة بسرعة ودقة ، ويشير هذا المفهوم إلى ثلاث عناصر هي :

– **التأثـر الكامـل** : يفترض مفهوم الكفاءة أن المستثمر سوف يستوعب كل المعلومات وذلك من أجل إتخاذ قرار البيع والشراء وبالتالي فإن أسعار الأسهم سوف تعكس كافة المعلومات التي يمكن أن تؤثر عليها .

– **جمع المعلومات المتاحة** : يفترض مفهوم كفاءة الأسواق المالية أن كل المعلومات الموجودة هي متاحة وبالتالي سوف تنعكس على الأسعار متضمنة في ذلك كل المعلومات سواء في الماضي أو الحاضر وكذلك المستقبل ، مثل توقع المستثمرين لانخفاض معدل الفائدة على الأسعار في الحاضر .

– **السرعـة والدقـة** : يفترض هذا المفهوم إجراء تعديل في الأسعار بسرعة وذلك بمعرفة معلومات جديدة وتوافر معلومات غير متحيزة ، وهذا لا يعني أن السعر الجديد يعكس دائما سعر التوازن وبينما يكون سعرا عادلا للتوازن النهائي وذلك بعد أن يقوم المستثمر بتقييم كل المعلومات كما أنه لا يوجد في السوق الكفء فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى النتائج بخصوص أسعار الأوراق المالية .

عموما ومما سبق ذكره يتضح أن كفاءة السوق المالي هي عبارة عن السوق التي تتم فيها استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات والمعلومات الواردة إلى السوق الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقة للورقة المالية ، حيث في ظل السوق الكفء فإن سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات المتاحة وذلك في ظل توافر عدة من الشروط .

و يركز مفهوم الكفاءة على عنصرين هما[1] :

- المعلومات الواردة إلى السوق .

[1]Allan Timmermann and Clive W.J.Granger, Efficient Market Hypothesis and Forcasting, International Journal Of Forcasting 20, 2004, p: 16.

- استغلال هذه المعلومات في اتخاذ القرار الاستثماري .

3- أهمية كفاءة الأسواق المالية :

يمكن إبراز أهمية كفاءة الأسواق المالية في [1] :

- الكفاءة تحدد قدرة سوق الأوراق المالية على جذب رؤوس الأموال سواء من الداخل أو من الخارج وكذا قدرتها على التوزيع الأمثل لهذه الأموال ، ففي ظل وجود سوق كفء يستطيع المستثمر معرفة القيمة الحقيقة للاستثمارات المختلفة ما يجعله يتجه تلقائيا نحو المجالات الأكثر ربحية وإلى الشركات التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة ومربحة وهذا ما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المالية ، أما إذا كان السوق غير كفء فستكون هناك مقايضة غير صحيحة بين العائد والمخاطرة ما يترتب عليه قبول مشروعات كان من الواجب رفضها أو رفض مشروعات كان من الواجب قبولها .

- الكفاءة تؤسس التسعير الصحيح للأوراق المالية ما يشجع على التعامل في الأوراق المالية ويدفع بالأفراد نحو الاستثمارات المختلفة ، بخلاف إذا كان التسعير غير صحيح فسيحجم الكثير من أصحاب الفوائض عن الاستثمار المالي ما يؤدي إلى نقص عرض الأموال المتاحة للشركات ومن ثم إعاقة عملية النمو .

- لا يوفر السوق الكفء فرصة لأي متعامل أن يحقق عائدا يفوق ما حققه الآخرون فالمستثمر بحاجة إلى أن يمثل السوق مباراة عادلة وبذلك يوفر السوق الكفء الحماية والثقة التي يرغب فيها أي مستثمر وهذا ما يشجع المستثمرين من الداخل والخارج على توظيف الأموال في هذه الأسواق .

- يوفر السوق الكفء لمدراء الشركات المؤشرات الصحيحة التي تساعدهم على إتخاذ القرارات التي تعظم من ثروة الملاك ، كما توفر لهم المعلومات المرتدة الصحيحة على إثر القرارات المتخذة من خلال التسعير الحاصل في أسعار أوراقها المالية ، إضافة إلى أن سلامة التسعير تستوجب على المدراء إتباع سياسة الإفصاح عن المعلومـات فالأوراق المالية لن يتم تسعيرها بكفاءة إلا إذا تم الحد من حالات المضاربات المالية التي تؤدي إلى زعزعة الثقة بسوق الأوراق المالية إذ أن أسعار السوق المالية الكفأة تستجيب للمعلومات الجديدة والدقيقة ولا تستجيب للمعلومات غير الدقيقة التي يستخدمها المضاربون لتحقيق عوائد غير عادية ، فكلما كان مقدار استجابة الأسعار للمعلومات صحيحا وموضوعيا كلما ساهم ذلك في استقرار الأسعار وانخفاض المخاطرة الكلية وازدياد الثقة

[1] لطرش سميرة ، كفاءة الأسواق المالية وأثرها على القيمة السوقية للسهم ، مرجع سبق ذكره 10 ، ص ص : 39 – 40 .

بالسوق مما يسهل عملية تدفق رؤوس الأموال تتسبب في إعادة توزيع الدخل والثروة بشكل عادل وعقلاني بين المشاركين فيهـا [1].

4 – خصائـص الأسـواق الماليـة الكفـأة

تتميز سوق الأوراق المالية الكفأة بجملة من الخصائص أهمهـا :

أ– الخصائص العامة لسوق الأوراق المالية الكفأة :

– **المنافسة الكاملة في السـوق** : أي يكون هناك عدد كبير من المتعاملين في السوق وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية على الأسعار ، بحيث يصبح المشاركون يتلقون السعر بدلا من كونهم قادرين على فرض الأسعار .

– **الأمـن والأمـان** : أي توفير الحماية اللازمة التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر وحماية السوق من كل الممارسات غير الأخلاقية .

– **العقلانيـة** : أي أن يكون هدف المتعاملين تعظيم المنفعة المتوقعة من خلال تحليل ومعالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل في السوق .

– **كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير** : يجب أن تكون هناك آليات لضبط أي خلل في التسعير من خلال ضبط تكاليف معاملات إبرام أي صفقة في حدها الأدنى من جهة ، ومن جهة أخرى أن يكون سعر الورقة المالية يعتمد على معلومات حقيقية وليس إشاعات ، أي استجابة الأسعار في السوق للمعلومات الجديدة التي تصل لها .

– **السيولـة** : أي إمكانية بيع وشراء أي ورقة مالية وفي أي وقت .

– **العدالـة** : وهي أن تتيح السوق لجميع المتعاملين فيها فرصة متساوية للتعامل وذلك من حيث الوقت أو المعلومة المتاحة .

ب– الخصائص التنظيمية لسوق الأوراق المالية الكفأة :

لكي تتحقق كفاءة الأسواق المالية على النحو الذي يسمح لها بتأدية الدور المنوط بها لا بد من توافر جملة من الشروط التنظيمية التي نبرزها كالتالي :

---

[1] رسمية أبو موسى أحمد ، **الأسواق المالية والنقدية** ، دار المعتز للنشر والتوزيع ، ط 1 ، عمان ، 2005 ، ص ص 32-33 .

– وجود إطار تنظيمي واضح المعالم خاص بالسوق حيث يتضمن دليلا يوضح القواعد التنظيمية المتعلقة باختصاصات السوق وكذا صلاحيات ومسؤوليات المشرفين على إدارتها

– التنظيم الكفء لمهنة الوساطة من خلال تحديد شروط ممارسة مهنة الوساطة وتحديد صلاحيات ومسؤوليات الوسطاء الماليين وضرورة تنظيم أدائها ومراقبة أعمالها .

– كفاية التشريعات والالتزام بتطبيقها من خلال وضع تشريعات ملائمة وضرورية لتنظيم هذه السوق والإشراف على تطبيقها والعمل على تطويرها باستمرار .

– تحقيق رقابة الأجهزة المختصة وذلك من طرف الجهات الوصية في السوق وكذا اللجان التي يتم تكوينها لغرض المراقبة ، ويقصد بالأجهزة الرقابية التأكد من الوجود الفعلي للشركات المقيدة في السوق ومراقبة مدى تطبيق التشريعات واللوائح التنظيمية ومراقبة مهنة الوساطة والتأكد من عدم استغلال المعلومات المتاحة للأشخاص بحكم وظيفتهم لتحقيق الأرباح غير العادية .

– التنويع في الأدوات المالية مما يسمح للمستثمرين تنويع محافظهم الاستثمارية من حيث تنويع العوائد والمخاطر .

– إيجاد نظام واضح خاص بالعمليات العاجلة والآجلة وأخر للمقاصات والتسوية بهدف حماية حقوق المستثمرين.

– وجود صانعي السوق مثل المتخصصين والتجار المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقا مستمرة ونشيطة في الأسهم .

وعموما يمكن إبراز الخصائص التالية [1] :

- يتمتع السوق بوجود عدد كبير من المستثمرين .
- أن تكون المعلومات متاحة لدى الجميع ودون أية تكاليف .
- عدم وجود أي قيود على المتعاملين أي حرية التعامل .
- عدم تحقيق المستثمرين لأرباح غير عادية لأن العائد يكفي لتغطية المخاطر .

5– منظور الاعتراف و عدمه بكفاءة السوق المالي :

أ– منظور الاعتراف بكفاءة السوق المالي :

يقوم هذا المنظور على فرضيتين ، الأولى فرضية الرشد مما يعنى أن أسعار الأسهم هي مؤشر للظروف الاقتصادية المستقبلية ، طالما أن التغيير الذي يطرأ على الأسعار هو نتيجة لورود معلومات جديدة ، أما الفرض

[1] الداوي خيرة ، مرجع سبق ذكره ، ص 89 .

الثاني فهو أن الوقت و التكاليف و الجهد المبذول للبحث عن أوراق مالية تباع بأسعار أعلى مما ينبغي أو أقل مما ينبغي ، لا يمكن أن تنتهي بتحقيق عائد متميز إلا لفئة محدودة من المتعاملين ، وفي مقدمتهم صناع السوق من ذوى المهارات العالية .

عادة ما يفترض في السوق الكفأة أن الرشد و عدم إمكانية استغلال الظروف و تحقيق الأرباح فرضين مترادفين ، غير أن غياب الرشد ليس شرطا كافيا لتحقيق الأرباح غير العادية كون أن حركة الأسعار تتسم بعدم الرشد قد لا تكون في حد ذاتها دافعا كافيا لسعي المستثمر لاستغلال الفرص لتحقيق الأرباح غير العادية ، لأن العائد غير العادي المتوقع تحقيقه ينبغي أن يكون كافيا لتعويض المستثمر عن الجهد الإضافي ، كما أن احتمال بان السوق قد تصحح نفسها يبقى قائما .

ب- منظور عدم الاعتراف بكفاءة السوق المالـي :

يقوم هذا المنظور على فرضيتين ، الأولى أن الأسهم لا يمكن أن تعتبر مؤشرا رشيدا للظروف الاقتصادية المستقبلية ، أما الثانية هي أن المستثمر يمكنه تحقيق عائد متميز بحسن اختياره للأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة و بحسن توقيته للقرار الاستثماري ، و إذا لم تتوفر له المهارات التي تضمن حسن الاختيار و حسن التوقيت فيمكنه الاستعانة بالمستثمرين المحترفين ، وهناك دراسات عديدة كشفت أن أسعار الأسهم ترتبط بمتغيرات لا علاقة لها بالمعلومات فهي قد تأخذ نمطا معينا ، و بالتالي فان حركة الأسعار تربطها سلوكيات استثمارية معينة [1] .

المطلب الثاني : الفرضيات الأساسية لنظرية كفاءة الأسواق المالية

لقد قامت فكرة كفاءة الأسواق المالية على جملة من الفرضيات المتعلقة بسلوك المستثمرين والسوق وسنحاول إيجازها فيما يلي[2] :

- يتمتع جميع المستثمرين بالرشادة – العقلانية - هذا يعني أن كل المستثمرين يسعون إلى تعظيم منفعتهم، كما أن لهم توقعات متجانسة حول الخصائص المالية للأصول المسعرة في السوق .

- يتصف السوق بمجانية المعلومات وسرعة انتشارها، فالمعلومات متاحة للجميع دون أي تكلفة وهذا ما يعمل على تماثل التوقعات بشأن الحركة المستقبلية للأسعار.

[1]Schwartz JeffJ, Usefulness of the Efficient Markets Hypothesis, 03/03/2011, on line:http//www.theconglomerate.org/economics

[2]Voir : D.Azouzi, **Essai en finance comportementale**, Op.Cit, P : 07

– حرية تامة في تداول الأوراق المالية دون أي قيود ضريبية أو جمركية أو غيرها من الحدود الخاصة بالتداول غير أن هذا الفرض مستحيل التحقيق في الواقع ولذا فالأصح القول بأن الفرد يقبل على الاستثمار حين يقدر بأن الربح المتوقع أكبر من تكاليف الصفقات المحتملة.

– وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرتهم على التأثير في الأسعار من خلال أوامر البيع والشراء فوحدها المعلومات تؤثر على الأسعار[1] .

ومن بين أهم أسباب عدم كفاءة الأسواق المالية نجد[2] :

- التأخير في نشر المعلومات والبيانات وعدم دقتها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين .
- عدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية التي تحصل داخل الشركة، وعدم الإفصاح عنها والتي تؤثر في اتخاذ القرارات الصائبة و تفسح المجال لنشؤ ظاهرة المبادلات الداخلية أي تداول الأسهم من قبل المد راء ومسؤولي الشركات لأسهمها، مستفيدين من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية، خاصة إذ تم التنسيق بين أكثر من جهة لتحقيق أرباح غير مشروعة.
- قيام الوسطاء بتقديم النصح والمشورة إلى العملاء لغرض إبرام صفقات بيع وشراء أوراق مالية لشركات محددة دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى، وحدوث مضاربات على الأسعار نتيجة للتقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق ويترتب عليه أيضا آثار اقتصادية واجتماعية كبيرة .
- انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في تداول الأسواق المالية بيعا وشراء، وتنفيذ بعض الصفقات الوهمية والتي تنجم عنها تعاملات صوريّة مكثفة ونشطة بهدف التأثير على أسعار الأوراق المالية و تحقيق أرباح غير حقيقية .

المطلب الثالث : مستويات كفاءة الأسواق المالية ومتطلباتها

قبل التطرق إلى مستويات الكفاءة في الأوراق المالية لابد أن نعرج في الأول إلى صيغ الكفاءة كالتالي :

أولا : صيغ ومستويات كفاءة الأسواق المالية :

[1] مفتاح صالح ومعارفي فريدة ، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية** ، مجلة الباحث ، العدد السابع ، 2010/2009 ص :182.

[2] دريد آل شبيب ، عبد الرحمان الجبوري ، **أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي** ، ورقة عمل مقدمة للمؤتمر العلمـي الرابع للريادة والإبداع استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة ، جامعة فيلاديلفيا، كلية العلوم الإدارية و المالية، 15-2005/03/16، متاح على : www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/44.pdf ص : 8.

1- صيغ كفاءة الأسواق المالية :

يوجد نوعان من الكفاءة لسوق رأس المال وهما :

أ – الكفـاءة الكاملـة :

يقصد بهذا النوع من الكفاءة أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم ، حيث يؤدي إلى تغير فوري في السعر فالتوقعات متماثلة لدى المستثمرين والمعلومات متاحة للجميع بدون تكاليف ، وتتوفر الكفاءة الكاملة في ظل توفر مجموعة من الشروط تتمثل في [1] :

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها وبدون تكاليف .
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات والضرائب ، كذا حرية الدخول والخروج في السوق ، أو بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم بين تحليل المعلومات الواردة التي يرغب فيهـا .
- تواجد عدد كبير من المستثمرين أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولـــة .
- رشادة المستثمرين وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة .

وقـد يتحقق الشرط الأول حيث تتوافر المعلومات لكافة المتعاملين سواء المنشورة أو غيرها وبتكاليف تذكر ، لكن الشرط الثاني لا يتحقق حيث قد تعتبر هذه التكاليف عقبة في سبيل إبرام بعض الصفقات ، أما فيما يتعلق بالشرط الثالث حيث تدل الشواهد على أن نسبة 70 % إلى 75 % من المعاملات التي أبرمت خلال العشر سنوات الأخيرة من القرن العشرين في بورصة نيويورك لحساب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار ، وكان يترك في بعض الأحيان أثارا على سعر الورقة المالية ، أما الشرط الرابع فهو واقعي حيث يسعى كل مستثمر إلى تعظيم العائد ، ويعني ما سبق أنه قد يصعب تحقيق الشروط الثلاثة الأولى ، أما الشرط الرابع فهو واقعي وهو المحور الأساسي لكفاءة السوق ، ويعتبر حدا أدنى من الشروط ولذلك تنتقل من الكفاءة الكاملة إلى الكفاءة الاقتصاديـة .

ب – الكفـاءة الاقتصاديـة :

في ظل هذا النوع من الكفاءة يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو أثارها على أسعار الأسهم ، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم تبدو أعلى أو أقل من قيمته الحقيقة لفترة من الزمن

[1] عبد الغفار حنفي ، مرجع سبق ذكره ، مرجع سابق ، ص : 85 .

على الأقل ، لكن هذا الفرق بين القيمتين لا يتوقع أن كون كبير لدرجة أن يحقق المستثمر من ورائه أرباح غير عادية وذلك بسبب تكلفة المعلومات والضرائب [1] .

إذ نجد أن الكفاءة الكاملة تختلف عن الكفاءة الاقتصادية في أن هذه الأخيرة تتميز بوجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى النتائج ، أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإن الأمر يختلف ، فإنه يمضي بعض الوقت حتى يتم تحليل المعلومات والخروج منها بنتيجة بشأن القيمة التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم وهذا يعني وجود فاصل بين وصول المعلومات إلى أن يرتفع سعر السهم إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية وهنا يتوقع سيناريوهين إثنين همـــا :

* **السيناريو الأول** : يقوم بيت السماسرة بإبلاغ العملاء المهمين بالمعلومات فور وصولها وقبل أن يصل لاستنتاج نهائي بشأن ما ينبغي أن تكون عليه القيمة الحقيقية للسهم مما يؤدي إلى تسارع البعض بإصدار أوامر بشراء الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع طفيف في سعره وبعد يوم أو أكثر يصل بيت السماسرة إلى نتائج محددة فيقوموا بإبلاغها إلى عملائهم تقضي بأن القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية .

* **السيناريـو الثاني** : يشير إلى أن رد فعل المستثمرين للمعلومات الأولية التي حصلوا عليها من بيت السماسرة كان مغالا (مبالغا) فيه لدرجة أن سعر السهم ارتفع على إثرها إلى أعلى من قيمته الحقيقية ، وبمجرد وصول المعلومات إلى بيت السماسرة فإن هذا يؤدي إلى أن القيمة السوقية للسهم مغالا فيها ، وبالتالي توقع بدأ أوامر البيع في التدفق مما يؤدي إلى هبوط السعر ليصل إلى قيمته الحق وفي ظل السيناريوهين فإنه يتوقع أن تصل القيمة السوقية إلى القيمة الحقيقية للسهم وذلك خلال وقت قصير .

2 – مستويـات كفـاءة الأسـواق الماليـة

تـم تقسيم فرضية السوق الكفء إلى ثلاثة أشكال يبنى كل شكل منها على مدى وفرة المعلومات الواردة إلى المستثمرين والتكلفة التي تدفع مقابل حصولهم على هذه المعلومات وهـي :

أ – الصيغة القوية لكفاءة الأسواق الماليـة :

[1] سليم جابو ، **تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية** ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير – تخصص مالية الأسواق جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، دفعة 2012/2011 ، ص 41 .

وفقـا لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة العامة و الخاصة وفي ظل هذه الفرضية يستحيل على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين ولكن في الواقع العملي لا تتوافر الظروف اللازمة لتحقيق تلك الفرص إذ أن كبار الموظفين والمساهمين بالشركة يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالشركة وذلك قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية ، الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية ، وهذه الصيغة اختبرت بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح لدى [1]

*** المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمـار:**

تمتلك المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار إضافة إلـى المتخصصين في تحليل الأوراق المالية ومن بينهم صناع السوق إضافة إلى المدريين وكبار العاملين الذين يستثمرون جزء من مواردهم في أسهم الشركات العاملين فيها ، وبالنسبة للشركات المتخصصة في الاستثمار كشفت دراسات عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة تلك المؤسسات على تحقيق عائد يفوق ذلك الذي يمكن أن يحققه مستثمر بسيط يتبع إستراتيجية إشترى وإحتفظ كما أكدت دراسات عن عدم قدرة تلك المؤسسات حتى على التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في المستقبل وهو ما يحمل في طياته عدم توفر ميزة خاصة لتلك المؤسسات يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية [2] و بالنسبة للدراسات الخاصة بالعائد الذي يحققه كبار العاملين من

وراء الاتجار في الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات التي يعملون بها فتكاد تجمع على أن هؤلاء العاملين يحققون بالفعل أرباحا غير عادية ما يعني قدرة المؤسسات المحترفة على تبني إستراتيجية استثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية طالما أن السوق ليست بالدرجة المرتفعة من الكفاءة التي تحول دون تحقيق ذلك .

*** العامليـن بالشركـة :**

يتمكـن كبار العاملين بالشركات من معرفة المعلومات بسرعة بالمقارنة بباقي المستثمرين ولذلك يمكن إختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية لتثبت مدى قدرتهم عن تحقيق أرباح غير عادية ومن ثم مدى صحة فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق من عدمها وقد أبدت العديد من الدراسات قدرة كبار

[1] طارق عبد العال حماد ، **دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية** ، الدار الجامعية ، مصر ، 2000 ، ص : 281 .

[2] جبار محفوظ ، **البورصة التسيير ، خوصصة ، المؤسسات العمومية** ، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الإقتصادية ، الجزء 02 جامعة سطيف الجزائر ، 1997/1996 ، ص : 376 .

العاملين بالشركات على تحقيق أرباح غير عادية من وراء الاتجار في الأوراق المالية ، فيما يعتبر عدم تأييد واضح لفرضية السوق الكفء في شكله القوي .

ب- الصيغة المتوسطة لكفاءة الأسواق المالية :

وهذه الطريقة ترتكز على تحليل السوق وتعتمد في ذلك على جوانب العرض والطلب التي تؤثر في أسعار الأسهم ، إذ يركز هذا التحليل بصفة أساسية على تحركات الماضي لأسعار أسهم الشركة أو مجموعة الشركات أكثر من التركيز على المحددات الأساسية للربحية المتوقعة ويعتقد المختصون أن تحركات الأسعار الماضية وحجم التعاملات المالية مؤشرًا على تحركات الأسعار في المستقبل ، أي أن الأسعار في السوق تعكس كل المعلومات المتاحة أو المعلنة للجمهور كعملية اشتقاق السهم ، الأرباح الموزعة .....إلخ وقد تعرض الشكل المتوسط إلى عدة اختبارات نذكر منها [1] :

* **إشتقاق الأسهم** : ركز هذا النموذج أساسا على سلوك أسعار الأسهم المرافقة لعمليات الاشتقاق من حيث أثر الاشتقاق على كفاءة السوق ، و قد تمت الإشارة إلى أن المعلومات الخاصة باشتقاق الأسهم لا يمكن أن تستعمل لتحقيق أرباح غير عادية نظرا لكفاءة السوق فحتى ولو قام المستثمر بتحليل تلك المعلومات فلن يستطيع تحقيق أرباحا تفوق تلك الأرباح التي يحققها ذلك المستثمر الذي لا يقوم بالتحليل وإنما يشتري وينتظر مع العلم أن التحليل مكلف جدا من حيث الجهد والثمن .

* **الإعلان عن الأرباح أو التوزيعات** : لقد كشفت بعض الدراسات على 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 تأييدا لفرضية الكفاءة في شكلها المتوسط .

* **الاكتتاب في الأسهم** : **إن** سعر السهم الذي يطرح لأول مرة للجمهور يكون عادة أقل من قيمته الحقيقة إلا أن القيمة السوقية للسهم لا تلبث أن ترتفع لتصل إلى القيمة الحقيقية وذلك بعد نفاذ الإصدار ربما بيوم واحد

[1] غرابة زوهير ، **إمكانية تطبيق نموذج التاجر الصاخب محل نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية** ، رسالة ماجستير ، جامعة حسبة بن بوعلي – الشلف ، 2012/2011 ، ص 90 – 91 .

كما كشفت بعض الدراسات من أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة وفي نفس اليوم للمعلومات الجديدة عن الشؤون الاقتصادية التي تصل إلى المتعاملين في السوق وهو ما يعد تأكيدا لفرضية الكفاءة في شكلها المتوسط .

* **أسعـار الأسهـم** : أكدت الدراسات على أن أسعار الأسهم لا تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة بل وأنها لا تعكس كافة ما هو متاح للجمهور من المعلومات بما يعني أن هناك فرصة متاحة لبعض المستثمرين لأن يحققوا أرباحا غير عادية على حساب الآخرين ، وهو ما يرفض تماما لفكرة الكفاءة في شكلها المتوسط .

ج – الصيغة الضعيفة لكفاءة الأسواق المالية :

وتسمى أيضا " نظرية الحركة العشوائية للأسعار" ووفقا لهذه الصيغة يفترض أن المعلومات التاريخية التي جرت في الماضي (سواء في الأيام أو الأشهر أو السنين) لا تؤثر على سعر السهم الحالي ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، و لذلك فان التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض و لا يوجد بينها أي علاقة واضحة [1]، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة الأسواق المالية بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لأخر لا يسير على نمط واحد ، وقد تعرضت هذه الصيغة إلى عدة اختبارات لمعرفة مدى عشوائية الأسعار أو ارتباطها بالمعلومات التاريخية وذلك وفقا لمحاور ثلاثـة :

* **سلسلـة الارتبـاط** : تقيس هذه السلسلة معامل الارتباط بين التغير في سعر سهم ما خلال فترة زمنية معينة وإذا ما كشفت نتائج تحليل تلك السلسلة عن وجود نمط للتغير في الأسعار فإن هذا يعد رفضا لنظرية الحركة العشوائية للأسعار أو ما يطلق عليه بالصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق [2].

يعنـي الارتباط مدى استجابة توافق معين لمتغير أخر وذلك بتغير هذا الأخير على فترات متتالية يقاس الارتباط بما يعرف بمعامل الارتباط ، و يتعلق الأمر هنا بمدى ارتباط أوإستقلالية أسعار الأسهم عن بعضها البعض خلال فترات متتالية .

* **قواعـد التصفيـة** : يعترض البعض على مدخل تحليل الارتباط على اعتبار أنه أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون بديلا واقعيا لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض

[1] بلحمري خيرة ، **تحليل كفاءة الأسواق المالية العربية – دراسة قياسية لعدد من البورصات العربية مابين 2007 و 2014** ، رسالة دكتوراه جامعة الجزائر 03 ، 2016/2015 . ص 128 .

[2] منير إبراهيم هندي ، **الفكر الحديث في مجال الإستثمار** ، منشأة المعارف ، مصر ، ص : 52 .

كفاءة السوق ، وانطلاقا من فكرة أن الأسعار تتغير في نفس الاتجاه لمدة معينة هناك من الباحثين من رأى أن هناك تقنيات أو قواعد للتصفية يمكن استعمالها لتحقيق أرباح

غير عادية أو لتحقيق أرباح أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها باستعمال الإستراتيجية المعروفة باسم 'اشتر ' و'احتفظ" بذلك فإنه ينكر على سوق الأوراق المالية صفة العشوائية وإمكانية رصد نموذج يتغير وفقه سعر الورقة المعنية ويمكن من خلاله برمجة البيع والشراء بما يحقق ربحا أكبـر.

* **اختبار الأنمـاط الطارئـة** : على الرغم من أهمية الاختبار السابق الذي يستعمل معامل الارتباط إلا أنه يؤخذ عليه إمكانية التأثر بالقيم المتطرفة في السلاسل الزمنية ، ومن أهم الانتقادات الموجهة إليه أنه قد يفشل في اكتشاف الأنماط الطارئة لتجاوز هذا النقـص أضاف إليه الأكاديميون المهتمون بهذه الدراسات اختبارا أخر عرف باختبار المجاري المتسلسلة أو كما يعرف لدى البعض باختبار الأنماط الطارئة ، و الذي يعترف أنصار هذا المدخل بأن التغيرات السعرية قد تكون عشوائية معظم الوقت إلا أنها قد تأخذ من آن إلى آخر نمطًا معينا يمكن اقتفاء أثره ، و للتأكد من مدى إمكانية حدوث ذلك يمكن استخدام اختبارات التغير في اتجاه الأسعار التي تهدف إلى معرفة عدد المرات التي حدث فيها تغير في اتجاه الأسعار، و طول الفترة في كل مرة .

