وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعـــة يحـــي فـــارس - المديـــة -

كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الإقتصادية

تقييم كفاءة أسواق الأوراق المالية عند المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطارئة

"دراسة تطبيقية لبورصة الجزائر وسوق دبي المالي"

2015/2005م

مذكّرة تخرج ضمن نيل شهادة الماستر في العلوم الإقتصادية

تخصص: مالية وبنوك

إعـــــداد الطالـــبتين:

بوزراي نصيرة

دحماني فتيحة

إشـــراف الأستاذ:

د.عامر كمال

لجنة المناقشة

الأستاذ	الصفة
د.تهتان مراد	رئيسا
د.عامر كمال	مشرفا ومقررا
د.جبارة بن ناصر	عضوا ممتحنا

السنـــة الجـامعيـة: 2015 - 2016 م

شكر وتقدير

الحمد الله الذي بنعمه تتم الصالحات، الحمد الله الذي هدانا لو لاه لما كنا من المهتدين،لك الشكر والثناء الحسن يا ربنا.

إن واجب الاعتراف بالفضل والجميل يقتضي أن أتقدم بأسمى عبارات الشكر والامتنان إلى الأستاذ المشرف عامر كمال على توجيهاته، ملاحظاته، على وقته الثمين، وعلى كل الدعم والتسهيلات التي قدمها لإتمام هذا البحث.

كما يسرني أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير والعرفان لكل الأساتذة الأفاضل الذين تحملوا عبء قراءة ومناقشة هذه المذكرة.

أسأل الله أن يجزيهم خير الجزاء عنا ويبارك فيهم.

مستخلص:

تهدف الورقة البحثية إلى تسليط الضوء على أدبيات الأسواق المالية وكذا أدبيات كفاءة سوق الأوراق المالية، وتوضيح أساليب قياس كفاءة سوق الأوراق المالية وكذا أهمية ودور المعلومات في كفاءة السوق، ليتم بعد ذلك تقييم كفاءة بورصة الجزائر وسوق دبي المالي،وفي ضوء تلك الأدبيات تم إختبار كفاءة السوقين عند المستوى الضعيف بإستخدام طريقة الأنماط الطارئة للفترة2005-2015.

الكلمات المفتاحية:الأسواقالمالية،البورصة، مؤشرات الأسواق المالية، كفاءة أسواق الأوراق المالية، أسلوب الأنماط الطارئة.

Résumé.

L' objectif principal de cette article est de faire la lumière sur la documentation relative à marché financier , et l'efficacité du marché de valeur mobilière ; le document décrit également les critères et le méthodes de mesure de l'efficacité de marché , le rôle et la répercussion de l'information dans ce domaine.cela permettrait d'évaluer empiriquement l'efficacité de la bourse d'Alger et bourse de Dubaï, en utilisant les testes méthode Run test la période 2005-2015.

Mots clés :les marché financiers, la bourse,Les indicateurs du marches financier, l'efficacité des marché de valeurs mobilières, méthode Run test.

فهرس المحتويات

الموضوع	الصفحة
الشكر	
الإهداء	
الملخص	
فهرس المحتويات	
قائمة الجداول	
قائمة الأشكال	
قائمة المعادلات	
مقدمة عامة	أ–د
الفصل الأول:الإطار النظري للأسواق المالية	
تمهيد	2
المبحث الأول:ماهية الأسواق المالية	3
المطلب الأول:تاريخ ونشأة الأسواق المالية	3
المطلب الثاني:مفهوم ووظائف الأسواق المالي	4
الفرع الأول:مفهوم الأسواق المالية	4
الفرع الثاني:وظائف الأسواق المالية	5
المطلب الثالث:تقسيمات الأسواق المالية	6
الفرع الأول:الأسواق النقدية	6
الفرع الثاني:أسواق رأس المال	8
المبحث الثاني:أسواق الأوراق المالية	10
المطلب الأول:مفهوم أسواق الأوراق المالية	10
المطلب الثاني:مكونات أسواق الأوراق المالية ومؤشراتها	11
الفرع الأول:مكونات أسواق الأوراق المالية	11
الفرع الثاني:مؤشرات أسواق الأوراق المالية	14
المطلب الثالث:وظائف أسواق الأوراق المالية وخصائصها	20
الفرع الأول:وظائف أسواق الأوراق المالية	20
الفرع الثاني:خصائص أسواق الأوراق المالية	22
المبحث الثاني:الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية	23

المطلب الأول:ماهية الأسهم	23
الفرع الأول:تعريف الأسهم	23
الفرع الثاني:حساب قيم الأسهم	24
الفرع الثالث:أنواع الأسهم	25
المطلب الثاني:ماهية السندات	28
الفرع الأول:تعريف السندات	28
الفرع الثاني:خصائص وإهتلاك السندات	29
الفرع الثالث:أنواع السندات	31
الفرع الرابع:الفرق بين الأسهم والسندات	33
المطلب الثالث:ماهية المشتقات المالية	35
الفرع الأول:تعريف المشتقات المالية	35
الفرع الثاني:أنواع المشتقات المالية	35
الفرع الثالث:أوجه المقارنة بين عقود الخيار والعقود الآجلة والعقود المستقبلية	39
الفرع الرابع:أهمية المشتقات المالية	42
خلاصة	44
الفصل الثاني:كفاءة سوق الأوراق المالية ومقومات نجاحه	
تمهيد	46
المبحثالأول:كفاءة سوق الأوراق المالية	47
المطلب الأول:مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية	47
المطلب الثاني:متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية	48
المطلب الثالث:الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية	50
الفرع الأول:فرضية الصيغة القوية	51
الفرع الثاني:فرضية الصيغة المتوسطة	52
الفرع الثالث:فرضية الصيغة الضعيفة	52
المبحث الثاني:فرضيات كفاءة الأسواق المالية وعلاقتها بالمعلومات	54
المطلب الأول:نظام المعلومات وأهميته	54
الفرع الأول:تعريف نظام المعلومات	54

الفرع الثاني:عناصر نظام المعلومات	55
الفرع الثالث:مصادر المعلومات	56
المطلب الثاني:خصائص نظام المعلومات وأنواعه	57
الفرع الأول:خصائص نظام المعلومات	56
الفرع الثاني:أنواع نظم المعلومات	59
الفرع الثالث:الجهات المهتمة بالمعلومات	60
المطلب الثالث:أساليب قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية	62
المبحث الثالث:طبيعة أسواق الأوراق المالية الكفؤة	65
المطلب الأول:الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة في سوق الأوراق المالية	65
المطلب الثاني:خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة	66
المطلب الثالث:عوامل رفع كفاءة سوق الأوراق المالية	67
خلاصة	68
الفصل الثالث:دراسة تطبيقية لبورصة الجزائر وسوق دبي المالي	
تمهيد	70
المبحث الأول:بورصة الجزائر	71
المطلب الأول:إنشاء بورصة الجزائر	71
المطلب الثاني:الهياكل التنظيمية والإطارات القانونية المنظمة لبورصة الجزائر	72
الفرع الأول:لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	72
الفرع الثاني:شركة إدارة بورصة القيم المتداولة	74
الفرع الثالث:المؤتمن المركزي على السندات	75
المطلب الثالث:تطبيق المعايير المستخدمة لقياس نمو بورصة الجزائر	76
الفرع الأول:معيار عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	76
الفرع الثاني:معيار سيولة السولة	78
الفرع الثالث:معيار معدل دوران الأسهم	79
المبحث الثاني:سوق دبي المالي	80
المطلب الأول:نشأة سوق دبي المالي	80
المطلب الثاني:الهيكل التنظيمي العام لسوق دبي المالي	82

المطلب الثالث:أهداف سوق دبي المالي ومؤشراته	83
الفرع الأول:أهداف سوق دبي المالي	83
الفرع الثاني:مؤشرات سوق دبي المالي	83
المبحث الثالث:اختبار كفاءة بورصة الجزائر وسوق دبي المالي بطريقة الانماط الطارئة	89
المطلب الأول:أسلوب الأنماط الطارئة	89
المطلب الثاني:قياس كفاءة بورصة الجزائر عند المستوىالضعيف باستخدام أسلوب الأنماط الطارئة	90
المطب الثالث:قياس كفاءة سوق دبي المالي عند المستوى الضعيف باستخدام أسلوب الأنماط الطارئة	92
خلاصة	94
خاتمة عامة	99-96
قائمة المراجع	107-101

قائمة الجداول.

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(01-01)	معاملات الإرتباط بين أسواق الأوراق المالية العالمية وبين مؤشر ستاندر أندبور500للفترة2005-2015	17
(01-02)	مقارنة بين الأسهم والسندات	34
(01-03)	أوجه المقارنة بين عقود الخيار والعقود المستقبلية والعقود الآجلة	40
(01-02)	مواصفاة الأنظمة الفرعية للوحدات الإقتصادية	58
(01-03)	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	76
(02-03)	تطور مؤشر السيولة في بورصة الجزائر	78
(03-03)	تطور رأس المال السوقي في بورصة الجزائر	79
(04-03)	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي	85
(05-03)	تطور مؤشر السيولة في سوق دبي المالي	87
(06-03)	وزن الشركات في مؤشر سوق دبي المالي	86
(07-03)	تطور سعر سهم الأوراسي	90
(08-03)	تطور مؤشر سوق دبي المالي	92

قائمة الأشكال.

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(01-01)	تقسيمات الأسواق المالية	13
(01-02)	طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للكفاءة	53
(02-02)	معلومات التغذية العكسية	55
(01-03)	الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم وعمليات مراقبة البورصة	74
(02-03)	الهيكل التنظيمي لشركة تسيير القيم المنقولة	75
(03-03)	الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي	82

قائمة المعادلات

الرقم	العنوان	الصفحة
(01-02)	معادلة خطأ التنبؤ	62
(02-02)	معادلة عوائد الإحتمالات المتوقعة	62
(03-02)	معادلة خطأ التنبؤ	63
(04-02)	النموذج العام لقياس الكفاءة	63
(05-02)	نموذج EARCH	64
(01-03)	معادلة المتوسط	89
(02-03)	معادلة التباين	89
(03-03)	معادلة إختبار العينة	89

مقدمة عامة.

تعد الأسواق المالية أداة تمويلية هامة جدا، حيث تجمع بين المتعاملين الإقتصاديين، أصحاب الفوائض المالية من جهة و أولائك الذين يعانون من العجزالمالي من جهة أخرى.

ولقد أدت متطلبات التطور الإقتصادي إلى إزدياد الحاجة إلى رؤوس الأموال لتغطية حاجات هذا التطور، وبإعتبار أن رأس المال يعد من الموارد الإقتصادية النادرة، كما أنه يعد المحرك الأساسي لجميع العمليات الإقتصادية، فإن المتعاملين المحتاجين لهذا المورد الإقتصادي النادر يكونون مخيرين إما بالتوجه نحو إقتصاد الإستدانة-البنوك-، أو إقتصاد السوق المالي. حيث تساهم أسواق المال في نقل الأرصدة النقدية ، وهي بذلك تساهم في تفعيلالإستثمار من خلال تعبئة الإدخار الذي يتم إستثماره في المجالات التي تساهم في خلق طاقات إنتاجية جديدة، ومن ثم تحقيق التنمية الإقتصادية.

تعد الأسواق المالية في أي دولة ركيزة أساسية في بنية الإقتصاد، وقد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية، على الاقتصاد. ناهيك عن الدور المهم الذي تلعبه في تنمية الإقتصاد الوطني لأي دولة وذلك بتنمية المدخرات الوطنية، فقد ثبت بالتجارب العملية أن تلك الأسواق تمثل فرصا إستثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك الدول. ومما لاشك فيه، أن كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها يؤثر بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي الشامل للبلاد.

حيث يحتاج المتعاملون فيها لمعرفة كل صغيرة و كبيرة حول المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية التي يريدون الإتجار بها وذلك من أجل الوقوف على القيمة الحقيقية لها و من ثم مقارنتها بقيمتها السوقية ودراسة مدى تحقيق الأرباح، لأن سوق الأسهم تعاني من الكثير من التشوهات الناتجة عن نقص الشفافية وإفتقار السوق إلى العمق و السعة،بسبب قلة الأسهم المعروضة للتداول كنسبة من الأسهم المصدرة، مما سهل على المضاربين التحكم في

الأسعار، لذلك كانت تلك الأسواق جاهزة لحدوث عمليات تصحيحية كبيرة بسبب أسعار بعض الأسهم التي أصبحت بقيم مبالغ فيها قياسا على ما تملكه من قدرة على تحقيق عائد مرض أو على قدرة كامنة لنموأسهمها في شركات لا تدار بشكل مربح ولا تلتزم بمبادئ احوكمة المتفق عليها دوليا في إدارة الشركات،وهكذا بدأت المؤشرات بالارتفاع بشكل فاق المعقول وهذا ما أثر على كفاءة الأسواق المالية.

وفي إطار المنافسة الشديدة، أصبح لزاما على كل دولة أن تولي اهتمامًا كبيرًا للأسواق المالية وتعمل على تطويرها وعصرنتها على جميع المستويات؛ الإدارية، التنظيمية، التشريعية،إلى جانب العمل على زيادة وتنويع الأدوات المالية المتداولة،إذ لا يمكننا أن نلغي العلاقة الوطيدة بين نمو الاقتصاد وتطوره ونمو الأسواق المالية وزيادة كفاءتها.

وتتحقق كفاءة أسواق الأوراق المالية في عدة صيغ، الصيغة الضعيفة للكفاءة، الصيغة المتوسطة، والصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية.

تهدف دراستنا إلى إختبار كفاءة بورصة الجزائر وسوق دبي المالي عند المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطارئة.

وعلى هذا الأساس نطرح الإشكالية التالية:

ما مدى كفاءة بورصة الجزائر وسوق دبي المالي عند المستوى الضعيف؟

الأسئلة الفرعية:

وللإلمام بالإشكالية الرئيسية إرتأينا طرح الأسئلة الفرعية التالية:

-فيما تتمثل الجوانب النظرية والفنية لإقامة أسواق مالية ذات كفاءة عالية؟

-ما هي أساليب وطرق قياس كفاءة الأسواق المالية؟

-هل تعتبر بورصة الجزائر بورصة أسواق كفؤة عند المستوى الضعيف؟

الفرضيات:

وكإجابة مؤقتة عن الأسئلة الفرعية نقترح الفرضيات التالية:

- تقوم الأسواق المالية الكفؤة بتوفير الحافز للحصول على المال و إمكانية إستثماره في أصول مالية مع إمكانية تحويل هذه الأصول إلى أصول حقيقية؛

توجد عدة اساليب و طرق لقياس كفاءة الاسواق المالية منها طريقة الانماط الطارئة؛

- بورصة الجزائر ضمن البورصات الناشئة فهي لا تملك مقومات تجعلها قادرة على الإرتقاء والتدرج في مستويات الكفاءة.

أسباب إختيار الموضوع:

من بين أهم أسباب إختيار الموضوع و الذي جاء تحت عنوان"تقييم كفاءة سوق الأوراق المالية عند المستوى الضعيف باستخدام أسلوب الأنماط الطارئة(دراسة تطبيقية حول بورصة الجزائر وسوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2015.

-محاولة إعطاء صورة واضحة حول الإطار النظري لقيام سوق أوراق مالية كفء؛

-البحث والكشف عن أداء الأسواق المالية العربية في ظل تطور الأسواق المالية عبر العالم؛

-التعرف على الواقع الذي وصلت إليه بورصة الجزائر؛

أهمية الدراسة:

-تأسيس سوق أوراق مالية تقوم على توفر مقومات قيام تلك السوق،وتوفر الشروط التنظيمية والتشريعية و المناخ الاقتصادي والسياسي.

-إنشاء سوق الأوراق المالية بتأكيدا على تعاظم الاهتمام بهذا النوع من الأسواق الخاصة،و إن اغلب الدول العربية تسير في اتجاه العولمة و الانفتاح مما يستلزم قيام أسواق أوراق مالية فعالة.

-وعلى هذا الأساس تستمد الدراسة أهميتها حيث جاءت لإبراز كيفية قياس كفاءة الأسواق المالية وسبل تفعيلها .

أهداف الدراسة:

تطمح من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق بعض الأهداف سواء كانت متعلقة بالجانب النظري أو الجانب التطبيقي و المتمثلة في:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية لكفاءة الأسواق المالية و مستوياتها؛

-محاولة البحث عن سبل قياس كفاءة السوق المالي عند المستوى الضعيف؛

-الرغبة في الاطلاع على واقع الأسواق المالية العربية من حيث الأداء و الكفاءة.

المنهج المتبع:

إعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي من خلال تجميع المعلومات و البيانات من الدراسات السابقة و القرارات للظاهرة محل الدراسة.

وكذلك المنهج التحليلي من خلال جدولة البيانات وتحليلها ثم قياس كفاءة بورصة الجزائر وسوق دبي المالي خلال الفترة 2005-2015.

الدراسات السابقة:

الدراسة الأولى:عبد الرحمان بن عيسى، **دور الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية، دراسة نظرية تطبيقية**، مذكرة ماجستير، جامعة المدية، الجزائر، 2008-2009، **ركزت هذه الدراسة** على الدور الفعال للحوكمة في رفع كفاءة السوق المالي،**وتوصلت الدراسة** إلى أن الشركات التي تطبق الحوكمة تلقى إقبالا واسعا من طرف المستثمرين كون هذا الإقبال موجه من خلال المعلومات المفصح عنها حيث تتميز بالدقة و المصداقية باعتبارها مؤشر من

مؤشرات السوق الكفء، **وتختلف دراستنا** عن هذه الدراسة بإظهار دور المعلومات و نظام المعلومات في تطوير ورفع كفاءة أسواق الأوراق المالية.

الدراسة الثانية:لطرش سميرة، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم– دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية**–أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة منتوري، قسنطينة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، 2010، **ركزت هذه الدراسة** على كفاءة أسواق رأس المال وصيغها الضعيفة، المتوسطة والقوية، مع اختبار وقياس الكفاءة في صيغتها الضعيفة والمتوسطة على أسواق رأس المال العربية لكل من: بورصة عمان، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، بورصة الجزائر، **وقدتوصلتالدراسة** إلى أنّ كل من بورصة عمان، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية هي أسواق كفؤة في صيغتها الضعيفة، بينما بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، بورصة الجزائر هي أسواق غير كفؤة في صيغتها الضعيفة، مع عدم كفاءة كل أسواق رأس المال العربية في صيغتها المتوسطة، **وتختلف دراستنا** عن هذه الدراسة في أسلوب قياس الكفاءة عند المستوى الضعيف والدولة محل الدراسة.

الدراسة الثالثة: الجودي صاطوري، **أثر كفاءة سوق رأس المال على الإستثمار في الأوراق المالية**، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في حالة الجزائر، علوم التسيير، تخصص مالية ،المدرسة العليا للتجارة بالجزائر، 2006، مساهمة التخصيص الكفء للإستثمار في تحقيق كفاءة سوق رأس المال، **وقد توصلتالدراسة** إلى كفاءة سوق رأس المال وأثره على تخصيص الإستثمار ،ومتطلبات تحقيق الكفاءة لتنشيط سوق رأس المال في الجزائر، **وتختلف دراستنا** عن هذه الدراسة في تقييم كفاءة بورصة الجزائر وسوق دبي المالي عند المستوى الضعيف.

حدود الدراسة:

يتناولالبحثموضوع تقييم كفاءة أسواق الأوراق المالية، وهو نطاقواسعمتعددالأبعاد، لذافإنموضوع البحث إقتصر على الحدود الموالية:

الحدود العلمية: سيحاول البحث التركيز على أسواق الأوراق المالية دون غيرها من الأسواق المالية الأخرى، بالإضافة إلى مقومات كفاءة أسواق الأوراق المالية، أما الدراسة القياسية فقد ركزت على كفاءة بورصة الجزائر سوق دبي المالي.

الحدود الجغرافية: سيحاول البحث التركيز على بورصة الجزائر، بهدف التوصل إلى نتائج تكون في صالحها ومحاولة إقتراح حلول لرفع كفاءتها، بالإضافة إلى سوق دبي المالي.

الحدود الزمنية: سيحاول البحث التركيز علىالفترة الممتدة من سنة2005-2015.

صعوبات الدراسة.

كانت هناك عدة صعوبات واجهت مسار تقدم مستوى البحث طول فترة انجازه والتي من بينها ما يلي :

- قلة المراجع ذات الاهتمام الأكاديمي والتطبيقي لكفاءة أسواق الأوراق المالية بالرغم من أهميتها ودورها في تطوير هذه الأسواق؛
- الحصول على الإحصائيات الحديثة المتعلقة بالموضوع محل الدراسة؛
- عدم توفر المعلومات الضرورية و المحينة وكل المعطيات على الموقع www.sgbv.dz فيما يخص بورصة الجزائر.

تقسيمات الدراسة:

بغية الإجابة على إشكالية البحث وتحقيق الأهداف السابقة تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول:

الفصل الأول:تناولنا الجانب النظري للأسواق المالية، وقد قسم بدوره إلى ثلاث مباحث:المبحث الأول:ماهية الأسواق المالية "تعريفها،خصائصها، تقسيماتها"، أما المبحث الثاني فقد تطرقنا إلى سوق الأوراق المالية "تعريفها،خصائصها،تقسيماتها"، و في المبحث الثالث:تناولنا الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية"الأسهم، السندات،المشتقات المالية".

الفصل الثاني:تناولنا الجانب النظري لكفاءة أسواق الأوراق المالية، وقد قسم بدوره إلى ثلاث مباحث:المبحث الأول كفاءة أسواق الأوراق المالية "تعريفها،أنواعها،مستوياتها،متطلبات تحقيقها" أما المبحث الثاني فقد تطرقنا إلى علاقة المعلومات بكفاءة سوق الأوراق المالية،وفي المبحث الثالث تناولنا طبيعة سوق الأوراق المالية الكفء " تعريفه،خصائصه...".

الفصل الثالث:تناولنادراسة تطبيقية مقارنةبين بورصة الجزائر وسوق دبي المالي، وقد قسم بدوره إلى ثلاث مباحث:المبحث الأول بورصة الجزائر "نشأته،الهياكل التنظيمية والتشريعات القانونية،والمعايير المستخدمة لقياس أداءه"، وفي المبحث الثاني تطرقنا إلى سوق دبي المالي " نشأته،الهيكل التنظيمي له وأهدافه"أما المبحث الثالث فتناولنا دراسة قياسية لكفاءة بورصة الجزائر وسوق دبي المالي عند المستوى الضعيف بإستخدام أسلوب الأنماط الطارئة.

تمهيد

يعتبر المال عصب الحياة لأي مؤسسة إقتصادية كونه المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخلها،ومن ثم لابد من توفر الأموال في الوقت والقدر المناسب،ولتلبية الحاجة من الأموال يتم اللجوء في كثير من الأحيان إلى الأسواق المالية،تحتل هذه الأخيرة مركزا حيويا في النظم الإقتصادية الحديثة،فهي تعتبر بمثابة وسيط بين الوحدات الإقتصادية ذات الفائض المالي وبين الوحدات الإقتصادية ذات العجز المالي والتي تحتاج إلى الأموال لتمويل المشاريع،مما يساعد على تنفيذ المشاريع الخاصة والمخططاتالإقتصادية،وللتوضيح أكثر قسمنا فصلنا إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول:ماهية الأسواق المالية؛

المبحث الثاني:ماهية أسواق الأوراق المالية؛

المبحث الثالث:الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية.

المبحث الأول:ماهية الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية وسيلة يتم من خلالها إصدار وتداول الأصول المالية،بحيث تمكن أصحاب العجز المالي من الحصول على الموارد المالية،وأصحاب الفائض من الحصول على عوائد.

المطلب الأول:تاريخ ونشأة الأسواق المالية

إن نشأة الأسواق تعود إلى عهود قديمة وكان الرومان أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء منطقة لإجتماع التجار، كما أنشأ اليونانيون متجرا للمقايضات في(أثينا)في القرن الخامس قبل الميلاد،حيث يرى البعض أن أصل الأسواق ونشأتها قديم العهد منذ أن كثر الناس على الأرض وازدحمت بهم البلدان وتعددت مطالب الإنسان...الخ،فذهب يسعى إلى مقايضة الفائض عن حاجته بسلعة هو في حاجة إليها،ومن هنا نشأ ما يسمى بالسوق[1].

إن نشأة أسواق المال في الدول المتقدمة ظهرت خلال القرون الوسطى على ضفاف الأنهار الصالحة للملاحة وعلى طرق المواصلات البرية الرئيسية،ثم تطورت هذه الأسواق من أسواق موسمية إلى أسواق دائمة الإنعقاد وعرفت في القرن السادس عشر بالبورصات[2].

وقد لجأ ملوك بريطانيا إلى الإقتراض من كبار المدخرين والأغنياء وخاصة المرابين وتجار الذهب بهدف تمويل مصروفاتهم وحروبهم.

كما ظهرت حركة تجارية في "الجزيرة العربية " قبل ظهور الإسلام خاصة ما كان يعرف برحلة الشتاء إلى اليمن والصيف إلى الشام، وذلك كل عام يستعينون بالرحلتين للتجارة على المقام بمكة لخدمة البيت وهدا فخر لهم.

كما شهدت ذات المنطقة سوقين للتبادل التجاري النشط هما "سوق عكاظ" و"سوق دومة" وسوق"الجندل"في العصر الجاهلي،لتمتد هذه الحركة التجارية إلى المدن الإسلامية المختلفة كمدينة بغداد والقيروان

[1]شوقي عزمي محمود حسنين، **الإستثمار في الأوراق المالية والتنمية في السودان**، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الزعيم الأزهري، السودان، 2005،ص:29.

[2]صلاح الدين شريط، **دور صناديق الاستثمار في أسواق الأوراق المالية**، أطروحة دكتوراه،غير منشورة، جامعةالجزائر،الجزائر، 2012، ص:78.

وقرطبة وسمرقند وخلافة، بالإضافة إلى الحركة التجارية عبر البحر الأحمر،والتي صاحبت الفتوح الإسلامية،لترتبط قارة إفريقيا بالجزيرة العربية في حركة تجارية ضخمة.

المطلب الثاني:مفهوم ووظائف الأسواق المالية

ينقسم مصطلح الأسواق المالية إلى كلمتين الأولى هي السوق وتعني في اللغة المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها والثانية هي المالية تدل على ما يتداول في تلك السوق و هيالأدوات المالية[1].

الفرع الأول:مفهوم الأسواق المالية

هناك عدة تعاريف للأسواق المالية نذكر منها:

التعريف الأول: السوق المالية هي الآلية (الأسلوب والإجراءات) التي يتم بواسطتها بيع وشراء الأصول المالية (الأسهم والسندات وما شابهها)[2].

التعريف الثاني: " هو الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الإستثمارية مع الوحدات الإدخارية وذوي الفوائض المالية لعقد صفقات قصيرة أو طويلة الأجل من خلال تداول الأدوات المالية المناسبة،أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق[3] .

وتعرف أيضا" هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأدوات المالية بمشتري تلك الأدوات،وذلك بغض النظر عن الوسيلة لتي يتحققبها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه[4].

---

[1] محمود أمين زويل، **بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق – أحوالها مستقبلها**، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر،الإسكندرية، مصر،2000، ص:27.

[2] زياد رمضان، مروان شموط،**الأسواق المالية،الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات**،القاهرة، مصر، 2007،ص:6.

[3] أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع،عمان،الأردن، 2010،ص:92.

[4] وليد صافي، أنس البكري، **الأسواق المالية الدولية**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان،الأردن، 2008،ص:16.

الفرع الثاني:وظائف الأسواق المالية

تؤدي الأسواق دورا هاما وحيويا في الحياة الإقتصادية، تفسر وجودها وأهميتها المالية و الإقتصادية،من خلال جملة من الوظائف نذكرها كمايلي:

أ. تشجيع الإدخار والمحافظة على الثروة وتنميتها.

تشجع الأسواق المالية الأفراد والشركات على الادخار، و ذلك عن طريق تسهيل تحويل مدخراتهم إلى إستثمارات في أدوات مالية سواء كانت أسهم أو سندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود مالي معتبر محدد حسب المخاطر المحتملة.

كما تعتبر الأدوات التي يتم تداولها في الأسواق المالية وسيلة مهمة من وسائل حفظ القوة الشرائية حتى موعد الإستحقاق،أو حتى موعد بيعها بحيث لا تستهلك ولا تتآكل بمرور الزمن بل أنها تنتج أرباحا وفوائد،وعليه تساهم في تنمية الثروات والمحافظة عليها.

ب. تسهيل الحصول على كل من الائتمان والسيولة.

إن الأسواق المالية أداة هامة وفعالة لتحويل الأدوات المالية إلى سيولة جاهزة عند الطلب وما إستدعت الضرورة لذلك، كما تتيح الأسواق المالية الحصول على الائتمان مقابل الوفاء به مستقبلا لمن يطلبه و وفق شروط معينة[1].

ج. تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشرعات الاستثمارية.

من المؤكد أن التنمية الاقتصادية تتطلب تعبئة لرأس المال ، والتي تتوقف على معدلات الإدخار وفرص الاستثمار،فالمشروعات الضخمة تحتاج رؤوس أموال كبيرة لتأسيسها، و التي تحققها الأسواق الماليةلما تمتاز به من قدرات علىتسهيل تحويل الموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين.

[1] زياد رمضان،مروان الحوط،مرجع سابق،ص:10.

إضافة إلى أنها تقوم بتوزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية، إذ أنها تمثل همزة وصل بين الاستثمار في المشروعات و إدخار الأفراد، وعليه تلعب دورا هاما في توزيع المدخرات على مختلف القطاعات الاقتصادية[1].

المطلب الثالث:تقسيمات الأسواق المالية

من خلال إستعراضنا لأهم الوظائف التي تؤديها الأسواق المالية نجدها في مجملها ترتكز أساسا على إيجاد الآلية للتمويل والإستثمار وعليه فهي تنقسم حسب الأدوات المتداولة،وبالتالي تصنف إلى الأسواق النقدية وأسواق رأس المال.

الفرع الأول:الأسواق النقدية

إرتبط ظهور الأسواق النقدية بنشأة البنوك التجارية لذا تعتبر من أقدم أسواق المال، وتمثل المؤسسات المصرفية والمالية الأكثر تعاملا في هذه الأسواق،وتمثل السوق النقدي أحد أهم ركائز إقتصاد السوق لما يقدمه من مصادر تمويل متعددة ومختلفة.

أولا:مفهوم الأسواق النقدية

تمثل الأسواق النقدية الإطار العام للمتاجرة بالأدوات المالية قصيرة الأجل، والتي تتسم حقوق حملتها بصفات الدين، أي أنها ذات إلتزامات ثابتة من الجهة المصدرة لها.

سميت هذه السوق بالسوق النقدية: "لأنه يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود، بسرعة وسهولة، أو لأن هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود"[2].

[1] أشرف محمد دوابة ،**نحو سوق مالية عربية**،مؤتمر التجارة العربية البينية والتكامل الاقتصادي ، الجامعة الأردنية،عمان،2220سبتمبر2004، ص:461.

[2] مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية من منظور إسلامي** ،مركز النشر العلمي للاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبدالعزيز،السعودية،2010ص:7.

تعرف السوق النقدية على أنها:" المجال الذي يتم فيه التعامل في الأصول النقدية بحيث تتسم بتداول الأدوات المالية قصيرة الأجل ذات درجة سيول مرتفعة نسبيا، ولذلك تقل فيها معدلات الفائدة بالمقارنة مع الأدوات المالية المتوسطة وطويلة الأجل، التي يتم تداولها والتعاملبها في أسواق رأس المال"[1].

وعليه يتضح لنا من خلال التعاريف السابقة أن الأسواق النقدية عبارة عن هيكل مادي وتنظيمي محدد يتم من خلاله تداول أدوات مالية قصيرة الأجل بين المشاركين في هذه السوق والذين يتمثلون أساسا في البنوك المركزية ووكلاتها الحكومات الشركات والمؤسسات،حيث تعتبر هذه السوق ملاذاً لتمويل الإحتياجات المالية قصيرة الأجل.

وتجدر الإشارة أن التطورات التي حصلت في بيئة الاستثمار، ساهمت في تحرير الأسواق النقدية من بعض القيود الحكومية الأمر الذي وسع من دورها في التمويل وعمق فاعلية السوق.

ثانيا:خصائص الأسواق النقدية

تكتسب الأسواق النقدية خصائص تميزها عن الأسواق المالية الأخرى نذكر أهمها في مايلي[2]:

- تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترات تسديدها في الغالب ما بين يوم واحد وسنة واحدة وذلك بشكل عام؛
- تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود و هذا ما دفع الناس إلى إطلاق إسم الأسواق النقدية عليها؛
- نظرا لتعامل الأسواق النقدية بأدوات قصيرة الأجل و إرتفاع سيولتها فإنها مقارنة بأسواق رأس المال التي تتعامل بالأدوات الاستثمارية طويلة الأجل تعاني من مخاطر أقل؛
- إن غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم، و ذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمتها المحددة بإستثناء الودائع المصرفية؛

[1] زينب عوض الله وأسامة محمد الفول، **أساسيات الإقتصاد النقدي والمصرفي**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت،لبنان، 2003،ص:89.

[2] محمد إبراهيم الشديفات، **الأسواق المالية و النقدية**،دار الحامد،الطبعة الأولى،الأردن، 2006،ص:8.

- تقوم الأسواق النقدية بممارسة الكثير من وظائف البنوك التجارية و فضلا عن ذلك تتميز هذه الأسواق بقدرتها على تجاوز التكاليف الفرضية لفوائد المصرف، و بالتالي فإنها تستقطب الأموال الكبيرة الموجهة للإستثمار في فترات قصيرة.

الفرع الثاني:أسواق رأس المال

تؤدي أسواق رأس المال دوراً حيويا في تطوير ونمو المؤسسات والشركات والحكومات،حيث تقوم أسواق رأس المال على توفير التمويل بالإقراض والإقتراض طويل الأجل كونه الإطار الذي يتم من خلاله الجمع بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز وذلك عن طريق تداول أدوات مالية طويلة الأجل.

أولا:مفهوم أسواق رأس المال

تعرف أسواق رأس المال على أنها:" عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

أما التعريف الضيق أو المحدود لسوق رأس المال وهو الأكثر شيوعاً في الإستعمال والذي يقتصر على السوق المنظمة" البورصة "للأسهم والسندات والتي يتم التعامل فيها بالبيع والشراء عن طريق خدمات الوسطاء والمسموح لها بالتعامل في السوق وضامني تغطية الإكتتاب[1].

يعرف سوق رأس المال علي أنه" مجموعة المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تتعامل قوى العرض والطلب على الأصول المالية بشكل عام وعلى الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات)[2].

يمثل سوق رأس لمال المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، القروض بأنواعها ...الخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الإقتصاديون ذوي العجز المالي،والذين هم في حاجة للأموال، ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي ينفقون عليها،والتي تخص عائد كل من الطرفين[3].

---

[1]نبيل خليل طه عمور، **سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"**،مذكرة ماجستير،غير منشورة،الجامعة الإسلامية،غزة،فلسطين، 2007،ص:28.

[2]الزبيدي حمزة، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان،الأردن، 2001،ص:114.

[3]F.LEROUX, **Marchés internationaux des capitaux**, **Montréal**, 2eme édition, 1995, p: 03.

أسواق رأس المال تسمح بإلتقاء المتعاملين الإقتصاديين الذين لديهم فائض في الأموال، و المتعاملين الذين يكونون بحاجة إلى التمويل[1].

ويتضح من خلال التعاريف أن السمة الأساسية لهذه الأسواق هي المخاطرة العاليةوذلك لأن أدواتها تتصف بتاريخ إستحقاق طويل لأكثر من سنة، وبالتالي يعطي للمستثمر عائد أعلى نظير المخاطرة الكبيرة كما يتميز سوق رأس المال بكبر حجم الصفقات المنفذة من قبل المتعاملين والمشاركين في هذه السوق.

ثانيا:خصائص أسواق رأس المال

تتميز أسواق رأس المال بجلة من الخصائص نذكر اهمها في النقاط التالية[2]:

- تتميز الأسواق المالية بالتنظيم،أي لابد من وجود شروط وقيود قانونية لتداول الأدوات المالية داخلها، توضع وتدار المعاملات من قبل هيئات و إدارات مستقلة متخصصة ، مع ضرورة توفر كافة المعلومات للمتعاملين؛
- يستدعى التداول في أسواق رأس المال وسطاء ماليين متخصصين ذوي خبرة في الشؤون المالية.

لا بد لأسواق رأس المال أن تتميز بالمرونة العالية والإستجابة السريعة لكافة المتغيرات والمستحدات التي قدتطرأ عليها،و ذلك باستخدام أحدث ما توصلت إليه تكنولوجيا المعلومات و الإتصالات مما يكسبها خاصية تميزها عن غيرها من الأسواق؛

- إتساع نطاق التعامل في أسواق رأس المال خاصية تتميز بهاكذلك،حيث تتم عقد العديد من الصفقات وعبر عدة مناطق من العالم في آن واحد.

[1] http://www.Vernimmen.net/html/glossaire/gl_m.html ,26-03-2016.

[2] حبيبة بن محياوي،**دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية،"دراسة حالة بعض الدول العربية"**،أطروحة دكتوراه،جامعة بسكرة،الجزائر، 2014،ص:19.

ثالثا:تقسيمات أسواق رأس المال

أ. أسواق الأوراق المالية

تتعامل بأدوات الدين كالسندات و أدوات الملكية كالأسهم، و هي ذات مدة إستحقاق تزيد عن السنة و تتصف بتقلبات كبيرة في أسعارها مقارنة بأدوات السوق النقدي لذا فهي تعتبر أكثر مخاطرة و تصدر شركات المساهمة كل من أدوات الدين "السندات" أدوات ملكية "الأسهم"[1].

ب. أسواق الإقتراض طويل الأجل.

تتعامل أسواق الإقتراض طويلة الأجل بالقروض العقارية الإستهلاكية، قروض البنوك التجارية و القروض التنموية الأخرى طويلة الأجل، أما عن المؤسسات التي تتعامل في هذه الأسواق فهي المؤسسات المالية الوسيطة و على رأسها البنوك التجارية.

[1] عبير بوشياف،**سوق الأوراق المالية في الجزائر**،مذكرة ماجستير،غير منشورة،جامعة قسنطينة،الجزائر، 2007،ص:11.

المبحث الثاني:أسواق الأوراق المالية

يلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة في إنتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد و المؤسسات ذات العجز، وذلك من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية، نظرا لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين.

المطلب الأول:مفهوم أسواق الأوراق المالية

هناك عدة تعاريف لأسواق الأوراق المالية نذكر منها:

التعريف الأول:"سوق الأوراق المالية هي أماكن إجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن فيها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع"[1].

التعريف الثاني:" سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية طويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الإستثمار فيها"[2].

التعريف الثالث: هي المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من أجل تلبية إحداهما لإحتياجات الآخر بمراعاة شروط معينة لتحقيق التنمية الإقتصاديةوالإجتماعية[3].

من خلال التعاريف السابقة يمكن إستنتاج التعريف التالي:

سوق الأوراق المالية سوق يتعامل بالأوراق المالية "الأسهم والسندات"، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة. ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم، فإنه يتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الإتصال المختلفة.

---

[1] محمد سويلم، **إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية**، الشركة العربية للنشر والتوزيع،القاهرة،مصر، 1997،ص:272.

[2] عبد الباسط وفا محمد حسن، **بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكيةالخاصة**، دار النهضة العربية، الإسكندرية،مصر، 1996،ص:25.

[3] M.Berrag, **Le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances**, **Magistère ensciences de gestion**, **option finance**, Ecole supérieure de commerce, juillet 1993, p: 50.

المطلب الثاني:مكونات أسواق الأوراق المالية ومؤشراتها

الفرع الأول:مكونات أسواق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية بدورها إلى:

أولا:الأسواق الأولية.

ويدعى كذلك سوق الإصدار، وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الإحتياجات المالية[1].

ثانيا:الأسواق الثانوية

و هو الذي تتداول فيه الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي وتعمل فيه المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول هذه الأوراق، و توفير عنصر السيولة مثل شركات السمسرة و شركات إدارة محافظة الأوراق المالية، و يمثل سوق تداول الأوراق المالية بعد الاكتتاب بها في السوق المالي،ويعد السوق الرئيسي للأوراق المالية المرجح لنمط النشاط الاقتصادي و المالي في الاقتصاديات المعاصرة. يقسم سوق التداول بدوره إلى:

أ. **أسواق منظمة:** وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الإكتتاب العام...الخ[2].

ب. **أسواق غير منظمة:** وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة إتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا

[1] رشيد بوكساني،**معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها**،أطروحة دكتوراه،غير منشورة،جامعة الجزائر، الجزائر، 2006،ص:44.

[2] احمد سعد عبد اللطيف، **بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية،الاسكندرية، مصر، 1998،ص:07.