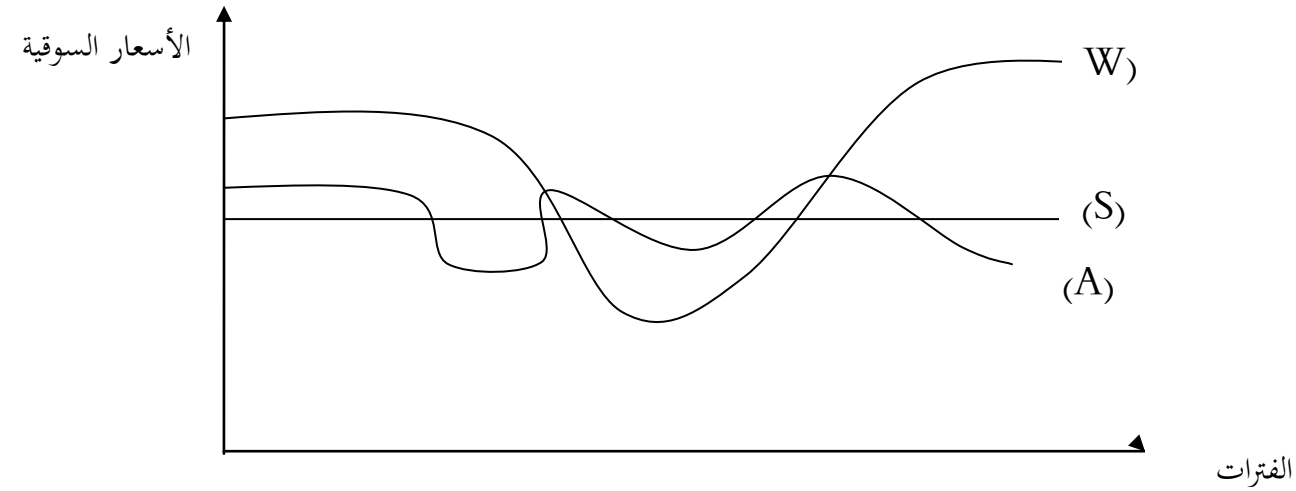
كخلاصة للقول فان استخدام اختبار فرض الصيغة الضعيفة مثل سلاسل الارتباط وقواعد التصفية واختبار الأنماط الطارئة كان الهدف منها هو تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار، ولقد توصلت هذه الدراسات إلى التأكيد على صحة فرض السوق الكفء من الشكل الضعيف مما يعني رفض الفكرة التي تقوم عليها مدخل التحليل الفني .

أخيـرا يصور الشكل الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق ، فالصيغة الضعيفة تعكس تماما مفهوما ضيقا للكفاءة ، أما الصيغة القوية فتعكس المفهوم الواسع لها ، هذا بينما تقع صيغة الفرض المتوسط القوة بين الاثنيـن .

ويوضـح الشكل المدون أدناه العلاقة بين المستويات المختلفة لكفاءة السوق الماليـة [1] :

[1] بلحمري خيرة ، مرجع سبق ذكره ، ص 131 .

الشكل رقم (2-2): العلاقة بين المستويات المختلفة لكفاءة الأسواق الماليـة



المصـدر : بلحمري خيرة ، تحليل كفاءة الأسواق المالية العربية – دراسة قياسية لعدد من البورصات العربية مابين 2007 و 2014 ، رسالة دكتوراه – جامعة الجزائر 03 2016/2015 . ص 128 .

مـن الشكل يمثل الخط (S) السعر الحقيقي للسهم ويعكس الكفاءة التامة للسوق والتي تمثلها الصيغة القوية للكفاءة ، حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة ويمثل المنحني (A) الشكل المتوسط لكفاءة السوق ، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية صغيرة ، فيما يمثل المنحني (W) الشكل الضعيف لكفاءة السوق حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية واسعـة .

ومن خلال الدراسات التي أجريت لفحص الصيغ الثلاث لكفاءة السوق تبين أن معظم هذه الدراسات تشير في الحقيقة إلى أن سوق الأسهم ذات كفاءة عالية في الصيغة الضعيفة و ذات كفاءة معقولة في حالة الصيغة المتوسطة ، أما بالنسبة لفرضية الصيغة القوية فإنها غير صحيحة كون الأرباح غير العادية لا يمكن الحصول عليها إلا من قبل الأشخاص المطلعين .

ثانيـا : متطلبات كفـاءة الأسـواق المالية ومعوقاتهـا

1- متطلبـات كفـاءة الأسـواق الماليـة :

إن مفهوم الكفاءة الاقتصادية يعترف بوجود فاصل زمني بين ورود المعلومات واستجابة أسعار الأسهم لتلك المعلومات ، والسوق الكفء هنا هو السوق الذي يحقق تخصيصا للموارد بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية ، وفي هذا الصدد يلعب سوق الكفاءة دورين احدهما مباشر والأخر غير مباشر[1] .

✓ **الـدور المباشـر** : يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما ، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية ، هذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الصادرات وانخفاض متوسط تكلفة الأموال .

✓ **الـدور غير المباشر** : يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة أمان للمقترضين ، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار السندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية ، وعادة ما يكون السعر معقول ولكي يحقق السوق هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي توافر عدة سمات نبرزها فيما يلـي :

- **الكفـاءة التسعيريـة :**

يطلق على الكفاءة التسعيرية بالكفاءة الخارجية ، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة – دون فاصل زمني – وان لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة بما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة ، وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة ن فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح ، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا على حساب الآخرين . [2]

وإذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمرا صعبا في السوق إلا أنه أيضا أمرا غير مستحيل فقد يمني مستثمرا عديم الخبرة أو كسول بخسائر فادحة نظرا لدخوله السوق دون تحليل المعلومات المتاحة ، غير أن هذا لا يرجح إلى عدم كفاءة السوق وإنما على جهل المستثمر أو كسله .

- **الكفـاءة التشغيليـة :**

يطلق عليها بالكفاءة الداخلية ، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أو صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش [3] ربح مغالا فيـه .

---

[1] عصاد حسين ، **أسواق الأوراق المالية ، البورصة** ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2008 ، ص : 33 .

[2] زياد رمضان ، مروان شموط ، **الأسواق المالية** ، الشركة العربية للتسويق والتوريدات ، مصر ، 2007 ، ص : 33 .

[3] الهامش أو المدى هو الفرق بين السعر الذي يدفعه صانع السوق لشراء الورقة والسعر الذي يطلبه عند بيعها ، إذ غالبا ما تقاس الكفاءة التشغيلية بمدى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع والعلاقة بينهما عكسية ، إذ كلما قل الفارق بين السعرين زادت الكفاءة التشغيلية .

وتتحقق الكفاءة التشغيلية من خلال الحفاظ على استقرار السوق من قبل التجار وصناع السوق من خلال مواجهة حالات الطلب الكبير وامتصاص العرض الكبير من الأوراق المالية عن طريق شرائها لحسابهم الخاص وبهوامش منخفضة .

أما فيما يتعلق بشرط صفرية تكاليف المعاملات ، المقصود بها أن تكون كلفة تنفيذ صفقات البيع والشراء ذو تكلفة تنافسية بين المشتركين في السوق وضمن مستويات مقبولة بحيث تضمن توافر عمليات البيع والشراء بسرعة وبأدنى تكلفة للصفقة الواحدة لذا فإن التكلفة التنافسية للمعاملات تدفع بمعدلات العمولة والهوامش التي يتقاضاها المشاركون في السوق بإتجاه منخفض باستمرار .

كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد بدرجة كبيرة على كفاءة التشغيل ، بمعنى أن انعكاس قيمة الورقة المالية للمعلومات الواردة ينبغي أن تكون فيه تكاليف يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى وحتى تكون الأسواق المالية كفؤة تشغيليا يقتضي :

- قيام الوسطاء الماليون بإيصال الأموال إلى المستثمرين بالحد الأدنى من التكلفة ، وبما يحقق لهم العائد مقابل خدمتهم .
- لابد من التنافس بين صناع السوق وبين السماسرة وهذا التنافس يدفع بمعدلات العمولة والهوامش باتجاه الانخفاض مما يزيد من كفاءة السوق التشغيلية .

- **الكفـاءة الهيكليـة :**

وهي الكفاءة التي تعكس درجة المنافسة في السوق فتقاس بعدد المشاركين في السوق سواء كانوا مستثمرين أو مقرضين والعلاقة في هذه الحالة طردية ، بمعنى أنه كلما زاد عدد المشاركين زادت درجة الكفاءة الهيكلية ، ويترتب على تنويع الأوراق المالية أي زيادة عدد الأنواع المختلفة منها في التداول ، وعلى تزايد مرات تداول الورقة المالية في رفع الكفاءة السوقية ، كذلك يؤدي استقرار أسعار الأوراق المالية إلى زيادة درجة كفاءة السـوق .

- **الكفـاءة التنظيميـة :**

تتحقق الكفاءة التنظيمية في السوق المالي من خلال العناصر التاليـة [1] :

– توافر إطار تنظيمي واضح للسـوق : إذ يجب أن تحدد القواعد التنظيمية التي تنظيم اختصاصاته ، إذ تحدد من خلال السلطة والمسؤولية للقائمين على إدارة شؤونه لاستخدامها في الأغراض المشروعة لتنظيم الاستثمار وليس للمضاربة وتفادي عملية الاكتتاب الوهمية للأسهم المطروحة لأول مرة والارتفاع المفتعل لأسعار الأسهـم .

[1] محمد يوسف ياسين ، **البورصة – عمليات البورصة تنازع القوانين – اختصاص المحاكم** ، منشورات الحلبي الحقوقية ، ط 1 ، بيروت – لبنان 2004 ، ص ص : 30- 31 .

- **تنظيـم مهمـة الوساطـة** : إذ يؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى التحديد الواضح لاختصاصات الوسطاء والسماسرة وتحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات وقيامهم بدورهم في خدمة المتعاملين بالسوق والإعلان عن أسعار العرض والطلب على الأسهم لتفادي أية أزمات يمكن أن تحدث فيه .

- **كفـاءة التشريعـات والالتزام بتطبيقهـا** : إذ يجب أن توضع للسوق التشريعات الكافية والمناسبة التي تلائم التوسع الطبيعي وحجم التداول فيه وبالتالي يؤدي خدمته بشكل فعال

- الرقابة الفعالة من الأجهزة الفنية المختصة : إذ يجب أن تباشر الأجهزة الرقابية المختصة رقابتها المستمرة في وقت مناسب لأعمال السوق .

- **الكفـاءة الفنيـة** :

تتحقق الكفاءة الفنية لسوق الأوراق المالية من خلال الأدوات التالية :

- تعدد أدوات الاستثمار : وتظهر أهمية تعدد أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية وعدم اعتمادها على الأسهم على أساس التعامل في تفادي كثير من الأزمات والهزات الاقتصادية بما يوفره ذلك من توزيع مخاطر الاستثمار ، على الرغم من أن المستثمر يفضل عادة التعامل مع الأسهم نظرا لسهولة تداولها والمزايا الأخرى التي تحققها لحامليها إلا انه لا يجب الاقتصار على التعامل فيها والاستثمار في أدوات أخرى .

- العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول : إذ يؤدي هذا النظام إلى نظام موحد له أسعاره التي يعكسها العرض والطلب على جميع أسهم الشركات ، بالإضافة إلى تفادي الخضوع لأهواء الوسطاء وضغوطاتهم في تحديد أسعار خاصة بهـم .

- **الأمـــان** :

يقصد به توفير الحماية ضد المخاطر التجارية وغير التجارية التي يتعرض لها المستثمر ، وتوافر هذا الشرط مرهون بتوافر مجموعة من الشروط نوجزها فيما يلي[1] :

- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من الباعة والمشترين تتوفر لديهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار .

- توافر خاصيتي العمق والاتساع ، حيث بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة يتوفر للسوق شرط المنافسة ، كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصة الاستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب .

- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه ، وبتوافر خاصية السيولة في سوق الأوراق المالية تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة

[1] محمد مطر ، **إدارة الإستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية** ، ط 2 ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، عمان 1999 ص ص : 133-134 .

المناسبة ، كما توفر هذه الخاصية ميزة هامة هي ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقل فرص المضاربة غير المأمونة فيه .

- أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة .

- توفر عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الاوراق المالية المتداولة وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين على قدم المساواة ن وفي هذا السياق تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج ، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام .

- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشـراء .

- يجب ان تكون سوق الأوراق المالية محكومة من طرف هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق ، ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلين يشترط أن تكون محايدة أولا ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانيا ، ويساعدهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق الماليـة .

2- معوقات كفاءة الأسواق الماليـة

يتفق المختصون على أن إجتماع تحقق شروط الكفاءة الكاملة في سوق واحد يكاد يكون مستحيلا وذلك للأسباب التاليـة :

- إن حصول المستثمرين على المعلومات وتحليلها من طرف المكاتب المختصة لا يكون دون تكلفة فتجميع المعلومات وتحليلها ثم نشرها يعتبر خدمة يقدمها المكتب الاستثماري وهي ليست دون مقابل .
- يحضى بعض المستثمرين بميزة تمكنهم من تحقيق السبق في الحصول على المعلومة وذلك بسبب قربهم من المديرين وكبار العاملين بالشركات المسعرة في البورصة .

– في الواقع أن التعاملات في أكبر البورصات العالمية محصورة في يد مجموعة صغيرة من المؤسسات المالية المختصة في الاستثمار وأن صفقاتها ضخمة إلى الحد الذي تتأثربه أسعار الأسهم في البورصة وبذلك فشرط تعدد المستثمرين وعدم قدرتهم على التأثير في الأسعار ليس واقعيا .

– توجد تكاليف وعمولات وضرائب على التعاملات داخل البورصة وعليه فالكفاءة التامة للسوق المالي لا يمكن أن تتحقق [1].

يبقى الشرط الذي يشترط الرشادة يمكن تحقيقه وبالتالي يتم الانتقال من مفهوم الكفاءة الكاملة التي تتطلب توافر الشروط الأربعة والتي من المستحيل تحقيقها جميعا إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية والتي يمكن أن تتحقق بتحقق هذا الشرط .

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق هناك فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم ، إذ يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدوا آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل ، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمرون من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل .

المبحث الثالث : المعلومات وحركة الأسعار وعلاقتها بكفاءة الأسواق المالية

تعكس الأسعار المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية المتداولة في السوق ، غير أن الاختلاف ينحصر في نوعية المعلومات التي يمكن لتلك الأسعار أن تعكسها ، ومن هذا المنظور أصبح أمر الحصول على المعلومات بشتى أصنافها وحرية تداولها ودقتها ومصداقيتها من القضايا الملحة على رجال الأعمال والمستثمرين في سوق الأوراق المالية وتتوقف كفاءة الأسواق المالية على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد في السوق وتعكس الأسعار التوازنية السائدة في السوق ، وسنتطرق في هذا المبحث على علاقة المعلومات بكفاءة الأسواق المالية ، ألية حركة الأسعار في الأسواق المالية الكفأة ، العلاقة بين الكفاءة والحركة العشوائية للأسعار .

المطلب الأول : العلاقة بين المعلومات وكفاءة الأسواق المالية

لا يمكننا الفصل بين كفاءة سوق المال و مدى توفر البيانات و المعلومات الضرورية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المناسبة ، و كما تطرقنا سابقا عن السوق الكفء هو السوق الذي

[1] عماد طارق عبد العالي ، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية** ، الدار الجامعية – الإسكندرية ، 2000 ، ص 79 .

تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة سواء كانت هذه المعلومات ماضية أو حالية أو متوقع حدوثها في المستقبل، و بعبارة أخرى السعر الحالي للسوق يعكس كل معلومة متوفرة.

كما أن أسعار الأسهم في هذا السوق تجعل عائد السهم يتناسب مع درجة المخاطرة و هو ما يؤكد على ضرورة توفر المعلومات المناسبة و تماثلها بالنسبة لجميع المستثمرين في هذا السوق، لذلك يمكن القول أن المعلومات المتاحة بصفة خاصة المعلومات المالية تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء المعلومات المالية المنشورة .

أما على مستوى الاقتصاد فان توفر المعلومات يؤثر في تحقيق الآلية الخاصة بسوق المال من حيث تحقيق التوازن بين العائد و الخطر و تخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق

بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق و زيادة عدد متعاملين و زيادة حجم التعامل و يؤدي ذلك إلى تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية حيث تشير الدراسات إلى أن الأسواق التي تتميز بالكفاءة تساعد على رفع كفاءة الأعمال وتنشيط الاقتصاد والتنمية[1] .

كما أن تحقق كفاءة السوق يتوقف بصورة أساسية على المعلومات المالية ودرجة الإفصاح عنها أو نشرها حيث يعرف الإفصاح "بأنه إتباع سياسة الوضوح الكامل و إظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمؤسسة و توصيل تلك المعلومات بصفة دورية[2] " .

إن العلاقة بين المعلومات التي يتم نشرها و بين أسعار الأوراق المالية هي التي تعكس مفهوم كفاءة سوق المال ، كما أن هذه العلاقة هي التي تحدد إقبال المستثمرين على تحليل المعلومات و الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية ، فإذا كان المستثمر مقتنعا بأن السوق كفء فانه سوف يقوم بإتباع إستراتيجية بسيطة في تكوين محفظة أوراقه المالية ، كما أن المعلومات تكون قد انعكست فعلا في سعر الورقة المالية ، و بالتالي سيقل إقبال المستثمر على المعلومات و لن تكون هناك فائدة من القيام بالتحليل ، أما إذا كان المستثمر يعتقد بعدم كفاءة السوق فسيعمل على الحصول على المعلومات من مصادرها المختلفة ، كما يمكن أن يستعين بالخبراء والمختصين في تحليل المعلومات المنشورة ، كما قد يلجأ إلى إتباع استراتيجيات الاستثمار النشطة قصد تحقيق عائد يفوق ما حققه غيره من المستثمرين و السوق المالي لن تتحقق لها الكفاءة إلا في الحالة التي يعتقد فيها البعض

[1] محمد صالح الحناوي و آخرون، مرجع سابق، 2002، ص: 131.

[2] صفوت عبد السلام عوض الله ، مرجع سابق ، ص:5.

بعدم كفاءة السوق بما لديهم من توقعات يعتقدون أنها تتفوق على توقعات الآخرين و لذلك فهم دائما يبحثون عن توقعات أفضل و يقومون بإجراء التحليلات ، و بذلك فهم يساعدون في توافر تلك المعلومات للسوق وزيادة كفاءته ، وبالتالي فان سعي المحللين الماليين للحصول على معلومات إضافية و تحويلها إلى معلومات عامة عن طريق التداول سوف ينعكس أثره على كفاءة عمل المحلل المالي و هكذا فان التحليل المالي يساعد في زيادة كفاءة سوق رأس المال .

إن الهدف الأساسي من القيام بدراسة و تحليل المعلومات المالية وغير المالية هو محاولة اكتشاف الأوراق المالية المسعرة بأكبر أو بأقل من قيمتها الحقيقية من أجل تحقيق أرباح غير عادية. فإذا كانت الورقة مسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية، سيزداد الطلب عليها مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها حتى يصل إلى سعر التوازن الذي يعكس قيمتها العادلة أو الحقيقية و إذا كانت الورقة المالية المسعرة بأكبر من قيمتها الحقيقية سينخفض الطلب عليها مما يؤدي إلى انخفاض سعرها حتى يصل إلى سعر التوازن ، معنى ذلك أن التحليل المالي يعد وسيلة هامة وخطوة رئيسية لتحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية لأن أسعار جميع الأسهم لن تعكس القيم المحورية في جميع الأوقات، و بالتالي سوف تظهر من وقت لآخر فرص للاستفادة من تحليل المعلومات المالية و تحقيق بعض العوائد المالية و ذلك في الفترة القصيرة ومع مرور الوقت و تزايد المعاملات سوف تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من قيمتها الحقيقية وذلك بفضل التحليل المالي الذي يساعد في تقديم المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الرشيدة التي تساهم في النهاية في تخفيض التباين بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالية [1] .

المطلب الثاني : ألية حركة الأسعار في الأسواق المالية

تنطوي نظرية الكفاءة على مفهوم أساسي ألا وهو أن للأوراق المالية قيمة محورية أو حقيقية يسبق وجودها الدخول إلى السوق ، بحيث ينبغي عليه الوصول إلى أفضل وأدق تقدير لها تتمثل القيمة الحقيقية في القيمة المستحدثة (الحالية) للتدفقات المستقبلية التي تولدها الورقة المالية بحيث يمكن حسابها من خلال العلاقة التالية :

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \cdots + \frac{D_t}{(1+K)^t} \ldots\ldots\ldots (07)$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

[1] لطرش سميرة ، مرجع سابق ، ص ص : 90- 92.

حيـث أن :

k : معدل الخصـم (الاستحداث) .

P_0 : القيمة المتوقعة للورقة المالية .

D_t : قيمة التوزيعات المتوقعة متمثلة في الأرباح من السنة الأولى إلى السنة (n) .

إن التدفقات المستقبلية غير معروفة ويجب على المستثمر توقعها بالاعتماد على معارفه وعلى المعلومات التي بحوزته وهنا يظهر الدور الهام للرياضيات التي تسمح بالتنبؤ بها بموضوعية بعد إزالة كل أثر لنفسية المستثمر عليها ، بحيث يبقى المتغير الوحيد هو المعلومات التي تبنى عليها التوقعات لا الآراء الشخصية للمستثمرين ، وحين تكون التوقعات عقلانية يتفق جميع المتعاملين على القيمة الحقيقية ويعكس السعر عندها أفضل تقدير لها ومن هنا فإن أي تغير في السعر يمكن تفسيره بقدوم معلومات جديدة فهو يتغير إذن تبعا للمعلومات التي تتغير بدورها بشكل عشوائي [1] .

أمـا عن سلوك الورقة المالية في السوق الكفأة فهو محل إهتمام كثير من المفكرين و في العديد من الميادين حيث كانت فكرة الحركة العشوائية للأسعار أحد أبرز الاتجاهات لكن هذه الفكرة ليست الوحيدة اذ تعارض أفكارا أخرى خاصة تلك التي تلقى رواجا كبيرا مثل تلك الأفكار التي ترى إمكانية التنبؤ بالاسعار بل و تقترح أساليب للتنبؤ باتجاه السعر عكس تلك التي ترى إستحالة التنبؤ بها ، فالاتجاه الأول الذي يرى إمكانية التنبؤ بالاسعار وتقترح أساليب لذلك هم أصحاب التحليل التنبؤي- التحليل الأساسي و التحليل الفني ، أما أصحاب الاتجاه الثاني فيعتقدون عكس ذلك مستندين في ذلك على الأسباب التي تعيق التنبؤ، فتعليق أهمية كبيرة على الأشياء غير الموثوقة حين إجراء عملية التنبؤ أمر مناف للصواب بالاضافة الى إجتماع عوامل عديدة التي تحدد حركات الأسعار بالسوق ، فهي تجمع الأحداث السابقة والحالية.....الخ .

إن أسعار الأسهم في الأسواق المالية ذات الكفاءة لا تتبع نمطا معينا، لتسلكه باستمرار أو يمكن التنبؤ به بل تتخبط تخبطا عشوائيا، و لذلك يصعب التنبؤ بسلوك هذه الأسعار و بما ستكون عليه في المستقبل بسبب هذا السلوك العشوائي ، أي عدم إمكانية التنبؤ بتقلبات أسعار الأصل المالي في المستقبل لأن قيمته الحالية ترتفع و

[1] رفيق مزاهدية ، مرجع سبق ذكره ، ص 100 – 101 .

تنخفض بشكل متواصل ، والسوق الكفء هو السوق الذي تتحرك فيه الأسعار عشوائيا ، أي لا يمكن التنبؤ بتغيرات سعره مستقبليا والمضاربة في السوق هي لعبة عادلة لا يمكن في ضلها أن يضمن البائع أو المشتري تحقيق الأرباح على حساب غيره ، وأن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع تمثل تقديرا غير متحيز للسعر الذي سيسود في السوق الحاضرة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقـد .

وتعكس في السعر بالشكل التالي [1] :

$$\mathbf{P_t} = \boldsymbol{E}\left[\frac{\boldsymbol{P_{t+1}}}{\boldsymbol{I_t}}\right] \ldots\ldots\ldots (08)$$

حيـث :

- P_t: سعر الورقة المالية في الزمن t .
- P_{t+1}: سعر الورقة المالية في الزمن t+1
- I_t: المعلومات المتاحة (حقيقية أو توقعات) في الزمن t .

فمن خلال هذه المعادلة يتضح أن السعر الذي يسود في المستقبل هو تقدير غير متحيز للسعر السائد في السوق الحاضرة ، و بمفهوم كفاءة السوق المالي أن السعر الحالي يعكس جميع المعلومات المتاحة مع التوقعات المستقبلية السائدة في الفترة الحالية ، أما السعر في فترة مستقبلية فانه يعكس المعلومات المتوفرة عن تلك الفترة ، وبالتالي فلن يكـون هـذا السعـر المستقبلي مرتبطا بالسعر الحالي على اعتبار أن المعلومات التي تؤثر عليه تأتي في نمط عشوائي و منه يمكن القول أن السوق يتبع حركة عشوائية إذا كـان :

$$\mathbf{P_t} - \boldsymbol{P_{t+1}} = \boldsymbol{\varepsilon_t} \ldots\ldots\ldots (09)$$

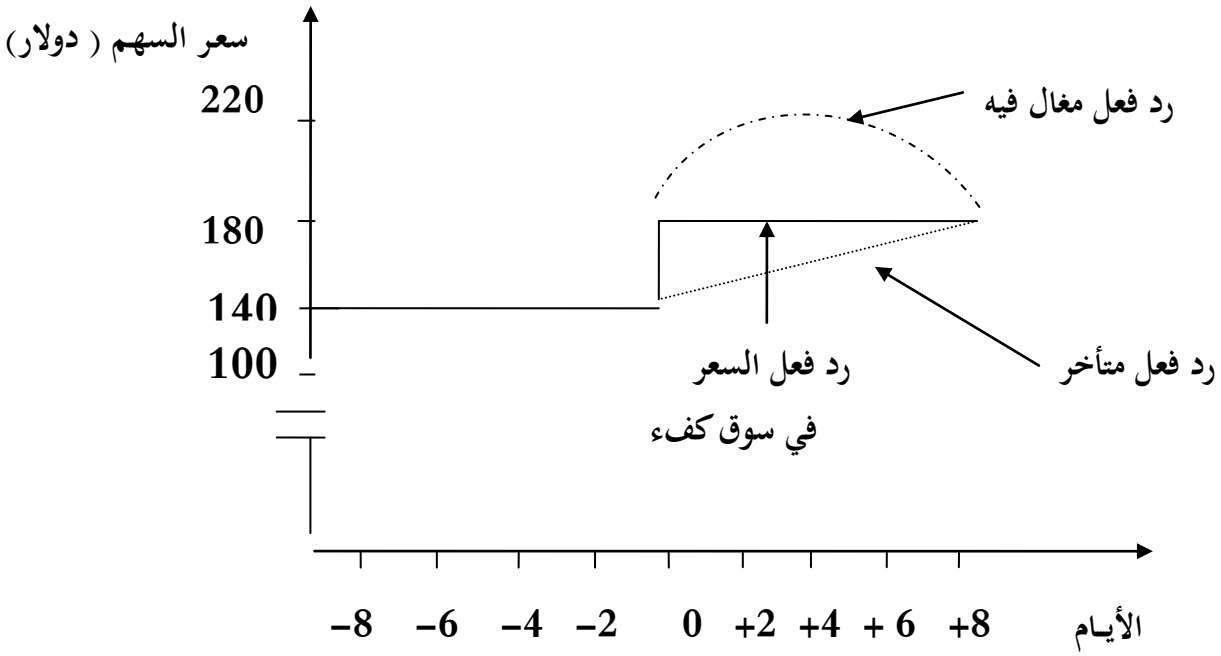
حيث أن: ε_t تمثل التغير في السعر، و العوائد مرتبطة به نتيجة ورود معلومات حقيقية إلى السوق المالي أي تمس الأسعار و عوائدها فعلا .

وإذا كان الأساسين يعتقدون إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية فإن أصحاب فكرة العشوائية يعتقدون عكس ذلك ، إذ بالإضافة إلى العجز التنظيري الكبير للمنهجين السابقين هناك العديد من الأسباب التي تصعب التنبؤ ، كما أن تعليق أهمية كبيرة على الأشياء غير الموثوقة حين إجراء التنبؤ أمر مناف للصواب ، بالإضافة إلى

[1] فريد بولمطارد ، **الحركة العشوائية للأسعار في أسواق رأس المال** ، رسالة ماجستير في العلوم التجارية – تخصص دراسات مالية ومحاسبة معمقة جامعة سطيف ، 2008 ، 2009 ، ص 35 .

اجتماع مؤثرات كثيرة هي التي تحدد حركة الأسعار في السوق ، فهي تجمع بين الأحداث السابقة والحالية وهي الحالة التي يطلق عليها كينز اسم – حالة عد الاستقرار – التي يزيد من فداحتها ، ويمكن توضيح إستجابة سعر الورقة المالية لمعلومة جديدة من خلال الشكل التالي :

الشكـل رقـم (2– 6) : رد فعل سعر السهم إتجاه معلومة جديدة في سوق كفء وفي سوق غير كفء



Source : Stephen A.Ross and Randolph W.Westerfield and Bradford D.Jordan **Essentials Of Corporate Finance** , fourth edition, McGraw Hill , 2004, p :312.

يبين الشكل ثلاث حالات ممكنة من رد فعل السعر لاستقبال معلومة واحدة في اليوم (0) حيث أن هذه المعلومة إيجابية أدت إلى رفع سعر السهم من (140) دولار إلى (180) دولار .

- **الخـط المستمـر** : يبين إتجاه سعر السهم في السوق الكفاة ، في هذه الحالة هناك ارتفاع مباشر في قيمة السهم إلى (180) دولار في اليوم الموالي الذي وصلت فيه المعلومة الجديدة الإيجابية ، أي أن الاستجابة فورية وسريعة .