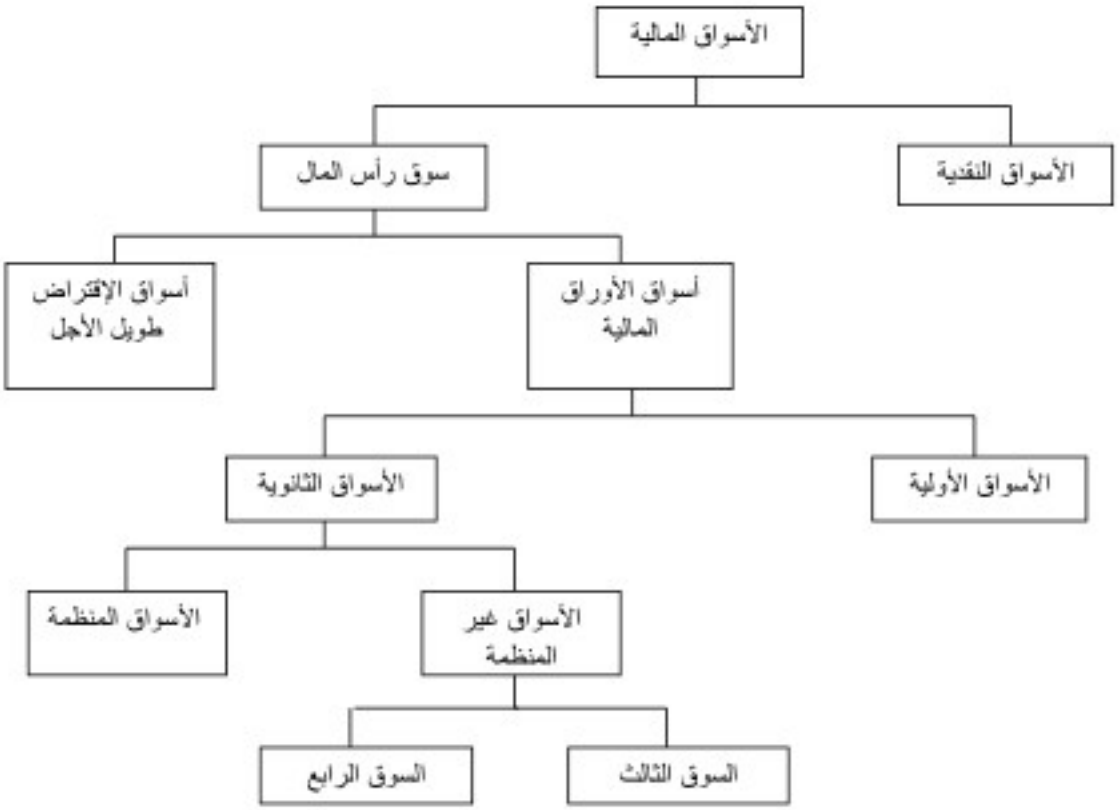
يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الإتصالات[1].

وتنقسم الأسواق غير منظمة بدورها إلى:

- **السوق الثالث** :وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الإستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها،و كذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.
- **السوق الرابع** :هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة المصدرة للأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة إتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة،وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم والشكل التالي يوضح تقسيمات الاسواق المالية.

[1] نفس المرجع،ص:11.

الشكل رقم(01-01):تقسيمات الأسواق المالية



المصدر:من إعداد الطالبتين.

الفرع الثاني:مؤشرات أسواق الأوراق المالية

أولا:تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

ظهرت المؤشرات وتبلورت عبر الزمن إبتداءا من القرن 19م مثل مؤشر داو جونز الذي ظهر لأول مرة سنة 1884م، حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس إتجاه السوق المالية وسلوكها، إلاّ أنّ المؤشرات عرفت قفزة نوعية في فترة الثمانينات للقرن 20م، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق إتجاه السوق المالية وسلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى،حيث كان أول تداول سنة 1990م.

التعريف الأول: المؤشرات الاقتصادية هي أدوات يستخدمها الإقتصاديون للوقوف على الحالة التي عليها إقتصاد الدولة، تفيد المؤشرات في التعريف السريع على ما يجري بسوق الأسهم والسندات، وتعتبر المؤشرات من الناحية

القيمية، متوسطات وأرقام قياسية وبذلك فهي تعطي المتوسط السوقي لأسعار الأسهم سواء كان مرجعا أو غير مرجع لسعر السهم المعبر عن مجموعة من الأسهم. والأرقام القياسية هي قيم مجردة من الوحدات النقدية أو وحدات القياس الأخرى.

إذن الرقم القياسي أو المؤشر الممثل به هو عبارة عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة بمختلف الأوراق المالية، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلوماتبهدف أن تكون هذه الأرقام القياسية صالحة للمقارنة، لذلك يتم إختيار فترة ماضية والتي تعتبر بمثابة سنة الأساس والتي منها تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي ومعه ننتقل إلى فترة مستقبلية[1].

التعريف الثاني: مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء للأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق وإتجاهها.

ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لإتجاه السوق، يعكس الإتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم[2].

يلاحظ في تعريف مؤشر السوق أنه يعتمد على التغير في سعر الأوراق المالية في نقطة زمنية محددة عن طريق الفرق بين سعرها الحالي والسعر الماضي، لكن تغير الأسعار ليس هو المؤشر الذي يعكس تحركات السوق وإتجاهها بل هناك عوامل أخرى تؤثر في الأسعار.

ثانيا:معايير بناء المؤشرات

كما أن هناك معايير يجب أن تتبع لبناء مؤشرات الأسعار تتمثل في العناصر التالية:

أ. **حجم العينة:** ويقصد به عدد الشركات التي سوف يتم قياس أداء السوق إستنادا إلى أدائها السعري، وعليه كلما زادت العينة كلما زادت دقة المؤشر كلما كان أكثر تعبيرا عن أداء السوق، حيث تكون العينة ممثلة للمجتمع، فإذا إستطعنا أن تكون العينة من جميع شركات البورصة فإن هذا المؤشر يعبر عن السوق تعبيرا صحيحا وكاملا،

[1] عبد الغفار حنفي،**الإستثمار في الأوراق المالية أسهم، سندات، وثائق الإستثمارات، الخيارات**، الدار الجامعية،الإسكندرية، مصر، 2000، ص:77.

[2] محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**،الدار الجامعية،القاهرة،مصر، 2002،ص.:151.

وعلى ضوء عينة الشركات الداخلة في المؤشر يسمى المؤشر، فمثلا هناك مؤشر فاياناشال تايمز،100وهناك استاندر اند بورز، 500 وهناك اجي اكس 30وهناك اجي اكس، 70 نلاحظ أن العدد يشير إلى عدد الشركات الداخلة في المؤشر وهذا يعني أن كل شركات السوق ليست مدرجة بالمؤشر. ويلاحظ انه يتم اختيار الشركات للدخول في المؤشر وفقا لعدة معايير أشهرها رأس المال السوقي الإجمالي لكل شركة، ويتم عمل إحلال وتجديد كل فترة لشركات المؤشر بخروج ودخول شركات جديدة.

ب. **طريقة إحتساب المؤشر**:وتتبع طريقتين كمايلي:

- **طريقة المتوسطات**:حيث يتم إعداد المؤشر إستنادا إلى أسلوب المتوسط الحسابي وهو عبارة عن مجموع أسعار أسهم الشركات الداخلة في المؤشر على عددها والنتيجة تكون عدد نقاط المؤشر، وممكن إدخال الناتج في معامل وليكن 100أو 1000مثل مؤشر داو جونز، والمتوسط الآخر هو المتوسط الهندسي ويتم فيه أخذ الجذر النوني لحاصل ضرب أسعار الأسهم الداخلة في المؤشر، مثل مؤشر بورصة الكويت ، ويعاب على هذا النوع من المؤشرات بطء رد الفعل في حالة الصعود أو الإنخفاض.
- **طريقة الرقم القياسي**:وفيها يتم إيجاد رقم قياسي للأسعار عن طريقة قسمة إجمالي رأس المال السوقي لجميع شركات المؤشر على رأس المال السوقي لها في أول يوم لحساب المؤشر، وتتغير هذه القيمة بتغير أسعار البسط مع ثبات المقام.

ثالثا:أهم مؤشرات الأسواق المالية

أ. **مؤشر داو جونز**: يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت سنة 1884م، وذلك بإسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز دو الذي أصبح فيما بعد محرر للصحيفة نفسها، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 9أسهم 9شركات صناعية، إرتفع حجمها إلى 12سهم في 26 ماي1896،ثمّ إلى 20سهم في 1916م، وفي عام 1928م إرتفع حجم العينة ليصل إلى 30سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة وتمثل تلك الأسهم 30شركة أي بمعدل سهم لكل شركة، تتسم هذه الشركات بإرتفاع قيمتها وبضخامة الحجم وعدد المساهمين. وعلى الرغم من الشهرة العالمية والإستعمال المكثف لهذا المؤشر إلاّ أنه يحسب كأي وسيط حسابي.

ب. مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم: لقد جاء هذا المؤشر أساسا لتغطية النقص أو بالأحرى للإجابة عن النقد الموجه لمؤشر داو جونز،بالإضافة إلى ذلك أرادت السلطات إنشاء مؤشرها لكافة الأسهم المتداولة لتوفير وسيلة لقياس إتجاه الأسعار في السوق بكل أمانة، لهذا قامت في سنة 1965بإنشاء هذا المؤشر بالإضافة إلى أربع مؤشرات فرعية خاصة بقطاعات الصناعة، النقل، الخدمات العامة والقطاع المالي.

ج. مؤشر ستاندراندبور500: بدأ تكوين مؤشر ستاندرآندبور في 1957/03/04ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس الأسهم، ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداما وأصبح الآن يعرف باسم S & P 500لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كما يلي:

425 سهم من الشركات الصناعية؛

25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء...إلخ؛

50 سهم من شركة الخدمات العامة؛

وتمثل 90%من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك[1].

ويضم معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة "ا.ب.مIBM" –وشركة "جينيرال موتورز" حيث تحظى هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر عن مقارنتها بالشركات صغيرة الحجم التي يضمها المؤشر، وما تجدر الإشارة إليه أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر.

وما تجدر إليه الدراسة أن هناك ارتباط بين مؤشر ستاندرأند بور 500وبين أسواق المال العالمية من خلال تدفق الحر لرؤوس الأموال عبر الدول، قد زاد في السنوات الأخيرة كنتيجة للإندماج العالمي للأسواق الأوراق المالية،مما يؤدي بمعاملات الإرتباط إلى الإرتفاع كلما زاد التكامل، وهذا ما يوضحه الجدول أدناه:

جدول رقم(01–01): معاملات الإرتباط بين أسواق الأوراق المالية العالمية وبين مؤشر ستاندر أند بور500 للفترة 2005–2015.

[1] محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، 2002،ص:253.

الدولة	معامل الإرتباط
النمسا	0.62
فرنسا	0.68
المانيا	0.61
هونكونغ	0.81
ايطاليا	(0.28)
اليابان	0.55
جنوب افريقيا	0.65
انجلترا	0.88

المصدر :تقرير البورصة المصرية السنوي لسنة،2011 بورصتي القاهرة والإسكندرية، مصر، 2012.

من الإنتقادات الموجهة لمؤشر ستاندر أند بور 500تأثر الشديد بالتغير في أسعار الأسهم مرتفعة السعر والتي لها عدد كبير من الأسهم، أي قيمة المؤشر تتأثر بالتغير في أسعار الأسهم منخفضة القيمة،وخير مثال على ذلك تغير أسعار منشآت المنافع العامة التي تمثل 5%من العينة لا يؤثر على قيمة المؤشر الكلي[1].

بالإضافة إلى مؤشرات أخرى نذكرها على النحو التالي[2]:

أ. مؤشرات حجم السوق

ثمة مؤشران لقياس حجم سوق الأوراق المالية هما:نسبة رأس مال السوق،وعدد الشركات المدرجة بالسوق.

1. **نسبة رأس مال السوق**:تمثل نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي ومن الناحية الإقتصادية،ثمة فرض يتضمنه إستخدام ذلك المؤشر مؤداه أن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجابا أو سلبا بالقدرة على حشد وتعبئة رأس المال وتنويع الخطر.بيد أن هذا

[1] رشيد بوكساني،مرجع سابق،ص:82.

[2] عاطف وليم اندراوس، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية**،مؤسسة شباب الجامعة،الإسكندرية،مصر، 2005، ص ص:96-95.

المؤشر يعاني من بعض أوجه القصور التي تحول دون الإعتماد عليه كلية للدلالة على درجة تنمية السوق، إذ بعض الأسواق تتميز بإرتفاع نسبة رأس مال السوق،في حين أن حجم التعاملات بها يكون صغيرا.ومضمون ما تقدم أن سوق الأوراق المالية قد تكون كبيرة وفقا لمؤشر نسبة رأس مال السوق ولكنها غير نشطة.

2. **عدد الشركات المدرجة**:يمكنإستخدام عدد الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق.غير أن هذا المؤشر يفقد أي دلالة إذا لم يصاحبه إستخدام مؤشر نسبة رأس مال السوق،إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا.ولا يفيد إستخدام ذلك المؤشر في حالة الإختلافات الهامشية في عدد الشركات المدرجة بأسواق الأوراق المالية في عدد البلدان،بيد أنه قد يكون مفيدا في حالة القيم المتطرفة.

ب.مؤشرات السيولة

يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية.ولأن السيولة تسمح للمستثمرين بتغير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة وبتكلفة يسيرة فإنها تجعل الإستثمار المالي أقل خطرا وتسهل الإستثمار طويل الأجل،وتواجه الأسواق التي تفتقر للسيولة بحذر من المستثمرين لأنهم لم يتمكنوا من الخروج من السوق في الوقت الذي يرغبونه.

وفي السوق مرتفعة السيولة،تزيد فرص الشركات المدرجة بها في الحصول على إحتياجاتها المستمرة من الموارد المالية بتكلفة معقولة،سواء عن طريق إصدار سندات أو زيادة رؤوس أموالها من خلال إصدار المزيد من الأسهم.كما أن الإقتصاد الذي يتميز بوجود سوق سائلة للأوراق المالية يجعل من الأصول المالية أكثر قبولا كضمان للقروض المصرفية ومن ثم يعزز الإستثمار.

وثمة مؤشران يستخدمان على نطاق واسع لقياس سيولة الأوراق المالية هما:نسبة حجم التداول أو التعاملات ومعدل الدوران.

1. **نسبة حجم التداول**:تمثلنسبة حجم تداول قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي،وتشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد القومي،وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الإقتصاد الوطني.

2. **معدل الدوران**:يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على رأس مال السوق.ويكمن معدل الدوران في نسبة رأس مال السوق، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة فهي صغيرة لإنخفاض نسبة رأس مال السوق ونشطة لإرتفاع معدل الدوران.

ج. مؤشرات تمركز السوق

في العديد من البلدان تسيطر بضعة شركات على السوق، الأمر الذي يعني إرتفاع درجة التمركز في السوق،وتعد درجة التمركز المرتفعة أمرا غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على السوق.

وتقاس درجة تمركز السوق من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق.

د. مؤشرات عدم الاستقرار[1]

يقاس عدم إستقرار السوق بالإنحراف المعياري للعوائد الشهرية في أسواق الأوراق المالية،حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهرا على أن يتم تنقيتها من الإرتباط الذاتي،وعادة ما يعني إنخفاض درجة التقلب على أنه مؤشر لتطور سوق الأوراق المالية بقدر ما تظهر معلومات تتضمن التقلب ولا تعكسها إلا السوق الجديدة فقط.

المطلب الثالث:وظائف أسواق الأوراق المالية وخصائصها

تؤدي أسواق الأوراق المالية وظائف كما تتسم بخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق المالية.

الفرع الأول:وظائف أسواق الأوراق المالية

تقوم أسواق الأوراق المالية بجملة من الوظائف نذكرها كمايلي:

- أداة تمويل الإقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الإقتصاديين من أجل تمويل الإقتصاد،وهذا عن طريقتجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي؛
- سوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها،كما تسمح للدولة من أداء سياستها الإقتصادية بقدر كبير من الأداء؛

[1] عاطف وليم اندراوس،مرجع سابق،ص:98.

- تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الإقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية،بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الإقتصاديةوالإجتماعية فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر؛
- أداة لتوفير فرص إستثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق،وبالتالي يعتبر مرشدا عند إختباره للأوراق المالية التي يرغب في الإستثمار فيها[1]،
- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية[2]:تساعد الأوراق المالية في تحديد الإتجاهات العامة في عملية التنبؤ،فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات في الكيانالإقتصادي،وتسجيلها،وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة،والأسعار؛
- أداة لتقويم الشركات والمشروعات[3]:حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات،ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فإنخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها،أو على ضعف مركزها المالي،وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها،أو في سياساتها أملا في تحسين مركزها؛
- أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة، يمكن إعتبار سوق الأوراق المالية قناة تسمح بالإنتقال من إقتصاديات الإقراض إلى إقتصاديات أوراق المال، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر،حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة،إنطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للإكتتاب في السوق؛

---

[1] منير إبراهيم هندي ورضية قريقص، **الأسواق والمؤسسات المالية**، مكتبة الإشعاع،الإسكندرية، مصر، 1997،ص:45.

[2] رضية قريقص، **أسواق المال**، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع،القاهرة، مصر، 1999،ص:48.

[3] حسام الدين أحمد، **وظائف البورصة**،www.islamonline.net/arabic/economics/،تاريخ الاطلاع:2016/04/03.

- أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الإقتصاد الوطني،حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي إمتصاص فائض السيولة النقدية وإتجاه هذه المدخرات نحو الإستثمار بدلا من الإستهلاك؛
- أداة جذب للإستثمارات الأجنبية، وتوطيد التكنولوجيا عن طريق الإستفادة من التطورات المالية والإقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق إرتباطها بالأسواق المالية الدولية؛
- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي.

الفرع الثاني:خصائص أسواق الأوراق المالية

تتميز أسواق الأوراق المالية بالخصائص التالية[1]:

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية؛
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة؛
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛
- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية؛
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة،وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الإتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت؛

[1] جمال جويدان الجمل، **الأسواق المالية والنقدية**، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان،الأردن، 2002،ص:56.

- الإستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، وإتخاذ القرارات الإستثمارية الرشيدة.

المبحث الثالث:الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية

يتداول في سوق الأوراق المالية نوعان من الأدوات المالية، أحدهما يعبر عن الملكية وهي الأسهم بأنواعها، والنوع الأخر يعبر عن المديونية وهي السندات بأنواعها، بالإضافة إلى المشتقات المالية.

المطلب الأول:ماهية الأسهم

تعتبر الأسهم أحد أهم الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية.

الفرع الأول تعريف الأسهم

السهم هو عبارة ورقة مالية طويلة الأجل، تمثل جزء من رأس المال الذي يقسم إلى عدة أجزاء صغيرة متساوية.كل جزء أو قسم منها يسمى سهما، وله ثمن معين، ويعتبر العدد الذي يمتلكه الشخص من هذه الأسهم حصته في رأس المال وهي قابلة للتداول. ولكل سهم قيم مختلفة،قيمة إسمية يصدر بها، وقيمة سوقية تتحدد في البورصة وفقا للعرض والطلب وقيمة دفترية تستعمل في حالة تصفية الشركة.

بمعنى أن الأسهم تمثل حقوق ملكية في الشركات التي تقوم بطرحها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي لتوسيع أنشطتها الإستثمارية، ويمكن للمستثمرين إعادة بيع هذه الأسهم في السوق المالية[1].

ويمكن تعريفها كذلك: الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية[2].

[1] أحسان حضر، **تحليل الأسواق المالية**، سلسلة حسر التنمية ، المعهد العربي للتخطيط بالكويت ، العدد:4، 27مارس2004،ص:04.

[2] مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، **الإقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية**، المطبعة الجديدة،القاهرة،مصر،الطبعة الأولى، 1993، ص:169.

الفرع الثاني:حساب قيم الأسهم

للسهم عدة قيم نوجزها في مايلي:

أولا:القيمة الاسمية للسهم:هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

ثانيا:القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الإلتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويمكن إعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية:

القيمة الدفترية = إجمالي حقوق المساهمين/عدد الأسهم=(رأسالمال+الأرباح غير موزعة+الإحتياطات) /عددالأسهم.

-تشير القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة التاريخية وليس إلى القيمة المستقبلية، فالأصول تسجل بقيمتها وهذه الأخيرة لا تعكس السعر الحالي لنفس هذه الأصول في ظل معدلات التضخم السائدة؛

-القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الإستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية،فإذا ما أثمرت هذه الإستثمارات بعائد أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حاليا، فإن القيمة المحورية لثروة هؤلاء المستثمرين ستكون أعلى أو أقل من قيمة الأصول عند التصفية[1].

نستنتج مما سبق ذكره أن القيمة الإسمية تمثل مفهوما قانونيا، أما القيمة الدفترية فتمثل مفهوما محاسبيا.

ثالثا:القيمة السوقية: هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية،الذي يخضع لظروف العرض والطلب، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الإقتصادية،السياسيةوالإجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة

[1] أحمد إبراهيم الواعة ،اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية،مذكرة ماجستير غير منشورة،الجامعة الإسلامية،غزة،فلسطين، 2009،ص:134.