- **الخـط المنقـط** : يصف سلوك سعر السهم في السوق غير الكفأة ، حيث يقوم الوسطاء بتحليل محتويات المعلومة الجديدة ويعلمون متعامليهم المهمين ، فيتم تداول الأسهم بسرعة بين عدد قليل من المتعاملين فيقودون السعر إلى الارتفاع ببطء ، وبعد مدة تنتشر التقارير حول هذه المعلومة ويتبين للمستثمرين أن قيمة السهم أعلى من قيمة ذلك فيقررون الشراء أي زيادة أوامر الطلب ، مما يؤدي إلى ارتفاع السعر إلى القيمة الحقيقية (180) دولار .
- **الخـط المتقطـع** : يبين سلوك السعر في السوق غير الكفأة ، في هذه الحالة يكون المستثمرون أكثر تفاؤلا بمضمون المعلومة ويرتفع السعر إلى أكثر من قيمة السهم الحقيقية ، ثم يكتشفون أن السعر أكبر من الحقيقية مما يدفعهم إلى بيع الأسهم مسببين بذلك تصحيح السعر ليعود وينخفض إلى (180) دولار .

ويمكن حصر أهم العوامل المحددة والمؤثرة في سلوك وأسعار الأوراق المالية في :

– تزايد رؤوس الأموال التي يستحوذ عليها الأفراد الذين لا يديرون أعمالهم بأنفسهم ولا يملكون معرفة خاصة بالظروف الحالية أو العارضة التي تؤثر فيما ينجم عن تناقص عنصر الكفاءة بشكل جدي .

– ميل التقلبات اليومية في الأرباح المحققة في التو ضيفات الموجودة على الرغم من كونها زائلة إلى إحداث تأثير في السوق يتميز بالإفراط الشديد والبعد عن الصواب ، كما يروي كينز أن هناك أسهم الشركات التي تصنع المرطبات في أمريكا تباع في الصيف وقت الازدياد الفعلي في الأرباح بأسعار أعلى من الشتاء .

– يتحدد السعر بناء على سيكولوجيا عدد كبير من الأفراد الجاهلين ، فيكون تقديرهم صعب التكهن لا سيما عند التعرض لعوامل رغم أن تأثيرها المنتظر يكون طفيفا إلا أنها تحدث تغيرات شديدة ، وهو ما يجعل الأمور التقديرية ضعيفة لا يمكن أن تثبت أمام الموجات غير المعقولة من التفاؤل والتشاؤم .

– هناك العديد من السلوكيات والمفاهيم التي تسري في السوق ، إذ أن المضاربين والمختصين بالتوظيف المالي لا يكترثون بإجراء التنبؤات الصحفية على المدى الطويل من اجل الوصل على المردود المرتقب تحقيقه ، بقدر اكتراثهم بالتخمين بسلوك الجمهور قبل زمن قليل مما سيحدث في السوق ، فأساس السعر في السوق ليس القيمة الحقيقية للأصل المالي وإنما التقدير الوسطي للجمهور ، حيث كعادته كينز بتنويعه للصورة المجازية يشبه التوظيف المالي بالمسابقات التي تنظمها الصحف ، فيطلب من المشتركين اختيار أجمل ستة أوجه من بين مائة صورة والجائزة ينالها الشخص الذي تكون تفضيلاته أقرب ما يكون من الاختيار الوسطي الذي يجريه جميع المتنافسين ، إذن عليه أن يصطفي لا الوجوه التي يعتبرها بنفسه أجمل الوجوه بل تلك التي يعتبرها الأجدر بنيل أصوات المتنافسين الآخرين .

– صحيح أن السوق المالي مكان عرض وطلب للموارد المالية لكن هذا لا يعني أن ثقة المضارب أو صاحب التوظيف المالي حين يرى ملائمة الوضع للاستثمار يتيح اقتراض مبالغ لا متناهية بمعدل الفائدة السائد في السوق إذ نكون هنا في مستوى أخرمن الثقة هو درجة ثقة مؤسسات الاقتراض تجاه المقترضين ، إذ يكون الانخفاض في قيمة السهم أمرا أكيدا في حالة ضعف ثقة المضاربين أو المقترضين .

وهو ما دفع بكينز مجددا على القول – عن التوظيف المالي المستند إلى تنبؤ حقيقي لأجل طويل هو في يومنا هذا مهمة شاقة جدا بحيث لا يغدو ممكنا في اغلب الأحيان – وبالتأكيد كان كينز يعني – يومنا هذا – يوما من أيام سنوات الثلاثينات ، أما في أيامنا هذه فقد أصبح هناك من يعتقد أنه – إذا كانت في يدك فارة كمبيوتر فأنت جد متأخر – وهذا يعني أن العمليات الحالية حاليا صارت تتم بسرعة فائقة .

وترجع فكرة تطبيق الحركة العشوائية على الأسواق المالية إلى الرياض الفرنسي لويس باشوليه LUIS BACHELIER من خلال أطروحة كان قد قدمها لنيل شهادة الدكتوراه بعنوان نظرية المضاربة سنة 1990 ، حيث برر عشوائية الحركة بتعدد الأحداث والنظرات التي تشكل في النهاية أراء متناقضة نسبيا تجعل في اللحظة نفسها المشترين يعتقدون أن السعر سيرتفع بينما البائعين يعتقدون بالانخفاض وهو ما يبرر سلوك كل فرد

مما سبق يمكن القول أن أسعار الأسهم في السوق المالية الكفأة تتغير بشكل عشوائي لا يمكن التنبؤ به ولأن المعلومات الجديدة تؤثر في السعر لأن ورودها للسوق يتصف بالعشوائية فمن المنطقي أن تتخذ أسعار الأسهم اتجاها عشوائيا في اتجاه المعلومات الجديدة و الحركة العشوائية هي نتيجة للأسعار التي تعكس كل المعلومات الجارية ، فإذا أمكن التنبؤ بتحركات أسعار الأسهم فان ذلك يعد دليلا على عدم كفاءة السوق ، لأن القدرة على التنبؤ بالأسعار تشير إلى أن كل المعلومات لم تنعكس على الأسعار.

المطلب الثالث : علاقة كفاءة الأسواق المالية بالحركة العشوائية للأسعار

الغرض الأساسي الذي يقوم عليه مفهوم كفاءة السوق هو أن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم ومن ثم يسعون جاهدين كل منهم في استقلال عن الآخرين لتحليل المعلومات الواردة في السوق بأسرع وقت ممكن ، ربما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات ، وهو انه لما كانت المعلومات ترد في وقت وفي نمط عشوائي أو غير منظم وان الأخبار التي تنطوي عليها قد تكون سارة أو غير سارة فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمطا معينا لاتجاه حركة الأسعار في السوق فالحركة المتوقعة في كل هذا المناخ لابد أن تكون عشوائية .

تعني الحركة العشوائية للأسعار أن أسعار الأسهم في الأسواق المالية ذات الكفاءة لا تتبع نمطا معينا، لتسلكه باستمرار أو يمكن التنبؤ به بل تتخبط تخبطا عشوائيا، و لذلك يصعب التنبؤ بسلوك هذه الأسعار و بما

ستكون عليه في المستقبل بسبب هذا السلوك العشوائي[1] ، أي عدم إمكانية التنبؤ بتقلبات أسعار الأصل المالي في المستقبل لأن قيمته الحالية ترتفع و تنخفض بشكل متواصل دون وجود ترابط بين قيم المتغير على طول السلسلة الزمنية لهذا الأصل[2] ، والسوق الكفء هو السوق الذي تتحرك فيه الأسعار عشوائيا، أي لا يمكن التنبؤ بتغيرات سعره مستقبليا، ويرجع الفضل في اكتشاف الحركة العشوائية للأسعار في عام 1900 للباحث الفرنسي "لويس باشولييه"* حيث قام برصد المتغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع، و تبين له أنها تفتقد وجود ترابط بينها بشكل يعني عدم وجود نمط محدد لحركة هذه الأسعار، و قد علق على ذلك بأن المضاربة في السوق هي لعبة عادلة لا يمكن في ضلها أن يضمن البائع أو المشتري تحقيق الأرباح على حساب غيره، و قد رأى أيضا أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع تمثل تقديرا غير متحيز للسعر الذي سيسود في السوق الحاضرة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، وانتهى إلى أن الأسعار الحالية في سوق السلع تعكس المعلومات المتاحة عن السوق في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد[3] وتأسيسا على رؤية الكثير من الاقتصاديين بإمكانية التنبؤ بمراحل الدورات التجارية التي تمر بها الاقتصاديات في الدول الرأسمالية من خلال تتبع التطورات التي تطرأ على العديد من المتغيرات الاقتصادية و ترشيحهم لأسواق الأوراق المالية للقيام بهذا الدور من خلال رصد التطورات في سلوك أسعار الأوراق المالية و ربطها بالأنماط السابقة لحركة الركود و الرواج في الاقتصاد، و حاول "موريس كيندال"** اختبار صحة هذه الفرضية غير أنه فوجئ بأنه لا يمكن تحديد أنماطا محددة للتغيرات في أسعار الأوراق المالية يمكن استخدامها في التنبؤ، حيث اتضح له أن أسعار الأسهم تتغير بشكل عشوائي، إذ أنها قد ترتفع و تنخفض في اليوم الواحد بغض النظر عن اتجاهات تغيرها في الماضي، بمعنى أن جميع المعلومات المتحصل عليها معكوسة في سعر الورقة المالية،و أي معلومة جديدة تصل السوق تعدل توقعات المستثمرين فيتغير السعر و حتى توقعات المستثمرين بعض المؤسسات و نتائجها تكون معكوسة في أسعار أوراقها المالية المصدرة، و بالتالي فان التغيرات في الأسعار تكون مستقلة عن بعضها البعض، وتبقى مرتبطة بالمعلومات التي تأتي إلى السوق في نمط عشوائي وتعكس في السعر بالشكل التالي[4] :

$$\mathbf{P_t} = \boldsymbol{E}\left[\frac{\boldsymbol{P_{t+1}}}{\boldsymbol{I_t}}\right] \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (\mathbf{10})$$

[1]– زياد رمضان ، مروان شموط ، **الأسواق المالية** ، **الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات** ، جامعة القدس المفتوحة مصر، 2008 ص ص : 201-202.

[2] السيد متولي عبد القادر ، **الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير** ، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان ، 2010، ص : 106.

* لويس باشولييه هو عالم فرنسي رياضي ولد عام 1870-1946.

[3] منير ابراهيم الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص:515

** موريس كيندال احصائي انجليزي ولد عام 1907-1983.

[4] شوقي بورقبة ، مرجع سابق ، ص: 142.

حيث:P_t: سعر الورقة المالية في الزمن t

P_{t+1}: سعر الورقة المالية في الزمن t+1

I_t:المعلومات المتاحة (حقيقية او توقعات)في الزمن t.

فمن خلال هذه المعادلة يتضح أن السعر الذي يسود في المستقبل، هو تقدير غير متحيز للسعر السائد في السوق الحاضرة، و بمفهوم كفاءة السوق المالي، أن السعر الحالي يعكس جميع المعلومات المتاحة مع التوقعات المستقبلية السائدة في الفترة الحالية، أما السعر في فترة مستقبلية فانه يعكس المعلومات المتوفرة عن تلك الفترة، وبالتالي فلن يكون هذا السعر المستقبلي مرتبطا بالسعر الحالي على اعتبار أن المعلومات التي تؤثر عليه تأتي في نمط عشوائي.و منه يمكن القول أن السوق يتبع حركة عشوائية، إذا كان[1]:

$$P_t - P_{t+1} = \varepsilon_t \ldots\ldots\ldots (11)$$

حيث أن: ε_t: تمثل ضوضاء بيضاء ناتجة عن التغير في السعر، و العوائد مرتبطة به نتيجة ورود معلومات حقيقية إلى السوق المالي، أي تمس الأسعار و عوائدها فعلا.

مما سبق يمكن القول أن أسعار الأسهم في السوق المالية الكفأة تتغير بشكل عشوائي لا يمكن التنبؤ به ولأن المعلومات الجديدة تؤثر في السعر لأن ورودها للسوق يتصف بالعشوائية، فمن المنطقي أن تتخذ أسعار الأسهم اتجاها عشوائيا في اتجاه المعلومات الجديدة. و الحركة العشوائية هي نتيجة للأسعار التي تعكس كل المعلومات الجارية ، فإذا أمكن التنبؤ بتحركات أسعار الأسهم فان ذلك يعد دليلا على عدم كفاءة السوق ، لأن القدرة على التنبؤ بالأسعار تشير إلى أن كل المعلومات لم تنعكس على الأسعار.

[1] المرجع السابق، ص: 143.

خلاصـــة :

خصص هذا الفصل لدراسة المعلومات و كفاءة الأسواق المالية وهذا من خلال التطرق إلى المعلومات وأهميتها في السوق المالي ، فالمستثمر في السوق المالي ينبغي أن يتوفر لديه كل المعلومات التي يمكن أن تؤثر على سعر الورقة المالية ، و هذه المعلومات ترتبط بحركة أسعار الأوراق المالية و كفاءة البورصات ، حيث القينا نظرة حول الكفاءة وعلاقتها بالسوق المالي و المعلومات ، حيث أن تحقق كفاءة السوق يتوقف بصورة أساسية على المعلومات المالية ودرجة الإفصاح عنها أو نشرها و أن العلاقة بين المعلومات التي يتم نشرها و بين أسعار الأوراق المالية هي التي تعكس مفهوم كفاءة سوق المال ، كما أن هذه العلاقة هي التي تحدد إقبال المستثمرين على تحليل المعلومات والاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية و تنشأ المشكلة لما لا يتمكن السوق من استخدام كل المعلومات الملائمة و المتاحة ما يسبب عدم كفاءة السوق المالي ، فالأسعار في ظل السوق الكفء تسير بطريقة عشوائية نتيجة لورود معلومات جديدة إلى السوق ، ومن أجل معرفة الورقة المالية المثلى لابد من دراسة شاملة للمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر على أسعار الأسهم وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي ، وكذا تتبع حركة أسعار الأسهم قصد اتخاذ القرار المناسب للبيع والشراء وهو ما يعرف بالتحليل الفني وهو ما سبق التطرق إليهما في الفصل الأول .

الفصـــل الثالـــث :

الســوق المــالي في الجزائـــر

تمهيـــــــد :

دخلت الجزائر في نهاية الثمانيات وبداية التسعينات في سلسلة من الاصطلاحات الاقتصادية نتيجة أزمة 1986 والتي فرضت عليها تغيير المنهج الاقتصادي المتبع آنذاك وانتهاج نظام اقتصاد السوق ، فبدأت الجزائر في وضع أعمدته الأساسية من خوصصة وتحرير الأسعار وتحرير التجارة الخارجية وكذا إنشاء سوق للأصول المالية كقناة جديدة من قنوات التمويل الحديثة للتنمية الوطنية ، وبالفعل تم إنشاء هذه السوق سنة 1993 وكذا ترسيخ سبل تنظيمها وتسييرها وكان الأمل كبير في نجاح هذا السوق ، إلا أنه وبعد مضي أكثر من عشرية بقي دور البورصة حيادي ولم تشهد أي تقدم أو تطور يذكر بل أصبحت جهة مستهلكة للأموال (أجور الموظفين تكاليف الوسائل) بدل من أن تكون خالقة للأمـوال .

من أهم الدوافع التي كانت وراء إنشاء سوق للأصول المالية في الجزائر هي تجسيد عملية خوصصة المؤسسات العمومية باعتبار البورصة إطار مناسب لفتح رأسمال المؤسسات العمومية للمساهمين الخواص ، وضمان تحويل دائم للاستثمارات بشكل غير تضخمي والسماح للاقتصاد الوطني بالاندماج في الاقتصاد الوطني العالمي الذي يتجه شيئا فشيئا نحو العولمة الاقتصاديـة .

بعد تهيئة وتكييف البنية التشريعية كان الميلاد الحقيقي لبورصة الجزائر بتاريخ 02نوفمبر1998 وهو تاريخ فتح الاكتتاب لأول مؤسسة عمومية ، وتفريغ سوق القيم المنقولة في الجزائر إلى سوق الأسهم وسوق السندات .

ولإنهاء مختلف تطلعات جاء هذا الفصل لتوضيح تنظيم وسير البورصة في الجزائر وإبراز مختلف الأدوات المالية المتداولة فيها وأنظمة عملها والمؤشرات التي تعتمد في تحليل الأصول المالية فيها ، مع إبراز أهم المعوقات التي حالت دون تحقيق الأهداف المرجوة من إنشائها وماذا يجب عمله لتطوير بورصة القيم المنقولة في الجزائـر.

وعلى هذا الأساس جاء اختيار تقسيم هذا الفصل لأجل التركيز على دراسة بورصة القيم المتداولة في الجزائر وإبراز تجربة الجزائر في تقييم الأصول المالية المتداولة في البورصة مع دراسة معوقات وأفاق بورصة الجزائـر.

المبحث الأول : عموميـات حـول بورصـة الجزائـر

يدخـل إنشاء بورصة الجزائر في إطار عملية إعداد هيكلة الاقتصاد الوطني لاسيما القطاع المالي منه والهدف من ذلك كان التحول نحو اقتصاد السوق ، ومع أن بورصة الجزائر حديثة النشأة وذات خبرة تكاد تكون منعدمة إلا أن الدولة حاولت منذ انطلاقها مواكبتها لنظيراتها من البورصات العربية والعالمية خاصة في مجال تمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة وذلك من خلال وضعها في إطار تشريعي محكم يكتفل لها عملية التنظيم وفق هيئات وشروط للتعامل بها.

وللتعرف أكثر على متطلبات هذا المبحث سيتم تناول بورصة الجزائر من خلال دراسة مراحل وظروف نشأة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها ، المتدخلون في بورصة الجزائر ،الأصول المالية المتداولة وعملية قيدهـا .

المطلب الأول : دوافـع و أهـداف إنشـاء بورصـة الجزائـر

أولا : دوافـع إنشـاء بورصـة الجزائـر

من بين أهم دوافع إنشاء بورصة الجزائر ما يلي[1] :

✓ **تشجيع الادخار العام** : يمكن أن نقول أن أحد أهم دوافع إنشاء البورصة في الجزائر هو تشجيع الادخار العام و تحويل هذه الادخارات العاطلة إلى رؤوس أموال موظفة ، و كذا ضمان تنظيم سيولة الادخار المستثمر طويل المدى باعتبار أن السوق وسيلة لتنويع وسائل التوظيف بالنسبة لحاملي رؤوس الأموال ، مما يسمح بتعبئة الادخار بما يضمن التمويل الفعال للاقتصاد الوطني .

✓ **إيجاد تقنية للخوصصة** : و هذا بالخوصصة الجزئية للمؤسسات العمومية من خلال العرض العمومي للبيع في إطار البورصة التي تعتبر من أحسن وسائل الخوصصة حيث توفر فيها الشفافية .

✓ **التخلي عن قواعد النظام الاشتراكي** : و هذا بعد أن تخلت الجزائر عن قواعد الاقتصاد الاشتراكـــــــي و الانتقال إلى قواعد الاقتصاد الحر الذي يعتبر فيه إنشاء البورصة من بين أحد أهم قواعد تبنيه، و تعتبر هذه الخاصية وسيلة للاندماج في الاقتصاد العالمي في إطار العولمة .

---

[1] محمد براق ، **بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية** ، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر 1999 ص : 369.

و كذلك أنشئت بورصة الجزائر من أجـل:

- ✓ تخفيض الديون الخارجية .

إتاحة مصادر تمويل جديدة للمؤسسات الاقتصادية لتغطية قصور الجهاز المصرفي أيضا للخزينة العمومية .

- ✓ تأمين مصدر تمويل غير تضخمي للاستثمارات يضمن التعبئة المباشرة للادخار الضروري لتمويل الاقتصاد الوطني، و المساهمة بذلك في تخفيف عبء المديونية والعجز الميزانـي .

ويمكن الدور الذي أنشئت من أجله بورصـة الجزائـر في :

- ✓ تحديد سير المديونية العمومية : فالإصلاحات التي عرفتها الجزائر في التسعينات دفعت بالخزينة العمومية إلى ضرورة البحث عن سبل جمع الادخار.
- ✓ ترقية الادخار على المدى الطويل و توجيهه نحو الاستثمارات المنتجة : فاستحداث القيم المنقولة من أسهم و سندات ووضع التشريعات اللازمة لحماية المدخرين و المستثمرين يشجعهم على الاكتتاب و المساهمة في تمويل الاقتصاد .
- ✓ خلق مناخ ملائم و مناسب لفتح رأس مال المؤسسات العمومية للاكتتاب أمام الجمهور.

ثانيـــا : أهـــداف بورصـــة الجزائـــــر

- ✓ تجسيد مبدأ خوصصة المؤسسات العمومية .
- ✓ ضمان التمويل المباشر للاستثمارات عن طريق الاكتتاب .
- ✓ مواكبة الاقتصاد الذي يتوجه نحو العالمية أكثر فأكثر و ذلك عن طريق التشجيع الدائم والايجابي للاقتصاد الوطني .

أما بالنسبة لهدف المؤسسات من دخولها السوق المالية الجزائرية تسعى إلى جملة من الأهداف من بينها رفع رأسمالها من أجل تمويل المشاريع الاستثمارية و كذا إيجاد شركاء جدد لمساعدتها في تحقيق طموحاتهـا .

المطلـب الثـاني : مراحـل وظـروف نشـأة بورصـــة الجزائـــر

بعد تبني الجزائر لفكرة الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها في سنة 1987 والتي دخلت حيز التنفيذ بداية عام 1988، والتي من خلالها دخلت فكرة إنشاء بورصة الجزائر حيث تجلى ذلك من خلال مجموعة القوانين التي صدرت في تلك السنة ، والتي تهدف إلى منح الاستقلالية للمؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة ، والمتمثلة خصوصا في القانون 88-01 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية والقانـــون 88-03 المتعلق بإنشاء صناديق المساهمة ، وعليه أصبح رأسمال المؤسسات العمومية مقسم إلى عدد من الأسهم

موزعة بين صناديق المساهمة ، وبذالك تحولت الشركات العمومية إلى شركات مساهمة تسير حسب القانون التجاري لسنة 1975 .

وقد مرت هذه الشركات بفترة حرجة بسبب ضعف رأسمالها الاجتماعي ، والدور غير الواضح الذي كان من المفروض أن تلعبه في محيط تميز بالاضطرابات الاقتصادية والاجتماعية وسلوكات ثقافية غير واعية .

وفي ظل فشل نظام الاستدانة ومحدودية نظام التمويل عن طريق القروض المصرفية جعل الدولة تعطي اهتماما بالغ الأهمية للبحث عن طريقة أخرى أكثر نجاعة لتمويل الاقتصاد والمؤسسات العمومية ورغبة منها لربح الوقت ، فان السلطات العمومية رأت من المفيد التحضير المادي لأدنى شروط تشغيل سوق تهتم بأنشطة البورصة في انتظار استكمال تحضير الشروط الاقتصادية والقانونية بدعم من الهيئات الاستثمارية المختلفة ذات الخبرة في هذا المجال ولاسيما الكندية منها ، ويكون هدفها ضمان تمويل مختلف النشاطات بشكل يضمن الاستمرارية والفعالية ويتم وفق ما جاء في قانون النقد والقرض رقم 90-10 الصادر في 14 أفريل 1990 الذي يتيح للمؤسسات تمويل استثماراتها دون اللجوء إلى القروض المصرفية .

وقد مرت بورصة الجزائر بعدة مراحل منذ نشأتها نذكرها كالتالي :

- **المرحلـــة التقريريـــة (1990-1992) :**

في 09 نوفمبر 1990 اتخذت الحكومة قرار إنشاء هيئة مؤهلة وهي الجمعية العامة لصناديق المساهمة الثمانية التي أنشأت بموجب القانون رقم 03/88 المتعلق بصناديق المساهمة برأسمال قيمته 320.000دج وأعطى هذه الهيئة تسمية " شركة القيم المتداولة " يديرها مجلس إدارة متكونة من ثمانية أعضاء ممثلين عن كل صندوق [1] .

وفي سنة 1991 تم التحضير لأن تكون هذه البورصة جاهزة للتشغيل على المستوى المادي ، حيث تم إصدار ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 تتمثل فيما يلي[2] :

[1] محمد براق ، **بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية** ، المرجع السابق ، ص : 369.

[2] – M.MANSOUR ,La bourse des valeur mobilières d'Alger , Edition Dar Houma Alger,2002,p : 8.

❖ المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتعلق بتنظيم المعاملات الخاصة بتداول الأصول المالية الأخرى وصيغ وشروط إصدار تلك الأصول من طرف الأموال .

❖ المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، حيث أوكلت لها مهام تنظيم وتطوير سوق الأوراق المالية وتعبئة الادخار وكيفية ممارسة الرقابة على السوق .

وخلال سنة 1992 بقيت شركة القيم المتداولة دون تشغيل وتأخرت في الانطلاق نظرا للعوائق التنظيمية ومشاكل أخرى منها ضالة رأس المال وعدم وضع التنظيم الذي يسمح بتشغيل سوق مفاوضات على القيم المتداولة في أفضل الشروط .

ورغبة في رفع بعض هذه العقبات تم في شهر فيفري 1992 اتخاذ قرار برفع رأسمالها ليصل إلى مبلغ 9.320.000 دج ، وكذا تعديل قانونها الأساسي خاصة البنود المتعلقة بتسميتها وموضعها من أجل التحديد الدقيق والواضح بصفتها بورصة القيم المتداولة ومنذ ذلك أخذت هذه الشركة رسميا تسمية " بورصة القيم المتداولة ".

- **المرحلـــة الإبتدائيـــة (1993-1996) :**

وفي عام 1993 تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر وذلك بوجود المراسيم التشريعية الموالية [1] :

❖ المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن القانون التجاري والأحكام المتعلقة بشركات الأموال .

❖ المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق الأصول المالية ، حيث أقر هذا المرسوم إنشاء بورصة القيم المتداولة مقرها الجزائر العاصمة وهو المكان الوحيد والذي يتم فيه عقد جدول الصفقات على الأسهم والسندات المصدرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة .

❖ المرسوم التشريعي رقم 94-176 المؤرخ في 13 جويلية 1994، الذي حدد فئات الأشخاص المعنوية التي يمكن اعتمادها لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كوسطاء ، وهم البنوك وشركات التامين وصناديق المساهمة والتي حلت فيما بعد وعوضت الشركات القابضة سنة 1995 .

وبالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرة ، حيث اعترضت انطلاقاتها العديدة من الصعوبات منها [2] :

❖ المحيط الاقتصادي غير المشجع والمتميز بمعدل التضخم وأسعار فائدة مرتفعة .

❖ الإطار القانوني الضيق والمتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية .

---

[1] أحمد بوراس ، **أسواق رؤوس الأموال** ، مطبوعة جامعية ، جامعة منتوري قسنطينة – الجزائر ، 2002 ، ص :138.

[2] محمد براق ، مرجع سبق ذكره ، 1999، ص : 70.

❖ الوضعية المالية السيئة لمعظم المؤسسات العمومية الاقتصادية حيث تمنعها من الدخول إلى البورصة إضافة إلى أنها غير كفـأة .

لكن يمكن القول أن هذه المرحلة سمحت بتوفير الشروط المناسبة لقيام بورصة القيم المتداولة في الجزائر.

ومع بداية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المتداولة حيث :

❖ تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة .

❖ أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة .

❖ تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB في فيفري 1996 ، إلى جانب شركة تسيير القيم SGBV مع تحديد مخطط كل منهما ، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل

ومع بداية سنة 1997 تم إختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعيين في كل من تونس وفرنسا ، بهدف الاستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين في مجال التعامل بالسوق المالي .

وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997 على تهيئة الجو الملائم وتحضير كل الهيأت المعنية للمشروع في العمل بالتاريخ المحدد ، وتم إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 02 جانفي 1998 متمثلا في القرض السندي لشركة سوناطراك وذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي ، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي دشن للرساميل في الجزائر في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية .

ونشير إلى أنه ثمة ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي مرورا بالبورصة وهـي :

❖ شركة الرياض سطيف : فتح رأسمالها الإجتماعي بنسبة 20 % .

❖ مجمـــــع صيـدال : فتح رأسماله الاجتماعي بنسبة 20 % .

❖ فنـدق الاوراسـي : فتح رأسماله الاجتماعي بنسبة 20 % .

المطلب الثالث : الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر و المتدخلون فيها

أولا : الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائـر

تعد بورصة الجزائر حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 إطارا عموميا ومنظما في خدمة الوسطاء عي عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين مختصين في بيع وشراء الأوراق المالية لتمكينهم

من ممارسة مهامهم طبقا لقوانين و التنظيمات المعمول بها، و لقد عكفت شركة إدارة بورصة القيم منذ إنشائها بتاريخ 25 ماي 1997 ، على وضع الترتيبات العلمية والتقنية اللازمة لعمليات التداول على الأوراق الماليـة.

و تشمل بورصة الجزائر بموجب القانون رقم03-04 المؤرخ في 17فيفري 2003 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 على ثلاث هيئات[1]:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) .
- شركة إدارة بورصة القيم (SGBV).
- المؤتمن المركزي على السندات.
- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)*:
- من أجل توفير حماية أكثر للمستثمر تم وضع لجنة تسيير على ضبط التعاملات في بورصة الجزائر وتقلل من المخاطر التي تمكن أن تصاحب العمليات التي تتم في بورصة الجزائر.

➢ **لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) .**

- **تعريـف اللجنـة :**

هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، تتكون لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من رئيس وستة (6) أعضاء، يعين رئيس اللجنة بمرسوم رئاسي لعهدة مدتها أربع (4) سنوات، ويعين الأعضاء بحسب كفاءاتهم في مجال المالية والبورصة لمدة أربع (4) سنوات عن طريق التنظيم.[2]

- **مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:**

تقوم اللجنة بمجموعة من المهام نوجزها فيما يلـــي :

❖ **حماية المستثمرين في القيم المنقولة** : تسهر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على حماية المستثمرين بتسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجأ علانية إلى الادخار بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال في البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية.