لظروف التبادل الدولية والداخلية، وإنعكاس التقلبات الإقتصادية السوقية،وإختناقاتالإقتصاد المحلي، هذا فضلا عن واقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها،وسياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح الخاضعة للتوزيع والدور الذي تمارسه إدارة السوقالمالية في تكريس الإستقرار وتجاوز الإختناقات ونشر المعلومات، وقد تبين أن القيم الورقية للأسهمالعادية في الولايات المتحدة الأمريكية منذ بداية السبعينيات وحتى منصف التسعينيات من القرن العشرين، قد تغيرت من مرة واحدة إلى عشر مرات[1].

بمعنى أن الأسهم تمثل حقوق ملكية في الشركات التي تقوم بطرحها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي لتوسيع أنشطتها الاستثمارية، ويمكن للمستثمرين إعادة بيع هذه الأسهم في السوق المالية[2].

الفرع الثالث:أنواع الأسهم

تقسم الأسهم كل حسب تصنيفه والتي يمكن إدراجها في مايلي:

أولا: تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تتداول به.

يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تتداول به كما يلي:

أ. **أسهم اسمية**[3]: وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على مايلي:

-الإسم، اللقب، ، وطن، وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها،ونوع الشركة وعنوانها،رأسمالها، ومركزها، بالإضافة إلى بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتتب به؛

-بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتتب به؛

-عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك لأن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الإعتراف بالمشتري الجديد؛

---

[1] رشيد بوكساني،مرجع سابق،ص:56.

[2] حسان خضر، مرجع سابق، ص:04.

[3] الهمون الهمون، **البورصة، بورصة الجزائر**، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999،ص:22.

ب. **أسهم لحاملها**:يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل إسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها.

ج. **أسهم لأمر**[1]:للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

ثانيا:تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم

يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:

أ. **أسهم عينية**:هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال شركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل إستثمار مادي، أو مخزونات، أو براءة إختراع، مقدرة ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل،وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

ب. **أسهم نقدية**:وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

ج. **أسهم مختلطة**:وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

ثالثا: تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

أ.**الأسهم العادية**: هي أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول تمنح لحاملها الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم[2]، تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها،وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها

[1] منعم نعمون المرجع السابق،ص:23.

[2] خالد محمد نصار، **آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة**، مذكرة ماجستير،غير منشورة،الجامعة الإسلامية،غزة،فلسطين، 2006،ص:41.

بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة،والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة، الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة،والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية.

ب. الأسهم الممتازة: تعتبر كذلك أداة ملكية من الناحية القانونية ولكنه يختلف عن السهم العادي في عدة مهمة وهي[1]:

.-إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، فإن السهم الممتاز يشبه السند؛

-حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت تعطى لهم الأولوية إذا أفلست الشركة في استرداد مستحقاتهم؛

-حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة وعلى قيمتها عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.

من خلال ما سبق ذكره يمكن إستخراج الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة في العناصر الموالية[2]:

-يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح.

-ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت؛

-عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة؛

-للإدارة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها خاصة عندما يتعلق الأمر بإنخفاض أسعار الفائدة كثيرا؛

-لحامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي؛

-لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحتجزة للشركة، لذلك فإن قيمته الإسمية تساوي قيمته الدفترية؛

---

[1] عبد الناصر عبد الله الهاروري وغازي توفيق فرح، **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى،2001، ص ص:159-160.

[2] زياد رمضان،مرجع سابق،ص :29.

-الحق في الحصول على الأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية لحملة الأسهم الممتازة.

المطلب الثاني:ماهية السندات

تعتبر السندات العمود الفقري لأسواق الأوراق المالية،كما أنها تشكل أحد الأدوات المالية طويلة الأجل.

الفرع الأول:تعريف السندات

السند هو وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر)بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية)إلىحامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتواريخ معينة[1].

وبالتالي فهي عبارة عن أدوات دين أو إقتراض تطرح في سوق الأوراق المالية لآجال طويلة، وتعبر عن مديونية أو قرض للغير بقيمة إسمية وبمعدل فائدة محدد بتاريخ إستحقاق أيضا محدد لكنه طويل نسبيا مقابل الحصول على سيولة نقدية من جمهور المستثمرين، وتتعهد بإستعادتها بتواريخ إستحقاق معينة بقيمتها الإسمية، والفرق يكون هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر وفي الوقت نفسه تعد هي التكلفة التي يتحملها المقترض مقابل إعادته لهذه النقود، أما السندات التي تصدرها الشركات المساهمة العامة فهي عبارة عن عقد طويل الأجل يوافق بموجبه البائع على دفع فائدة سنوية مقابل الحصول على قيمته الآن وإعادته للمشتري بعد إنقضاء فترة زمنية محددة ويعطي مالك السند الحقوق التالية:

-الحصول على فوائد سنوية ثابتة؛

-تسديد قيمة السند عند حلول الأجل؛

وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي:

- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة؛
- **معدل الكوبون:**حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند؛

[1] وليد أحمد صيام، **سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية**،مذكرة ماجستير،غير منشورة،جامعة الجزائر،الجزائر، 1997،ص:83.

- **أجل الاستحقاق:** وهو تاريخ استحقاق السند، أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبيا؛
- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة؛
- السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية؛
- الإهتلاك على غرار الفوائد التي يدفعها المصدر، فإنه يتحمل تسديد قيمة السند حسب جدول إهتلاك القرض السندي، حيث تحدد تعاقديا عند الإصدار، وتوجد عدة صيغ للإهتلاك تتمثل في الإهتلاك الكلي أو الإهتلاك عن طريق أقساط ثابتة؛
- للسندات قيمة إسمية وقيمة جارية، فالقيمة الإسمية هي القيمة التي يصدر بها السند لأول مرة،وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الإستحقاق أو السداد، أما القيمة الجارية هي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق المالية.

الفرع الثاني:خصائص وإهتلاك السندات

أولا:خصائص السندات

للسندات جملة من الخصائص نذكر منها مايلي[1]:

- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها؛
- حامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة؛
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند؛
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح،باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة.

[1] رشيد بوكساني،مرجع سابق،ص ص:64-65.

ثانيا:إهتلاك السندات

باعتبار أن السندات تمثل قرضا لأجل معين(طويل الاجل عادة)، فإنه يترتب على هذا القرض في الأجل المتفق عليه، وطريقة أو كيفية السداد قد ينص عليها نظام إصدار السندات، كما أنها قد تعود لإختيار الجهة المصدرة في حال عدم وجود نص صريح حول ذلك وهناك عدة طرق لإهتلاك السندات[1].

أ. **السداد الجزئي للسندات**: تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل أجال إستحقاق القرض المجزأ، أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها وبناء على نص قانوني خاص بهذه العملية في نظام الإصدار.

ب. **تكوين إحتياطي إهتلاك السندات**:قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين إحتياطي خاص بإهتلاك السندات، وفي هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية وقانونية، ويشكل هذا الإحتياط بعدة طرق:

-كأن يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد؛

-تخصيص مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة؛

-تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

ج. **السداد التدريجي**:تصدر بعض الشركات نوعا من السندات يمكن أن يطلق عليها إسمالسندات ذات مواعيد الإستحقاق المتسلسل، ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة، بل تسدد في تواريخ إستحقاق متوالية، وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة ،حيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لإستحقاق المجموعة التي تسبقها، يؤدي هذا النوع إلى سداد السنوات تدريجيا وبطريقة منظمة معروفة لدى جميع الأطراف.

[1] رشيد بوكساني مرجع سابق،ص:66.

الفرع الثالث:أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة إذ يمكن تقسيمها مثلا على أساس جهة الإصدار، أو على أساس الأجل، أو على أساس الضمان، أو على أساس القابلية للتحويل والإستدعاء.

أولا:أنواع السندات على حسب جهة الإصدار

يمكن تقسيم أنواع السندات على أساس جهة الإصدار إلى:

أ. **سندات عامة**[1]:وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرفالمدين، أما دائنوها فهم البنوك، الشركات القطاع العام أو القطاع الخاص والخواص وهذا بهدف تحقيق ما يلي:

-تغطية العجز في الميزانية العامة؛

-الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها؛

-تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد لضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد؛

-التحكم في الأزمات الإقتصادية، وخاصة في فترة التضخم، حيث تلجأ الدولة إلى إصدار سندات حكومية للتقليل من حجم السيولة المتداولة، وفي حالة الكساد تقوم بشراء السندات والزيادة في السيولة العامة ،وذلك بهدف تحقيق التوازن الكلي؛

ب. **سندات خاصة**[2]: وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى إنضمام مساهمين جدد، وبالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، ومن أهم مميزاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

---

[1] رشيد بوكساني،مرجع سابق،ص:62.

[2] عبد الله بن السعيد بن فهد الزارقي ،**مدى تأثير المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على القيمة السوقية للأسهم – دراسة ميدانية على السوق المالية السعودية** ، مذكرة ماجستير،غير منشورة، جامعة للملك عبد العزيز، المملكة السعودية 2010،ص:50.

ثانيا:أنواع السندات حسب طريقة السداد

يمكن التمييز بين نوعين من السندات حسب طريقة السداد[1]:

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

ب. **سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها:** وذلكبهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

ثالثا:أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها

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

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

رابعا: أنواع السندات حسب معدل العائد

وتنقسم السندات حسب معدل العائد إلى ما يلي:

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

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

[1] حنيحة بن عياوي،مرجعسابق،ص ص:42-43.

خامسا: أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة

وتنقسم إلى:

أ. **سندات عادية**:لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.

ب. **سندات الدخل**:هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.

سادسا: أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة

هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة وهما:

أ.**سندات مضمونة**: من أجل إجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها، أو بعضها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لإستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالإلتزام اتإتجاههم.

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

الفرع الرابع:الفرق بين الأسهم والسندات

مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات، يمكن رصد الفوارق التالية ملخصة في الجدول أدناه

الجدول رقم(01-02):مقارنة بين الأسهم والسندات

الأسهم	السندات
. جزء من رأس المال الشركة. . حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته. . ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة. . حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة. . حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون من دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو لنقصان. . عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة. . لقيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد علىمقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري. . عائد الأسهم يعتبر توزيعا للأرباح يخضع للضريبة. . للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة. . يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار.	. دين على الشركة. . حامل السند دائن بقيمة السند. . عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة. . حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى. . حامل السند يسترد رأسماله في للموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل. . حامل السند يكون له الأولوية في الحصول علىمستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية. . لقيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدةالجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند. . الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة. . حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو الحضوراجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات. . يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمةأعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.

المصدر: ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات،منشوراتimage،1998، ص ص:44،45.

المطلب الثالث: ماهية المشتقات المالية

تعتبر المشتقات المالية أدوات إستثمارية جديدة ومتنوعة، ويطلق عليها هذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات إستثمارية تقليدية كالأسهم والسندات، وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات. لقد شهدت المشتقات المالية نموا متعاظما بعدما كانت بدايتها، وهذا ما سنتناوله في الفروع الآتية:

الفرع الأول:تعريف المشتقات المالية

تعرف عقود المشتقات المالية بأنها" أدوات إستثمارية جديدة ومتنوعة، مشتقة من الأدوات إستثمار تقليدية كالأسهم والسندات، وقيمتها السوقية تشتق أو تتوقف كليا على القيمة السوقية لأصل أخر يتداول في السوق الحاضر سواء المنظم أو غير المنظم[1].

المشتقات عقد ثانوي ينشأ على عقد أساسي يتعلق بورقة ما (الأسهم العادية) في وقت محدد بالمستقبل،وإكتسبت هذه العقود تسمية المشتقات لأنها تشتق من الأدوات المالية وتعد الخيارات والكفالات أهم هذه العقود بالإضافة إلى العقود الآجلة وسوق المستقبليات.

الفرع الثاني:أنواع المشتقات المالية

أولا: عقود الخيارات

1. تعريف عقود الخيارات

يقصد بعقود الخيارات بأنها "عقود تعطي الحق لحاملها شراء أو بيع عدد من الأدوات المالية عادة ما تكون 100بسعر محدد وبفترة محددة عادة تتراوح بين 3-9أشهر".

تحرر الخيارات من قبل طرف ثالث (متعهدي الإصدار)في الغالب الأعم بنوك الإستثمار، والجهةالمصدرة للسهم العادي ذي العلاقة بعقد الخيار لا يترتب عليها أية إلتزامات، فأطراف العقد هما المستثمر،والمتعهد[2].

---

[1]رزق، عادل محمد، "**الإستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية-من منظور أداري ومحاسبي-**"، الطبعة الأولى،دار علية للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية، القاهرة،مصر، 2004،ص:96.

[2]Ross, A. Stephen &Other (1990), "**Corporate Finance**", Second Edition, Irwin, Boston. P. 561-562.

ويمكن تعريفها كذلك عقود الإختيار تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الإختيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الإختيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما[1].

2. أنواع عقود الخيارات

يمكن تصنيف الخيارات إلى نوعين[2]:

أ. **خيارات إستدعاء(الشراء)**:وهي خيارات تعطي الحق لحاملها شراء عدد محدد من الأسهم العادية بسعر محدد يسمى سعر الضربة(الممارسة)، خلال مدة محددة مسبقا. هذه الخيارات لا تشكل أيةالتزامات لحاملها(المشتري) له الحرية في ممارسة الخيار من عدمه لكن بالمقابل يمثل التزام على محرر الخيار .

وفي الغالب الأعم ينفذ حامل الخيار العقد عندما يكون سعر ال في السوق أكبر من سعر الضربة.

ب. **خيارات الطرح (البيع)**: وهي عقود تعطي الحق لحاملها بيع عدد من الأسهم العادية إلى محرر الخيار طبقا للسعر المتفق عليه مقدما (سعر الضربة)وخلال مدة صلاحية الخيار، ويتيح اختيار البيع الفرصة للمستثمر لحماية نفسه من المخاطر التي قد تنتج عن احتمال انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية التي تمتلكها.

ثانيا: العقود المستقبلية

1.تعريف العقود المستقبلية

هي عقود قانونية أو "رسمية" يجري ترتيبها في أسواق منظمة لتؤكد تعهدا بالتسليم إلى المشتري أو بالإستلام من البائع، وذلك لكمية ونوعية تم الإتفاق عليهما من أصل إستثماري معين في وقت ومكان محددين في المستقبل، وتجري كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم.

---

[1] منير إبراهيم هندي،**أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999،ص:605.

[2] صلاح الدين شريط،مرجع سابق،ص:136.

2.خصائص العقود المستقبلية

وتتسم عقود المستقبليات بخصائص عديدة، نذكر منها[1]:

-إن لعقود المستقبليات طرفين يقبل أحدهما بموقع المشتري أو المستلم للأصل الإستثماري والآخر بموقع البائع أو المسلم للأصل الإستثماري، وبالتالي فإن ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني في" الموقع المعاكس"؛

-إن طرفي هذه العقود غالبا ما لا يعرف أحدهما الآخر. وبالتالي لا يدخل هذان الطرفان التبادل مع بعضهما البعض مباشرة، ولكن من خلال بيوت التصفية التي تعمل كمشترية أو كبائعة دون أن تنافس أي من المشترين أو البائعين، وهي تمارس وظائفها الأساسية في توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الإستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين وضمان إنجاز العقود بكفاءة؛

.-إن عقود المستقبليات عقود معيارية تنظم حسب أنماط محددة ويفترض منظموها مخاطر الفشل المتوقعة مستقبلا، ويمكن للمالك الأصلي للسلعة أو الأداة تعديل هذه العقود أو إلغائها بسهولة وقبل وقت التسليم؛

-يقوم تجار المستقبليات بوضع ما يعرف بالهامش الأولي، والذي هو أموال يجري إيداعها في حساب خاص لدى غرفة التصفية بالسوق المالية كضمان لاستبقاء الأطراف بالتزاماتهمويحدد هذا الهامش بصيغ مختلفة، من : وديعة حقيقية أو اعتماد مصرفي أو أذونات الخزينة...الخ، وهو يمثل غالبا نسبة قليلة من القيم الإسمية للأصول الخاضعة للعقود المستقبلية والتي لا تتجاوز5؛

-تحديد المجال الذي يسمح خلاله للأسعار المتفق عليها بالتغير ولتحقيق هذه الخاصية يمنع أصحاب الودائع من إستخدام المستقبليات لأغراض المضاربة؛

-ولتأكيد الخاصية السابقة أن أسعار عقود المستقبليات ترتبط مباشرة بأسعار أصول الإستثمار ، وخاصة في الأسواق النقدية التي توفر فرص الربحية وتقل فيها المخاطر، وذلك لإمكانية هذه الأسواق على تعديل الإختلالات التي تحدث في التعاملات السوقية الخاصة بالمستقبليات. وهنا يمكن ضمان علاقة قابلة للتنبؤ بين الأسعار التي ستسود الأسواق النقدية وتلك التي ستحقق في أسواق المستقبليات.

[1] موشيار معروف، **الإستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2003،ص:152.

3.أنواع العقود المستقبلية

يمكن تقسيم العقود المستقبلية إلى مايلي[1]:

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

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

ج. **عقود مستقبلية على سلع:** هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدارا محددا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.

ح. **العقود الآجلة:** هي عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والإلتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا.ويظهر هنا سعران أحدهما يعرف بسعر التسليم الذي هو السعر السائد والآخر بالسعر الآجل، يتساوى السعران وقت التعاقد إلا أن السعر الأول يكون ثابتا والسعر الثاني يكون قابلا للتغيير.

وبصورة عامة إن العقود الآجلة ليست أدوات إستثمارية بمفهومها التقليدي، بل أنها بالأحرى نوع من الإتفاقيات التجارية لعقد بين طرفين لتبادل معين سيتم تنفيذه في وقت آخر في المستقبل وقد نشأت أسواق العقود الآجلة بشكل أساسي بعد الإنتقال من نظام القاعدة السلعية إلى نظام التقويم بهدف التحوط من مخاطر العملات الأجنبية، وكثيرا ما تلجأ إليه الشركات متعددة الجنسيات التي تتعامل بعملات متعددة ومنتشرة في بلدان متعددة وتريد أن تحمي نفسها ضد أخطار التغيير في أسعار هذه العملات.

[1] زياد رمضان،مرجع سابق،ص:100.

الفرع الثالث:أوجه المقارنة بين عقود الخيار والعقود الآجلة والعقود المستقبلية

يمكن تلخيص أوجه المقارنة بين عقود الخيارات العقود المستقبلية والعقود الآجلة في الجدول التالي:

الجدول رقم(01-03):أوجه المقارنة بين عقود الخيار والعقود المستقبلية والعقود الآجلة.

وجه المقارنة	عقود الخيار	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
ماهيتها	. هي عقود خياريةبالنسبة لمشتري أي يكون له الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه له الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذ هولا تتم فيها التسوية السعرية على أساس.	. هي عقود شخصية إذ أن العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية حيث يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروفهما الشخصية التي قد لاتتفق مع غيرها.	. هي عقود نمطية إذ أن جميع الشروط عدا السعر والكمية هي شروط ليست محلا للتفاوض بما يجعلها عقودا غير شخصية والعلاقة بين الطرفين المتعاقدين غير مباشرة حيث يتوسط بيت التسوية بين الطرفين بما يضمن حقوق كل منهما.
درجة الالتزام	. ليس لها سوق ثانوي	. ليس لها سوق ثانوي الأمر الذي يعني أنه بمجرد إبرام العقد فلا يستطيع أي من الطرفين إلغاءه دون خسائر وبالتالي فهي تنطوي على مخاطر عدم القدرة على التسليم.	. لها سوق ثانوي فيمكن لأي من الطرفين إقفال مركزه متى شاء.

مدى التعرض الى الخسارة.	. تقتصر خسائر مشتري عقد الخيار على قيمة لمكافأة المدفوعة فقط. ولا يحق لمشتري عقد الخيار استرداد قيمة المكافأة المدفوعة فحرر أي البائع عند التعاقد حتى في حالة تنفيد المشتري لعقد الخيار.		. خسائر مشتري العقدالمستقبلي قد تمتد لتشمل قيمة العقد بالكامل، ولكن يمكن استرداد الهامش المبدئي بالكامل إذا لم يتعرض المشتري للخسارة
استخدامها	. على الرغم من أنها تستعمل كوسيلة للتحوط ضد المخاطر تغيرات أسعار الأصل محل التعاقد، إلا أنها تعتبر عقود مضاربة أيضا من جهة نظر كل من مشتري عقد الخيار ومحرره (البائع).	. لا يجد للمضاربون مكانا في سوق العقود الآجلة فهم لا غرض لهم في الأصل محل التعامل، بل إن كل ما يهم المضارب هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوم بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق أرباح	. يجد المضاربون في سوق العقود المستقبلية الفرصة لتحقيق الأرباح.