---

[1]- المرسوم التشريعي رقم39-10، المؤرخ في 23ماي1993، المنشور بالجريدة الرسمية، العدد 34، ص:4، متاح على www.joradp.org ، تاريخ التحميل:2018/04/12.

* - Commission d'Organisation et de Surveillance des Operation de Bourse.

[2]- لمزيد من التفصيل راجع : التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، لسنة2008، ص:9.

وتقوم اللجنة زيادة على هذه المراقبة القبلية على الإعلام بممارسة مراقبة بعدية على الشركات المقبولة في جدول التسعيرة، وتنصب على المنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه الشركات الكشوف المالية والتقارير السنوية خصوصا.

ولا تتضمن تأشيرة اللجنة تقديرا لنوعية العملية التي يقررها المصدر بل تني المعلومات التي تتضمنها المذكرات الإعلامية ملائمة ومتسقة وكافية المستثمر من اتخاذ قراره بالاكتتاب أو باقتناء قيم منقولة عن سابق علم ودراية[1].

❖ **حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتهـا :**

تهدف مراقبة السوق أساسا إلى ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وأمنها من خلال مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة وماسكي الحسابات حافظي السندات وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي للسندات وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

وتسمح هذه المراقبة للمكلف بالضبط بالتأكيد مما يأتـي :

– احترام الوسطاء في عمليات البورصة القواعد الرامية إلى حماية السوق من كل سلوك تدليسي أو غير منصف سير السوق حسب القواد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر.

– القيام بإدارة السندات وتسييرها وفق الأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكمها.

● **سلطـات اللجنـة :**

لقد زود المشرع اللجنة لتمكينها من القيام بمهامها بسلطات تنظيم وسلطات اعتقاد ومراقبة وتحقيق وتأديب وتحكيم[2]:

❖ **السلطـة التنظيميـة :** تقوم اللجنة في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية بإعداد أنظمة تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية ويتم نشرها في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية.

---

[1]–تنظيم اللجنة و مهامها و صلاحياتها، حوليات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، متاح على: www.cosob.com.dz، 2004، ص:3، تاريخ التحميل:2018/01/24.

[2]– لمزيد من التفصيل راجع: التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، لسنة2008، ص:10.

– **سلطة الاعتماد والتأهيـل** : حيث تقوم اللجنة باعتماد:

– الوسطاء في عمليات البورصة .

– شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير والصناديق المشتركة لتوظيف السندات.

– **سلطة المراقبة والتفتيش والتحقيـق** :

تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد خصوصا باحترام المتدخلين في السوق الأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق، وامتثال الشركات التي تطلب اللجوء العلني للادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها و كذا إدراج التصويبات في حالة معاينة مخالفات، كما تؤهل اللجنة من أجل تنفيذ مهمة المراقبة والحراسة لإجراء تحقيقات لدى شركات أو مؤسسات مالية معنية بعملية ما على القيم المنقولة .

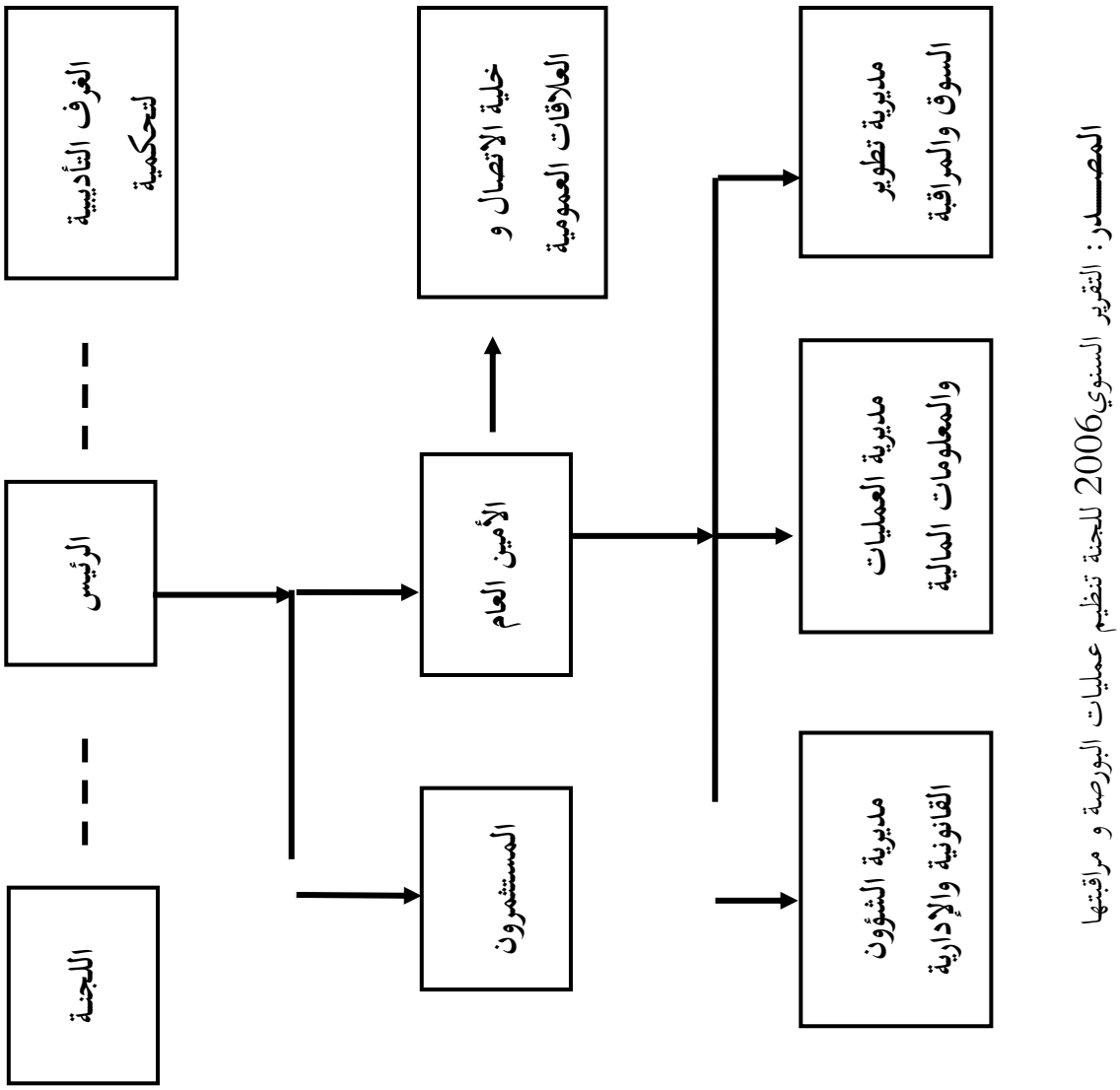
– **سلطـة التأديـــب و التحكيـم** :

تنشأ ضمن لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها غرفة تأديبية و تحكيمية تتكون من الرئيس ، و عضوين ينتخبان من ضمن أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، و قاضيين يعينهما وزير العـدل ، ومن إختصاصها :

❖ **في المجال التأديبـي** : تختص الغرفة بدراسة كل إخلال بالالتزامات المهنية و الأدبية للوسطاء في عمليات البورصة. وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية و التنظيمية المطبقة عليهم .

❖ **في مجال التحكيـم** : تختص الغرفة بدراسة كل نزاع تقني يترتب على تفسير القوانين و التنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة .

الشكل رقم (3 –1) : الهيكل التنظيمي"لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة"(COSOB)



المصـــدر: التقرير السنوي2006 للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها

➢ **شركـة تسييـر بورصـة القيـــم (SGBV)** *:

لضمان السير الحسن للصفقات التي تتم على مستوى البورصة تم إنشاء شركة تسيير بورصة القيم والتي تسعى إلى ضمان السير الحسن للعمليات التي تتم على مستوى السوق المالي الجزائري[1].

* - Société de Gestion de la Bourse des Valeurs.

[1]– شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ، 2008، ص :20.

- **تعريفهـــــا :**

تأسست هذه الشركة لأول مرة بعقد موثق بتاريخ 9 أكتوبر 1990 تحت تسمية شركة القيم المنقولة وقد حددت المهام الرئيسية لشركة بورصة القيم المنقولة في المادتين 15و18 من القانون رقم 93-10 الصادر في 23 ماي 1993، حيث تكتسي هذه الشركة شكل شركة ذات أسهم بتسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة.

ويتمثل هدف الشركة فيما يأتـــــي:

- ❖ التنظيم العلمي لإدخال القيم المنقولة في البورصة .
- ❖ التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتهـــا .
- ❖ تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة واجتماعاتها.
- ❖ تنظيم عمليـات مقاصـة المعامـــلات حول القيـــم المنقولـة.
- ❖ تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدهـــا .
- ❖ نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
- ❖ إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.

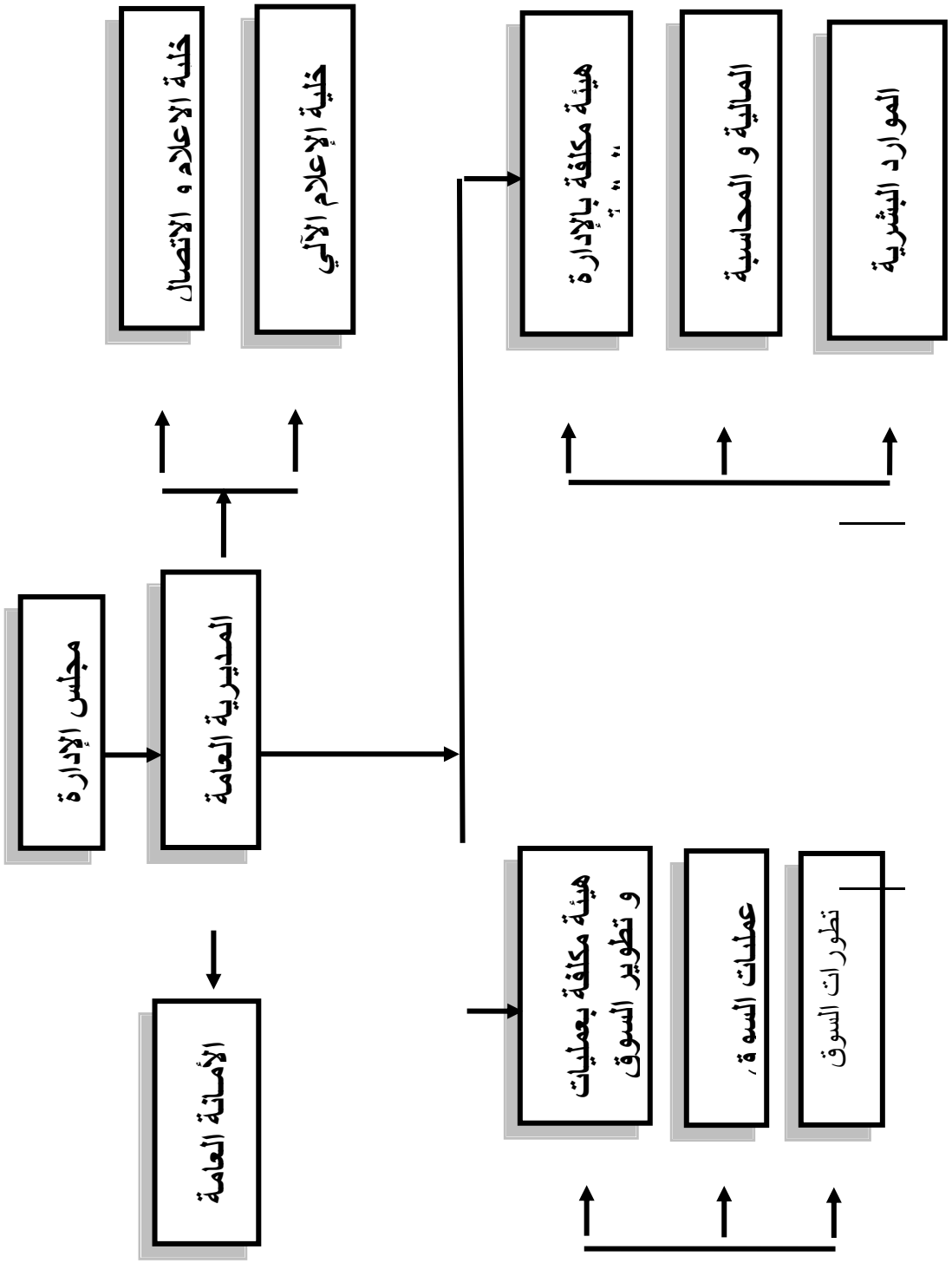
- **مهـام شركـة إدارة بورصـة القيـم المنقولـة :**

تسيير بورصة القيم المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 1993/05/23 المتعلق ببورصة القيم المنقولة أقر لهذه الشركة حسب المادة 18 المهام الرئيسية التالية :

- ❖ التنظيم العلمي لإدراج القيم المنقولة في البورصة.
- ❖ التنظيم المادي لحصص البورصة و تسير نظام التداول و التسعيرة.
- ❖ تنظيم عمليات المقاصة للصفقات على القيم المنقولة.
- ❖ تسير نظام للتفاوض في الأسعار و تحديدها.
- ❖ نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات في البورصة و إعداد النشرة الرسمية لجدول التسعيرة

هذه المهام تمارس تحت رقابة اللجنة مع الأخذ بعين الاعتبار المصلحة العامة الموكلة إليها فان شركة تسيير بورصة القيم يجب عليها ممارسة مهامها وفقا لقوانين خاصة محددة من قبل اللجنة .

الشكل رقم(3 –2) : الهيكل التنظيمي" شركة إدارة بورصة القيم"(SGBV)



Source : www .sgbv.dz

➢ **المؤتمـن المركـزي للسنـدات**

لضمان حقوق المستثمرين في السندات تم إنشاء هيئة تعمل على حفظ السندات وتنظيم التعاملات التي يكون موضوعها أدوات الملكية .

- **تعريفـــه** : تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 وهي شركة ذات أسهم تحمل تسمية تجارية (الجزائرية للتسوية) يخضع القانون الأساسي وتقيس مسيري الشركة لموافقة وزير المالية وهذا بعد استطلاع رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة[1]، يتكون رأسمال شركة المؤتمن المركزي للسندات من 65 مليون دينار من مساهمات مؤسسيه، و هم :

– خمسة بنوك BEA ، CPA ، BNA، BADR ، CNAP

– مجمـع صيـدال .

– مؤسسة التسيير الفندقي الاوراســـي .

– مؤسسة الرياض سطيف (قبل أن تنسحب) .

- **مهـــام المؤتمـــن المركـــزي** :

يقوم المؤتمن المركزي بمجموعة من الوظائف من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم، و ذلك حسب المادة 19 مكرر2 من القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 نلخصهما فيما يلـــي :

– حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين .

– متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر .

– إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها .

– الترقيم القانوني للسندات،و كذا نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

- **وظائـف المؤتمـن المركـزي للسنـدات** :

نذكر منها ما يلـــي :

❖ يدير حسابات الأوراق المالية لصالح مالك الحساب – حافظ السندات – بذلك يحفظ الأوراق المالية و يسهل توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب .

---

[1]– المؤتمن المركزي على السندات، لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2004.

- ينفذ العمليات على الأوراق المالية التي تقررها الشركات المصدرة لها.

- يتولى نشر المعلومات المتعلقة بالسوق المالي.

ثانيـــا : المتدخلـــون في البورصـــــة

✓ **هيئات التوظف الجماعي في القيم المنقولة (المستثمـــــرون) :**

نظرا لافتقار الكثير من المدخرين للخبرة اللازمة للاستثمار في السوق المالي تم استحداث هيئات توظف الجماعي في القيم المنقولة التي تهدف إلى تكوين حافظة القيم المنقولة و المنتوجات المالية الأخرى و تسييرها لحساب المدخرين و هي مؤهلة لجمع الادخار و تسهل لهؤلاء عملية الاستثمار في الأوراق المالية .

- **تعريفهـــا**

يعـــود تأسيس هيئات التوظف الجماعي للقيم المنقولة في إطار إنشاء السوق المالي، بمقتضى القانـــون 06 – 08 المؤرخ في 10 جانفي 1996، و تتولى مهمة توظف الأموال التي يعهد بها المساهمون إليها أو أصحاب الحصص في قيم منقولة وغيرها من المنتوجات المالية ، و هذه الهيئة تقوم بجمع هذه الأموال من ذوي الدخول القليلة نقدا لارتفاع عمولة الوسيط التي يجب دفعها له، إضافة إلى أنها تسعى لجمع المدخرات من أصحاب الفوائد[1].

ويمكن أن يستثمر الادخار الذي تجمعه هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في مختلف أنواع القيم المنقولة و المنتوجات المالية الأخرى (أسهم ، سندات دين ، سندات دين قابلة للتداول....) التي تصنف على أساسها هذه الهيئات وذلك حسب ما يلي[2] :

- هيئات التوظيف ذات أسهم 60% من الحافظة تتكون من أسهم .

- هيئات التوظيف الجماعي ذات سندات دين: 60% من الحافظة تتكون من سندات دين وسندات أخرى شبيهة لها .

- هيئات التوظيف الجماعي النقدية 60% من الحافظة تكون من أدوات السوق النقدية .

---

[1]– هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، حوليات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، 2004.

[2]– هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، حوليات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2004.

– هيئات التوظيف الجماعي المتنوعة: لا تحدد أي نسبة من السندات المحمولة في الحافظة فهي تستند إلى مبدأ التسيير النشيط للحافظة وفق العرض إلي تتبعها السوق.

- **أنواع هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولـــة :**

يوجد نوعان من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة هي[1] :

✓ **شركات الاستثمار ذات رأس مال متغيـــر :**

هي شركة أسهم ذات رأس مال متغير تطرح أسهمها في مؤسسات مالية و مؤسسات مالية مصرفية ، تقوم هذه الشركة بتوكيلها ، و عليه فإن أسهمها تطرح خارج السوق الأولي و لا يتم تداولها داخل البورصة ، و كل مستثمر يشتري أسهم شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير يصبح مساهما، وله أن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعيات العامة ، و يجب أن يكون رأسمالها الأدنى عند التأسيس مساويا لـ 05 ملايين دج .

✓ **الصنـدوق المشتـــرط للتوظيـــف :**

يشترك في ملكيته حاملو الحصص ، يتولى هذا الصندوق طرح حصص في المؤسسات المالية والمؤسسات المالية المصرفية، و ليس لحاملي الحصص أي حق من الحقوق المخولة للمساهم ، كما أن هذا الصندوق لا يتمتع بالشخصية المعنوية عكس شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير.و يتطلب أن يكون رأسماله الأدنى عند التأسيس مليون دج .

- **مزايا التوظيف في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولـة :**

هناك عدة مزايا يمنحها التوظيف في هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة تتمثل في ما يلي[2] :

– إمكانية الشراء والبيع في أي وقت .

– الحصول من خلال الحافظة المستثمرة على أنوع شتى من السندات.

– تسيير يقوم به محترفون .

– توجيه التوظيف منصوص عليه في وثيقة الإعلام بالمنتج (البيان الإعلامي) .

---

[1] – دليل بورصة الجزائر، 2004، ص: 9.

[2]– هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، حوليات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2004.

– إطار قانوني وتنظيمي مأمون فيما يخص المكتبين وذلك بفضل آلية المراقبة الموضوعة .

- **سير هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولـة :**

يتجسد دخول هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة طول النشاط من خلال إصدار أسهمها وحصصهـا و تسويقها لدى لجمهور المستثمر، غير أن هذه المرحلة تكون مسبوقة بنشر وثيقة إعلامية تسمى النشرة الإعلامية تؤشر عليها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، و تتمثل المعلومات الأساسية الموجودة بها فيما يلي[1] :

- **تقديم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولـة :**

❖ سياسة التوظيف.

❖ معلومات تخص المؤسسين و المسيرين .

❖ سير شركة الاستثمار ذات رأسمال متغير .

❖ طريقة حساب القيمة التصفوية و مكان النشر.

❖ نفقات التسيير و العمولات.

❖ اسم المؤتمن.

❖ المؤسسات المعنية لاستلام عمليات الاكتتاب و إعادة الشراء.

❖ سياسة تخصيص النتائج (الرسملة و التوزيع).

يتـــم الاكتتاب في أسهم هيئات التوظيف الجماعي و حصصها و إعادة شرائها على أساس القيمة التصفوية التي يزاد عليها عند إعادة الشراء أو تنقص منها عند عملية البيع، و كذا النفقات الدخول والخروج في عمولات الاكتتاب أو إعادة الشراء، و قد تم ضبط الحدود القصوى لهذه العمولات بموجب التنظيم بنسبة 3 % و 5 % على التوالي.

تحسب القيمة التصفوية بعد كل يوم في البورصة و تنشر في محلات المؤسسات المالية التي تبيع منتجات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، كما يمكن نشرها في الصحافة المخصصة .

[1]– هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، حوليات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2004.

ثانيـــا : وسطـــاء بورصـة الجزائـــر

لقد أشار المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 إلى الوسطاء الماليون وقد عرف المشرع الجزائري الوسيط المالي في عمليات البورصة بأنه "شخص طبيعي أو معنوي متخصص في بيع وشراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه وهناك ضمان من الوسطاء في الجزائـــر".

1- أنـــواع الوسطـاء في بورصة الجزائـــر :

إن المشرع الجزائري فرق بين نوعين من الوسطاء و هما[1] :

- الوسطاء في عمليات البورصة ذوي النشاط غير المحدود .
- الوسطاء في عمليات البورصة ذوي النشـاط المـــحدود .

✓ **الوسطاء في عمليات البورصة ذوي النشاط غير المحدود .**

الوسيط في عمليات البورصة ذوي النشاط غير المحدود هو كل وسيط يمارس إضافة إلى مهمة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة و بالمنتجات الأخرى أحد النشاطات التالية :

- ❖ عملية شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسية أو ثانوية .
- ❖ توظيف القيم المنقولة لحساب الغير .
- ❖ تسيير حافظات القيم المنقولة، لحساب الغير بموجب توكيل.
- ❖ القيام بالسعي المصفقي مرتبط بأحد النشاطات المذكورة أعلاه .

كل نشاط آخر تحدده لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة .

✓ **الوسطاء في عمليات البورصة ذوي النشاط المحدود:** الوسيط في عمليات البورصة ذوي النشاط المحدود، كل وسيط ينوي تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات للقيم المنقولة أو في التوظيف أو السعي المصفقي.

شروط اعتماد الوسطاء الماليون في بورصة الجزائر:

---

[1]-القانون رقم03-04، المؤرخ في 17فيفري2003، المنشور بالجريدة الرسمية، العدد 11، ص:20، متاح على: www.joradp.org، تاريخ التحميل:2009/07/30.

لا يمكن للوسيط في عمليات بورصة الجزائر أن يمارسه عمله إلا بعد حصول على اعتماد عن طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (cosob) وذلك باعتبارها الهيئة المنظمة والمشروعة لبورصة الجزائر وفي هذا الخصوص وضعت هذه الهيئة مجموعة من الشروط لمن يريد أن يزاول نشاط الوساطة المالية، و الجدول التالي يوضح هذه الشروط .

الجـــدول رقم (3-1) : شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصـــة

شروط اعتماد الأشخاص الطبيعييـن	شروط اعتماد الشركـات
❖ طلب خطي الاعتماد لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة . ❖ أن يكون عمره 25 سنة على الأقل عند تقديم الطلب. يجب أن تتوفر فيهم شروط الكفاءة والدراسية بأمور السوق المالي. ❖ إما أن يكونوا حائزين على شهادة الليسانس في التخصص أو شهادة معادلة لها وأن يكونوا تابعوا بنجاح تكوين في ميدان تجارة وتسيير القيم المنقولة . - تقديم إثبات كفالة قدرها 500.000دج. - أن يكونوا حائزين على محل وضح التعيين والتحديد وملائم لممارسة هذا النشاط.	- إمتلاك رأس مال أدنى قدره مليون دينار جزائري . - حيازة محلات واضحة التعيين وملائمة لضمان أمن مصالح الزبائن. - حيازة مقر للشركة بالجزائر. - لديها على الأقل سير أو مسؤول في الإدارة بتوفر فيه شروط التأهيل العلمية المنصوص عليها . - الاعتماد للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة .

المصـــدر: وثائـق مستلمـة مـن بورصـــة الجزائـــر.

وعلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) دراسة الملف في مدة أقصاها شهرين (60 يوم) بالقبول أو الرفض مع تبرير الرفض.

2- الوسطـاء المعتمديــن في الجزائـــر :

لقـد قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بمنح الاعتماد لمجموعة من الوسطاء بغية السماح لهم بممارسة نشاط الوساطة في بورصة الجزائر وهم كالآتي [1] :

- الشركة المالية بالإرشاد والتوظيف (البنك الوطني الجزائر، الشركة الجزائرية للتأمينات، وبنك التنمية المحلية).

- شركة توظيف القيم المنقولة (البنك الجزائري للتنمية الريفية، والشركة الجزائرية للتأمين و إعادة التأمين).

- الراشد المالي (الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، البنك الخارجي، الشركة المركزية).

بنك الجزائر الخارجي البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، القرض الشعبي الجزائري، الصندوق للتوفير والاحتياط.

3 – متدخلـــون آخـــرون :

إضافة إلى ما سبق من العناصر المتدخلة في البورصة يمكن أن نجد أيضا :

❖ **المصـــــدرون** : و هم الذين يقومون بإصدار الأوراق المالية و المتمثلون في شركات ذات أسهم المطابقة لتعاليم القانون التجاري .

– المستثمـــرون : و هم الأشخاص المعنوية و الفردية، المتمثلة في: البنوك، شركات التأمين، شركات الاستثمارات ذات رأس المال المتغير .

[1]- Bulletin de la COSOB N"04, juillet 2003.P 22.

المطلب الرابـع : الشـروط و المراحـل الرئيسية للدخول إلى البورصـة

- **شـروط الدخـول إلى البورصـــة :**

تحدد شروط قبول القيم المنقولة للتداول في السوق بموجب النظام العام للجنة رقم97-03 المؤرخ في 18نوفمبر1997 ، يجب على الشركة التي تطلب القبول في البورصة أن تعين وسيطا في عمليات البورصة أو أكثر يكلف (أو يكلفون) بمساعدتها في تحضير ملف القبول.

و يجب على الشركة أن تنشر مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة ضمن الشروط المنصوص عليها بموجب نظام اللجنة ضمن الشروط المنصوص عليها بموجب نظام اللجة رقم96-02المؤرخ في 22جانفي1996 و المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركة و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة.

كما يجب على الشركة، زيادة على المذكرة الإعلامية، أن تقدم ملف قبول يشتمل على الوثائق القانونية و الاقتصادية و المالية و المحاسبية للشركة كما هو محدد بموجب تعليمة اللجنة رقم 98-01 المؤرخة في 30أفريل1998 و المتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة[1].

من أجل قبول القيم المتداولة في البورصة هناك نوعين من الشروط يجب الالتزام بها[2]:

- ✓ **الشروط المتعلقة بالشركة الراغبة في دخول البورصـــة :**

نذكرها فيما يلـي :

- أن تكون الشركة شركة ذات أسهم بحكم المادة 30 من القانون 97-03 الصادر بتاريخ 18 نوفمبر 1997.

- تكون قد نشرت القوائم المالية المصادق عليها لثلاث دورات سابقة لسنة طلب التسعيرة في البورصة بحكم المادة 31 من قانون 97-03.

- أن تكون قد نشرت عدد من الأوراق المالية تمثل 20% على الأقل من رأسمالها الاجتماعي .

---

[1]- سير البورصة، حوليات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، 2004، ص : 5 .

[2]- Commission D'organisation et de Surveillance des Opération de Bourse ; L'introduction en bourse ; condition et modalités ; 2002,p :02 .

- تقدم تقريرا لتقييم أصولها قام به عضو من جمعية الخبراء المحاسبيين؛ بحكم المادة 32 من القانون 97-03.

- تحقق أرباحا خلال السنة التي سبقت طلب التسعيرة؛ بحكم المادة 34 من القانون 97-03.

- إثبات وجود نظام داخلي لتدقيق الحسابات وضمان عمليات نقل الملكية بحكم المادة 36 من القانون 97-3.

- القيام بطلب القبول للورقة لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وتعيين وسيط في عمليات البورصة يكلف بمتابعة عملية الإدخال في البورصة بحكم المادة 16 و17 من القانون 97-03.

- التعهد بإعلام الجمهور بكل معلومة من شأنها أن تؤثر على سعر الورقة المالية في البورصة بحكم المواد 24،28،35،41 من القانون 97-03 والقانون 2000-02 الصادر بتاريخ 2000/01/20.

- **الشـروط الخاصـة بالأوراق الماليـة :**

تنقسم هذه الشروط لطبيعة الورقة فيما إذا كانت أسهم أو سندات وعلى ذكر هذه الأخيرة فإنه يمكن لأي شركة أسهم أن تسجل سنداتها بنظام التسعيرة المعمول به بشركة إدارة بورصة القيم شريطة أن تتوفر فيها الشروط الآتية ذكرها :

- أن لا تقل قيمة السندات التي تطلب الشركة تسجيلها بالبورصة عن 100مليون دج .

- أن تكون هذه السندات موزعة بين 100 حامل على الأقل.

- الأصول المالية للقرض المصدرة من قبل الدولة، لا تقيد لا بالحد الأدنى ولا بقيمة الإصدار ولا بعدد المالكين.

أما فيما يتعلق بالأسهم فيجب توفير الشروط التاليـة :

- امتلاك رأس مال أدنى قدره مئة مليون دج 100.000.000دج .

- نشر الحالة المالية للسنوات الثلاث السابقة .

- تقديم كشف عن الأرباح المحققة خلال السنة المالية السابقة لسنة تقديم الطلب.

- إثبات وجود محل لممارسة النشاط .

– عرض الأسهم المصدرة على قاعدة من المساهمين تعادل 300 مساهم أو أكثر يوم الإدراج.

كما يقول المدير العام لبورصة الجزائر أن عدد السندات المدرجة في البورصة أكبر من عدد الأسهم ، حيث أن البورصة الجزائرية تشهد اتجاه نحو تداول السندات بصورة أكبر من البورصة ، حيث تم إدراج عدد معتبر من السندات و تقر حاليا بخمس سندات مقابل عدم إدراج و لا سهم منذ 2000 ، و هذا راجع لسياسة الخوصصة التي انتهجتها الدولة [1] .

لكن وبالرغم من كل الإجراءات التنظيمية التي تم اتخاذها والتي تجسدت في إنشاء مجموعة من الهيئات التي تهدف إلى تنظيم التعاملات وتوفير عنصر الأمان للمتعاملين في هذه البورصة ، ظلت هذه الأخيرة تعاني من ركود صاحبها منذ نشأتها إلى يومنا هذا ، ويرجع هذا الركود للحالة المزرية التي يعيشها الاقتصاد الجزائري ولعزوف المؤسسات عن الدخول لهذه السوق ، بالإضافة لعدم ملائمة الشروط المحددة لدخول البورصة مع وضعية هذه المؤسسات ، ويضاف إلى كل هذا ضعف الثقافة الادخارية لدى الجمهور وعدم اقتناعه بجدوى الاستثمار في مثل هذه الأسواق .

- **المراحـل الرئيسيـة للدخول إلى البورصـة :**

يتطلب الدخول إلى البورصة المرور بعدة مراحل رئيسية هـــي[2]:

– **اختيار الوسيط المرافــق** : وفقا للمادة 17 من قانون لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة المؤرخ بتاريخ 1997/11/18، و المتعلق بالقانون العام لبورصة القيم لمنقولة و التي تنص على ما يلي: "يجب على أي مؤسسة تقبل قبول سنداتها في عملية التداول في البورصة أن تعين وسيطا في عمليات البورصة مكلفا بتتبع إجراءات القبول والإدخال "

– **التقييم الاقتصادي للمؤسسة** : تقوم المؤسسة باستدعاء خبير محاسبي بشرط أن يكون مسجل في جدول الأوامر ومعروف لدى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و الذي يلجأ إلى تقيمها اقتصاديا. هذا التقويم سوف يساعد على تحديد سعر التنازل عن الأوراق المالية (سعر الإصدار أو سعر العرض).

– **مطابقة مع متطلبات الســوق** : و يتم ذلك عن طريق إجراء تسويات ضرورية و أيضا على تقديم للسوق المالي مؤسسة متجانسة، حتى لا يتم الشك في المساهمين القدماء على أنهم خلال عملية الدخول احتفظوا جانبا على فرع، عقود أو نزاعات.

---

[1]– في مقابلة مع المدير العام للبورصة ، من إعداد صاحبا المذكرة ، الجزائـر، تاريخ إجراء المقابلة : 2018/04/12.

[2]- Bourse d'Alger, « guide pratique de l'introduction en bourse », p p:8-12.

و لبلوغ هذه الغاية من الضروري القيام بما يلـــي :

- ❖ المراجعة المحاسبية .
- ❖ إعداد حسابات مدعمة .
- ❖ إعداد مذكرة المعلومات و النشرة الدعائية .

وسنتطـرق ولو بإيجـاز إلـــى :

➢ **مذكـــــرة المعلومـــات** : و هو سند يحتوي على معلومات تقديرية هامة تساعد المستثمر على الحكم على المؤسسة، و يخضع مشروع مذكرة المعلومات لتأشير لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، و يحتوي هذا السند على المعلومات التالية :

– **معلومات خاصة بالعملية** : و تضم السعر، مرحلة و سعر العرض.

و في حالة وضع العملية حيز التنفيذ عن طريق العرض العمومي للبيع تكون شركة إدارة بورصة القيم مجبرة على المصادقة على تقسيمات العرض و كيفيات توزيع الأوراق المالية .

– **معلومات خاصة بالمؤسسة** : و المتمثلة في نشاطها، مركزها المالي، أعضائها الإدارية، أعضاء المديرية و المراقبة ، تطوراتها الحالية و طموحاتها المستقبلية، الشهادة التي تحمل أسماء الأشخاص الذين يتحملون مسؤولية مذكرة المعلومات.

➢ **النشـــرة الدعائيـــــة** : هو سند معلوماتي ثاني، يعد من طرف المؤسسة و يلخص فيه كل المعلومات الوجيهة المحتوية في مذكرة المعلومات و هو موجه للجمهور.

المعلومات الواجب ذكرها في هذا السند يجب أن تحدد بصفة تنظيمية (أمر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 03-97 المؤرخ في 1997/10/30) ، وهـــي :

– **طلب القبـــول** : طلب القبول يجب أن يكون مرفقا بملف متكون من مجموعة من السندات ذات الطابع القانوني ، الاقتصادي ، المالي و المحاسبي ، خصوصا نظام المؤسسة المعدل، مشروع مذكرة المعلومات الميزانيات و جدول حساب النتائج وأيضا تقرير التقييم الاقتصادي للمؤسسة .

و بعد تكوين الملف يودع لدى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة لأجل الحصول عل قرار القبول (تأشير الدخول) و بعد الفحص تبلغ هذه الأخيرة رأيها للشركة العضو و هذا يتم في مدة لا تتجاوز شهرين.

– **إنشاء عقود و اتفاقيات** : الدخول في البورصة يستلزم تدخل أعضاء أخرى (البنوك، الوسطاء ، البورصة) لهذا الغرض من الضروري استخدام عقود و اتفاقيات لأجل تعين و إجابات كل قسم .

– عقد مدرج/ وسيط (حالة عرض عمومي للبيع) محددا دور الوسيط و مبلغ العمولات للتحصيـــل.

– اتفاقية توظيف مصدر/بنك رئيس (حالة رفع رأس مال عن طريق العرض العمومي للادخار) ، محددا مهام الرئيس ، شروط و كيفيات تعويض الإعانات .

– عقد سيولة مؤسسة/وسيط في عملية البورصة، في مجال حدود السعر و الحجم و القيمة وذلك وفقا لتنظيمات السوق .

و يهدف هذا العقد إلى :

❖ ضمان تكرار العمليات المربحة .

❖ تلطيف الحركات الغير منظمة للأوراق المالية التي تحدث خلال التسعيرة الأولى بسبب ضالة التبادلات. هذا الميكانيزم يتماشى و قواعد البورصة.

❖ **نشر مطبوعات لأوامر الشراء أو وثائق الاكتتاب و تحضير شهادات الأسهم** : نشر مطبوعات لأوامر الشراء أو وثائق الاكتتاب بكميات كافية، هذه الأخيرة يجب أن تكون مطبوعة وفقا للنموذج المقرر من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، و كذلك المؤسسة عليها إعداد نموذج لشهادات الأسهم ، نشر نسخ من أجل تغطية احتياجات العملية و السوق الثانوي (بعد الدخول) و ذلك عن طريق وسائل النسخ أو طبع الأسهم .

❖ **إلقاء حملة ترقية الأوراق الماليـة** : يتوجب على المؤسسة اتخاذ إستراتيجية الاتصال لأجل ترقية أسهمها عن طريق وضع سياسة العلاقة العمومية و الدعائية (إعداد لوائح دعائية)، كما نستطيع اللجوء إلى مؤسسة اتصال متخصصة .

عندما تحصل المؤسسة على قرار القبول يتوجب عليها إلقاء حملة معلوماتية و ترقية لأسهمها و هذا عن طريق استخدام طرق الاتصال (التقاء المستثمرين، إعلانات) و دعامات معلوماتية تتناسب و النمط المستهدف من طرف المستثمرين (الجريدة ، المذياع ، التلفاز ، الملصقات) و تنتهي هذه الحملة عند غلق فترة العرض أو الاكتتاب .

❖ **إنشاء شهادات الأسهـم** : إذا كانت العملية الملقية مربحة (توزيع 20%من رأس مال 300 مساهم على الأقل)، و عند تلقي النتائج الاسمية من طرف البنك الرئيس "بنك الجزائر" (حالة رفع رأس المال) أو من البورصة (حالة العرض العمومي للبيع)، تشرع المؤسسة و بسرعة في إعداد شهادات الأسهم من أجل إعطائهم للبنك الرئيس و للوسيط المرافق في عملية البورصة، هذان الأخيران مكلفان بتحويلها إلى المساهمين، و بالتوازي شركة إدارة بورصة القيم تقوم بإخبار السوق على التاريخ المقرر لبداية التسعيرة و ذلك عن طريق نشر رأي في الوثيقة الرسمية للتسعيرة .

المبحـث الثانـي : القيـم المنقولـة المتداولـة في البورصـة

توجد في أي سوق للأصول المالية مجموعة من النظم والآليات التي تعمل على تسيير المعاملات فيها وتساهم من ثم في رفع مستوى كفاءة السوق ، وبالرغم من حداثة سوق الأصول المالية الجزائرية إلا أنه ينبغي دراسة مختلف النظم والآليات التي تعمل بها هذه السوق ، وهذا من خلال تناول المطالب الآتية : الشركات المقيدة بالبورصة في المطلب الأول ، وفي المطلب الثاني القيم المنقولة الممكن تداولها في السوق الجزائرية ، أما المطلب الثالث فعالج نشاطات سوق القيم المنقولة وفي الأخير تطرقنا إلى إجراءات التداول في البورصة و طرق تقييم القيم المنقولة .

المطلب الأول: الشركـات المقيـدة بالبورصـة

خلال سنواتها الأولى كان هناك أربعة شركات مقيدة في بورصة الجزائر ثلاثة منها طرحت أسهمها للتداول ولا تزال حتى الوقت الحاضر ، بينما الرابعة قامت بطرح قرض سندي تم استحقاقه في سنة 2003 ، ثم سجل سنة 2004 عودة إصدار السندات عن طريق العرض العمومي للادخار.

وهنا سيتم تناول الشركات المدرجة في بورصة الجزائر والتي تتمثل في المؤسسات الآتية :

- ❖ مجمـــع صيـــــدال .
- ❖ مؤسسة تسيير فندق الأوراسي .
- ❖ شركـــــة بيوفـــــارم .
- ❖ شركة أليانس للتأمينات .
- ❖ مجمـــع الرويبـــــة .

أولا – مجمـع صيـــدال :

يعد مجمع صيدال من المؤسسات الصناعية الهامة على مستوى الوطني بالنظر إلى المهام الموكلة إليه من إنتاج وتصدير وتسويق كل ما يتعلق بالمواد الصيدلانية .

وفي فيفري 1998 تحولت الشركة الصيدلانية إلى مجمع صناعي تحت تسمية المؤسسة العمومية الاقتصادية ، شركة ذات أسهم المجمع الصناعي صيدال ، حيث في نفس السنة تم عقد اجتماع بين المجلس الوطني لمساهمات الدولة والشركة العمومية القابضة للكيمياء والصيدلة بهدف الخوصصة الجزئية لصيدال عن طريق تحويل

20 % من رأسمالها الاجتماعي للعرض العمومي للادخار وذلك بمساعدة مكتب دراسات كندي (أرثور أندرسون) في تحضير المذكرة الإعلامية لدخول البورصة .

وخلال الفترة مابين 15 فيفري و15 مارس 1999 قام المجمع بعرض مليوني سهم للاكتتاب العام بقيمة اسمية 250 دينار جزائري للسهم الواحد .

وباعتبار أن المجمع يغطي معظم السوق الجزائرية في مجال الصناعة الصيدلانية ويعتبر من المؤسسات الرائدة في هذا المجال ، مما تركه يحقق ايجابية على مستوى مختلف رقم أعمال يفوق ستة ملايير دينار جزائري سنة 2003 .

ثانيـــا – مؤسسة تسيير فندق الأوراسي [1] :

تعتبر هذه المؤسسة من المؤسسات الرائدة في القطاع الخدماتي ، حيث استطاعت أن تكون من بين المؤسسات الأولى المدمجة في البورصة .

ولقد تم تحويل ملكيتها إلى الشركة القابضة للخدمات بموجب المرسوم رقم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة ، وبموجب ذلك قامت المؤسسة برفع رأسمالها في إطار تدعيم قدراتها المالية عن طريق إدماج فرق إعادة التقييم ، حيث أصبح رأسمالها يعادل 1.5 مليار دينار جزائري .

ولتنفيذ برنامج الخوصصة المسطرة من طرف الدولة والرامي إلى تنشيط بورصة الجزائر تقرر في بداية 1999 طرح جزء من رأس مال المؤسسة بنسبة 20% للاكتتاب العام وهو ما يعادل مليون سهم بقيمة اسمية 250 دينار للسهم حيث تكفلت بهذه المهمة مؤسسة الراشد المالي .

وبعد تسليم شهادات الأسهم تحقق نتائج ايجابية منذ دخولها إلى البورصة حيث تمكنت من تحقيق رقم أعمال يفوق مليار دينار جزائري سنة 2002 .

الوسيط في عمليات البورصة المرافق لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي الراشد المالي، والوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء هم كل من الراشد المالي ، المؤسسة المالية العامة Sogefi المؤسسة المالية للإرشاد و التوظيف Soficop و شركة توظيف القيم المنقولة SPDM.

ثالثـــا – أليانـــس للتأمينـــات :

هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري ، أنشأت في شهر يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين ، وتم رفع رأسمالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال سنة 2009 وشهد عام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لتشاط التأمين على الأضرار وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للإدخار ومكنت الشركة من الإمتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 1995/03/10 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين .

وفي نوفمبر 2010 شرعت إليانس للتأمينات في زيادة رأسمالها عن طريق العرض للإكتتاب ، وإنصب مبلغ العرض على 31 % من رأس المال الإجتماعي أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم .

وفي مارس 2011 بعدما أستوفي شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 07 مارس 2011 وقدر سعر الإدراج بـ 830 دينار جزائري .

رابعـــا – شركـــة الرويبـــة :

هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأس مال قدره 849195000 دينار جزائري ، يتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة ، وقد تأسست في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة تحت إسم الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية ، وكانت الشركة متخصصة في إنتاج معجون الطماطم والهريسة والمربيات تحت العلامة التجارية " الرويبة " ، وفي سنة 2003 غيرت الشركة شكلها القانوني وأصبحت شركة ذات أسهم .

وفي سنة 2006 ارتفع رأس مال الشركة إلى 152044000 دينار جزائري مخصص لمؤسسة مساهمة أجنبية وهي شركة ذات رأس المال الاستثماري غير المقيمة " افريسينفست المحدودة " ، بالإضافة إلى تمديد عمر الشركة إلى 99 سنة .

وفي سنة 2008 تم تغيير الاسم السابق للشركة من " الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية " إلى " أن سي أ رويبة ش . ذ . أ " ، رفع رأس مال الشركة إلى 849195000 دينار جزائري .

وفي سنة 2011 صدر قرار مجلس الإدارة بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين في 31 يناير 2012 .

وفي أبريل 2013 شرعن مؤسسة أن سي أ رويبة في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع وانصب مبلغ العرض على 25 % من رأس المال ، أي ما يعادل 849195200 دينار جزائري موزعة على 8491950 سهم .

وفي يونيو 2013 وبعد إستيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة تم إدراج سند رأس المال للشركة أن سي رويبة في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 يونيو 2013 وقدر مبلغ الإدراج بـ 400 دينار جزائري .

الوسيط في عمليات البورصة المرافق للشركة باريبا الجزائر ، نقابة التوظيف المكلفة بجمع أوامر الشراء مشكلة من البنك الوطني الجزائري ، البنك الخارجي الجزائري ، بنك الفلاحة والتنمية الريفية ، بنك التنمية المحلية الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط القرض الشعبي الجزائري ، بي أن بي باريبا الجزائر ، سوسيتيه جنرال الجزائـر .

خامســا – شركـــة بيوفـــارم :

بيوفارم و هي شركة أدوية جزائرية ، هي مجموعة صناعية و تجارية استثمرت في القطاع الصيدلاني في أوائل التسعينات ولها الآن وحدة إنتاجية تلبي المعايير الدولية و شبكة توزيع تجار الجملة و المصنعين الصيدليات بعد ما يقرب من عقدين من النشاط المكثف ، وصلت BIOPHARM الى مرحلة مهمة في تطورها مما استلزم إعادة هيكلتها .

وبدأت biopharm بالتأقلم تدريجيا مع هيكلها التنظيمي كمجموعة حول أعمالها المختلفة المتمثلة في إنتاج الأدوية من خلال biopharm و التي لا تزال جوهرة المجموعة ، التوزيع بالجملة للمنتجات الصيدلانية من خلال biopharm distribution ، التوزيع إلى الصيدليات من خلال biopure ، الترويج

و المعلومات الطبية ، من خلال hhi (معلومات الصحة البشرية) ، الخدمات اللوجيستية لصناعة الأدوية من خلالbiopharm logistic.

بالإضافة إلى ذلك ومن أجل ضمان تطويرها وتعزيز مهارتها الإدارية والحكومية فتحت biopharm رأس مالها إلى كونسورتيوم دولي تشجع هذه الصيغة الشراكة و الشركاء على حد سواء في التنمية على المدى الطويل للمجموعة ، و يتكون هدا الاتحاد ADPI، و هو صندوق استثماري متخصص في القارة الإفريقية يقدم المشورة من قبل شركاء التنمية الدولية(LLP"DPI) ، و هي شركة لإدارة صناديق الأسهم الخاصة في إفريقيا و تدير صناديق الأسهم الخاصة التي يبلغ مجموعها أكثر من 1.1 مليار دولار أمريكي تتمثل مهمة شركات موجودة في إفريقيا و قادة في أسواقها.

تعتبر DEG ، وهي شركة تابعة لـKFW واحدة من أكبر المؤسسات الأوربية لتطوير و تمويل المشاريع طويلة الآجال و تمويل الشركات ، تستثمر شركة DEG في مشاريع مربحة تساهم في التنمية المستدامة في جميع قطاعات الاقتصاد ، من الزراعة إلى البنية التحتية و خدمات التصنيع حتى الآن .

عملت شركة DEG مع أكثر من 1600 شركة ، و قد ساعدت محفظتها الحالية التي تزيد قيمتها عن5.6 مليار يورو في تحقيق إجمالي حجم استثمارات يبلغ39 مليار يورو.

وقد تم تصميم هذا التحالف لتمكين مجموعة BIOPHARM من الاستفادة من شبكات الكونسورتيوم على المستوى الدولي من أجل متابعة خطة تطوير أنشطتها في المراحل الأولى و النهائية وضمان نقل التكنولوجيا ، و تعزيز الإطار الإداري و الاستفادة من تجربة أعضاء الكونسورتيوم في تطوير التصدير في إفريقيا وأوربا.

شركة FMC COFARES ، وهي عبارة عن عربة استثمار يملكها صندوقان متخصصان في شمال إفريقيا : صندوق EUROMENA و شركة Mediterrania Capital.

سادســا – شركــة سونلغــاز :

قامت شركة سونلغاز بإصدار قرض سندي بقيمة 20 مليار دينار خصص لتمويل مشاريع استثمارية من أجل التوسع في نشاطها وقد اقتصر العرض على البنوك ومؤسسات الاستثمار في مرحلته الأولى ، وبعدها

إصدار جزء أخر للجمهور ، وتحصلت الشركة على تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتاريخ 27 أفريل 2005 تحت رقم 05/02 وتضمن الإصدار الأول من هذا القرض السندي ثلاثة أقسام وهي :

- القسم الأول : بمبلغ 8 مليار دينار بمعدل فائدة 3 % ومدة 5 سنوات .
- القسم الثاني : بمبلغ 6 مليار دينار بمعدل فائدته 3.25 % ومدة 6 سنوات .
- القسم الثالث : بمبلغ 6 مليار دينار بمعدل 3.50% ومدة 7 سنوات .

وبعدها تم تخصيص إصدار أخر للجمهور والأشخاص المعنويين والماديين باستثناء المؤسسات المالية ما عدا البنوك العضوة في نقابة الإصدار وذلك لضمان سيولة السندات ، وحدد المبلغ الأدنى للاكتتاب بقيمة 20000 دج ، وكل اكتتاب إضافي يكون بأقساط من 10000 دج لكل قسط ، وهذه السندات غير مجسدة وهي لحاملها ومسجلة لدى حافظي الحسابات المخولين من لجنة التنظيم في عمليات البورصة ومراقبتها .

وكان إصدار هذه السندات بقيمة 10000دج للسند الواحد ويدفع مبلغها كليا عند الاكتتاب ويمكن للمكتتبين شراء مايريدون من السندات ابتداء من 22 ماي إلى 23 جوان 2005 على مستوى البنوك التابعة لنقابة الإصدار والبنك المرافق لهذه العملية وهو البنك الوطني الجزائري .

ومن أبرز خصائص القرض السندي لشركة الخطوط الجوية الجزائرية مايلي :

- مدة القرض محددة بست سنوات (06) ابتداء من يوم 22 ماي 2005 .

- يتم تسديد الرأسمال الكامل للمكتتبين بنهاية أجل القرض أي يوم 22 ماي 2011، ولا يتم التسديد بالتسبيق.
- حسب قانون المالية لـ 2005 ، لا تخضع مداخيل السندات من فوائد وإضافي القيمة لأية ضريبة .
- هذا الإصدار لا يستند لضمان خاص .
- تدر السندات فوائد ابتداء من 22 ماي 2005 بنسب متزايدة من 3.50% للسنة الأولى 3.75% للسنة الثانية ،4.00 % للسنة الثالثة ، 4.25 % للسنة الرابعة ،5.00% للسنة الخامسة و 7.00% للسنة السادسة.
- يتم التسديد الأول يوم 22 ماي 2006 وهذا كل سنة حتى نهاية القرض يوم 22 ماي 2011 وعندما يصادف تاريخ التسديد إحدى أيام العطل سيتم الدفع في اليوم الموالي ليوم العطلة .
- تقدر نسبة المردود الحقيقي للسند بـ 4.51% بتاريخ افتتاح الاكتتاب ، هذه النسبة من المردود لن يكون لها مدلولها الا إذا توفر الشرطان التاليان :
- يحفظ المكتتب بسنده إلى غاية تاريخ تسديد السند .
- يعاد استثمار مبلغ الأرباح السنوي بنفس المردود وهذا إلى غاية تاريخ تسديد السند .

وتتمتع شركة سونلغاز بوضعية مالية جيدة تسمح لها بالتحكم في ديونها وتضمن لها إمكانية التسديد بكل أمان ، حيث أن مستوى رقم الأعمال سجل ارتفاعا بـ 13% مقارنة بنسبة 2003، وهو في ارتفاع مستمر خاصة بعد إصدار القرض السندي .

وفي الأخير يمكن الإشارة إلى أن سندات كل من شركة الخطوط الجوية الجزائرية وسونلغاز يتم التداول فيها خارج التسعيرة ، وهذا ما يمكن القول عنه بالشيئ الجديد في سوق الأصول المالية الجزائرية حيث في السابق كان التداول في الأصول المالية داخل السوق الرسمية فقط .

المطلـب الثانـي : القيـم المنقولـة المتداولـة في الســوق الجزائريـــة

كل أنواع القيم الصادرة في السوق المالية الجزائرية مذكورة و معرفة في المرسوم التشريعي رقم93-08 الصادر بتاريخ 27 أفريل 1993 معدلا ومكملا للمرسوم رقم 75-59 بتاريخ26 سبتمبر1975المتضمن القانون التجاري وحسب المادة 715 مكرر من القانون التجاري ، فان القيم المنقولة المتداولة حسب القانون الجزائري هي عبارة عن سند مالي قابل للتداول يصدره كيان قانوني (شركات مساهمة) ترغب من ورائها الحصول على تمويل يوجه لإنجاز مشاريع استثمارية، وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر[1] ، و السندات التي يمكن أن تصدرها شركات المساهمة متمثلة في[2] :

- ❖ سندات كتمثيل لرأسمالها (أسهم) .
- ❖ سندات كتمثيل لرسوم الديون التي على ذمتها (سندات دين) .
- ❖ سندات تعطي الحق في منح سندات أخرى تمثل حصة معينة لرأسمال الشركة عن طريق التحويل أو التسديد أو أي إجراء آخر.

و فيما يلي شرح كل نـوع :

- **الأسهـــم** : وتتنـوع إلى :

– الأسهـم العاديـــة : هي الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأسمال شركة تجارية. و تمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة و الحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها و المصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها، وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي يحوزها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب

---

[1]– راجع المادة 715مكرر30 من القانون التجاري،2007، ص:195، متاح على: **www.joradp.org**، تاريـــخ التحميل:2018/03/24.

[2]– المادة 715مكرر33، من القانون التجاري، المرجع السابق، ص:196.

القانون. وتمنح الأسهم العادية علاوة على ذلك ، الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها[1].

– أسهـــم التمتـــع : هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم ن طريق الاستهلاك المخصوم إما من الفوائد أو الاحتياطات ، و يتمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل[2].

ودرجة الخطر في سندات الملكية من متوسط إلى مرتفع جدا ، و تتوقف درجة الخطر على عدة عوامل مثل المنافسة ، وحجم المؤسسة ، الأرباح المحققة، جودة تسييرها و استقرارها المالي ، ويتعين على الشركات لزوما دفع فوائد سندات الدين والأرباح قبل توزيع الأرباح على مساهميها العاديين ، و زيادة على ذلك و في حالة تصفية المؤسسة يصنف المساهمون العاديون في آخر الترتيب[3].

❖ **السهـــم الخـــاص** : السهم الخاص أسس بمقتضى المرسوم التنفيذي رقم96 -133 المحدد للشروط و الكيفيات المتعلقة بالسهم الخاص ، يبقى السهم الخاص محتفظا به من طرف الدولة للتدخل في حالات خاصة

إن اكتساب أسهم خاصة يسمح للدولة بتعين عضوا أو عضوين للمشاركة بدون صوت انتخابي في مجلس إدارة الشركة المخصخصة ، مدة السهم الخاص لا يتجاوز خمس سنوات بعد إصدارها، بعد هذا التاريخ يحول السهم الخاص آليا إلى سهم عادي.

– شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويـــت : تصدر شهادات الاستثمار و شهادات الحق في التصويت بمناسبة زيادة رأس المال و تجزئة الأسهم الموجودة[4] ، تمثل شهادات الاستثمار التي يجب أن تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية لسهم الشركة المصدرة[5]، حقوقا مالية و هي قابلة للتداول[6]، أما شهادات الحق في التصويت فهي تمثل حقوقا أخرى غير الحقوق المالية المرتبطة بالسهم، و يجب أن تصدر شهادات الحق في التصويت بعدد يساوي عدد شهادات الاستثمار[7] .

---

[1]– المادة 715 مكرر42، من القانون التجاري، المرجع السابق، ص:198.

[2] – المادة 715مكرر45، من القانون التجاري، المرجع السابق، ص:198.

[3]– لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، دليل القيم المنقولة، 2004، ص:6.

[4]– المادة 715 مكرر61، من القانون التجاري، المرجع السابق، ص:203.

[5]– المادة 715 مكرر62، من القانون التجاري، المرجع السابق، ص:203.

[6]– المادة 715 مكرر63، من القانون التجاري، المرجع السابق، ص:203.

[7]– المادة 715 مكرر64، من القانون التجاري، المرجع السابق، ص:203.

- **السنـــدات** : و يمكن أن نجـد[1] :

– **السندات ذات النسب المتزايـدة** : هي سندات تتغير نسبة مكافأتها من سنة إلى أخرى بحسب المؤشر المرجعي ويسمح ذلك بتفادي التقلبات في أسعار البورصة المترتبة على التغيرات في نسبها ، و تكون نسبة دنيا مضمونة عادة .

– **السندات ذات النسب الثابتـــة** : و هي يوافق دينا متوسط أو طويل المدى، تصدرها شركات أو حكومات تتعهد بدفع عائد ثابت طوال مدة الاقتراض و بسداد الرأسمال المقترض في أجل مسمى حسب الكيفيات المنصوص عليها في عقد الإصدار.

– **سنـــدات المساهمـــة** : تعتبر سندات المساهمة سندات دين تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها و تقوم على القيمة الاسمية للسند[2].

– **السندات القبلة للتحويل إلى أسهم** : و هو السند الذي يخول لصاحبه أمكانية، و ليس إلزامية، استبداله بسندات ملكية الممثلة في أسهم المصدر نفسه.

– **سندات ذات أذنات اكتتاب بالأسهم** : هو سند عاد ذو نسبة ثابتة يتصل به أذن أو أكثر، و تخول هذه الأذنات الحق في اكتتاب أسهم جديدة تصدرها الشركة بسعر أو أكثر و حسب شروط و آجال يحددها عقد الإصدار.

و تجدر الإشارة إلى أن القيم المنقولة التي نص عليها القانون التجاري ما هي إلا الجانب القانوني ، و لكن في الواقع يتم التداول في بورصة الجزائر نوعين فقط من السندات ، هما السندات ذات النسب المتزايدة ، و أما الأسهم نجد الأسهم العادية فقط ، و هذا راجع إلى أن السوق المالية الجزائرية في بدايتها ، و هي تتطور في بيئة تنعدم فيها الثقافة البورصية لدى الأفراد و كذا توجد ضمن منظومة مالية في بداية تطورها .