المصدر:سميرةمحسن ، **المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية BNP PARIBAS دراسة حالة البنك**،مذكرةماجستير،غيرمنشورة،جامعة قسنطينة،الجزائر، 2006،ص:76.

ثالثا:عقود المبادلة[1]

هو إتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقةلذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دور " شهرية،فصلية، نصف سنوية ...الخ.

وهو عقد ملزم للأطراف على خلاف عقد الإختيار، كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويقها يوميا، كما هو في العقود المستقبلية، فضلا عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة، بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

وعقود المبادلة تستخدم غالبا لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغير سعر الفائدة. والأطراف التي توافق على عقد المبادلة تسمى"counter parties " وغالبا ما تكون أدوات الدين محل التعاقد.

وعلى الرغم من توسع عقود المبادلة لتشمل أنواع عديدة من الأصول، إلا أنها غالبا ما تتركز في أدوات دين وتدعى بمبادلة أسعار الفائدة ومبادلة العملات.

ففي عقود مبادلة أسعار الفائدة، فإن أحد الأطراف سوف يدفع فائدة تعتمد على معدل متغير"عائم"، بينما الطرف الآخر يقوم بدفع معدل فائدة ثابت.

بينما في عقود مبادلة العملات فإن أحد الأطراف سوف يدفع على الدولار"مثلا" بمعدل عائم بينما يدفع الطرف الآخر على عملة أخرى بمعدل ثابت.

لذلك فالتغيرات في أسعار الفائدة تحدد مركز الخسارة والربح للأطراف المتعاقدة بمبادلة أسعار الفائدة، بينما تغيرات سعر الصرف تحدد الرابح والخاسر في عقود مبادلة العملات. يدعى الطرف الدافع للفائدة الثابتة مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة بالدافع الثابت، بينما يدعى الطرف الدافع للفائدة المتغيرة مقابل الحصول على الفائدة الثابتة بالدافع المتغير. والأصل الرأسمالي هو فقط لحساب معدل الفائدة ولا يجري مبادلته لذلك يدعى بأصل وهمي، والمبادلة تتحدد بالفائدة فقط دون رأس المال.

[1] محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية "مؤسسات أوراق بورصات"**، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأول، 2005،ص: 135.

الفرع الرابع:أهمية المشتقات المالية

تتمتع المشتقات المالية بأهمية كبيرة يمكن توضيحها في النقاط التالية[1]:

- **تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية:** تعد عقود المشتقات أداة جيدة لتغطية ضد مخاطر تغير السعر،أي نقل تلك المخاطر إلى طرف آخر،دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد.ومن المؤكد أن التغطية هي أهم وظائف أسواق المال المشتقات،بل أنها السبب في وجود تلك الأسواق.
- **أداة لإستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر:**من أبرز وظائف عقود المشتقات، أنها تزود المتعاملين بما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم،لذا يقال أنها أداة جيدة لإستكشاف السعر،أي إستكشاف المستوى الذي يكون عليه السعر في السوق الحاضرة في تاريخ التسليم.فعلى ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغير بما يعكس الأسباب التي تظهر الإتجاه العام لتوقعات المتعاملين.
- **إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية:**تتيح عقود المشتقات الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية،حيث يستطيع طرفي التعاقد تخطيط تدفقاتهما المستقبلية بدقة، ذلك طالما أن البائع يدرك حصيلة بيع الأصل ستكون على أساس سعر العقد،كما يدرك المشتري أن مدفوعاته للشراء هي أيضا أساس سعر العقد.
- **إتاحة فرص إستثمارية للمضاربين:**يحاول المضارب تحقيق الأرباح من خلال توقعاته بشأن الأسعار،إلا أن سعيه لتحقيق الربح بدخوله طرفا في العقد يقدم خدمة إجتماعية وإن كان لا يقصدها،ذلك أنه الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي لا ترغب فيها الأطراف الأخرى،أي الأطراف التي تمتلك الأصل بالفعل(الطرف البائع) أو ترغب في إمتلاكه مستقبلا(الطرف المشتري)لحاجة فعلية إليه.
- **تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:**يتميز التعامل في أسواق المشتقات بإنخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه،فتكلفة المعاملة لعقد

[1] منير إبراهيم هندي،**الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام تقنية التوريق والمشتقات المالية**،الطبعة الثانية،منشأة المعارف،الإسكندرية،مصر، 2003،ص ص:19،21 .

مستقبلي قيمته مليون دولار لا تتجاوز 100دولار،وهو معدل تكلفة يبلغ 0.01%من قيمة العقد.ولتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق،إذ تجعل السوق أكثر كفاءة بما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل.

كما يساهم التعامل بالعقود في تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه،وذلك بزيادة حجم التداول عليه،ويرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة،وتقل كثير على الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر.

- **سرعة تنفيذ الإستراتيجيات الإستثمارية**:لعقود المشتقات ميزة أخرى تتمثل في سرعة تنفيذ الإستراتيجيات لإستثمارية،وذلك نظرا لمرونتها وسيولتها الكبيرة.

خلاصة .

تؤدي الأسواق المالية دور جد مهم في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لإستثمار فوائضها،وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وشروط جيدة،كما أنها تتوفر على منتجات متنوعة من الأسهم والسندات، والمشتقات المالية تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية،وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها،ولقيام سوق أوراق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله.

تمهيد

تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي تمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو إحتياج،وبالتالي فان أسواق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها،ولقيام سوق أوراق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشئت من أجله،ونظرا لأن أسواق الأوراق المالية هي الإطار الذي تتحدد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد إهتمام إدارة السوق إلى كفاءة الأسواق المالية ومؤشراتها من جهة،الأمر الذي يقتضي توافر قدر من البيانات و المعلومات حول السوق،فلا يختلف إثنان حول أهمية المعلومة والإفصاح،بل يعد ذلك أساسيا لسلامة أي سوق و إستمراره.وللتوضيح أكثر قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هي:

المبحث الأول:كفاءة سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني:علاقة المعلومات بكفاءة السوق وفرضياتها؛

المبحث الثالث:مقومات إنشاء سوق أوراق مالية فعال.

المبحث الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية

أثارت فكرة كفاءة الأسواق المالية اهتمام عدد كبير من الباحثين و المتعاملين في الأسواق المالية،نظرا لدورها في تقليل المخاطر و تخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

المطلب الأول:مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

يعرف منير إبراهيم هندي كفاءة سوق الأوراق المالية efficient market على انه "السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها،سواء تمثلت تلك المعلومة في القوائم المالية أو في المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام،أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهمفي الأيام و الأسابيع و السنوات الماضية،أو في التحليلات أو التقارير عن أثار الحالة الإقتصادية العامة على أداء المنشأة،وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم،وبالتالي في ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة fair value تعكس تماما قيمتهاالحقيقيةintrinsic valueالتي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الإستثمار في ذلك السهم من مخاطر،أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن إمتلاكالسهم،و المخصومة بمعدل عائد على الإستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شراءه"[1].

ويعرف بانه"السوق الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية،وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب،وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية،غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية،ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق،فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها."[2].

---

[1] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال الإستثمار**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص:38.

[2] مفتاح عبد الإله ناصر، **كفاءة سوق الأوراق المالية، الأسس و المقترحات**، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، ليبيا، يوم 2005.12.11، ص:4.

تعرف السوق الكفؤة بأنها سوق تعكس فيها أسعار الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها،ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية،و عليه يمكن تقديم مفهوم للكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية [1] :

-التخصيص الأمثل للموارد؛

-التقييم الدقيق للمبادلات؛

-تقديم خدمات بأقل تكلفة.

المطلب الثاني:متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين:

أ. **كفاءة التسعير"الكفاءة الخارجية:**"يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير،وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة،و الفرصة المتاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومة ونفس مستوى الأرباح،إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية،ويتوقف على مدى تحليل المعلومات،غير أنه في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومة ويحققوا بها أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين[2].

ب. **كفاءة التشغيل"الكفاءة الداخلية:**"يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب و العرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة و دون أن يتاح للتجار و المتخصصين إلى صناع السوق فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه كما يبدو، فإن كفاءة التسعير تعتمد بحد كبير على كفاءة التشغيل،فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند

[1] J.Teulie et topsa calian, **finance**, Edition Vuibert, paris, France,2005 , p :74-75.

[2] مفتاح صالح،معاري فريدة،**متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية،دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفعكفاءتها**،مجلة الباحث،العدد7،جامعة بسكرة،الجزائر، 2009،ص ص:181-182.

حدها الأدنى مما يشجعهم على بدل الجهد للحصول على معلومات جديدة و تحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يباع فيه الورقة المالية، و بالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

و توفر الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط نذكرها كمايلي[1]:

- أن تسود في سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة و هذا شرط مرهون بتوفر عدد كبير من الباعة والمشترين تتوفر لهم حرية الدخول و الخروج في العمليات السوقية و دلك حتى تقل فرص الاحتكار.

وبتحقق هده الشرط لسوق الأوراق المالية ما يعرف بخاصتي العمق والاتساع،حيث وجود مجموعة كبيرة ومختلفة من المتعاملين،يتوفر للسوق شرط المنافسة،كما تتوفر فيه أيضا ما يعرف بخاصية الإستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

- أن يوفر هدا السوق خاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه،وهدا الشرط في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق،و بتوفر خاصية سيولة في سوق الأوراق المالية تتحقق فرص أمام المستثمرين لبيع وشراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة وفي الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة،كما أن توفر هذه الخاصية يوفر لسوق الأوراق المالية ميزة هامة هي ما يعرف بإستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تخفض من إحتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة لأسواق الأوراق المالية و بالتالي تقل من فرص المضاربة غير المأمونة فيها.
- أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات إتصال فعالة توفر فيه للمتعاملين معلومات دقيقة حول سعر وحجم عمليات التبادل الذي تتم فيه، بالإضافةإلى مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل، وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيم يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.
- توفر عنصر الشفافيةبقدر يجعل المعلومات عن الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على الأوراق المالية من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة وبشكل يحد من عملية ما يعرف بإحتكار المعلومات وفي السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن

[1] محمد مطر،**إدارة الإستثمارات،الإطار النظري و التطبيقات العملية**،مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان،الأردن،الطبعة الثانية،1999 ،ص ص: 133-134.

المعلومات والبيانات المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج،كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام

- توفر التقنيات الحديثة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعة متخصصة من السماسرة و الخبراء القادرين على توفير النصح والإستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات الشراء والبيع.

كما يشترط أن تكون سوق الأوراق المالية و المتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة إدارة السوق، ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة أولا، ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانيا ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات إستشارية متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الإستقرار والأمان للمستثمرين وما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

المطلب الثالث:الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

إن كفاءة سوق الأوراق المالية ترتبط أساسا بتوفر المعلومات المناسبة لأنها تعتبر عنصرا أساسيا وفعالا في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية وذلك بمختلف مستوياتها،ومن ثم يمكن تحديد مستوى كفاءة السوق،وبالتالي فإن السوق تكون كفؤة بالنسبة لنظام معين من المعلومات ولكن غير كفؤة بالنسبة لنظام أخر.لذلك قامFAMA1970.بتعريف الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية المتمثلة في ثلاث فرضيات وهي[1]:

أ. فرضية الصيغة الضعيفة؛

ب. فرضية الصيغة المتوسطة؛

ج. فرضية الصيغة القوية.

[1] محمد صالح الحناوي،**تحليل وتقييم الأوراق المالية**،الدار الجامعية،الإسكندرية،مصر، 2002،ص:128.

الفرع الأول:فرضية الصيغة الضعيفة

تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية أن سعر التداول للورقة المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط،كالتغيرات في أسعار وأحجام المعاملات،وعوائد الأوراق المالية للفترات السابقة وأسعار الفائدة،وعليه فان المعلومات التي أدت إلى إرتفاع سعر سهم ما في الفترة السابقة عديم الجدوى بالنسبة للمستثمر.

ويعني هذا أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي،وتعرف هذه الظاهرة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار المستقلة عن بعضها، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات مما يجعل الأسعار تتحرك بصورة عشوائية بين لحظة وأخرى،كما لدينا طريقتين لتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقا للصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية أهمها[1]:

أ. **إختبار الأنماط**:يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف بإختبار التغير في إتجاه الأسعار،والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات الذي يحدث فيها التغير في إتجاه الأسعار،ومدى الفترة في كل مرة وذلك بوضع إشارة لكل نوع من التغيرات وتظهر كمايلي:

+:تعني حركة سعرية بالزيادة.

.:تعني حركة سعرية بالانخفاض.

0:تعني عدم وجود حركة.

ب.**اختبار سلسلة الإرتباط**:يعتمد هذا الإختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل،حيث في المدى الطويل يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين إتجاه الأسعار،ويرجع هذا الإختبار إلى FAMAفي الخمسينات،عندما قام بإختبار 30 سهما متكون لمؤشر **داو جونز** وذلك من خلال دراسة معامل الارتباط لسلسلة من العوائد المتتالية لفترة من يوم إلى أيام،وقد بين أن نسبة ضئيلة من السهم يتغير سعرها بإرتباط مع التغيرات السابقة،وتصبح هذه النتيجة بمثابة تأييد واقعي لفرضية السوق للكفاءة ونظرية الحركة العشوائية للأسعار.

[1] إيهاب الدسوقي،**إقتصاديات كفاءة البورصة**،دار النهضة العربية،القاهرة،مصر، 2000،ص:46.

الفرع الثاني:فرضية الصيغة المتوسطة

تقتضي هذه الصيغة المتوسطة بأن تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات المتاحة للمستثمرين إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة كأعضاء إدارة المؤسسة المصدرة للأوراق المالية وكبار العملين فيها،بحيث تستجيب سوق الأوراق المالية المعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات لينعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية، وبالتالي يصعب على المستثمر أن يحقق أرباح غير عادية،نظرا لتعديل السعر وفقا للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة،وقصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات الجديدة وبين السعر في ظل هذه المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن تحقيقها محدودة إلى حد كبير،وقد تم إختبار فرضية الصيغة المتوسطة من خلال دراسة سرعة إستجابة الأسعار لبعض المعلومات الماليةالمنشورة كالأرباح والتوزيعات،التغيرات في عرض النقود،التغيرات وأساليب المحاسبة الجديدة، إشتقاق السهم،حجم التعامل على الأوراق المالية.

كما اختلفت بعض الدراسات في إختبارها لغرض السوق الكفء من نوع متوسط القوة حيث أثبت بعضها سرعة إستجابة أسعار الأسهم للمعلومات المالية، بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر لتحقيق عوائد غير عادية على حساب الآخرين،وتعتبر هذه النتيجة بمثابة تأييد للصيغة متوسطة القوة،في حين أنه كشفت دراسات أخرى على أن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لتحليل المعلومات الموجودة في السوق وتحقيق أرباح غير عادية.

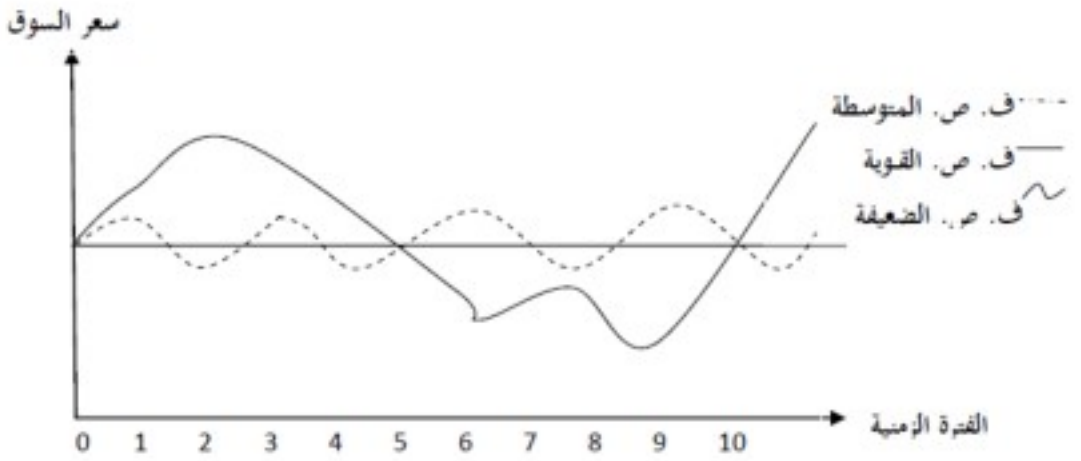
الفرع الثالث:فرضية الصيغة القوية

تعكس هذه الفرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية جميع المعلومات والمتمثلة في المعلومات التاريخية التي تخص بما حدث من تغيرات على الأسعار وحجم المعاملات للأوراق المالية في الماضي إضافة إلى تلك المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين،إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة كأعضاء إدارة الشركة المصدرة للسهم وأعضاء مجلس إدارتها وأنها غير متاحة للسوق ككل.

ومما سبق يبدو أن تأييد فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية يميل إلى الضعف أكثر منه إلى القوة،وذلك نظرا لإمكانية إستعمال المعلومات المتحركة من قبل فئة من المتعاملين الداخليين على نحو يؤهلهم لتحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين.

ولفهم هذه الصيغ يمكن توضيحها بيانياالأمر الذي يعكس كذلك طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاث للكفاءة.

الشكل رقم (02-01):طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للكفاءة



المصدر:بن عمر بن حاسين،**كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية**،مجلة أداء المؤسسات الجزائرية،العدد2،الجزائ،2013،ص: 252.

المبحث الثاني:فرضيات كفاءة الأسواق المالية وعلاقتها بالمعلومات

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

المطلب الأول:نظام المعلومات وأهميته

الفرع الأول:تعريف نظام المعلومات

أولا:تعريف المعلومة

يمكن تعريف المعلومة بأنها عبارة عن مجموعة البيانات التي تم تجهيزها ولها معنى لمستخدميها وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات، ويجب أن تضيف إلى ماندركه عند مكان أو حدث ما، وأن توضح لمستخدميها شيئا لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به، فالمعلومة تعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض من مخاطر عدم التأكد لأية حالة، وحتى تؤدي المعلومة دورها الكامل لابد أن تتصف بجملة من الخصائص مثل الدقة، الملائمة، توفير المعلومات في الوقت المناسب،الشمول،الإستمرارية (أي النظام في نشر المعلومة)،بصفة دورية وأخيرا العدالة ونعني بها توفر المعلومات والبيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي.

ثانيا:تعريف نظام المعلومات.

يعرف على أنه مجموعة النظم الفرعية للأفراد والبيانات والإجراءات والمعدات والبرامج، كما يمكن تعريفه على أنه مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل إنسياب المعلومات المناسبة إلى الشخص المناسب لإتخاذ أكفأ القرار أو التصرف الأحسن في وقت معين[1].

وهناك تعريف آخر يرى أنه عبارة عن تجميع للأفراد والأدوات والمعدات وتشغيل البيانات ووسائل الإدخال والإخراج ومعدات الاتصال، وذلك للإمداد بالمعلومات الحقيقية والشاملة والمرتبطة بإحتياجها في الوقت

[1]R .REIC, **Système d'information et management des organisations**, édition Vuibert, paris,France, 1995, p:10.

المناسب،وتشغيل ومراقبة أعمال المؤسسة ولذلك نستطيع تعريف نظام المعلومات على انه"مجموعة عناصر (موارد بشرية مادية...)تسمح بالمعالجة والتخزين وإيصال المعلومات.

الفرع الثاني:عناصر نظام المعلومات

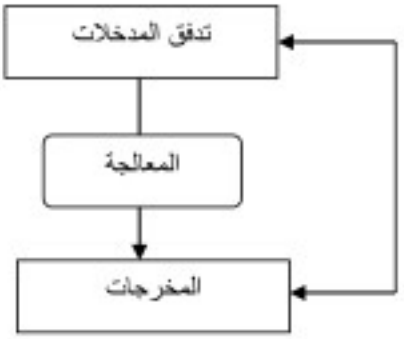
إن نظام المعلومات كغيره من الأنظمةالأخرى يتكون من العناصر الآتية:

أ. **المدخلات**:تتمثل مدخلات نظام المعلومات في بيانات تاريخية وتقديرية عن عمليات المؤسسة وقد تكون هذه البيانات (مالية، إحصائية، عينية...).

ب. **المخرجات**:وهي متغيرات الخروج وتكون مرتبطة مباشرة بتحقيق أهداف النظام وإتخاذ القرارات وقد تكون هذه المعلومات مالية أو عينية في شكل نسب أو رسوم بيانية أو غيرهاوعن 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 .

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (02-02):معلومات التغذية العكسية.



المصدر:من إعداد الطالبتين بالإعتماد على محمد الفيومي،نظام المعلومات المحاسبية في المنشأة المالية،الدار الجامعية المصرية،الإسكندرية،مصر،**1990**.

الفرع الثالث:مصادر المعلومات

يعتبر إدراك وتفهم مصادر المعلومات عنصرا أساسياحتى يمكن للمدراء التعايش مع مختلف هذه المعلومات وعموما مصادر المعلومة ،تتمثل في مصدرين بالنسبة للمؤسسة.

أولا:مصادر داخلية للمعلومات

صدور المعلومات يكون من داخل المؤسسة كالتقارير المنتظمة غير المنتظمة التي تعدها الإدارات المختلفة بكمية كبيرة من المعلومات ا لطويلةوالمتوسطة والقصيرة الآجل، يمكن إستخدمها في تجميع المعلومات إضافة إلى هذا نجد مصدرا إضافيا للمعلومات ممثلا في العمال حيث يقدمون معلومات بطريقة غير رسمية، فالمحادثة غير الرسمية مع العمال خلال فترة الراحة عن السياسات والمعدات الجديدة أو القديمة يمكن أن تقدم معلومات جيدة ومفيدة، كما لا ننسى المعلومات التي توفرها المحاسبة التحليلية وهي معلومات داخلية جد هامة تعتمد عليها المؤسسة في التسيير والإدارة [1].

ثانيا:المصادر الخارجية للمعلومات

وهي معلومات تأتي من خارج المؤسسة ويمكن الحصول عليها من خلال:

- **عملية شراء المعلومات من خارج المؤسسة**:وهي عملية متكررة وضرورية مثل المعلومات التي تتحصل المؤسسة من مكاتب البحوث والدراسات...الخ
- **النشرات**:وهي تلك المعلومات التي تتحصل عليها المؤسسة من خلال الإشتراك في مجلات أو جرائد متخصصة.

[1] محمد الفيومي،**نظام المعلومات المحاسبية في المنشآت المالية** ، الدار الجامعية للطبعة،مصر، 1990،ص:62.

المطلب الثاني:خصائص نظام المعلومات وأنواعه

الفرع الأول:خصائص نظام المعلومات

تتحدد خصائص نظام المعلومات بمايلي[1]:

- **الهدف من النظام**:ويعني توفير المعلومات اللازمة للأنظمة الأخرى داخل المؤسسة وخارجها بصفة عامة وتوفير المعلومات اللازمة لنظام القيادة بصفة خاصة،إن نظام المعلومات يساعد على التسيير الجيد للمؤسسة إنطلاقا من القرارات الجيدة والموثوق بها والتي يمكن إتخاذها إستنادا إلى معلومات تتصف بالصحة والدقة،والتي تخفض من حالة المخاطرة.
- **هيكل نظام المعلومات**:هي أنظمة تتعامل مع الأفراد والآلات وتختلف كثافة إستخدام كل من العنصرين إستنادا إلى حجم الوحدات الإقتصادية،فزيادة حجم الوحدة الإقتصادية تزيده الكثافة لصالح الإستخدام الآلي ولذا نجد من نظام المعلومات ما يستخدم وسائل آلية مساعدة بسيطة ومحدودة نظرا لصغر حجم الوحدة الإقتصادية.
- **عمليات النظام**:تشتمل عمليات نظام المعلوماتالإستلام، التسجيل التخزين، الإسترجاع الإعداد، العرض، وإتخاذ القرارات، فإتخاذ المعلومات يترجم المعلومات عن البيئة وعن محتوياتها كالمدخلات،تخزن هذه المعلومات وتلحق بمعلومات سبق تخزينها ويعاد إستعمالها في أي لحظة يطلبها المدراء قصد إتخاذ قرارات بخصوص حدث أو عملية معينة.

[1] محمد الفيومي،مرجع سابق،ص:85.

ويمكن تلخيص هذه الخصائص في الجدول التالي:

الجدول رقم (02-01) :مواصفات الأنظمة الفرعية للوحدة الاقتصادية.

النظام	أهداف النظام	هياكل النظام	عمليات النظام	مدخلات النظام	نتائج النظام
نظام اتخاذ القرار	المفاضلة والاختيار بين البدائل	أفراد	-وجود فرصة اتخاذ القرار. وجود اتجاهات بديلة مشتركة. -الاختيار بينالبدائل	-معلومات -معرفة ذاتية -حكم شخصي	قرارات
نظام المعلومات	تقييم المعلومات للأنظمة الأخرى والمستخدمين الخارجيين	أفراد/آلات	استلام، تخزين استرجاع، إعداد تحويل ،عرض واتخاذ القرار	بيانات	معلومات
نظام العمليات	إعداد العمليات المادية للوحدة الاقتصادية	أفراد/آلات	الحصول على موارد تحويلها وإعدادها لاستخدام العملاء	عقود، مواد، خدمات، قرارات معلومات	- نقود - مواد - خدمات

المصدر: نادية أيوب،نظرية القرارات الإدارية،مطبعة طربين،سوريا، 1989،ص:92.

الفرع الثاني:أنواع نظم المعلومات

ضم النظام المتكامل للمعلومات الإدارية العديد من النظم التي تخدم الكثير من الأغراض الإدارية في المؤسسة بحيث أن هذه الأخيرة،لا توجد بصورة منفصلة عن بعضها البعض بل لا بد من تكاملها معا في نظام واحد.

لذلك فإنه عند تصميم أي نظام فرعي للمعلومات كنظام الإنتاج، التسويق الخاص بالأفراد، المحاسبي...الخ .

لابد من الآخذ بعين الاعتبار ضرورة توفير تكامل هذا النظام الذي يجري تصميمه مع الأنظمة الأخرأما إذا تم إهمال هذا الأمر فإنه سوف يؤدي حتما إلى وجود أنظمة فرعية منفصلة، ولن يعطي الفعالية المطلوبة في الأداء وتقوم المؤسسات غالبا بتصميم العديد من النظم الفرعية التي تساعدها في تحقيق أهدافها.

ويمكن الإشارة إلى هذه الأهداف بإيجاز:

- **نظام المعلومات الخاصة بالإنتاج:**يهتم بالتدفق المادي للسلع أو الإنتاج، وهذه البيانات تغطي أنشطة معينة مثل تخطيط ومراقبة الإنتاج؛
- **نظام المعلومات الخاص بالتسويق:** يهدف إلى تحسين النتائج من خلال أنظمة المعلومات التالية التخطيط والتنبؤ بالمبيعات، بحوث ا لتسويق، الإعلان، معلومات التشغيل والرقابة كتقارير البيع والتوزيع...الخ؛
- **نظام المعلومات الخاص بالأفراد:**تتعلق هذه المعلومات بالعاملين في المؤسسة وتهتم هذه المعلومات بتوفير بيانات اللازمة للحصول على العمال والإحلال وتدريبهم ومكافأة القوى العاملة .
- **نظام المعلومات المحاسبي:**هو شبكة إتصال رسمية أو كونه أداة تجميع أجزاء متكاملة لا بد أن يكون ممثلا في مجموعة من الأشياء المادية كالسجلات والمستندات والآلات...الخ[1].

والعناصر المعنوية كجهود الموظفين التي تهدف إلى تحقيق غرض معين الذي يتمثل في تزويد الإدارة بالمعلومات اللازمة لتسيير نشاط المشروع وقياس نتائجها ومتابعتها.

[1] عبد الفتاح مرعي، **محاسبة التكاليف لأغراض التخطيط والرقابة**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1972، ص:79.

الفرع الثالث:الجهات المهتمة بالمعلومات

هناك عدة طوائف تهتم بالمعلومات، فهي الأساس الذي يعتمد عليه لاتخاذ قرارات رشيدة كل حسب أهدافه وفي مايلي أهم الأطراف المهتمة بالمعلومات[1]:

أ. **المقرضون**:قد تتلقى المنشاة 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 إ لا 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،وتتمثل المعاملة غير المتساوية بثبات المنفعة التي تعود عليه في حالة الإزدهار، التأثير الرئيسي على وجهة نظره وعلى طريقة تحليلية لإحتمالات وإمكانات تقديم الإئتمان ويوجد إختلاف بين وجهة نظر المقرض ووجهة نظر المستثمر فيما يتعلق بحقوق الملكية، وهذا الإختلاف ينتج عنه إختلافات في طريقة تحليل الإمكانات المستقبلية والأهداف التي يسعى لتحقيقها، فالمستثمر يهتم بالإمكانات المستقبلية للأرباح والمكاسب والتغيرات التي تحدث فيها، أما المقرض فيهتم أساس بحصوله على ما يضمن تسديد قرضه وفوائده، مثل القيمة السوقية العادلة للأصول المرهونة، كما يهتم بالأصول، وتحليل التدفقات النقدية المستقبلية، ومدى إستقرار تلك التدفقات والإعتماد عليها، ويكون المقرضون أكثر تحفظا من المستثمرين في نظرتهم ومنهجهم، ودرجة إعتمادهم على تحليل القوائم المالية، لأنها تعمل على طمأنتهم بخصوص قدرة المنشأة المقترضة على التحكم في التدفق النقدي والحفاظ على مركز مالي سليم فيظل مجموعة من الظروف، وتختلف المعلومات التي يحتاج إليها المقرض، ففي حالة الإئتمان 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

[1] طارق عبد العال حماد،**دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**،الدار الجامعية،الإسكندرية،مصر، 1999،ص ص:51-55.

القدرة الإرادية على المدى الطويل، وذلك كمصدر أساسي للشعور بالاطمئنان بشأن قدرة المنشأة على سداد الفوائد واصل الدين في ظل مجموعة متنوعة من الظروف الاقتصادية.

ب. **المستثمرون**: يعتبر 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 يمكنون من تقييم فرص الإستثمار المتاحة، والمفاضلة بين البدائل الإستثمارية وإتخاذ القرارات المتعلقة بتوظيف مواردهم بصورة ناجحة، كما يحتاج إلى المتابعة المستمرة وتقدير الإحتمالات المستقبلية لتقدير كيف تسير الأمور، ولتحديد ما إذا كان يزيد من إستثماراته أو يحفظها أو يتحول إلى مشروع آخر.

ج. **الإدارة**: تعتبر الإدارة من بين الجهات التي تهتم بالمعلومات، لأنها ذات المصلحة الأولى في معرفة المالي للمنشأة، 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 وإتجاهاتها مما يسمح بإتخاذ الإجراءات المناسبة لمواجهة الإتجاهات السلبية،في الوقت المناسب وهو ما يمثل جوهر الرقابة.

د. **الجهات الحكومية**: 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.

ذ. **مراقبي الحسابات**: يحتاج مراقب الحسابات للحصول 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 المنشأة .

المطلب الثالث:أساليب قياس فرضيات كفاءة الأسواق المالية.

لقد إعتمدت الدراسات الأولية التي تناولت كفاءة الأسواق الأوراق المالية على التحليل التطبيقي دون الإستناد إلى الجانب النظري وهو ما جعل FAMA يقوم بصياغة فرضية السوق الكفء في إطار نموذج المباراة أو اللعبة العادلة، والذي ينص على أن سعر التداول في السوق يعكس كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية التي تتماشى مع مستوى مخاطر الإستثمار فيها.[1]

وتعتمد سعر الورقة المالية وفقا لهذه الصيغة على كل المعلومات المتاحة على النقطة الزمنية(+)ويتغير السعر عند وصول معلومة جديدة بين النقطتين (+)و(++1) ليصل السعر إلى (1 +PT) الذي يعكس تأثير المعلومات الجديدة ويتصف وصول المعلومات بالحركة العشوائية مما يجعل السعر الذي يتوقعه المستثمر عند النقطة الزمنية (1+T)لا يكون مساويا أحيانا للسعر الذي يتم عنده التداول في الفترة(1+T)ويؤدي ذلك إلى صياغة خطأ التنبؤ على أنه الفرق بين السعر الذي تم به تداول الورقة المالية في الفترة الزمنية(1+T)والسعر الذي توقع المستثمر أن يسود في تلك الفترة كما توضحه المعادلة التالية:

$$\xi T+1 = PT+1 - ET(PT+1) \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (01-02)$$

حيث

1 +ξT=حد الخطأ العشوائي.

1 +PT=سعر تداول الورقة المالية الفعلي عند الزمن (t+1).

(1 + PT) ET=السعر المتوقع من المستثمر لتداول الورقة المالية عند النقطة الزمنية(t+1)والذي صاغه المستثمر عند النقطة t.

ويعتمد المستثمر على نموذج اقتصادي لحساب العوائد المستقبلية بناءا على كل المعلومات، كما يتمتع المستثمرون باتخاذ القرارات الجيدة الخاصة بالتوقعات عن العوائد المستقبلية.

وتتخذ دالة احتمال العوائد المتوقعة كالتالي:

$$\$P(RT+n/\Omega TP) = \$(RT+n/\Omega T \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (02-02)$$

[1] بن عمر بن حاسين، **كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية**،مجلة أداء المؤسسات الجزائرية،العدد2،الجزائر، 2013،ص ص:251-252.

حيث أن:

ΩT =كافة المعلومات التاريخية والحالية.

ΩTP -المعلومات المتاحة لجمهور المتعاملين عند نفس النقطة الزمنية.

وترجع المعلومات وفقا لنظرية الحركة العشوائية إلى السوق بصورة عشوائية مما يجعل هناك تباينا في التنبؤ لتوقعات المستثمرين بين العائد المتوقع والعائد الفعلي وبالتالي يحقق المستثمرون خسائر أو أرباح غير عادية يطلق عليها خطا التنبؤ ويأخذ الصيغة الآتية:

$$MT+1p-RT+1-EP(RT+1\Omega TP).....(03-02)$$

حيث أن:

$MT+1p$-خطأ التنبؤ عند النقطة الزمنية $(T+1)$ويمثل الخسائر أو الأرباح غير العادية.

$RT+1$=معدل العائد الفعلي على الاستثمار عند النقطة الزمنية $(T+1)$.

$EP(RT+1\Omega TP)$-معدل العائد المتوقع تحقيقه عند النقطة الزمنية $(T+1)$.

وفي الأخير ياخذ النموذج العام لقياس الكفاءة الصيغة الآتية::

$$PT- a + b\theta + et .....(04-02)$$

حيث أن:

PT-سعر الورقة المالية عند الفترة الزمنية.

θ=المعلومات.

et-الخطأ العشوائي.

a=معدل العائد الفعلي على الاستثمار في الزمن"t".

b-معدل العائد المتوقع تحقيقه في الزمن"t".

كما يوجد نموذج EARCH والذي قدمه ENGLE 1982 وقام بتطوير 1986 BOLLERSLEV،حيث يقدم النموذج إطار للعلاقة بين العائد المتوقع والتغيرات في المخاطر او تذبذب عائد الأصول وفقا لنظرية المحفظة ويأخذ نموذج EARCH الصيغة التالية:

$$Yt - ut + \delta 1ht \frac{1}{2} + \xi t \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (05-02)$$

حيث أن:

Y-عائد الأوراق المالية.

u=تقديرات المعلومات الماضية.

ξt-الخطأ العشوائي للمعلومات السابقة.

ht=تباين الخطأ.

يوضح هذا النموذج أهمية الارتباط بين العائد والمخاطر،وانخفاض درجة تقلب العائد في السوق إلى جانب ضرورة استجابة الأسعار للمعلومات ليكون السوق كفء .

المبحث الثالث:طبيعة سوق الأوراق المالية الكفؤة

إن سوق الأوراق المالية الكفء هي تلك التي تتمتع بقدر عالي من المرونة يسمح بتحقيق إستجابة سريعة في سوق الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات المتدفقة إلى السوق،بما يؤدي في نهاية الأمر إلى التعادل في القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية،ومن الشائع التمييز بين ثلاثة أشكال لكفاءة السوق والتي عليها تتوقف درجة الكفاءة لكفاءة السوق والتي عليها تتوقف درجة الكفاءة.

المطلب الأول:الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة في سوق الأوراق المالية

وتتمثل في مجموعة من الخطوات الأساسية التي تقوم عليها الكفاءة في سوق الأوراق المالية والتي تتمثل أساسا في:

- يفترض سوق الأوراق المالية أن تكون منظمة جدا تضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرينأو مقرضين،والعلاقة طردية،بمعنى انه كلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق[1]؛
- في ظل المناخ التنافسي للمساسرة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما يعني إستجابة فورية لتنعكس مباشرة في سعر الأوراق المالية قيد التداول،مما يميز هذه الإستجابة هو إستحالة إنفراد أي من المستثمرين، بميزه السبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم؛
- فور وصول هذه المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء تكون سارة أو غير سارة،يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل،سواء بالإرتفاع أو الإنخفاض،وللإشارة أنه لا وجود لفاصل زمني بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كل المستثمرين عليها؛
- وحتى نقول أن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه الخصوص السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيها،ومن شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم،حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا وهبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة؛

[1]منير إبراهيم هندي،مرجع سابق،ص:38.

- لا يكون السوق كفء إلا إذا كان فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفء،فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على معلومات وتحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية،وهو ما يؤدي إلى تغير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية وحينئذ تتحقق الكفاءة المنشودة.

المطلب الثاني:خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة

وفقا لمفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية يمكن إستخلاص مجموعة من الخصائص:

- يتصف المستثمرون في تلك الأسواق بالرشادة في إتخاذ قراراتهم الإستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى تعظيم ثرواتهم[1]؛
- يجب ان تكون المعلومات متاحة لجميع المقرضين،المستثمرين،الإدارة،الجهات الحكومية،مراقبي الحسابات،دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة؛
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية دون أي قيود ضريبية، كما انه لا تفرض عليهم ولا تكلفة للتداول؛
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التاثير بمفرده على السعار في تلك السوق؛
- في مثل هذا السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لان العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط؛
- تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات المالية ،وعلى هذا الأساس فان نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في:[2]

-إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي،وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة؛

-توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

[1] سعد عبد الحميد مطاوع،**الأسواق المالية المعاصرة**،مكتبة أم القرى،المنصورة،الإسكندرية،مصر، 2001،ص:368.

[2] محمد صالح الحناوي،**تحليل الأسهم والسندات-مدخل الهندسة المالية**،الدار الجامعية،الإسكندرية،مصر،ص:132.

المطلب الثالث:عوامل رفع كفاءة سوق الأوراق المالية

لرفع الكفاءة وتحسين سيولة السوق هناك عوامل عديدة تتمثل فيما يلي[1]:

- **ترك تحديد قيمة عمولة السمسرة للتفاوض بين العميل والسمسار**:بإعتبارأن التفاوض يؤدي إلى تخفيض قيمة العمولة، ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى تخفيض تكلفة المعاملات بشكل يساهم في توسيع وتعميق السوق ومن ثم مستوى السيولة به، ومن ناحية أخرى يؤدي تخفيض تكلفة المعاملات إلى توافر أحد المتطلبات التي تستلزمها الكفاءة الكاملة للسوق؛
- **إستخدام أدوات مستحدثة في مجال التداول في الأسواق**: تمثل هذا الاستخدام بشكل أسهم في تخفيض تكلفة المعاملات الأمر الذي انعكس بالإيجاب على كفاءة وسيولة السوق؛
- **السعي نحو توحيد كافة أسواق الأوراق المالية (منظمة وغير منظمة)في سوق وطني واحد**:وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة اتصالات إلكترونية متطورة من شأنها أن تزيد من حجم المعلومات المتاحة وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المتعاملة وتقوم السوق الموحدة على أربعة ركائز وهي:

-مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي تبرم في جميع الأسواق المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة؛

-مركزية المعلومات عن الأسعار التي تمت بها الصفقات؛

-تسجيل الأوامر المحددة لكافة صناع السوق في البورصات في دفتر واحد يحفظ في حاسب مركزي؛

-تحقيق منافسة حرة مفتوحة بين كافة صناع السوق بحيث لا يقتصر التعامل في الأوراق المالية لى عدد محدود من المتخصصين ، حيث سمح للأفراد والمؤسسات طالما توافر لديهم حد أدنى من رأس المال واستوفوا الشروط والمتطلبات التي تقررها القوانين والقرارات المنظمة أن يمارسوا مهنة صانع السوق لأي ورقة مالية؛

ويساهم هذا الإجراء في سرعة توصيل المعلومات بما يساهم في تحقيق كفاءة السوق ، كما يؤدي إلى تخفيض هامش الربح الذي يطلبه صناع السوق الأمر الذي ينعكس بالإيجاب على سيولة السوق.

[1] عاطف وليم الدراوس،مرجع سابق،ص ص:69-70.

خلاصة

تعد أسواق الأوراق المالية الموجه الأساسي لحركة النشاط الاقتصادي لكل دولة،ومن الضروري بناء تلك الأسواق على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة،ذلك كان من الأهمية إبراز الدور الرقابي الذي تلعبه هيئة سوق الأوراق المالية حتى يتسنى لها تنظيم عملياتها وحماية المتعاملين فيها،وتوفير المناخ الملائم لسلامة المعاملات المالية،الأمر الذي يتطلب قدر من البيانات والمعلومات المالية الصحيحة المتعلقة بالشركات التي تتداول أدواتها في السوق حتى يتمكن هؤلاء من ترشيد قراراتهم،وتحقيق أرباح غير عادية في ظل سوق تتصف بالكفاءة.