المطلـب الثالث : إجراءات التـداول في البورصة و طرق تقييم القيم المنقولـة

بعد قبول اللجنة سندات رأس المال يتم إدخالها وفق إجراءات محددة من طرف القانون الجزائري ، علما أن الإجراء المتبع من طرف المؤسسة مع وسيطها في البورصة محدد من طرف شركة بورصة الأوراق المالية ، يحدد النظام العام ثلاثة أنواع من الإجراءات التقليديـــة[3] :

---

[1]– لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، دليل القيم المنقولة،2004، ص: 7.

[2]– المادة 715مكرر74، من القانون التجاري، المرجع السابق، ص:205.

[3]–سير البورصة ، لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة،2004.ص: 6.

- ❖ الإجـراء العـــادي .
- ❖ إجراء العرض العمومي بسعر محدد .
- ❖ إجراء العرض العمومي للبيع بسعـــــر أدنى .
- ❖ إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنـى .

1- الإجـراء العـــادي :

يطبق هذا الإجراء فيما يخص السندات الشبيهة بالسندات التي سبق تسعيرها و كذا بالنسبة لسندات الدين و هو إجراء يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة عندما يكون رأسمال الشركة المعنية موزع بما فيه الكفاية على الجمهور بالقيام بالتسجيل المباشر للسند في جدول التسعيرة لكي يتم تداوله ضمن شروط التسعيرة الممارسة في السوق انطلاقا من سعر الإدخال المصادق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، استنادا إلى شروط السوق[1].

2 – العرض العمومي بالبيـــع :

هو عبارة عن إجراء يسمح لأصحاب أو ملاك القيم المنقولة، بفرض بيع كامل لقيمهم أو جزء منها للجمهور في فترة محدودة و سعر محدد و يكون إما عن طريق العرض العمومي للبيع بسعر ثابت، وإما عن طريق العرض العمومي بسعر أدنى.

في الجزائر يسمح هذا الإجراء بالقيام بعملية الخوصصة من جهة ، ومن جهة أخرى ضمان التسعير الضروري للقيم بالتفاوض في البورصة .

➢ **إجراء العرض العمومي بسعر محـــدد :**

هو الإجراء المتمثل في أن يوضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر ثابت سبق تحديـــده .

✓ **كيفيـــة التنفيـــذ :**

و تقوم من خلاله شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر الكشف على الأقل أسبوعين قبل الوقت المحدد لعملية العرض العمومي ، يحتوي هذا الكشف على تعريف المؤسسة المصدرة و عدد الأسهم الموضوعة للبيع

[1]- سير البورصة ، لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، 2004 ، ص: 7.

بالسعر المقترح و من المحتمل كذلك أن يحتوي على الحد الأدنى لكمية الأوراق التي تتخلى عنها المؤسسة المصدرة حتى تتحقق العملية بنجاح .

✓ **شـــروط التنفيـــذ :**

- لا تقبل SGBV إلا بالأموال المعطاة بسعر العرض .

- تقوم SGBV بمراقبة نوع الأمر و هذا بفحص كل المعلومات الخاصة بالذي أعطى الأمر و كذلك رفض كل الأوامر المضاعفة إذا كان الزبون قد أعطى أمرين بالشراء .

-تراقب العرض المقدم الذي يجب أن يكون على الأقل 20% من رأسمالها الاجتماعي للمؤسسة المصدرة و توزيع أسهمها على الأقل على 300 مساهم إذا كان العرض مربح يكون السعر هو سعر العرض.

✓ **توزيـــع الأوراق :**

ليتم توزيع الأوراق تقوم SGBV بما يلي :

إذا كان حجم الأوراق المعروضة أكبر من حجم أوامر الشراء، فإنه من الممكن أن تكون عملية opv مربحة و هذا بشرط أن يكون مؤكد في قرار الدخول، في هذه الحالة الحجم المجاني لن يكون مطبقا في صورة عرض بيع .
إذا كان حجم أوامر الشراء أكبر من حجم الأوراق المعروضة للبيع ، تقوم SGBV بتوزيع لأوامر بتطبيق أحد عمليات التخفيض موقوف مع المتدخل كما هو موضح في قرار الدخول و تتمثل هذه العمليات في :

- تخفيض نسـبي : توزيع AU PRORATA.
- تخفيض غير نسبي : توزيع PAR PALLIER.

ففي التوزيع الأول يكون الجواب على الأوامر بطريقة حسابية و حسب النسبة المئوية بين العرض والطلب و تحسب نسبة الترجيح من خلال قسمة الكمية المعروضة على الكمية المطلوبة المحتجزة، أما النوع الثاني من التوزيع فيحدث في حالة ارتفاع التسيير في الطلب مقارنة بالعرض، والنسبة المؤوية الضعيفة للأوراق المقدمة تكون بتخفيض نسبي (توزيع AU PRORATA) الذي له سلبيات والمتمثلة غالبا في إهمال الأوامر الصغيرة الحجم و لسد هذا النقص يطلب المتدخلون تقسيم الأوراق بإعطاء الأولوية للمدخرين الصغار، و تلجأ شركة تسيير بورصة القيم إلى جمع طلبات الأوامر وترتيبها حسب حدود متزايدة للكمية المطلوبة للأوراق .

➢ **إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنـى :**

و هو عبارة عن إجراء يسمح للمؤسسات المصدرة بفتح رأسمالها الاجتماعي و يضع تحت تصرف الجمهور يوم إدخال عدد معين من الأسهم بسعر أدنى.

- **كيفيـة التنفيـذ :**

و لتنفيذ هذا الإجراء تقوم شركة إدارة بورصة القيم بتجميع كل الأوامر (الشراء) التي تلقاها الوسطاء في العمليات البورصية ، و بعد ذلك تقوم البورصة بتجزئة الأوراق المالية الموضوعة تحت تصرف السوق و توجيه كل جزء لتلبية الطلبيات المأخوذة .

- **شـروط التنفيـذ :**

– الأوامر التي لا تتوافق مع إعلان الدخول المنشور من طرف البورصة تكون مرفوضة .

– شركة تسيير بورصة القيم لا تقبل الأوامر بسعر محدود و لها الحق في رفض الأوامر التي ترى أن سعرها يفوق بكثير السعر الأدنى للعرض.

– سعر الشراء يجب أن يحترم التسعيرة المأخوذة من طرف شركة تسيير بورصة القيم الذي هو 5 دج.

– الأوامر المقبولة فتجمع و تصنف تصاعديا حسب حد الأسعار.

تقوم البورصة بتحديد العلاقة بين العرض و الطلب (الميل) التي نجد فيها حالتـين :

– الميل (T) أصغر من الواحـد :

الميل مشبع للشروط المثبتة من طرف المؤسسات المصدرة حتى يكون العرض له نتيجة ايجابية ، و سعر الدخول يكون إذن سعر العرض الأدنى ، و في هذه الحالة مجموعة أوامر الشراء المأخوذة يكون مرضي 100% لكميات الأوراق المطلوبة .

إعلان دخول القيمة إلى التسعيرة لم يتضمن شروط بأن يكون عرض البيع بنهاية مربحة.

– الميل (T) أكبر أو يساوي الواحـد :

البورصة تطبق في هذه الحالة الإجراءات التاليـة :

❖ **حساب السعر المتوسط (ME)** : و هو السعر الذي يسمح بإرضاء نصف الطلب الكلي على الأوراق .

❖ **حساب الفرق المطلق المتوسط مقارنة بالسعر المتوسط (EMA)** :

الفرق المطلق المتوسط ، بالنسبة للسعر المتوسط يسمح لنا بمعرفة التشتت الذي يفرق ما بين السعر المقترح و السعر المتوسط ، و يحسب بالطريقة التالية :

$$E_{AM} = \frac{1}{N}\sum_{T=1}^{K} ni|x_i - ME|.....(12)$$

حيـث :

N : كمية الطلب الكلي.

N_i: طلب مصاحب للسعر المقترح x_I .

K: كمية محدودة لسعر موجود .

EAM : الفرق المطلق المتوسط .

و هذا الأخير EAM متعرض للدوران أمام تسعيرة محددة في قرار الدخول .

❖ **الفورشـات المأخـودة** :

❖ **الحـد الأعلى** : السعر المتوسط زيادة إليه الفرق المطلق المتوسط (ME+EAM).

❖ **الحـــد الأدنى** : السعر المتوسط منقوصا له الفرق المطلق المتوسط (EAM-ME).

- **تقييـم الأدوات الماليـة في البورصـــة** :

الطرق المختلفة للتقييم حسب نوع السهم أو السند ، وبالنسبة لبورصة الجزائر فنوع السندات المدرجة هي السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد بمعدل فائدة إما متزايد أو ثابت ، وبالنسبة للأسهم فهي أسهم العادية .

- **تقييم السندات المدرجة في بورصة الجزائـــر:**

- المتغيرات المرتبطة بتقييم السندات[1] :

- قيمة التسديـــــــــد.

- مدة استحقاق السند.

- معدل الفائدة (سنوي أو سداسي) .

- سعر الاكتتاب .

من أجل تحديد القيمة الحقيقية للأصل المالي يجب تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن يدرها الأصل المالي في المستقبل.

✓ **في حالة السندات بأسعار فائدة ثابتـــة** : تكون العلاقة الرياضية لحساب القيمة الحالية كالآتي :

$$P_0 = \frac{c_1}{(1+i)^1} + \frac{c_2}{(1+i)^2} + \frac{c_3}{(1+i)^3} + \ldots\ldots + \frac{c_n}{(1+i)^n} + \frac{V_R}{(1+i)^n}.$$

$$p_0 = c\left[\frac{1-(1+i)^{-n}}{i}\right] \ldots\ldots\ldots\ldots(13)$$

حيث :

$\mathbf{P_0}$: القيمة الحالية للسند معبر عنها بنسبة مئوية من القيمة الاسمية.

$\mathbf{C}$: معـدل الفائـــدة السنـــوي .

$\mathbf{V_R}$: قيمة التسديد في نهاية الفترة .

$\mathbf{N}$: مـــــدة استحقـــاق السنـد .

$\mathbf{I}$: معدل العائد المطلوب .

---

[1]- مرجع خاص بالبورصة ، Approche actuarielle et évaluation obligataire ، ص : 29.

➢ **في حالة السندات بأسعار فائدة متغيـرة** : لابد من حساب كل حد من العلاقة السابقة على حدى .

و في حالة ما إذا أراد المستثمر أن يعرف معدل العائد في السوق (المطلوب) ، ففي هذه الحالة يمكن حساب معدل العائد التقريبي باستعمال العلاقة التاليـة :

$$i = \frac{c + \frac{V_r - P_0}{n}}{\frac{V_r + P_0}{2}} \quad \ldots\ldots\ldots(14)$$

حيث:

I : سعر السوق المقرب .

في حالة ما إذا كانت : $V_r \rangle P_0$ فإن الاستثمار ناجح .

أما إذا كانت $V_r \langle P_0$ فإنه لا يحبذ الاستثمار في هذا النوع من السندات .

- **تقييـم الأسهـم** :

هناك عدة طرق لتقييم الأسهم منهـا :

❖ **طريقـة التدفقـات** :

$$P_0 = \frac{div_1}{(1+i)} + \frac{div_2}{(1+i)^2} + \ldots + \frac{div_n}{(1+i)^n} + \frac{v_{rem}}{(1+i)^n} \ldots(15)$$

باعتبار أن الأسهم ليس له تاريخ استحقاق فإن القيمة المسترجعة في نهاية الفترة تؤول إلى الصفر وباعتبار أن التوزيعات متساوية وهي حالة خاصة فإن العلاقة (03) تصبح كما يلي :

$$P_0 = \frac{div}{i}$$

أما إذا كانت التوزيعات متزايدة عبر السنوات بمعدل نمو "g" فإن العلاقة (03) تصبح كما يلي:

$$p_0 = \frac{div(1+g)}{i-g} \ldots(16)$$

حيث : i>g.

أما الحالة التي يكون فيها المقام سالبا فهي منعدمة لأنه لا توجد مؤسسات يكون فيها معدل النمو أكبر من معدل الفائدة، هذا في الجزائر، لكن إذا أخذنا الشركات الكبرى في العالم فيمكن أن نجد أن معدل نمو الأرباح أكبر من معدل الفائدة .

المبحث الثالث : اختبـار عشوائيـة حركـة الأسعـار في بورصـة الجزائـر

نحاول في هذا المبحث اختبار مدى عشوائية حركة الأسعار في بورصة الجزائر عند المستوى الضعيف ، من خلال دراسة سلوك الأسعار اليومية لمؤشر السوق (دزاير اندكس) باستخدام تقنية السلاسل الزمنية ، خلال الفترة الممتدة من 2010/01/01 إلى 2017/12/31 ، أي حوالي 828 مشاهدة ، حيث تهدف الدراسة إلى اختبار مدى وجود السير العشوائي لأسعار الأسهم ، من خلال الطرق الإحصائية المستعملة في المطلب الأول وفي المطلب الثاني، دراسة الكفاءة في بورصة الجزائر و المطلب الثالث : معوقات بورصة الجزائر، أما المطلب الرابع آليات تفعيل البورصة .

المطلب الأول : الطرق الإحصائيـة المستعملـــة

اختبار كفاءة بورصة الجزائر من خلال فرضية الصيغة الضعيفة التي تقوم على تحقيق الفرضيات الثلاثة التالية السلاسل الزمنية تتبع التوزيع الطبيعي ، استقلالية أسعار المؤشر، استقرارية السلاسل الزمنية .

نعتمد في اختبار هذه الفرضيات علـــى :

- ❖ فرضية التوزيع الطبيعي باستعمال الاختبارات التالية : اختبارSKEWNESS، و اختبار احصاءة KURTOSIS، و اختبار احصاءة Jarque- Bera.
- ❖ فرضية استقرارية السلاسل الزمنية على اختبار جذر الوحدة، لكل من ديكي فولر DF ، ديكي فولر الموسعADF، فيليب بيرون PP ، و اختبار KPSS.
- ❖ **اختبار فرضية التوزيع الطبيعي لحركية الأسعـار:**

من اجل اختبار شكل التوزيع تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي eviews بالطريقة الحسابية ويقتضي هذا الاختبار على اختبار فرضية مفادها أن البيانات لا تتوزع بشكل طبيعي وهي فرضية العدم ، مقابل الفرضية البديلة التي مفادها أن البيانات تتوزع بشكل طبيعـــي اي :

H_0: البيانات تتوزع بشكل طبيعي

H_1: البيانات لا تتوزع بشكل طبيعي

و هذا باستعمال الإحصاءات التاليـــة[1]:

❖ **اختبار احصاءة SKEWNESS** : و هذا لاختبار فرضية العدم (فرضية التناظ $H_0: V_1 = 0$ تكون و تتم المقارنة V_1ب 1.96 فإذا كانت :

$|V_1 V_1| > 1.96$: نرفض الفرضية الصفرية و هذا يعني أن السلسلة غير متناظرة .

$|VV_{11}| < 1.96$: نقبل الفرضية الصفرية و هذا يعني أن السلسلة متناظرة .

❖ **اختبار احصاءة KURTOSIS** : و هذا لاختبار فرضية التسطح الطبيعي $H_0: V_2 = 0$ كانت :

$|V_2 V_2| > 1.96$: نرفض الفرضية الصفرية و هذا يعني أن السلسلة متناظرة .

$|V_2 V_2| < 1.96$: نقبل الفرضية الصفرية و هذا يعني أن السلسلة غير متناظرة.

❖ **اختبار احصاءة Jarque– Bera**: و يتكون من الاختبارين السابقين و يتم وفق :

إذا كان: $JB < \chi^2_{(1-)}(2)$ نرفض الفرضية الصفرية و هذا يعني أن التوزيع غير طبيعيو هو ما يثبت فرضية المشي العشوائي .

$JB > \chi^2_{(1-\alpha)}(2)$: نقبل الفرضية الصفرية و هذا يعني ان التوزيع طبيعي .

فإذا كانت البيانات لا تتوزع بشكل طبيعي إذن الأسعار عشوائية و بالتالي السوق كفؤة ، أما إذا كانت تتوزع بشكل طبيعي فهي غير كفؤة[2].

[1] N. Damodar ;Basic Econometrics ; third édition ; Mc Gran-hill international éditions ; 1995 ; p 71.

[2] بن أعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية – دراسة قياسية– أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلـــوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك و مالية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان– 2013/2012 ص: 177.

❖ **ختبار فرضية استقرارية السلاسل الزمنيـــة :**

و نقصد بالاستقرارية ما إذا كان تغير مستوياتها مع الزمن دون تغير متوسطها، و ذلك من خلال فترة زمنية طويلة نسبيا ، أما السلسلة الغير مستقرة فان متوسطها يتغير باستمرار سواء بالزيادة أو بالنقصان[1].

H_0 : السلسة الزمنيـة

H_1 : السلسلة الزمنية

من أجل إختبار الفرضيات الذيـه .

من أجل اختبار سكون السلاسل الزمنية من عدمها نعتمد على مجموعة من الاختبارات منها :

– إختبار ديكي– فولـر (الجذر الوحدوي) Dickey et Fuller (DF) :

يسمح هذا الاختبار بمعرفة ما إذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة أم لا، عن طريق تحديد مركبة الاتجاه العام إن كانت تحديدية أم عشوائية ، و يقوم اختبار **DF** بالاعتماد على ثلاثة نماذج و هي [2] :

- النموذج الأول الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى **AR(1)** و الذي يكتب من الشكل :

$$Y_t = \lambda Y_{t-1} + \varepsilon_t \dots\dots (17)$$

اختبار انعدام λ من هنا سمي اختبار جذر الوحدة ، و قد استعملنا برنامج eviews من أجل الحصول على نتائج هذا الاختبار، و يعتمد هذا الاختبار على إحصائية t لمعامل الانحدار الذاتي من أجل اختبار الفرضية التاليـة :

H_0 : السلسلة الزمنية تحتوي على جذر وحدة

وتتم مقارنة t المتحصل عليها مع t الجدولية في جدول **DF**[3]

---

[1] صالح تومي، **مدخل لنظرية القياس الاقتصادي**، ديوان المطبوعات الجامعية، ج 2 الجزائر، 1999، ص: 173.

[2] Bourbonnis regis، Econométries 6eme édition ; Dunod ; paris ; 2005 ; p :233.

[3] أنظر الملحق رقم (02) لديكي فولـر .

- أما بالنسبة للنموذج الثاني و الثالث فيجب مراعاة المعنوية الإحصائية للمقدرات الباقية، فإذا كانت جميع المقدرات لا تختلف معنويا عن الصفر فان السلسلة مستقرة .

يقوم اختبار ديكي_فولر على فرضية أساسية و هي استقلالية الأخطاء العشوائية عن بعضها البعض ، و في حالة عكس ذلك لا يصلح هذا الاختبار، و من ثمة تم إيجاد اختبار أخر يأخذ في الحسبان هذا المشكل هو اختبار (**ADF**).

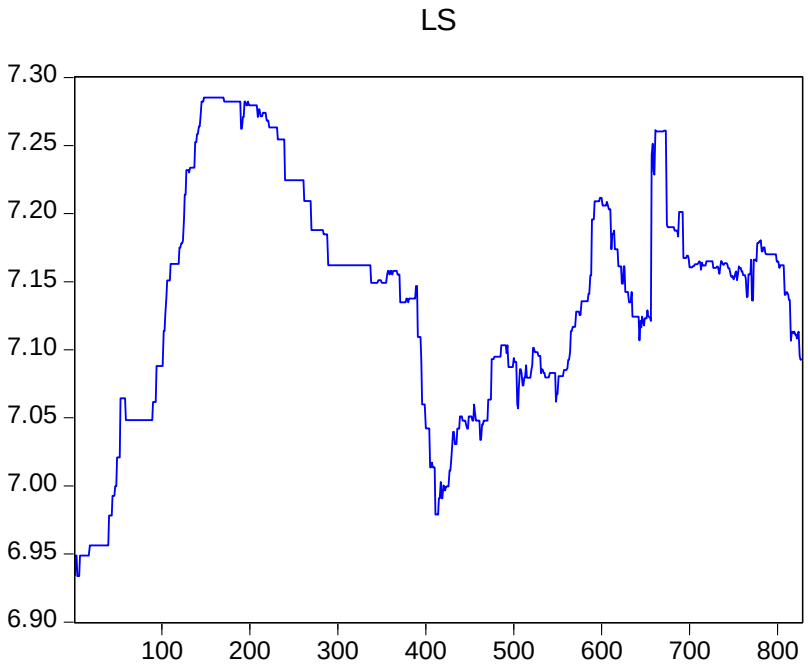
المطلب الثاني : اختبـــار كفـــاءة بورصـــة الجزائـــر

نهدف من خلال هذا الاختبار إلى التأكد بأن مؤشر "LS" لا تتبع توزيع طبيعي و تتميز السلسلة المدروسة بعدم الاستقرارية ، و هو ما يثبت تتبع حركة المشي العشوائي لحركة أسعار الأسهم في البورصة .

أولا– اختبـــار فرضيـــة التوزيـــع الطبيعـــي :

دراسة وصفية لبيانات السلسلة KSE:

الشكل رقم (3 –3) : تطور مؤشر بورصة الجزائر من 2010/01/01 إلى 2017/12/31



المصـــدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامجEVIEWS.

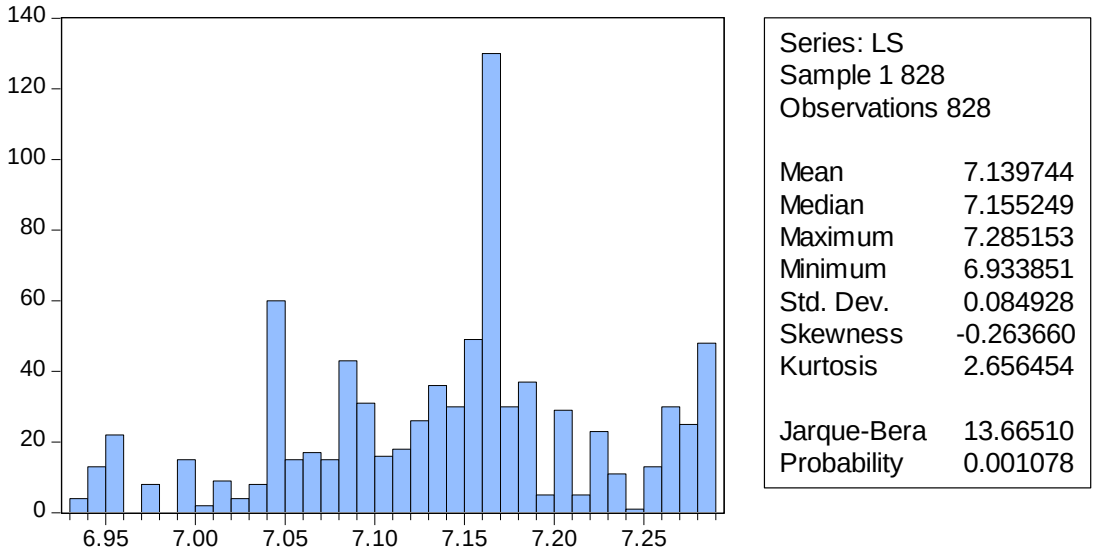
نلاحظ من خلال الشكل أن المؤشر كان في حالة منحنى صعودي ليصل لأعلى مستوياته في جوان 2011 حيث بلغ حوالي 1458.48 نقطة ، وواصل استقراره النسبي حتى أفريل 2012 ، بعده يتخذ منحنى هبوطي خلال 2014 و يبقى في تذبذبات ، ليصل إلى أدنى مستوياته في ديسمبر 2014 أين وصل حوالي1111.73 نقطة ، و يبدأ في الارتفاع إلى غاية جوان 2016 أين وصل إلى 1422.89 نقطة .

وسنحاول معرفة ما إذا كانت السلسلة LS تحمل خصائص التوزيع الطبيعي، و لهذا نستعين بالاختبارات السابقة .

ثانيا– اختبار احصاءة SKEWNESS و KURTOSIS :

بالاعتماد على برنامج **eviews** تحصلنا على النتائج التاليـــة :

الشكل رقم (3–4) : التوزيـع الاحتمـالي لمؤشـر KSE



المصـــدر : مخرجات برنامـج EVIEWS

يتضح من الشكل أن دالة سلسلة LS لم تأخذ شكل التوزيع الطبيعي ، و هذا ما تؤكده نتائج إحصائية **Skewness** (مقدار التواء التوزيع) و التي تختلف عن الصفر ، ويقتضي هذا الاختبار على اختبار فرضية مفادها أن البيانات لا تتوزع بشكل طبيعي وهي فرضية العدم ، مقابل الفرضية البديلة التي مفادها أن البيانات

تتوزع بشكل طبيعي ، و منه فانه حسب الشكل فان قيمة **Skewness** تقدر ب 0.263- ، إذن البيانات تتوزع بشكل طبيعي و منه السوق غير كفؤة في بورصة الجزائـــــر.

ثالثـــا- اختبار فرضية استقلالية أسعار للسلسلة (RUN TEST) :

ولاختبار هذه الفرضية تستخدم إحصائية Ljung-Box (Q) ، و يجب أن تكون أسعار المؤشر في السوق التي تسير به الأسعار عشوائياً غير مرتبطة ذاتياً أو بمعنى آخر إذا دلّت النتائج على عدم وجود ارتباط متسلسل في أسعار المؤشر فإن السلسلة يتوقع أن تتبع السير العشوائـي .

$$H_0: \mathrm{P_k} = 0$$

$$H_1: \mathrm{P_k} \neq 0$$

و نعتمد على برنامج eviews:

الجـدول رقـم (3-2): دالة الارتباط الذاتي للسلسلة LS

Date: 05/20/18 Time: 21:32
Sample: 1 828
Included observations: 828

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
.|*******	.|*******|	1	0.992	0.992	816.98	0.000
.|*******	.| |	2	0.984	0.023	1621.8	0.000
.|*******	.| |	3	0.976	0.037	2415.6	0.000
.|*******	.| |	4	0.968	-0.042	3197.5	0.000
.|*******	*| |	5	0.959	-0.074	3965.5	0.000
.|*******	.| |	6	0.949	-0.045	4719.0	0.000
.|*******	.| |	7	0.940	-0.004	5458.2	0.000
.|*******	.| |	8	0.930	-0.017	6182.8	0.000
.|*******	.| |	9	0.919	-0.030	6892.3	0.000
.|*******	.| |	10	0.909	-0.015	7586.3	0.000
.|******|	.| |	11	0.898	-0.025	8264.7	0.000
.|******|	.| |	12	0.887	-0.030	8927.0	0.000
.|******|	.| |	13	0.875	-0.023	9572.7	0.000
.|******|	.| |	14	0.863	-0.012	10202.	0.000
.|******|	.| |	15	0.852	0.026	10816.	0.000
.|******|	.| |	16	0.840	-0.019	11414.	0.000
.|******|	.| |	17	0.828	-0.024	11995.	0.000
.|******|	.|* |	18	0.818	0.088	12563.	0.000
.|******|	.| |	19	0.808	0.002	13117.	0.000
.|******|	.| |	20	0.797	-0.006	13658.	0.000
.|******|	.| |	21	0.786	-0.048	14184.	0.000
.|******|	.| |	22	0.775	-0.021	14696.	0.000
.|******|	.| |	23	0.764	0.002	15194.	0.000
.|***** |	.| |	24	0.753	-0.008	15678.	0.000
.|***** |	.| |	25	0.741	-0.017	16148.	0.000
.|***** |	.| |	26	0.730	-0.009	16605.	0.000
.|***** |	.| |	27	0.719	0.006	17049.	0.000
.|***** |	.| |	28	0.708	-0.026	17479.	0.000
.|***** |	.| |	29	0.696	-0.009	17896.	0.000
.|***** |	.| |	30	0.685	0.004	18300.	0.000
.|***** |	.| |	31	0.675	0.037	18693.	0.000
.|***** |	.| |	32	0.664	-0.017	19073.	0.000
.|***** |	.| |	33	0.653	-0.035	19441.	0.000
.|***** |	.| |	34	0.641	-0.022	19797.	0.000
.|***** |	.| |	35	0.630	0.008	20141.	0.000
.|**** |	.| |	36	0.619	0.014	20474.	0.000

المصـــدر: مخرجات برنامـج EVIEWS

نلاحظ من خلال دالة الارتباط الذاتي إن أغلب المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K كلها معدومة (خارج مجال الثقة) ، هذا الاختبار البياني يعتمد على العين المجردة و هذا ما يجعل نتائجها غير دقيقة ، لذا نلجأ إلى تأكيد هذه النتائج أو نفيها عن طريق الاختبارات الإحصائية ، و لإثبات هذا نستعمل اختبار Jung-Box.

- إختبـــار Jung-Box:

نستعمل هذا الاختبار من اجل دراسة المعنوية الكلية لمعاملات دالة الارتباط الذاتي، حيث توافق إحصائية الاختبارLB آخر قيمة في عمود Q-Stat في دالة الارتباط الذاتي الجزئية و البسيطة .

و من الشكل نلاحظ LB=20474 و هي أقل من الإحصائية الجدولية $\chi^2_{0.05,30}=43.77$[1]

و منه نرفض فرضية العدم القائلة بان كل معاملات دالة الارتباط الذاتي مساوية للصفر.