تمهيد

تعد كفاءة السوق المالي أولى المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها، حيث يشكل ذلك حافزا للمستثمرين في زيادة عملية الاستثمار في السوق،ودخول مستثمرين جدد وبالتالي تحقيق أهداف السوق لذا سنقوم في هذا الفصل التطبيقي بدراسة ميدانية لأحد أهم الاسواق المالية العربية،وهي" سوق دبي المالي وبورصة الجزائر"التي تسعى إلى كسب الرهانات المستقبلية وتبؤ مكانة مرموقة على الساحة العالمية،وذلك من خلال إختبار كفاءة هذا السوق عند المستوى الضعيف،بالإعتماد على أسلوب الأنماط الطارئة.وللتوضيح أكثر قسمنا فصلنا إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول:بورصة الجزائر؛

المبحث الثاني:سوق دبي المالي؛

المبحث الثالث:الدراسة القياسية لكفاءة بورصة الجزائر وسوق دبي المالي عند المستوى الضعيف.

المبحث الأول:بورصة الجزائر

إن فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر تدخل في إطار الإصلاحات الإقتصادية التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق سنة1988 بصدور عدة قوانين إقتصادية عن إستقلالية المؤسسات العمومية و صناديق المساهمة، مما غير الوضع القانوني للمؤسسات العمومية التي أصبحت شركات أسهم بعد أن قسم رأس مالها الإجتماعي إلى عدد من الأسهم وأوكلت عملية تسييرها إلى صناديق المساهمة، إن نظام شركات المساهمة لا يمكن تصوره دون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم وهي البورصة.

المطلب الأول:نشأة بورصة الجزائر

في إطار برنامج الإصلاح الإقتصادي الذي بدأ سنة 1988 دخلت فكرة إنشاء هذه البورصة والذي بدأ التحضير الفعلي لها سنة، 1990 ومنذ ذلك الحين مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية[1]:

وقد مرت البورصة بثلاث مراحل وهي:

المرحلة التقريرية 1990-1992:نص المرسوم 101/90 المؤرخ بتاريخ1990/03/27 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة في المؤسسة العمومية فقط،كما وضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن إصدارها من طرف الشركات العمومية وسمح بإكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الإقتصادية الأخرى، وفي أكتوبر من نفس السنة تم إنشاء " شركة القيم المتداولة"، وفي شهر نوفمبر قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم برأسمال يقدر 320000دج موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية سنة 1992ونظرا لبعض الصعوبات تم الرفع من رأسمالها إلى 932000000دج كما غير اسمها إلى " بورصة الأوراق المالية".كما صدر سنة 1991المرسوم التنفيذي رقم 169/91 الذي ينظم العمليات على القيم المنقولة، والمرسوم رقم 91/ 170الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدار شركات المساهمة لها.

[1] زيدان محمد وآخرون،**دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر –المعوقات والأفاق**–، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات –دراسة حالة الجزائر والدول النامية –بسكرة، الجزائر، 2006، ص:04.

المرحلة الإبتدائية 1993- 1996: بموجب المرسوم التنفيذي رقم 93-08 سنة 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة، حيث سمح بإمكانية تأسيسها والرفع من رأسمالها عن طريق العرض العمومي للإدخار، كما نص على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة، وهو ما يتوافق وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر.

مرحلة الإنطلاق الفعلية 1996- 1999: مع نهاية 1996كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها، وتم إختيار الوسطاء، وتم إصدار أول ورقة مالية بالجزائر في نهاية 1997والمتمثلة في القرض السندي لشركة سونطراك، لتقوم بعد ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسمالها.

المطلب الثاني:الهياكل التنظيمية والإطارات القانونية المنظمة لبورصة الجزائر

يتكون هيكل بورصة الجزائر من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة إدارة بورصة القيم المتداولة، والمؤتمن المركزي على السندات.

الفرع الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB*

تأسست هذه اللجنة بمقتضى المرسوم رقم 93- 10سنة 1993وتتمتع هذه اللجنة بالإستقلالية الإدارية والمالية[1]، تتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء، وتوضع اللجنة تحت وصاية وزارة المالية وهي تهتم بتنظيم ومراقبة أوراق القيم المتداولة بغية[2]:

-حماية المستثمرين في القيم المتداولة؛

-ضمان السير الحسن للسوق وشفافيتها؛

[1]COSOB: guide de la bourse ,édition MTP, Alger, p06.

[2]محمد براق.**واقع التنمية وبورصات القيم المتداولة في العالم- مع دراسة حالة الجزائر**.أطروحة دكتوراه،غير منشورة،جامعة الجزائر،الجزائر، 1999، ص:377.

*COSOB: La commission d'organisation et surveillance des opérations.

وتعتبر سلطة التنظيم من أبرز مهامها، حيث تقوم هذه اللجنة بالتشريع وتنظيم سوق القيم المنقولة من خلال:

-قبول النشاطات التي يقوم بها وسطاء عمليات البورصة؛

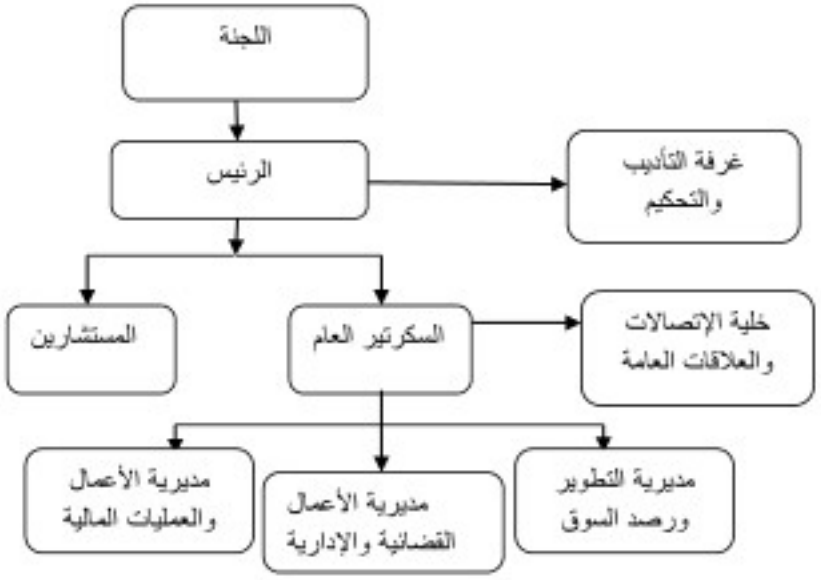
-نشر المعلومات عن إصدار القيم المنقولة عن طريق النداء العام للادخار؛

-شروط القبول والتفاوض على القيم المنقولة في البورصة؛

- تسيير حافظة القيم المنقولة.العروض العامة للبيع.

أما الأنظمة الصادرة عن، cosob فيتم المصادقة عليها من طرف الوزير المكلف بالمالية وتنشر في الجريدة الرسمية، وتحقق هذه اللجنة في مدى احترام الوسطاء والشركات للقوانين والقواعد وخاصة نشر المعلومات عن واقع المؤسسة. وفي حالة مخالفة القوانين والتشريعات،فإن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من صلاحياتها معاقبة المخالفين لما لها من سلطة تأديبية وتحكيمية.

الشكل رقم(03-01):الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم وعمليات مراقبة البورصة.



Source : www. Cosob.org présentation – organigramme 25 04 2016, 16:25 .

الفرع الثاني: شركة إدارة بورصة القيم المنقولة SGBV*.

تأسست شركة إدارة بورصة القيم المنقولة سنة،1993وهي مسئولة عن تنفيذ الإجراءات العملية والتقنية الضرورية للمبادلات على القيم، وتعرف بأنها "شركة إدارة بورصة القيم المنقولة" وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء الماليون.

حدد مهام هذه الشركة المرسوم التشريعي 93- 10الصادر سنة 1993والمتمثلة في[1]:

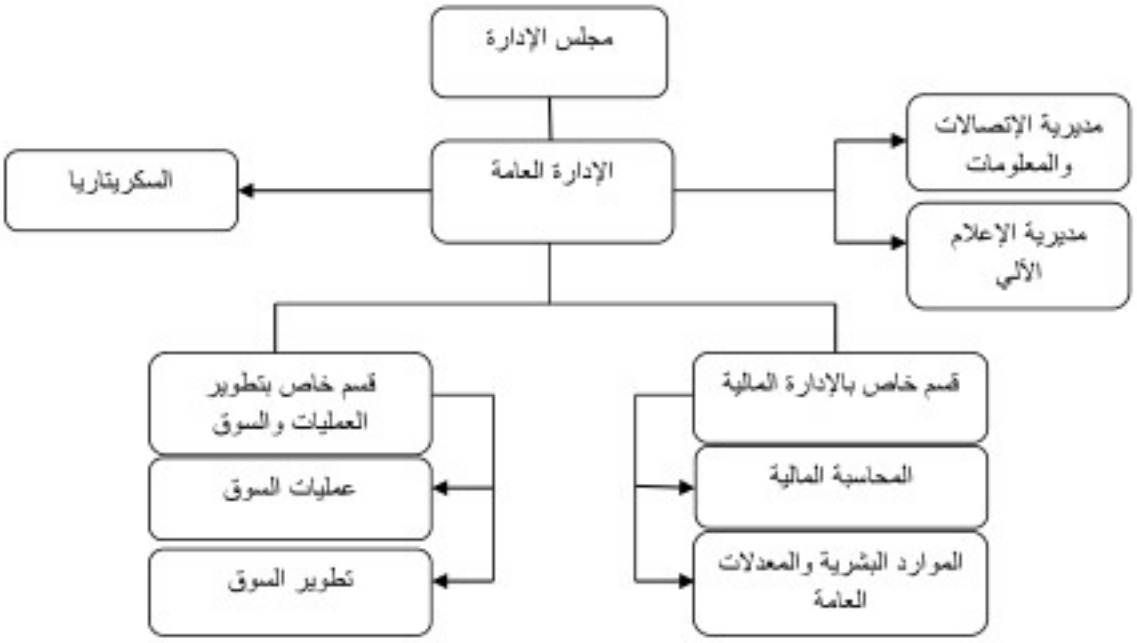
- التنظيم لعمليات الدخول الخاصة بالقيم المنقولة؛
- تسهيل المبادلات بين الوسطاء و تسجيل عمليات التفاوض؛
- تنظيم عمليات المقاصة الخاصة بالتعاملات في القيم المنقولة؛
- وضع نشرة رسمية للتسعيرة وتشمل معلومات عن السوق.

وتمارس شركة إدارة بورصة القيم المتداولة نشاطها تحت مراقبة لجنة تنظيم عمليات البورصة.

[1]Guide de fonctionnement de la bourse , édition MLP, Alger 2004, p04.

*SGBV: La société de gestion de la bourse des valeurs.

الشكل رقم (03-02):الهيكل التنظيمي لشركة تسيير القيم المنقولة



Source : www.sgbv.dz, 25-04-2016,16:25

الفرع الثالث:المؤتمن المركزي على السندات

هو شركة ذات أسهم، يساهم فيها الوسطاء المعتمدون(05بنوك) وثلاث شركات المصدرةللقيم المنقولة بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم والخزينة العمومية وبنك الجزائر، حيث المساهمة الدنيا في رأسمال الشركة محددة بمليوني دينار جزائري[1]،وتتمثل وظائفه في:

- فتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية لصالح ماسكي الحسابات بما يسهل توصيلها بين الوسطاء من خلال القيام بالتحويلات بين الحسابات؛
- تنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة للأوراق المالية مثل أرباح الأسهم ورفع رأس المال.

[1] لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: الإستعلام عن المؤتمن المركزي على السندات، تقرير ،2004،الجزائر،2004،ص:03.

المطلب الثالث:تطبيق المعايير المستخدمة لقياس أداء بورصة الجزائر

يتفق الإقتصاديون على مجموعة من المعايير لتقدير درجة تقدم ونضج السوق نذكر منها حجم السوق، درجة السيولة ودرجة التركيز. سنحاول من خلال هذا العنصر دراسة مختلف التطورات المسجلة في بورصة الجزائر على مستوى كل من مؤشر عدد الشركات المدرجة، سيولة السوق، ومؤشر رأس المال السوقي.

الفرع الأول:مؤشر عدد الشركات المدرجة.

سنستعرض من خلال هذا العنصر تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2015- 2005.

الجدول رقم (03-01): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

السنوات	عدد الشركات	معدل نمو عدد الشركات(%)
2005	03	0
2006	02	-33,33
2007	02	0
2008	02	0
2009	07	25
2010	07	0
2011	07	0
2012	05	-40
2013	05	0
2014	06	20
2015	06	0

المصدر:من إعداد الطالبتين بالإعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي .

بالنسبة لعدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر، نلاحظ وجود ثلاثة شركات فقطسنة 2005- وهو نفس العدد الذي كان قبل 2005 إذا أردنا تنسيق فترة الدراسة مع باقي الأسواق- وهي شركة رياض سطيف الأوراسي و صيدال، و التي إنخفضت فيما بعد إلى شركتين فقط إبتداء من سنة 2006، وذلك بخروج الرياض سطيف من البورصة،ثم بدأت بالإرتفاع إبتداءا من سنة 2009 حيث بلغت 6 شركات سنة 2015.

وعليه تعد بورصة الجزائر أصغر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة، سواء على مستوى العالم العربي أو على المستوى الدولي ككل.إنطلاقا من ذلك وإذا أردنا قياس مدى اتساع حجم السوق، بالإعتماد على عدد الشركات المسجلة، من أجل الحكم على كفاءته، يمكننا القول أن بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن كفاءة سوق الأوراق المالية فهي لم تقترب حتى من أصغر سوق من أسواق الأوراق المالية العربية، فأين نحن من كفاءة سوق الأوراق المالية .

الفرع الثاني:سيولة السوق

سنحاول دراسة سيولة بورصة الجزائر، وذلك بتتبع قيمة التداول، ومعدل دوران السهم خلال فترة الدراسة، وهو ما يتضح لنا من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم(03-02): تطور مؤشر السيولة في بورصة الجزائر.

الوحدة:مليون دينار.

السنوات	قيمة التداول	معدل دوران السهم (%)	معدل نمو قيمة التداول(%)
2005	251678423,00	0,04	–
2006	236796452,00	0,35	846,61+
2007	142245241,00	0,22	40,15-
2008	203912357,00	0,31	43,39+
2009	172689672,00	0,16	28,32-
2010	670069575,00	8,48	52,06-
2011	321222985,00	2,14	109,57
2012	673186960,00	5,16	84,99
2013	101027990,00	0,73	146,43-
2014	148946340,00	1	14,02
2015	169836251,00	1,32	28,89

المصدر:من إعداد الطالبتين بالإعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

بالنسبة لمعدل دوران السهم في بورصة الجزائر، نلاحظ أنه بلغ 0.04% في سنة 2005، غير أنه سجل أعلى قيمة سنة 2010 حيث بلغ 8,48%، وهو مؤشر ضعيف جدا يدل على إنخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر، حيث يقل معدل دوران السهم عن الواحد الصحيح، وهو ما يعني إنخفاض متوسط تداول السهم

إلى أقل من مرة في السنة، ليستمر الإنخفاض إلى سنة 2015حتى وصل إلى1.32%. وهو مؤشر جد ضعيف مقارنة بالأسواق المالية الأخرى.

الفرع الثالث: رأس المال السوقي

يمكننا أن نوضح التطورات الحاصلة في رأس المال السوقي في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (03-03): تطور رأس المال السوقي في بورصة الجزائر

الوحدة:مليون دينار.

السنة	رأس المال السوقي	معدل نمو رأس المال السوقي(%)
2005	6400000000.00	36.63-
2006	6710000000,00	4.84+
2007	6500000000.00	3.13-
2008	6500000000.00	0
2009	6500000000.00	0
2010	7900000000.00	21.53
2011	14967744130.00	89.46
2012	13028721575.00	-12.95
2013	13819991460.00	6.07
2014	14793245795.00	7.04
2015	1798138956.00	11.15

المصدر:من إعداد الطالبتين بالإعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

نلاحظ من خلال الجدول وجود تذبذب في حجم رأس مال بورصة الجزائر والذي يتجه بشكل ضعيف نحو التحسن،حيث بلغ الحد الأقصى حيث بلغ حده الأقصى خلال سنة 2011 مقارنة بالسنوات السابقة حيث بلغ 89,46%،ثم إنخفض في سنة 2012 بنسبة 12,95مقارنة بسنة 2011،ثم إرتفع قليلا في سنة 2013 بنسبة 6,07 مقارنة بسنة 2012،وفي سنة 2014 إستمر بالتحسن إلى غاية 2015.

المبحث الثاني:سوق دبي المالي

يعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات التي تصدرها الحكومة الإتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة وكذلك الوحدات الإستثمارية الصادرة عن صناديق الإستثمار لمحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق. وقد سجل سوق دبي المالي تطوراً متسارعاً بما وضعه في موقع الريادة بين أسواق المال إقليمياً.

المطلب الأول:نشأة سوق دبي المالي

تم تأسيس سوق دبي المالي على أنها مؤسسة عامة ذات شخصية إعتبارية مستقلة بموجب قرار وزارة الإقتصاد رقم14 لعام 2000م،ويعمل السوق في مرحلته الأولى كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومات الإتحادية،أو أي من الحكومات المحلية والهيئات العامة والمؤسسات العامة في الدولة،والوحدات الإستثمارية الصادرة عن صناديق الإستثمار المحلية،أو أية أدوات مالية أخرى محلية أوغير محلية يقبلها السوق،والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي[1].

وبدأ سوق دبي المالي مزاولة نشاطه بتاريخ 26مارس2000م، يقع مقر السوق في مبنى المركز التجاري العالمي لمدينة دبي[2].

[1]http://www. dfm.ae pages/default.as px ?c-801 ,06.03.2016.

[2]http://www.dfm.ae. pages/default as px ?c-901,10.03.2016

كما حصل سوق دبي المالي على شهادة الإيزو2001م كأول سوق مالي في الشرق الأوسط في 19 جويلية 2001،وتم الإعلان عن إنشاء مركز دبي المالي في 17فيفري2002م[1].

وفي 27 ديسمبر2005م،قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال وقدره ثمانية مليارات دولار وتم طرح عشرون بالمائة من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للإكتتاب العام،لقد شهد الإكتتاب العام إقبالا كبيرا ومتميزا فاق كل التوقعات حيث وصل مبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201مليار درهم.

وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ7مارس2007م،برمز تداول(DFM).

ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للإكتتاب العام في الشرق الأوسط،بهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة، كما يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم.

[1]http://www.dfm.ae. pages/default aspx ?c=209 ,.15.03.2016

المطلب الثاني:الهيكل التنظيمي العام لسوق دبي المالي

إن سوق دبي يقوم على الهيكل التنظيمي العام المبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (03-03) :الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي



المصدر:http://www2.dfm.ae/pages/default.aspx?c=802 13.05.2016

المطلب الثالث:أهداف سوق دبي المالي ومؤشراته

الفرع الأول:أهداف سوق دبي المالي

يسعى سوق دبي المالي إلى تحقيق الأهداف التالية وهي[1]:

- خلق سوق إستثماري للأوراق المالية يحقق المصلحة للإقتصاد الوطني؛
- تنظيم عملية بيع وشراء الأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة والمحضورة؛
- تحقيق أعلى درجات السيولة من خلال السماح لقوى العرض والطلب بالتفاعل الحر والعادل فيما بين المستثمرين؛
- تنظيم عملية إنتقال ملكية الأوراق المالية من خلال إدارة الإيداع والتقاص والتسوية ونظمها الإلكترونية الحديثة التي تتولى العملية بسرعة وإقتدار؛
- ترسيخ قواعد السلوك المهني و الإنضباط بين الوسطاء وموظفي السوق بما يحقق أعلى مستويات الإستقامة وتوفير التدريب الملائم لهم؛
- تجميع البيانات والإحصائيات عن الأوراق المالية،وإعداد التقارير بناءا على تلك البيانات والمعلومات.

الفرع الثاني:مؤشرات سوق دبي المالي

لإحتساب مؤشر سوق دبي المالي يتم وفق القواعد التالية [2]:

- يتم قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول و ذلك من خلال استبعاد أسهم الحكومة و مجموع الملكيات التي تبلغ 5% أو أكثر في رأس مال الشركة؛
- يعتمد المؤشر في احتساب القيمة السوقية على أساس آخر سعر تداول للورقة المالية، الأمر الذي سوف يضمن أن يعبر المؤشر عن آخر اتجاه لحركة الأسعار في السوق؛
- تم وضع حد أقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 20%، و هو ما سوف يعمل على الحد من تأثير حركة الأسعار للشركة ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر؛

[1] http://www.sahmy.com/showthread.php?t=264241 1.04.2016

[2] احمد، أيمن،تأثير الأزمة المالية العالمية2008 على كفاءة على الأسواق المالية العربية،دراسة حالة سوق دبي المالي للفترة 2005 .2010،مذكرة ماستر،غير منشورة،جامعة ورقلة،الجزائر،2014،ص:32.