رابعـــا – إختبار فرضية استقرار السلسلة الزمنية (جذر الوحدة) :

- اختبـــار ديكـــي فولـــر DF :

وفي حال تم رفض الفرضية الصفرية فإن السلسلة ستكون ساكنة وذلك يعني أن السلاسل الزمنية لا تسير بشكل عشوائي أي أن السوق غير كفؤ على المستوى الضعيف ، و يعتبر من بين أهم اختبارات الاستقرارية وسنحاول تقدير النماذج الثلاثة المذكورة سابقا

- تقديـــر النمـــوذج الثالـــث : $\nabla Y_t = C + (\varphi_1 - 1)Y_{t-1} + b_t + \varepsilon_t$

بالاستعانة على برنامج EVIEWS تحصلنا على النتائج التاليـــة

[1]– قيمة كاي تربيع المجدولة ذات المعنوية 0.05 مستخرجة من جدول كاي تربيع ، انظر الملحق رقم:

الجدول رقم (3-3) : تقدير النموذج الثالث لاختبار DF للسلسلة LS

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(S)
Method: Least Squares
Date: 05/21/18 Time: 14:07
Sample (adjusted): 2 826
Included observations: 825 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
S(-1)	-0.007349	0.003451	-2.129683
C	10.51207	4.380420	2.399786
@TREND("1")	-0.002410	0.001542	-1.562589

R-squared	0.009087	Mean dependent var	
Adjusted R-squared	0.006676	S.D. dependent var	
S.E. of regression	10.51913	Akaike info criterion	
Sum squared resid	90956.07	Schwarz criterion	
Log likelihood	-3110.508	Hannan-Quinn criter.	
F-statistic	3.769038	Durbin-Watson stat	
Prob(F-statistic)	0.023474		

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS

من خلال الجدول السابق يمكن اختبار الفرضيات التالية:

❖ **اختبار فرضية $H_0: b = 0$** :

نلاحظ أن $prob = 0.118 > 0.05$ أي ان الاحصائية المحسوبة لمعامل الاتجاه العام ليس معنوي ونقبل H_0 ، و منه نرفض وجود اتجاهات ثابتــة .

- **إختبـار فرضيـة $H_0: \lambda = 0$**:

من الجدول نلاحظ أن الإحصائية المحسوبة $t_{calc} = -2.121$ و هي اقل بالقيمة المطلقة من القيمة الحرجة t_{tab} : -3.96، -3.41، -3.12 ، و هذا عند مستويات معنوية 1%، 5%، 10% على الترتيب و منه نرفض الفرضية العدمية ، و هذا يعني عدم وجود جذر وحدوي في السلسلة ، أي أن السلسلة مستقرة .

– تقديـر النمـوذج الثانـي : $$\nabla Y_t = C + (\varphi_1 - 1)Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

أعطى التقدير النتائج التاليـة:

الجدول رقـم (3–4) : تقدير النمـوذج الثاني لاختبار DF للسلسلة LS

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(S)
Method: Least Squares
Date: 05/21/18 Time: 14:03
Sample (adjusted): 2 826
Included observations: 825 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
S(-1)	-0.007766	0.003443	-2.255545	0.0244
C	10.04544	4.374055	2.296596	0.0219

R-squared	0.006144	Mean dependent var	0.214263
Adjusted R-squared	0.004936	S.D. dependent var	10.55442
S.E. of regression	10.52834	Akaike info criterion	7.548440
Sum squared resid	91226.25	Schwarz criterion	7.559871
Log likelihood	-3111.732	Hannan-Quinn criter.	7.552825
F-statistic	5.087482	Durbin-Watson stat	1.981105
Prob(F-statistic)	0.024361		

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS

من خلال الجدول السابق يمكن اختبار الفرضيات التاليـــة :.

❖ **اختبـار فرضيـة** $H_0: C = 0$:

نلاحظ أن $prob = 0.0219 < 0.05$ أي نرفض H_0 ، اذن المعامل الثابت يختلف عن الصفر.

❖ **اختبـار فرضيـة** $H_0: \lambda = 0$:

من الجدول نلاحظ أن الإحصائية المحسوبة $t_{calc} = -2.25$ و هي اقل بالقيمة المطلقة من القيمة الحرجة t_{tab}:-3.43، -2.86، -2.56، و هذا عند مستويات معنوية 1%، 5%، 10% على الترتيب ومنه نرفض الفرضية العدمية ، و هذا يعني عدم وجود جذر وحدوي في السلسلة، أي أن السلسلة مستقرة .

❖ **تقديـر النمـوذج الأول :** $$\nabla Y_t = (\varphi_1 - 1)Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

الجدول رقم (3-5) : تقدير النموذج الأول لاختبار DFللسلسلة LS

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(S)
Method: Least Squares
Date: 05/21/18 Time: 13:57
Sample (adjusted): 2 826
Included observations: 825 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
S(-1)	0.000114	0.000289	0.392451	0.6948

R-squared	-0.000226	Mean dependent var	0.214263
Adjusted R-squared	-0.000226	S.D. dependent var	10.55442
S.E. of regression	10.55561	Akaike info criterion	7.552404
Sum squared resid	91810.89	Schwarz criterion	7.558120
Log likelihood	-3114.367	Hannan-Quinn criter.	7.554597
Durbin-Watson stat	1.984082		

المصـــــدر: مخرجـات برنامـج EVIEWS

من خلال الجدول السابق يمكن اختبار الفرضيات التالية :

❖ **إختبـار فرضيـة $\lambda = 0 : H_0$** :

من الجدول نلاحظ أن الإحصائية المحسوبة $t_{calc} = 0.392$ و هي اقل بالقيمة المطلقة من القيمة الحرجة t_{tab} : -2.56، -1.94، -1.61، و هذا عند مستويات معنوية 1%، 5%، 10% على الترتيب ومنه نرفض الفرضية العدمية ، و هذا يعني عدم وجود جذر وحدوي في السلسلة ، إي أن السلسلة مستقرة .

كما يلاحظ أن إحصائية داربين واتسن DW (DW= 1.98≅ 2) في النماذج الثلاثة السابقة و منه نستخلص رفض فرضية عدم استقرارية السلسلة محل الدراسة ، أي أن بورصة الجزائر لاتتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف.

❖ **اختبـار فيليـب بيـرون PP**:

إن الشيء المضاف في هذا الاختبار هو الأخذ بعين الاعتبار الأخطاء ذات التباينات غير المتجانسة عن طريق تصحيح غير معلمي لإحصاءات ديكي فولر، حيث قام كل من فليبس و بيرون بتقدير التباين طويل الأجل المستخرجة من التباينات المشتركة لبواقي النماذج القاعدية لديكي فولر.

الجـدول رقم (3-6) : نتائـج اختبـار فيليـب بيـرون PP

Phillips-Perron Test Equation Null Hypothesis: EPS has a unit root		
TEST PP	t statistique	Probabilité
Modèle 1	0.302	7720.
Modèle 2	374-2.	1490.
Modèle 3	2.251-	4590.

المصـــــدر: مستخلص من مخرجات برنامج EVIEWS.

- التحليـــــــــل:

في النموذجين الأول و الثالث نلاحظ الاحتمالات الحرجة اكبر من 0.05، أي أن $prob > 0.05$، قبول فرض العدم أي ان السلسلة تحتوي على جذر الوحدة و منه السلسلة غير مستقرة .

لكن وفق النموذج الثاني $prob < 0.05$، و هذا مايتوافق مع DF ، مما يعني أن رفض الفرض العدم و قبول الفرض البديل إي أن السلسلة مستقرة .

❖ **اختبـار KPSS**: يستخدم هذا النموذج مضاعف لافرانج LM حيث يختبر الاستقرارية ، و ذلك بعد تقدير النموذج الثاني و الثالث ثم حساب المجموع ، و حساب التباين طويل الأجل المعتمد في اختبار فليب بيرون ، و لحساب إحصائية LM من خلال العلاقة التاليـة :

$$LM = \frac{1}{S_t^2}\frac{\sum_{t=1}^{n} S_t^2}{N^2}$$

و يتم اختبار فرضية الاستقرارية كفرضية العدم ، و يتم رفضها إذا كانت هذه الإحصائية اكبر من القيمة الحرجة في الجدول المعد من قبل KPSS و يمكن تلخيص النموذجين الثاني و الثالث في الجدول التالـــي :

الجـــدول رقـــم (3-7) : نتائـج اختبـار KPSS

KPSS Test Equation Null Hypothesis: EPS is stationary		
Valeur critique à 5%	LM stat	Test KPSS
0.463	260.	Modél 2
0.146	2750.	Modél 3

المصـــدر: مستخلـص من مخرجـات برنامـج EVIEWS.

نلاحظ من النموذج الثاني إن القيمة الحرجة ل LM أقل من القيمة الحرجة عند 0.05 و عليه نرفض الفرض العدم و بالتالي السلسلة مستقرة .

أما النموذج الثالث فالقيمة الحرجة ل LM أكبر من القيمة الحرجة عند 0.05 و عليه تقبل الفرض العدم وبالتالي السلسلة مستقرة .

لكن وفق النموذج الثاني في اختبار DF فتبين أن السلسلة مستقرة من خلال الاحتمال الحرج أقل من 0.05، وكذلك في اختبار PP و KPSS، مما يعني أن الأسعار لا تسير عشوائيا ، و منه فان بورصة الجزائر للأوراق المالية تعتبر سوقا غير كفئا عند المستوى الضعيف .

المطلـب الثالـث : نتائـــج اختبـــار الفرضيـــات

أولا : نتائـج اختبـار التوزيـع الطبيعـــي

يتضح من الشكل أن دالة سلسلة LS لم تأخذ شكل التوزيع الطبيعي ، و هذا ما تؤكده نتائج إحصائية **Skewness** (مقدار التواء التوزيع) و التي تختلف عن الصفر، ويقتضي هذا الاختبار على إختبار فرضية مفادها أن البيانات لا تتوزع بشكل طبيعي وهي فرضية العدم ، مقابل الفرضية البديلة التي مفادها أن البيانات تتوزع بشكل طبيعي ، و منه فانه حسب الشكل فان قيمة **Skewness** تقدر ب 0.263- ، إذن البيانات تتوزع بشكل طبيعي و منه السوق غير كفؤة في بورصة الجزائـــر.

ثانيـا : اختبار فرضية استقلالية أسعار للسلسلة (RUN TEST):

نلاحظ من خلال دالة الارتباط الذاتي أن أغلب معاملات المحسوبة من أجل الفجوات K كلها معدومة (خارج مجال الثقة) ، هذا الاختبار البياني يعتمد على العين المجردة و هذا ما يجعل نتائجها غير دقيقة ، لذا نلجأ إلى تأكيد هذه النتائج أو نفيها عن طريق الاختبارات الإحصائية ، و لإثبات هذا نستعمل اختبار Jung-Box.

نستعمل هذا الاختبار من أجل دراسة المعنوية الكلية لمعاملات دالة الارتباط الذاتي ، حيث توافق إحصائية الاختبار LB آخر قيمة في عمود Q-Stat في دالة الارتباط الذاتي الجزئية و البسيطة .

و من الشكل نلاحظ LB=20474 و هي اقل من الإحصائية الجدولية $\chi^2_{0.05,30}=43.77$[1]

و منه نرفض فرضية العدم القائلة بان كل معاملات دالة الارتباط الذاتي مساوية للصفر.

ثالثـــا : إختبار فرضية استقرار السلسلة الزمنيـــة (جذر الوحدة) :

نلاحظ من النموذج الثاني إن القيمة الحرجة ل LM أقل من القيمة الحرجة عند 0.05 و عليه نرفض الفرض العدم و بالتالي السلسلة مستقرة .

أما النموذج الثالث فالقيمة الحرجة ل LM أكبر من القيمة الحرجة عند 0.05 و عليه تقبل الفرض العدم وبالتالي السلسلة مستقرة .

لكن وفق النموذج الثاني في اختبار DF فتبين أن السلسلة مستقرة من خلال الاحتمال الحرج أقل من 0.05 ، وكذلك في اختبار PP و KPSS ، مما يعني أن الأسعار لا تسير عشوائيا ، و منه فان بورصة الجزائر للأوراق المالية تعتبر سوقا غير كفئا عند المستوى الضعيـــف .

[1]– قيمة كاي تربيع المجدولة ذات المعنوية 0.05 مستخرجة من جدول كاي تربيع ، انظر الملحق رقم:.

المبحث الثالث : معوقات بورصة الجزائر وسب تطويرها وتفعيلهـا

من الأجدر إبراز الدور الهام لوجود سوق الأصول المالية في أي بلد عموما و في الجزائر على الخصوص كما أن الكشف عن العديد من المشاكل التي أعاقت تطور السوق و تنميتها يساهم في اقتراحات لسبل تنشيطها ومن ثم تحقيق الهدف الذي أنشئت من أجله بورصة الجزائـر .

و لتوضيح ذلك ، سيتم التطرق في هذا المبحث إلى النقاط التاليـة :

- المعوقات المتعلقة بالجوانب السياسية و الاقتصادية .
- المعوقات المتعلقة بالجوانب الثقافية والإجتماعيـة .
- سبل تفعيل وتطوير بورصة الجزائـر.

المطلب الأول : المعوقات المتعلقة بالجوانب السياسيـة و الاقتصاديـة

1- المعوقات المتعلقة بالجانب السياســي :

هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع المحيطة بالبورصة ، فتقدم البورصات مرهون بالاستقرار السياسي ، وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة ، ومن جهة أخرى تأثير تطور البورصات على الأوضاع السياسية ، فالاستقرار السياسي في الدول الأكثر تقدما مثل أمريكا ، اليابان ، ألمانيا ، وبريطانيا يظهر في تطور بورصاتها ، وفيما يتعلق ببورصة الجزائر ، فانه من المعروف أنها افتتحت في مناخ سياسي غير مستقر بتاريخ 23 ماي 1993 ، حيث تعاقبت عدة حكومات منذ ذلك التاريخ إلى يومنا ، وبما أن معظم المستثمرين يبحثون عن الأمن وهذا الأخير مرتبط بالاستقرار السياسي ، فان السياسة المستقرة تمثل عاملا مهما في البورصة سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الأجنبي .

لكن في الأعوام القليلة الماضية تحقق قدر كبير وهام من الاستقرار في المجال السياسي بعد دخول النظام الديمقراطي والتعددية السياسية ، ومن المتوقع أن يزداد تحسن البيئة السياسية والاستقرار السياسي في المستقبل مع ترسيخ التجربة وتراكم خبرة الممارسة الديمقراطية ، ومع ذلك لا يكفي ما تحقق من هذه المقومات والشروط لتطوير البنية الهيكلية الأساسية في المجال المحاسبي والإداري وأيضا تطور بنية المعلومات والبيانات .

2- العوائـق المتعقلـة بالجانـب الإقتصـادي :

- صغـر حجـم السـوق ومحدوديتهـا :

من بين الأسباب التي تقف وراء نجاح الأسواق المالية في الدول المتقدمة هي أنها تعرض أمام المستثمر تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأصول المالية ليختار منها ما يلائم امكتنية وأهدافه أما بالنسبة للبورصة في الجزائر فانه تتداول فيها أصول مالية لثلاثة شركات هذا ما جعلها تحتل المرتبة الأخيرة في عدد الشركات المدرجة .

بالإضافة إلى ذلك سيطرت وسائل التمويل التقليدية على التعاملات في بورصة الجزائر وحيازة الأصول المالية من طرف الأعوان الاقتصاديين محدد بسقف واحد ، ويمكن الاستنتاج من هذا التحديد على أن الطابع الاحتكاري للمؤسسات المالية هو السائد الشيء الذي لا يشجع ادخار العائلات ، ومحدودية الأصول المالية المعروضة يمكن إرجاعه لأحد الأسباب الآتيـة :

- ✓ اقتصار دخول المؤسسات إلى البورصة على مؤسسات عمومية وفتح رأسمالها في حدود نسبة 20 % من رأسمالها الاجتماعي ، مما يبين غياب كلي للقطاع الخاص الذي يمكن له أن يساهم بشكل فعال في تفعيل بورصة الجزائر.
- ✓ انفراد المؤسسات الجزائرية بحصة الأسد من الأسهم التي يتم الاكتتاب فيها ، وهذا يعتبر نوع من الاحتكار الذي ينافي وقواعد اقتصاد السوق .
- ✓ بطئ عملية خوصصة المؤسسات العمومية خاصة الناجعة منها والتي يمكن أن تساهم في زيادة عرض الأصول المالية وتنوعها.
- ✓ عزوف بعض المؤسسات العمومية الناجعة عن الدخول إلى البورصة لأسباب مجهولة مثل مؤسسة بريد الجزائر ومؤسسسة اتصالات الجزائر اللتان تتوفران على الشروط القانونية لإدراجهما في البورصة .

- انخفـاض الطلـب على الأصول الماليـة :

ومن الأسباب الأخرى لانخفاض الطلب على الأصول المالية نجد السوق الموازي أو بما يعرف باقتصاد الظل حيث يشكل في الجزائر قطب لاجتذاب المستثمرين والمدخرين ، إذ يجدون فيها ما يبحثون عنه على النحو الذي يحقق لهم أموال بشكل أسرع من الاستثمار في البورصة حيث يوفر بهم هذا السوق فرص للحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير بالإضافة إلى المردودية الكبيرة .

وللسوق الرسمية علاقة مباشرة بالسوق غير الرسمية ، كما لها علاقة بالتذبذبات الدولية التي تؤدي عليها بصفة مباشرة ، فقد قدرت حجم الأموال المتداولة في السوق الموازية ما بين مليار و 105 مليار دولار سنة 2005 ، والشيء الذي جعل سوق الاقتصاد الموازي قطب هم للمستثمرين والمدخرين[1] .

والى جانب السوق الموازية يعتبر نظام الأجور في الجزائر وتحرير جهاز الأسعار والتسريح الجماعي للعمال من أهم العوامل التي أدت إلى تدهور القدرة الشرائية للفرد الجزائري مما أدى إلى ضالة الطاقة الادخارية للعائلات وعليه فان من الصعب انتظار إقبال كبير من طرف هذه العائلات على الاستثمار في الأصول المالية .

– معوقـــات الخوصصـــة :

عمدت الكثير من الدول انتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آلية السوق وكان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد ومما ساعد عل تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية قيام تلك الدول بتصفية القطاع العام ببيعة أول تحويل إدارة منشئاته إلى القطاع الخاص وهو ما يعرف بالخوصصة .

وفي الجزائر تعرضت الخوصصة للعديد من الصعاب حالت دون نجاحها وتوسعها ،إذ يؤكد الخبراء الاقتصاديين على أن غياب الإرادة السياسية الواضحة كان وراء فشل تنفيذ عملية الخوصصة في الجزائر[2] ، فمنذ سنة 1991-1996 لم تكن للسلطات الجزائرية نظرة واضحة واستراتجية ولم تكن هناك دراسة حقيقية وواقعية من طرف مكاتب متخصصة ، بالإضافة إلى طبيعة النظام (التأميم) ونموذج التصنيع المعتمد مما أثر سلبا على نمو القطاع الخاص حيث انه والى غاية سنة 1986 كان القطاع الخاص محصورا في الجزائر ووضعت عليه قيود تحد من نموه وتوسعه .[3]

---

[1] –عبد الرحمان بوخالفة رئيس جمعية البنوك والمؤسسات المالية ،"تنظيم السوق الموازي " جريدة الخبر،العدد 4481 23 أوت 2005،ص:6 .

[2] – L'Economie, Mensuel Economique,Edné par l'agence Algérie presse service,N°34,juis1996, ;p :16

– الضغـــط الجبائـــي :

ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو تعدد أنواع الضرائب من جهة وارتفاع المعدلات من جهة أخرى ، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح الإجمالية ، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين ومن ثمة تخفيض التوزيعات التي توزع على المساهمين ، إضافة إلى الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين ، وعليه فان كل هذه الضرائب تقلل من مردودية الأموال المستثمرة في الأصول المالية [1] .

– معـــدل التضخـــم :

الضغط الجبائي الذي يتأثر به المستثمر الجزائري في سوق الأصول المالية يعتبر سلبا عن طريق ازدواجية الضريبة وارتفاع معدلاتها ، وان التضخم يزيد من حجم تلك الفجوة التي تربط المستثمر بسوق الأصول المالية ، فالتضخم يؤثر في قيمة النقد وبالتالي يؤثر على القيمة الحقيقية لعوائد الأصول المالية خاصة وأن التضخم يتوقف على معدلات النمو الاقتصادي وهذا الأخير يتوقف إلى حد كبير على المحروقات .

– معـــدلات الفائـــدة :

ارتفاع معدلات الفائدة يؤدي الى لجوء المستثمرين إلى توظيف أموالهم على شكل ودائع لدى البنوك بدلا من استثمارها في الأصول المالية حيث بلغت 8 %سنة 2002 لكنها قامت بتخفيضات سنة 2004 إلى حدود 6.5 % الشيء الذي سيزيد من عملية الاقتراض من البنوك واستثمار هذه الأموال في مشاريع حقيقية أو في شراء الأصول المالية .

وعليه يمكن القول أن ارتفاع أسعار المحروقات واستقرار الأسعار نسبيا يعتبر عامل مهم لتطوير المؤسسات الجزائرية وجعلها في وضع مالي جيد يمكنها من إدراج أسهمها في البورصة

[1] أحمد مصيبح ، مرجع سبق ذكره ،2002،ص"238.

– ارتفـــاع درجـــة التركـــز :

ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول والتي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية ، ويشير خبراء السوق إلى سببين رئيسيين لارتفاع درجة التركيز وهما :

– الأول هو احتفاظ كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة .

– الثاني هو انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة لا سيما شركات القطاع العام.

والجديد بالذكر أن التركيز المالي في سوق الأسهم غير مرغوب فيه لأنه يؤثر كليا على سيولة السوق ، والجزائر ترجع درجة التركيز إلى السبب الثاني .

المطلـب الثانـــي : المعوقـــات المتعلقـة بالجوانـب القانونية والثقافيـة والإجتماعيـة

1– المعوقات المتعلقة بالجانب القانونـــي :

لا تزال أوجه الضعف في مجال الأطر التشريعية والتنظيمية واضحة في العديد من الجوانب ، فمن جانب يتمثل القصور في غياب الاستقلال الإداري لبورصة الجزائر وقلة الصلاحيات المخولة لها وافتقارها لأدوات الرقابة التي تساعدها على إدارة الأصول المالية ومن جانب ثاني غياب الشركات صانعة الأسواق وشركة التسوية والمقاصة كذلك تفتقر معظم المؤسسات العربية ومنها الجزائر إلى وجود وكالات محلية لتصنيف وتقييم الملاءة الانتمائية والى شركات الترويج وضمان الاكتتاب التي تقوم بإدارة الإصدارات والترويج لها وضمان الاكتتاب الكامل بالأسهم المطروحة [1] .

وبما أن إنشاء سوق تداول الأصول المالية يتطلب توافر بيئة تشريعية وقانونية ملائمة والتي تتمثل في مجموعة التشريعات والقوانين والأنظمة والتعليمات التي تضبط نشاط إصدار وتداول الأصول المالية ، كما يرتبط الإطار القانوني للسوق بطبيعة آليات وإجراءات النظام القضائي في حل مشكلة المنازعات أو حماية حقوق

[1] –ابراهيم أحمد حركس، **تفعيل أداء الأسواق والمؤسسات المالية في العراق عامل مهم في مواجهة تحديات العولمـــــة** بحوث المؤتمر العلمي الثالث –دالدراسات الاقتصادية بعنوان الاقتصاد العربي ومتغيرات البيئة العربية والدولية ، بيت الحكمة بغداد 2002، ص:268.

المستثمرين والمتعاملين في السوق من أساليب الغش أو احتكار المضاربين وتلاعب بممارسات غير قانونية في عمليات البيع والشراء للأصول المالية تؤدي إلى افتعال المخاطر على مستوى البورصة [1] .

ويوجه عام ترتبط درجة ملائمة البيئة التشريعية والتنظيمية بعاملين هما :

- ✓ مدى توافر الانسجام والاتساق بين مواد وأحكام هذه القوانين فيما يتعلق بالجوانب المختلفة لعمليات إصدار وتداول واستثمار الأصول المالية .
- ✓ عامل التوازن والتكامل بين الدور الرقابي والدور التنموي لهذه التشريعات .

وانطلاقا من هذا فإن هذه القوانين ينبغي أن تساعد في تنظيم السوق وتطوره بما يمكن من تحقيق الفعالية وتعزيز الثقة في التعامل مع البورصة .

ويبدو جليا أن الدولة تسعى في الوقت الحاضر إلى تنفيذ إصلاحات تشريعية وإصدار عدد من القوانين التي تستهدف تحسين مناخ الاستثمار في الجزائر وإيجاد قوانين خاصة بسوق الأصول المالية .

2- العوائـق المتعلقة بالجانـب الثقافـي :

إن سياسة سليمة لتجديد الادخار، وخاصة الادخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، وعليه تمتنع العديد من العائلات عن توظيف فوائضها في الأصول المالية خاصة منها السندات باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراما من ناحية الشريعة الإسلامية، وربما يتصل بهذا انعدام ثقافة البورصة ، مما تنتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في القارات والعملات وإعادة المصارف في تمويل مشاريعهم .

3- العوائـق المتعلقـة بالجانـب الإجتماعـي :

إن السياسة السليمة لتجنيد الادخار العائلي ينبغي عليها الأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمـع حيث يعتبر ذو أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة ، وعليه تمتنع العديد من العائلات في توظيف فوائضها في الأصول المالية خاصة منها السندات باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة والذي يعتبر من الناحية الشرعية محرما أي ربا[2] .

---

[1] –محمد براق ، **السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي** ، بحوث أوراق عمل الملتقى الدولي حـول التكامل الاقتصادي العربي ، المنعقد بجامعة فرحات عباس ، سطيف– الجزائر، 8 و9 ماي 2004، ص:612.

[2] – محمد براق، **معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية –حالة الجزائر**، مداخلة مقدمة في المؤتمر الدولي العالمي الثاني ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة سكيكدة ، الجزائر ،مارس 2004 ، ص" 26.

المبحـث الثالـث : سبـل تفعيـل وتطويـر بورصـة الجزائـر

يعتبر تطور سوق الأصول المالية في الجزائر جزء من عملية تطوير القطاع المالي ويحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة تبدآ من خلق بيئة اقتصادية وتصل إلى تطور الأجزاء الأساسية لهذا القطاع ، وعليه يمكن عرض أهم سبل تنشيط بورصة الجزائر حتى تتمكن من تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها في النقاط الموالية :

- ✓ مقترحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي .
- ✓ مقترحات مرتبطة بالجانب الاقتصادي والمالي .

أولا : مقترحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي

من جملة هذه المقترحات نذكر استكمال الإطار التشريعي من خلال سن القوانين والتشريعات واليات العمل المناسبة ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات ، قانون سوق الأصول المالية واللوائح التنفيذية إضافة إلى قانون وأنظمة الاستثمار والضريبة بتداول الأصول المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق .

فبالنسبة لإصلاح قانون الشركات [1] أصبح من الواضح أن استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أدى إلى تحويل هذه المؤسسات إلى شركات أسمية ، إلا أن هذه الأسهم أقتصر توزيعها بين الشركات المنطوية في هذه الصناديق ، وهذه الطريقة لا يمكن أن يتحقق توزيعها بين الشركات المنطوية في هذه الصناديق وهذه الطريقة لا يمكن أن تحقق بواسطتها الهدف المتوخي منها طالما لم يحظى على حاله من حيث فعالية هذه الشركات ، إضافة إلى ذالك فان ملكية الدولة لكل الأسهم أو جلها في الشركات لا يشجع الأفراد على التعامل بالأصول المالية التي تصدرها هذه الشركات ،ومن ثم حرمان شرائح واسعة من المستثمرين من المساهمة .

ثانيـــا : مقترحات مرتبطة بالجانب الاقتصادي والمالـي

من ضمن هذه المقترحات نشير إلى تطوير بورصة الجزائر عن طريق تحفيز الطلب في السوق الأصول المالية وذلك من خلال العناصر الموالـيـــة :

---

[1] –صالح فلاحي ، **بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار** ، الملتقى الدولي الأول حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي ، من 31 ماي إلى 02 جوان 2005 ، ص: 7.

1- تحفيز سعر الفائـــدة :

حيث توضح النظر الاقتصادية أن تخفيض أسعار الفائدة قد تشجع المدخرين الاتجاه نحو سوق الأصول المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعد بديلا للودائع المصرفية (أي التحول من السيولة التامة إلى مستويات سيولة أقل بتحويل الأرصدة النقدية أي الودائع إلى أسهم وسندات) ذلك بالإضافة إلى احتمال استخدام سعر الفائدة على الودائع كقيمة استرشادية عند تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأصول المالية .

2- تخفيض معدل التضخم :

تشير النظرية الاقتصادية إلى أن الرشاد في سلوك المستثمر تجعله يأخذ معدل التضخم في الاعتبار عند حساب القيمة الحالية (الحقيقية) للعوائد المستقبلية لاستثماراته ، إذ عندما ينخفض معدل التضخم يتوقع أن يتحسن أداء السوق ، فانخفاض معدل التضخم يعني انخفاض معدل العائد المطلوب على الاستثمار مما يترتب عليه ارتفاع القيمة الحقيقية للاستثمار بصفة عامة ، وعندما يتعلق الأمر بسوق الأصول المالية ينبغي أن يصحب انخفاض معدل التضخم زيادة في حجم التداول ، وكذالك يمكن أن يؤثر التضخم على أسعار الأسهم بشكل غير مباشر من خلال تأثيره على حجم النشاط الاقتصادي .

3 – هيكلة الحوافز الضريبية :

إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأصول المالية ويمكن اقتراح كحافز لزيادة رأس المال المطروح للاكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأصول المالية .

4 – تحفيـــز الادخـــار :

يكون ذلك من خلال التربية الادخارية والمقصود هنا كل الجهود والعمليات التربوية المبذولة على مستوى الأفراد والرسميين من أجل تنمية وعي الفرد عن طريق تغيير اتجاهاته وغرس القيم الايجابية في مختلف مراحل عمره نحو الاستهلاك الأمثل والبعد عن الاستهلاك الزائد أو الترفيهي الذي يهدر الموارد بمختلف أشكالها ، وتحقيق

التربية الادخارية من خلال الأسرة بالدرجة الأولى ثم يأتي بعدها الوسائط التربوية الأخرى مثل الإذاعة ، التلفزة والجرائد كما يمكن أن تتحقق هذه التربية عن طريق المؤسسات الرسمية التعليمية بمختلف أطوارها[1] .

5- ضبـــط الاستهـــلاك :

ويقصد به المحافظة على الاستهلاك عند المستوى معين يسمح للفرد حياة كريمة وأيضا زيادة الميل إلى الادخار والتراكم ومن ثم ينصرف ضبط الاستهلاك إما إلى تخفيض حجم الاستهلاك لبعض السلع والخدمات لدى بعض الفئات أو زيادة حجمه من السلع والخدمات لدى فئات أخرى على جانب الاهتمام بنوع السلع المستهلكة وتجدر الإشارة إلى أنه لا يجب توقف نمو الاستهلاك أي لا يصبح منه معدل النمو فيه معدوما من ناحية وأن لا يتعدى الزيادة في الاستهلاك الزيادة في الدخل من ناحية أخرى بحيث لا يترك شيئا للادخار ومن ثمة للاستثمار اللازم لنمو الطاقات[2] .

6- التوسـع في برامـج الخوصصـة :

الاستمرارية والتوسع في برنامج الخوصصة تعتبر أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأصول المالية ، إذ يمثل سوق الأصول المالية آليات تنفيذ عمليات البيع لهذه الشركات والمؤسسات (البيع عبر الاكتتاب العام) إضافة للبيع المباشر للمستثمرين الاستراتجيين أو لشركات وصناديق الاستثمار أو عن طريق البيع بالمزاد العلني والجديد بالذكر أن نجاح عمليات الخوصصة لا يكون إلا عن طريق خوصصة الشركات التي تتميز بالمراكز المالية الجيدة وهذا من شأنه تعزيز ثقة المستثمرين مما يساهم في تفعيل سوق الأصول المالية .

7- الانفتاح على الجمهور وتوزيع الأدوات الماليـة :

تتميز البورصات المتطورة والفاعلة بوجود عدد كبير للمدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأصول المالية ، إضافة إلى تعدد المصدرين وتنوع الأدوات المالية خاصة منها ما يتعلق بسوق السندات .

---

[1] -يسري دعبس ، **التربية الادخارية والتنمية الشاملة** ، سلسلة المعارف الاقتصادية والإدارية ، العدد الرابع ، 1996 ص:29.

[2] -محمد عبد الغفار ، **مشكلـــة الادخـــار في مصـــر** ، دار زهراء الشرق للطبع ، مصر ،1997، ص :233 .

وعليه فان تنوع الأدوات المالية له مزايا عديدة حيث يتيح للمتعاملين القيام باختيارات عديدة وفق مصالحهم ومعتقداتهم واتجاهاتهم ، وهذا التنوع يعطى لسوق الأصول الملية الأهمية والفاعلية المطلوبة ، كما أن هذا التفتح الكبير على الجمهور وهذا التنوع في الأدوات المالية يعطيان للسوق حركة عالية مع تقليص كبير لمخاطر تجميد الادخار المستثمر في الأصول المالية ومن ثم ، فان المدخرين توظف مدخراتهم في الأصول المالية دون الأصول الحقيقية .

وبناء على ما سبق فانه لتنوع الأدوات المالية والانفتاح على الجمهور ينبغي العمل على تحقيق ما يلي [1] :

- ✓ فتح سوق الأصول المالية للمستثمرين الأجانب وفق تشريعات مرنة تضبط ذلك.
- ✓ العمل على رفع عدد المتدخلين وإزالة احتكام عملية التفاوض على الأصول المالية في البورصة .
- ✓ فتح رأسمال المؤسسات إلى مساهمين جدد بدل اقتصارها على المساهمين القدامى .

وتجدر الإشارة إلى أن عدم تنويع الأصول المالية يمكن أن يكون عاملا يزيد من درجة مخاطر عدم سيولة الادخار المستثمر المتوسط وطويل الأجل .

8- عصرنــة الجهــاز المصرفــي :

يعتبر الجهاز المصرفي الشريان الرئيسي لأي اقتصاد في العالم وهو وسيلة مهمة لترقية ونمو الأصول المالية ، غير أن ذلك يتوقف على مدى مسايرته للمستجدات من حيث نوعية الخدمات وإدراج التقنيات لتسوية المعاملات بسرعة ، والملاحظ أن النظام المصرفي في الجزائر لم يشهد تطورات جادة منذ قانون النقد والقرض سنة 1990.

ومن أجل تطوير الجهاز المصرفي الجزائري ينبغي العمل على إزالة الفارق بين البنوك الأجنبية والبنوك المحلية الناتج عن استخدام التكنولوجيا في توفير الخدمات المصرفية والبدء بالعمل الالكتروني ومعلوماتية البنوك ، وكذا العمل على تحقيق نوع من الاندماج فيما بين البنوك الوطنية أو الشراكة المصرفية لمواجهة البنوك العملاقة في

[1] محمد براق ،" **بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها** "، مجلة الادارة ، المدرسة الوطنية للإدارة ،الجزائر ، العدد 21 جوان 2001، ص ص: 87-102.

السوق المصرفية [1] ، وبموجب ذلك يمكن توفير المناخ الاستثماري المحفز والذي باستطاعته أن يستوعب كل الأموال المعروضة من خلال مثل هذه المؤسسات المالية .

9- إنشاء مصادر المعلومات المالية :

تعتبر مصادر المعلومات المالية من الدعائم الضرورية لضمان استمرارية البورصة إذ توفر للمستثمرين والمحللين الماليين كانت جملة من المعلومات المفيدة لتقييم الأصول المالية وإعطاء تصورات قيمة حول الأوضاع المالية المحلية والدولية لاتخاذ قرارات الاستثمار، وتكون سوق الأصول المالية فعالة إذا كانت تلك المعلومات تنعكس على الدوام في الأسعار ، ويسمح ذلك باتخاذ قرارات الادخار والاستثمار تبعا لهذه الأسعار[2] .

[1] عبد الحق بوعتروس،" **الاصلاح المالي والمصرفي في الجزائر وتحديات المرحلة المقبلة** "، مجلة الاقتصاد والمجمع ،جامعة منتوري ، قسنطينة الجزائر ، العدد الأول ،2002، ص :71.

[2] محمد براق ، مرجع سبق ذكره ، جوان 2001،ص ص:87-102.

خلاصـــــة :

تم في هذا الفصل تناول بورصة الجزائر من حيث نشأتها والهيئات المنظمة لها ومختلف المتدخلون فيها وكذا إجراءات وشروط القيد الأصول المالية بها ومختلف أوامرها ، بالإضافة إلى التعريج على تقييم الأصول المتداولة في بورصة الجزائر ، واقعها ومعوقاتها .

فبالنسبة لتنظيم وسير بورصة الجزائر تبين أن الهيئات المنظمة لها تتمثل في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، كما أن الوسطاء في عمليات البورصة يتمثلون في خمسة شركات هي الراشد المالي ، الشركة العامة للتمويل ، الشركة المالية للاستشارات والتوظيفات وشركة للقيم المنقولة وهما المتداولة ، أما المتعاملون فيها فيتشكلون من هيئتين للتوظيف الجماعي للقيمة المنقولة وهما شركة الاستثمار ذات رأس مال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف ، حيث تتجلى أهميتهما في تفعيل نشاط البورصة .

وبالنسبة للأصول المالية المتداولة في بورصة الجزائر ، فان المشروع الجزائري قد حدد مجموعة من الأسهم والسندات والقيم المهجنة ، كما حدد شروط وإجراءات قيد هذه الأصول كما أن الأوامر التي يعمل بها تتمثل في ثلاثة أنواع هي الأمر بسعر السوق ، الأمر بالسعر الأحسن والأمر بالسعر المحدد وهو أسلوب تداول بدائي بعيد عن أساليب التداول المعمول بها في الأسواق الناشئة .

وبالنسبة لنظام التسعير في بورصة الجزائر فيأخذ بنظامين للتسعير هما التسعير المستمر والثابت سواء كان يدويا أو أليا عن طريق الحاسوب .

وشهدت بورصة الجزائر انخفاضا مستمر في قيمة الأسهم المسعرة و ذلك راجع إلى نقص المعاملات من جهة والعائد السلبي للأسهم المسجلة ، وأوامر دفع العمولات من جهة أخرى

وبالنظر إلى القيمة الإجمالية لرأس المال السوقي وحجم التداول فهي قليلة جدا ، مما يبين محدودية بورصة الجزائر وكذا قلة عدد الأصول المالية التي يتم تداولها ، فبالنسبة لسوق الأسهم في بورصة الجزائر فأنها مازالت مقتصرة على ثلاثة شركات فقط وهو الشيئ الذي يبقى السوق محدودة ، كما أن سوق السندات ورغم دخول مؤسسات جديدة في سنة 2004 إلا أنها تبقى بعيدة عن التطلعات التي تصبوا إليها سوق ناشئة مثل بورصة الجزائر ، حيث أنها لا تتوفر على أدنى شروط الكفاءة التي تسمح لها بتنمية الاستثمار في مجال الأصول المالية .

وخلص هذا الفصل إلى أن بورصة الجزائر تقف في وجهها العديد من المعوقات آلت دون تحقيق الأهداف التي أنشأت من أجلها ، وبغية تطوير وتفعيل بورصة الجزائر ثم تقديم مجموعة من الاقتراحات التي يمكن أن تساهم في تحقيق ذلك ، والمتمثلة خصوصا في الجانب التشريعي والتنظيمي من جهة ، والجانب الاقتصادي والمالي من جهة أخـرى .

خاتمـــــــــــة

تلعب الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول باختلاف درجة تقدمها خاصة مع التحديات المتزايدة التي فرضها المنطق المالي على جميع المعاملات الاقتصادية وكذلك التمايز الذي أصبح بارزا بين نمط الإنفاق ونمط توزيع الدخول والذي ظهر معه ما يعرف بوحدات الفائض ووحدات العجز والحاجة إلى انتقال هذا الفائض بين هذه الوحدات .

ويتم ذلك انطلاقا من الأسواق المالية التي تعتبر فضاء لتخصيص الموارد المتأتية من أصحاب الفوائض إلى أفضل الاستخدامات التي تترجم على شكل استثمارات حقيقية داعمة لخطط التنمية الاقتصادية ، فهذا الانتقال يتم انطلاقا من مجموعة أدوات مالية تمثل محور النشاط الأساسي لهذه السوق .

والجزائر كمعظم دول العالم شهد اقتصادها إختلالات هيكلية تطلبت إجراء إصلاحات عميقة نتج عنها إنشاء مؤسسات وهياكل جديدة لتدعيم هذا المسار ومنها إنشاء بورصة الجزائر .

- **نتائـج الدراسـة النظريـة :**

ويمكن إبراز نتائج الدراسة فيما يلـي :

- الأسواق المالية هي ذلك المكان الذي يلتقي فيه أصحاب العجز في السيولة وأصحاب الفائض فيها .
- للأسواق المالية وظائف عدة وهي وظيفة التمويل ، وظيفة التسعير ، وظيفة التوزيع ، وظيفة المعرفة والشفافية تفادي التقلبات العنيفة للأسعار ، تشجيع الادخار وتجميع الأموال ، خلق رؤوس أموال جديدة ، الأسواق المالية هي مؤشر للحالة للاقتصادية .
- تضم الأسواق المالية كل من سوقي النقد وهو سوق الأوراق المالية قصيرة الأجل وكذا سوق رأس المال وهو سوق الأوراق المالية الطويلة الأجل ، بدوره سوق رأس المال يضم كل السوق الأولي والسوق الثانوي ، هذا الأخير بدوره يضم السوق المنظم والسوق غير المنظم .
- تصنف الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية إلى أسهم وسندات وأصول مالية هجينة ومشتقة ، وهي بمثابة وسائل للحصول على عوائد مالية متوقعة في المستقبل بهدف تحقيق الربح .
- سوق الأصول المالية لها وظائف عدة منها ما يتعلق بتمويل الاقتصاد وتوفير السيولة ومنها ما يتعلق أيضا بتحديد السعر المناسب وتسيير المخاطر فضلا عن تقييم حالة الاقتصاد
- يتم تسعير الأوراق المالية وفقا لعدة أوامر وهي أوامر البيع وأوامر الشراء وتختلف باختلاف سعر وزمن التنفيذ .

- إن المعلومات التي تساعد عملية التقييم يمكن تحليلها وفق هما التحليل الفني والتحليل الأساسي .
- تعد المعلومات روح الأسواق المالية والمصدر الرئيسي لاتخاذ قرارات الاستثمار سواء بالبيع أو الشراء وتوقيت نشرها وصحتها ودقتها ومصداقيتها هي الأساس في كفاءة الأسواق المالية ، وتستخدم هذه المعلومات من قبل كل المقرضين المستثمرين ، الإدارة الجهات الحكومية ، مراقبوا الحسابات .
- كفاءة الأسواق المالية هي عبارة عن السوق التي تتم فيها استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات والمعلومات الواردة إلى السوق .
- لكفاءة الأسواق المالية أهمية كبيرة حيث أنها تحدد قدرة السوق على جذب رؤوس الأموال والتوزيع الأمثل لها ومعرفة القيمة الحقيقية للاستثمارات المختلفة وتؤسس التسعير الصحيح للأوراق المالية ، وإتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة وكذا الحد من المضاربات المالية التي من شأنها زعزعة الثقة بسوق الأوراق المالية .
- لكفاءة الأسواق المالية ثلاث مستويات ، المستوى القوي ، المستوى المتوسط ، المستوى الضعيف .
- أسعار الأسهم في الأسواق المالية ذات الكفاءة لا تتبع نمطا معينا وإنما تكون حركتها عشوائية ولا يمكن التنبؤ بهـا .

- **نتائـج الدراسـة التطبيقيـة :**

- نشأت بورصة الجزائر على غرار إصلاحات التسعينات التي شهدتها الساحة الاقتصادية من أجل معايشة المفهوم الاقتصادي الجديد المتمثل في اقتصاد السوق ، حيث كان الافتتاح الرسمي لها سنة 1997 باسم بورصة الجزائـر .
- تنظم بورصة الجزائر وفق ثلاث هيأت هي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، المؤمن المركزي ، شركة تسيير القيم المنقولة أو شركة البورصة .
- ينقسم المتدخلون ببورصة الجزائر إلى وسطاء في عملية البورصة توكل لهم مهمة الوساطة في هذه العملية بعد اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة والمتعاملون الآخرون الذين يمارسون مهامهم من خلال شركات الاستثمار بمختلف أنواعها .
- تداول الأصول المالية في بورصة الجزائر مقتصر على نوع واحد من الأسهم وهو الأسهم العادية ، وكذلك على نوع واحد من السندات وهي السندات لحاملها .
- تم التوصل إلى أن بورصة الجزائر غير كفأة في مستواها الضعيف .

- تم التوصل من خلال الدراسة إلى أن ببورصة الجزائر تعترضها عدة معوقات إقتصادية ، سياسية ، قانونية إجتماعية و ثقافية .

- **توصيـات الدراسـة :**

بناء على النتائج المتحصل عليها يمكن اقتراح جملة من التوصيات من شانها تطوير سوق الجزائر المالي وهي كما يلـي:

- لابد من خوصصة المشاريع الكبرى من المؤسسات العمومية إلى شركات مساهمة .
- تشجيع القطاع الخاص وحثه على دخول إلى البورصة.
- الاعتماد على التكنولوجيا الحديثة وطرق الاتصال المتطورة.
- إعداد خطة مدروسة للتعريف بالبورصة والتوعية بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية .
- تبسيط البيانات والنشرات الدورية المنشورة عن نشاط الشركة ، والمتمثلة في الميزانية السنوية ، جدول حسابات النتائج والتوزيعات.....الخ
- تخفيض أسعار الضريبة على أرباح الشركات المدرجة في السوق، وتشجيعها على إصدار الأسهم لتمويل أنشطتها بدلا من الاتجاه إلى الاقتراض.
- تخفيض تكاليف الصفقات، الذي يسمح بتنشيط عملية التداول بالسوق.
- تشجيع إنشاء مؤسسات الخدمات المالية لتسهيل وتوفير المعلومات المالية لدى المستثمر.

- **أفـــاق الدراســة :**

أما بالنسبة لأفاق البحث فإننا نطرح أفاق علمية جديدة تتمثل في:

- أثير العولمة على أداء بورصة الجزائر .
- دراسة قياسية لبعض المتغيرات الكلية (معدل التضخم ، معدل الفائدة ،.....الخ) بدلالة مؤشر السوق.
- دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر والبورصات العربية.
- دراسة مدى مساهمة الشركات الأجنبية في تفعيـل نشـاط البورصة .
- نماذج قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية وتأثيرها على تسعير الأسهم .
- تقييم الآثار الناجمة عن دخول وخروج الشركات في بورصة الجزائر .

المراجـــــع

أولا – المراجع باللغة العربيــة :

1– الكتب :

01– أمين السيد أحمد لطفي، **التحليـل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة** ، الدار الجامعية– الإسكندرية – 2005.

02– إيهاب الدسوقي ، **اقتصاديات كفاءة البورصة** ، دار النهضة العربية ، 2000 .

03– إبراهيم سلطان ، **نظم المعلومات الإدارية – مدخل إداري**–، الدار الجامعية الإسكندرية

04– أحمد حسين علي حسن ، **نظم المعلومـات المحاسبيـــة** ، الدار الجامعية – مصر 2000 .

05– السيد متولي عبد القادر ، الأسواق **المالية والنقدية في عالم متغير** ، ط1 ، دار الفكر ، عمان 2010 .

06– بوراس أحمد ، **أسواق رؤوس الأموال** ، مطبوعة جامعة منتوري بقسنطينة الجزائر 2002 .

07– جمال جويدان الجمل ، **الأسواق المالية والنقدية** ، جامعة البلقاء التطبيقية ، دار الصفاء للنشر والتوزيع – عمان ، ط1 ، 2002 .

08– جمال جويدان الجمل، **الأسواق المالية و النقدية، جامعة البلقاء التطبيقية** ، دار الصفاء للنشر والتوزيع–عمان ، 2002 .

09– حسين بني هاني، **الأسواق المالية، طبيعتها و تنظيمها و أدواتها المشتقة**، دار الكندي عمان ط1 ، 2002.

10– – جبار محفوظ ، **الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق الماليـة** ج2، ط1 ، دار هومة للطبع ، 2002.

11– جبار ، **تنظيم وإدارة البورصة** ، الجزء الثالث ، دار هومـة – الجزائر ، 2002

12– حسين عصام ، **أسواق الأوراق المالية – البورصة** ، دار أسامة للنشر – عمان 2007 .

13– حسين بن هاني ، **الأسواق المالية والنقدية – طبيعتها وتنظيمها وأدواتها المشتقة** دار الكندي عمان ، ط1 ، 2005 .

14– رسمية احمد أبو موسى ، **الأسواق المالية والنقدية** ، دار المعتز للنشر والتوزيع عمان ، ط1 2005 .

15– محمد الصيرفي ، **البورصـات** ، دار الفكر الجامعي الإسكندرية – مصر ، 2007

16– محفوظ أحمد جودة وأخرون ، **الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات** ، دار زهران عمان ، 1998 .

17- رسمية قرياقص، عبد الغفار حنفي، **الأسواق و المؤسسات المالية بنوك تجارية أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين-شركات الاستثمـار** الدار الجامعية الإسكندرية 2001.

18- رسمية أحمد أبو موسى، **الأسواق المالية و النقدية**، دار المعتز للنشر و التوزيع ، عمان ، ط1 2005 .

19- زكي حسين الوردي ، مجيل لازم الملكي ، **مصادر المعلومات وخدمة المستفيدين في المؤسسات المعلوماتية** ، الوراق للنشر والتوزيع ، ط1 ، الأردن ، 2002 .

20- زياد رمضان ، مروان شموط ، **الأسواق المالية** ، الشركة العربية المتحدة للتوسيق والتوريدات ، جامعة القدس المفتوحة ، مصر ، 2008 .

21- صلاح الدين عبد المنعم ، **إقتصاديات نظم المعلومات المحسابية والإداريـة** الدار الجامعية الجديدة للنشر ، مصر ، 2001 .

22- ديفيد ألكسندر ، **المضاربة في البورصة ، التعاملات التجارية ، التحليل الفني المراهنة على الفروق المالية** ، دار الفروق للنشر والتوزيع ، 2006 .

23- سعيد توفيق عبيد ، **الاستثمار في الأوراق المالية** ، مكتبة عين شمس – القاهرة 1998 .

24- سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية في دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية** ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دار النهار 1996.

25- شمعون شمعون ، البورصة ، **بورصة الجزائر** ، أطلس للنشر ، الطبعة الأولى الجزائر ، 1993 .

26- فريد النجار ، **تكنولوجيا الإدارة المعاصرة في ظل العولمـة** ، الدار الجامعية مصر 2007 .

27- فيصل محمود الشواورة ، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية** – الأسس النظرية والعلمية ، دار وائل

28- طارق عبد العال حماد ، **المشتقات المالية : المفاهيم ، إدارة المخاطر**، الدار الجامعية الإسكندرية 2001 .

29- عبد الغفار حنفي ، **بورصة الأوراق المالية أسهم وسندات وثائق إستثمار خيارات** ، الدار الجامعية الجديدة للنشر – الإسكندرية ، 2003 .

30- عبد الرحيم سنقر ، **النقد وتطوره التاريخي** ، ط1 ، دار كنعان للدراسات والنشر سوريا ، 1998

31- عطية محمد عبد الحميد ، **سوق المال – التحليل الأساسي – التحليل الفني** ، دار التعليم الجامعي الإسكندرية ، 2011 .

32- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص ، **أسواق المال–بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية شركات التأمين، شركات الاستثمار**، الدار الجامعية – الإسكندرية ، 2000.

33- عبد النعيم مبارك ، محمود يونس ، **النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية** الدار الجامعية الإسكندرية ، 2003 .

34- عبد النافع الزواري ،غازي فرح ، **الأسواق المالية** ، دار وائل للنشر ، عمان 2001

35- عبد النعيم مبارك،محمود يونس، **النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية** الدار الجامعية الإسكندرية ، 2003.

36- عماد عبد الوهاب الصباغ ، **نظم المعلومات ماهيتها ومكوناتها** ، دار الثقافة قطر 2004 .

37- غازي عبد الرزاق النقاش ، **التمويل والعمليات المصرفية الدولية** ، دار وائل للنشر ط1 1996

38- محمد عبده محمد مصطفى ، **تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة** ، ط1 الدار الجامعية – الإسكندرية ، 1998

39- مصطفى رشدي شيخة ، زينب عوض الله، **النقود و البنوك و البورصات**، دار المعرفة الجامعية الإسكندرية- 1992.

40- منير صالح هندي ، رسمية زكي قرياقص ، **الأسواق والمؤسسات المالية** مكتبة الإشعاع – قسم إدارة الأعمال ، الإسكندرية ، 1997 .

41- منير صالح هندي، رسمية زكي قرياقص ، **الأسواق و المؤسسات المالية** مكتبة الإشعاع، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية ،1997.

42- منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية و أسواق المال** ، توزيع منشأة المعارف الإسكندرية ،2002.

43- منير إبراهيم الهندي ، **إدارة الأسواق والمنشآت المالية** ، منشأ المعارف الإسكندرية ، 2002 .

44- منير ابراهيم الهندي ، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال** ، منشأ المعارف الإسكندرية ، 1995 .

45- محمد صالح الحناوي وآخرون ، **الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات** ، دار زهران للنشر والتوزيع 1998 .

46- – محفوظ أحمد جودة و آخرون، **الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات**، دار زهران عمان 1998 .

47- - محمد السعيد خشبة ، موسوعة المعلومات والتكنولوجيا – **نظم المعلومات ، المفاهيم والتحليل والتصميم** ، مطابع الوليد ، 1996 .

48- هاشم فوزي دباس ، **الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية** ، الوراق للنشر والتوزيع ، ط1 ، عمان ، 2007 .

02- المذكـــــرات :

49- الداوي خيرة ، **تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية** ، مذكرة ماجستير تخصص مالية الأسواق ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2012/2011 .

50- الجودي صاطوري ، **أثر كفاءة أسواق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر** ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع مالية المدرسة العليا للتجارة الجزائر ، 2002 .

51- بلحمري خيرة ، **تحليل كفاءة الأسواق المالية العربية ، دراسة قياسية لعدد من البورصات العربية مابين 2007 – 2014** ، رسالة دكتوراه ، جامعة الجزائر 03 2016/2015 .

52- بوكساني رشيد ، **معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها** ، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2006 .

53- جبار محفوظ ، **البورصة ، التسيير ، خوصصة المؤسسات العمومية** ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، الجزء 02 ، جامعة سطيف ، دفعة 1997/1996

54- رفيق مزاهدية ، **كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تحقيق الاستثمارات** رسالة ماجستير تخصص اقتصاد دولي ، جامعة باتنة ، 2006 /2007 .

55- محمد براق ، **بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية** ، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية ، معهد العلوم الاقتصادية – جامعة الجزائر، 1999 .

56- بلحمري خيرة ، **معوقات الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة الجزائر**، مذكرة ماجستير تخصص: مالية و محاسبة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير ، جامعة المدية ، 2011/2010 .

57- لطرش سميرة ، **كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية** ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في الاقتصاد ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة 2010/2009 .

58- سليم جابو ، **تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية** ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق ، جامعة قاصدي مرباح بورقلة ، دفعة 2012/2011

59- غرابة زوهير، **إمكانية تطبيق نموذج التاجر الصاخب محل نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية** ، رسالة ماجستير جامعة حسيبة بن بوعلي – الشلف ، دفعة 2012/2011 .

03- المجـــلات والتقاريـــــر :

60- محمد براق، **تسيير المحافظ** ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2000

61- مفتاح صالح، معارفي فريدة، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها**، مجلة البحث عدد 2010/2009/07، صادرة عن جامعة محمد خيضر – بسكرة.

62 – أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام ، **الإستثمار بالأوراق المالية – تحليل وإدارة** ، دار المسيرة – عمان ، 2006 .

63- مفتاح صالح ، معارفي فريدة ، **متطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها** ، مجلة الباحث ، العدد السابع ، بسكرة ، 2010 .

64- محمد يوسف ياسين ، **البورصة – عمليات البورصة تنازع القوانين – إختصاص المحاكم** ، منشورات الحلبي الحقوقية ، ط1 ، بيروت – لبنان ، 2004 .

04- نصـوص تشريعيـة وتنظيميـــة :

65- المراسيم التشريعية من 1991 إلى 1996 المتعلقة بتنظيم بورصة الجزائر .

66- الأوامر التشريعية من لسنوات 1995 و 1996 المتعلقة بتسيير القيم المنقولة للدولة .

67- النظم المتعلقة بشروط إعتماد الوسطاء في البورصة لسنة 1996 .

05- الحوامـــل الإلكترونيـــة :

68- **البورصات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، الطبعة الأولى متاح على الخط : www.askzad.com_genpages_DLFreeViewer.aspx_smybookcode=B.pd، تاريخ التحميل: 2018/01/12.

69- ياسر بن إبراهيم بن محمد الخيضري، **المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية–دراسة فقهية**-[على الخط]، رسالة ماجستير في الفقه، كلية الشريعة بالرياض جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 2008 متاح على: www.4shared.com، تاريخ التحميل2018/01/14 .

70- عباس كاظم جاسم الدعمي ، **أثر السياسات النقدية و المالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة الممتدة من 1990/2006)** أطروحة مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد ضمن متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة، تخصص : العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة 2008 العراق ، متاح على: www.4sherad.com ، تاريخ التحميل: 2018/01/21 .

71 - ياسر بن إبراهيم بن محمد الخيضري، **المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية دراسة فقهية** - [على الخط]، رسالة ماجستير في الفقه، كلية الشريعة بالرياض جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية،2008،متاح على : www.4shared.com، تاريخ التحميل2018/01/25 .

ثانيا – المراجع باللغـة الاجنبيـة :

72- Allan Timmermann and Clive W.J.Granger, **Efficient Market Hypothesis and Forcasting**, International Journal Of Forcasting 20, 2004

73- Dhekra Azouzi, Essai en finance comportementale ; Les iaispsychologiques et leurs implications surles prix : enjeux conceptuels et portées pratiques (cas de marché financier tunisien), Thèse de Master, faculté dessciences économiques et de gestion, université Tunis, El-Manar, juin 2006, P : 05 ; on line : www.meu.edu.jo/ar/images/document/artscience/arab/priv/ ;/ le : //02/10/2018.

74- latherine lesnard et Sylvie Verbrugghe, **organisation et *gestion de l'entreprise***, *paris, dunod, 2eme édition, 1995* .

75 - M-MANSPURI , la bourse des valeurs mobilières d'Alger, édition dar Houma , Alger , 2002 .

76- Michel Fleurit ; bourse et marchés financier ; Économica-paris ;2eme édition 2000

77-Schwartz JeffJ, **Usefulness of the Efficient Markets Hypothesis**, on line: http//www.theconglomerate.org/economics consulté le; 03/03/2011