- يشتمل المؤشر على الأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق دبي المالي، و بالتالي لا يتضمن المؤشر السندات و الأسهم الممتازة؛
- يتم تحديد عدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول للشركات المدرجة في المؤشر عند 20% فقط للشركات التي تصنف بالأقل تداولا.
- يتم إستخدام النسب المعيارية التالية على الشركات الأكثر تداولا لتحديد القيمة السوقية لكل شركة في المؤشر:

-25%من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم المتاحة للتداول ما بين 5% إلى 25%.

-50% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم المتاحة للتداول مابين أكبر من 25% إلى 50%.

-75%من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم المتاحة للتداول ما بين أكبر من 50% إلى 75%.

-100% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم المتاحة للتداول ما بين أكبر من 75% إلى 100%.

-يتم إستبعاد الشركة من المؤشر إذا قلت نسبة الأسهم المتاحة للتداول عن 5% من إجمالي رأسمالها.

- يتم إختيار الشركات المتضمنة في المؤشر في فئة الأسهم الأكثر تداولا وفقا للمعايير التالية:

-ألا تقل نسبة إجمالي قيمة التداول على الشركة إلى إجمالي قيمة التداول في السوق خلال الفترة محل التقييم (ستة شهور) عن 1%، أو ألا تقل نسبة إجمالي قيمة التداول على الشركة إلى إجمالي القيمة السوقية للشركة في نهاية الفترة محل التقييم عن 10؛

-أن يمثل عدد أيام التداول على أسهم الشركة 50% من إجمالي عدد أيام التداول خلال الفترة؛

-ألا يقل عدد عمليات التداول على أسهم الشركة خلال الفترة عن 150 عملية تداول؛

-ألا يقل عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة عن 500 ألف سهم؛

-ألا يقل إجمالي قيمة التداول على أسهم الشركة خلال الفترة عن 100 مليون درهم.

- يتم النظر في إدراج الشركات الجديدة في المؤشر بعد مرور شهر من بداية تداولها في السوق، و ذلك لتفادي التقلبات السعرية لأسهم تلك الشركات خلال الفترة الأولى من بدء التداول على أسهمها؛
- تتم مراجعة المؤشر مرتين بالسنة و ذلك خلال الأسبوع الأول من شهر جانفيو خلال الأسبوع الأول من شهر جويلية

أولا:مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي

الجدول رقم (03-04) :تطور عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي

الوحدة:ألف درهم إماراتي.

السنة	عدد الشركات المدرجة	رأس المال المصرح به	القطاع المهيمن
2005	30	26 977 669	قطاعالعقارات والإنشاءات الهندسية
2006	46	39 528 871	قطاع البنوك
2007	55	58 532 129	قطاعالعقارات والإنشاءات الهندسية
2008	65	79 603 772	قطاع البنوك
2009	67	90 194 512	قطاع البنوك
2010	65	89 737 769	قطاع البنوك
2011	62	180093000	قطاعالعقارات والإنشاءات الهندسية
2012	57	181899000	قطاعالعقارات والإنشاءات الهندسية
2013	55	259629000	قطاع البنوك
2014	58	322603226	قطاع البنوك
2015	59	348872000	قطاع البنوك

المصدر:من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات صندوق النقد العربي.

نلاحظ من خلال الجدول أن عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي في تزايد مستمر خلال الفترة 20092005 حيث بلغ67 شركة،ثم إنخفض إلى 65 شركة سنة 2010 وإستمر في الإنخفاض إلى غاية 2014 ثم إرتفع تدريجيا إلى 59 شركة سنة 2015.

ثانيا:مؤشر سيولة السوق

الجدول رقم(03-05):تطور مؤشر السيولة في سوق دبي المالي

الوحدة:ألف درهم إماراتي

السنوات	قيمة التداول	معدل دوران السهم(%)	معدل نمو قيمة التداول(%)
2005	83,350,48	31.26	_
2006	116,162,07	39.45	39.37
2007	596,510,0	101.11	413.52
2008	1,773,859,1	154.44	197.37
2009	1,975,051,56	205.79	11.34
2010	5,261,851	429.2	166.42
2011	2,557,713	131.4	- 51.39
2012	1,962,946	212.3	-23.25
2013	16,253,00	91.94	-143.28
2014	15,275,80	70.42	-6.01
2015	13,549,53	75.27	11.30-

المصدر:من إعداد الطالبتن بالإعتماد على تقرير صندوق النقد العربي.

يعرف معدل دوران السهم لسوق دبي المالي إرتفاعا كبيرا ومستمرا من سنة 2005 حتى سنة 2010،لينخفض سنة 2011 ويعاود الإرتفاع مرة أخرى سنة 2011، حيث نلاحظ أن معدل دوران السهم تغير بنسبة عالية وهي تعكس سيولة سوق دبي المالي.

كما سجل سوق دبي المالي إرتفاع مستمر وبمعدل مرتفع في قيمة التداول خلال الفترة 2005 إلى غاية 2010، حيث أن القيمة إنخفضت سنة 2011 و2012، إلا أن نسبة الانخفاض في قيمة التداول تبقى أقل من نسبة الارتفاع المسجلة معظم فترة الدراسة.

الجدول رقم (03-06):وزن الشركات في مؤشر سوق دبي المالي

الشركة	الوزن في المؤشر	عدد الأسهم المدرجة في المؤشر
أمان	0.23	15,000,000
أملاك	2.59	1,125,000,000
أرامكس	1.68	1,100,000,000
أرابتك	1.81	448,500,000
الاسكندينافية	0.07	35,000,000
بنك دبي التجاري	2.83	564,738,210
بنك دبي الإسلامي	12.17	2,245,724,907
دبي للإستثمار	6.13	2,170,740,000
دبي للتأمين	0.07	3,750,000
دبي للتأمين وإعادة التأمين	0.11	50,000,000
دو	2.48	1,000,000,000
اعمار	21.11	2,993,906,681
الخليجية للإستثمار	1.16	270,000,000
سلامة	0.96	550,000,000
جيما	0.05	15,000,000
بنك المشرق	3.96	28,151,344
الإسمنت الوطنية	0.71	138,407,080
الوطنية للتأمينات	0.10	30,421,442

عمان للتأمين	0.64	141,375,000
شعاع	1.77	550,000,000
تبريد	1.80	1,134,000,000
تمويل	2.68	750,000,000
الإتحاد العقارية	3.04	1,391,263,009
الخليجية للملاحة	0.72	827,500,000
سوق دبي المالي	6.93	2,000,000,000
ديار	6.44	4,433,500,000
بنك الإمارات دبي الوطني	14.33	2,196,784,896

http://www dfm.2 /ae. Documents/Index/indexrulesA.doc.10.03.2016

المبحث الثالث:الدراسةالتطبيقية الإختبار كفاءة بورصة الجزائر وسوق دبي المالي عند المستوى الضعيف

هناك عدة أساليب لقياس كفاءة سوق الأوراق المالية من بينها أسلوب الأنماط الطارئة وذلك من خلال تحليل مؤشر عدد الشركات المدرجة،مؤشر رأس المال السوقي،مؤشر سيولة السوق،وذلك للحكم على ما إدا كان السوق يتوفر على السمات الأساسية للكفاءة.

المطلب الأول:أسلوب الأنماط الطارئة

سنستخدم أسلوب الأنماط الطارئة لدراسة ما إذا كانت التغيرات في أسعار أسهم أسواق الأوراق المالية محل الدراسة عشوائية أم لا. حيث تقوم طريقة الأنماط الطارئة على تسجيل التغير في إتجاه الأسعار بوضع إشارة (+) عندما يرتفع السعر، وإشارة (—) عندما ينخفض السعر و صفر 0عندما لا يكون هناكتغير في الأسعار.

حيث:

Rعدد التتابعات(séquences) (في عينة من n عدد.

نظريا المتوسط والتباين هما:

$$E(R) = (2n-1)/3 \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1-3)$$

$$VAR(R) = (16n-29)/90 \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2-3)$$

وبالنسبة لعدد مرتفع n (عينة كبيرة) ، توزع R يتبع تقريبا التوزيع الطبيعي.

فليكن:

$$Z = R - E(R) / \sqrt{var(R)} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (03-03)$$

المصدر:ريحان شريف ،بومود ايمان،التمويل عن طريق بورصة الجزائر هل هو قرار صائب ام لا،جامعة باجي مختار عنابة,

بتحديد عتبة خطا تقدر ب 5

|z|>1.96 تعني أن العينة ليست فعلا عشوائية.

المطلب الثاني:قياس كفاءة بورصة الجزائر بإستخدام أسلوب الأنماط الطارئة عند المستوى الضعيف

بالنسبة لبورصة الجزائر اكتشفنا عدم توفر مؤشر لبورصة الجزائر في قاعدة البيانات التي يوفرها صندوق النقد العربي ، لذلك و من أجل اختبار كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها الضعيفة حاولنا تتبع التغير في سعر سهم الأوراسي خلال فترة الدراسة.

الجدول رقم (03-07): تطور سعر سهم الأوراسي

الوحدة:مليون دينار.

السنوات	سعر السهم (دج)	التغير في السعر	نسبة التغير(%)
2005	300	-	-
2006	385	(+)	28.33+
2007	410	(+)	6.49+
2008	450	(+)	9.76+
2009	475	(+)	5.55+
2010	487	(+)	2.52+
2011	388,9	(-)	20.14-
2012	350,38	(-)	9,90-
2013	323,14	(-)	7.77-
2014	214,5	(-)	33.62-
2015	144,88	(-)	32.45-

المصدر:من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقعWWW.SGBV.DZ 22.04.2016 13.45

لدينا عدد التغيرات التي طرأت على سعر سهم الأوراسي هي R=2 :

تغير واحد بالارتفاع ، وتغير واحد بالانخفاض.

و لدينا المتوسط: $E(R) = (2n-1)/3$

$$E(R) = (2 \times 11-1)/3$$

$$E(R) = 21/3 = 7$$

و لدينا التباين :

$$VAR(R) = (16n-29)/90$$

$$VAR(R) = (16 \times 11-29)/90 = 1,63$$

$$Z = R - E(R)/\sqrt{var(R)}$$

$$Z = 2-7/\sqrt{}$$

$$Z = 5/1.27$$

$$Z = -3.93$$

$$Z = |3.93|$$

وعليه | Z | تساوي 3.93 و هي أكبر من 1.96، وعليه يمكن القول أن العينة ليست عشوائية، وأن التغيرات المتتالية في سعر سهم الأوراسي ليست مستقلة عن بعضها البعض، أي أن السوق لا يعرف حركة عشوائية للأسعار.أي أنه ليمكن الاعتماد على الأسعار الماضية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل . انطلاقا من كل ذلك نستنتج أن بورصة الجزائر ليست كفئة في صيغتهاالضعيفة.

المطلب الثالث:قياس كفاءة سوق دبي المالي باستخدام طريقة الأنماط الطارئة عند المستوى الضعيف.

سنقوم بدراسة سلوك سوق دبي المالي خلال فترة الدراسة من أجل الحكم على كفاءة السوق في صيغته الضعيفة انطلاقا من معطيات الجدول الموالي:

الجدول رقم (03-08):تطور مؤشر سوق دبي المالي

الوحدة:مليار درهم إماراتي.

السنوات	مؤشر السوق(نقطة)	التغير في المؤشر	نسبة التغير%
2005	1.709,40	_	_
2006	2.375,30	(+)	38.96+
2007	4.819,00	(+)	102.88+
2008	6.409,50	(+)	33.00+
2009	11.445,10	(+)	78.56+
2010	10.067,0	(-)	12.04-
2011	12.588,0	(+)	25.04+
2012	7.782,0	(-)	38.18-
2013	8.206,2	(+)	5.54
2014	6.243,1	(-)	23.92-
2015	4.803,0	(-)	23.10-

المصدر:من إعداد الطالبتين بالإعتماد على تقرير صندوق النقد العربي.

يتضح من معطيات الجدول أن عدد التغيرات التي طرأت على هذا المؤشر هي$R=6$:

ثلاث تغيرات بالإرتفاع، ثلاث تغيرات بالإنخفاض.

و لدينا المتوسط:

$$E(R) = (2n-1)/3$$

$$E(R) = (2\times11-1)$$

$$E(R) = 21/3 = 7$$

و لدينا التباين:

$$VAR(R) = (16n-29)/90$$

$$VAR(R) = (16\times11-29)/90$$

$$VAR(R) = 1{,}63$$

و لدينا:

$$Z = R - E(R) / \sqrt{var}$$

$$Z = 6 - 7 / \sqrt{1.63}$$

$$Z = -1/1.27$$

$$Z = -0.78$$

$$Z = |0.78|$$

وعليه $|Z|$ تساوي 0.78 وهي أقل من 1.96 وهو ما يعني أن التغيرات المتتابعة مستقلة عن بعضها البعض، بمعنى أن هذه التغيرات عشوائية، و عليه يمكن الاعتماد على الأسعار الماضية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل. هذا يجعلنا نستنتج سوق دبي المالي كفء في صيغته الضعيفة.

خلاصة

من خلال الدراسة التطبيقية التي أجريناها على بورصة الجزائر وسوق دبي المالي التي تم إختيارها من بين الأسواق المالية العالمية والعربية،من حيث الرسملة وحجم التداول وعدد الشركات المدرجة بهدف إسقاط الجانب النظري على الواقع لاختبار كفاءتها على المستوى الضعيف من خلال دراسة سلوك عوائدمؤشراتها المالية بإستخدام طريقة الأنماط الطارئة،وتوصلنا إلى أن بورصة الجزائر لا يستجيب أسعار أسهمها على وجه السرعة إلى كلمعلومة جديدة وهذا ما يدل على عدم كفاءة بورصة الجزائر عند المستوى الضعيف.على عكس سوق دبي المالي حيث تستجيب أسعار أسهمها لكل معلومة جديدة في السوق و هو ما يفسر كفاءة سوق دبي المالي عند المستوى الضعيف.

خاتمة عامة.

تمثلت إشكالية البحث في مدى كفاءة بورصة الجزائر و سوق دبي المالي.

حيث قمنا بتسليط الضوء على الأسواق المالية بإعتبارها أمرا بالغ الأهمية بالنظر إلى الدور الذي تلعبه، حيث تساهم في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي الذين يرغبون في الإستثمار.

كما تنقسم الأسواق المالية بدورها إلى السوق النقدية وسوق رأس المال، إذ يتم فيها تداول العديد من الأدوات المالية، منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها ومنها الحديثة التي تم ابتكارها تماشيا مع المستجدات والتطورات في القطاع المالي كالمشتقات المالية.

بإعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار، فإن ذلك يقتضي أن تتيح قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان، و عليه إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المعلومات توصف السوق في هذه الحالة بالسوق الكفؤة.

إن تغير القيمة السوقية للورقة المالية بسرعة تبعا لأي معلومة جديدة تصل السوق، لن يترك فاصل زمني بين الحصول على المعلومة و تحليلها و تغير السعر، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة الكاملة للسوق. غير أن هذا الأمر لا يتحقق دائما، حيث نجد في الواقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق و تحليلها، وإنعكاس تلك المعلومات على سعر الورقة المالية، وهو ما يعكس مفهوم الكفاءة الاقتصادية التي تتطلب توفر شرطين أساسيين هما كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير.

ومن هنا يشترط الارتباط الوثيق بين مفهوم الكفاءة، وضرورة توفر المعلومات.بمعنى أن توفر المعلومات في السوق بشكل متماثل لجميع المتعاملين – أي زيادة درجة الإفصاح– يساهم في زيادة درجة كفاءة السوق. إذ يلعب الإفصاح دور أساسي في توفير المعلومات الصادقة من مصادرها المختلفة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية. ويساهم التحليل المالي في إكتشاف الحالات المؤقتة التي تكون فيها القيمة السوقية للورقة المالية مختلفة عن قيمتها الحقيقة. و هو الأمر الذي يسمح لبعض المستثمرين بتحقيق أرباح غير عادية في الأجل القصير.

و لتدعيم هذا التحليل النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية، عمدنا إلى إسقاط هذه الدراسة النظرية على بورصة الجزائر وسوق دبي المالي ودلك لمعرفة إدا ما كانت الأسواق كفؤة أم لا.

ولقياس بعض الشروط أو الميزات التي يجب أن تتوفر في السوق الكفء، قمنا باستخدام طريقة الأنماط الطارئة من أجل قياس كفاءة السوق في صيغته الضعيفة وذلك من خلال دراسة ما إذا كان سلوك مؤشر السوق عشوائي أم لا. فتبين من خلال الدراسة أن سوق دبي المالي سوق كفء في مستواه الضعيف وذلك لأن التغير في مؤشر السوق كان عشوائي، أو أن السوق يعرف حركة عشوائية للأسعار،بينما إتضح أن بورصة الجزائر غير كفؤة عند مستواها الضعيف،هذا نظرا لكون التغيرات المتتالية في مؤشر السوق غير مستقلة عن بعضها البعض في سعر سهم الأوراسي. وهو ما يعكس عدم كفاءة السوق في صيغته الضعيفة، وأعتقد أنها نتيجة متوقعة فإذا كانت أدنى الشروط والمقومات التي يجب أن تتوفر في أي سوق للأوراق المالية لا تتوفر في بورصة الجزائر، فهل ننتظر فعلا أن تحقق إختبار الكفاءة.

نتائج الدراسة:

1. يختلف مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية عن المفهوم التقليدي في الإقتصاد نظرا لخصوصية عمل هذه الأسواق،حيث تتميز السوق الكفؤة بأنها التي تحقق سرعة و تكيف أو إستجابة الأسعار السائدة للمعلومات الجديدة المتاحةللمتعاملين فيها وفي نفس الوقت تخفيض تكلفة التبادل بما يضمنُالتوازن بين العرض والطلب؛
2. لضمان نشاط أسواق الأوراق المالية بالكفاءة المنشودة في تنفيذ عمليات التداول، والمحافظة على الأوراق المالية وحماية حقوق المستثمرين، لا بد من الحرص على توفير قدر كاف من المعلومات؛
3. تعد بورصة الجزائر غير كفؤة عند مستواها الضعيف،هذا نظرا لكون التغيرات المتتالية في مؤشر السوق غير مستقلة عن بعضها البعض في سعرسهم الأوراسي. وهو ما يعكس عدم كفاءة السوق في صيغته الضعيفة؛
4. سوق دبي المالي سوق كفء في مستواه الضعيف وذلك لأن التغير في مؤشر السوق كان عشوائي، أو أن السوق يعرف حركة عشوائية للأسعار؛

إن من أولى نتائج البحث التي سعينا إلى تحقيقها من خلال دراستنا"تقييم كفاءة أسواق الأوراق المالية عند المستوى الضعيف بإستخدام طريقة الأنماط الطارئة– دراسة تطبيقية لبورصة الجزائر وسوق دبي المالي خلال الفترة – 20152005" هي إختبار لصحة الفرضية التي تم صياغتها في البداية وقد تحقق ذلك بما يلي:

إرتبط تطور أسواق المالية بالتطور الإقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، فقد تطورت وتنوعت بشكل كبير في السنوات الأخيرة بسبب التقدم التقني والتكنولوجي، حيث يقوم بتحويل المدخرات من أصحاب الفائض لمالي إلى أصحاب العجز المالي، وهو ما يثبت **صحة الفرضية الأولى** التي تشيد بدور الوساطة بين الأعوان الإقتصاديين.

يعتبر السوق الكفء، السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة، لقيام سوق مالية ذات درجة كفاءة عالية وفعالية يجب أن تتوفر كافة المعلومات للمستثمرين للإعتماد عليها لترشيد قراراتهم، وهو ما يثبت **صحة الفرضية الثانية** التي تشيد كفاءة السوق الكفء.

تعاني بورصة الجزائر من محدودية عدد الشركات المدرجة وقلة الأدوات المالية المتداولة فيها كالأسهم والسندات، كما أن النتائج التي توصلنا إليها من خلال الدراسة التحليلية تعكسُ سوء وتدهور البورصة، ويعود إنخفاض وعدم تطور رأس مالها إلى محدودية نشاطها،الأمر الذي أثر سلبا على مستوى أداءها ومستوى كفاءتها خلال فترة الدراسة، وهدا ما يثبت **عدم صحة الفرضية الثالثة** التي تشيد كفاءة بورصة الجزائر وقدرتها على التدرج في مستوى الكفاءة.

التوصيات والإقتراحات.

من خلال النتائج المتوصل إليها، ومن خلال دراستنا المتواضعة لكفاءة سوق الأوراق المالية فإننا نقدم الاقتراحات و التوصيات التي نراها مناسبة بالنسبة للجزائر بصورة خاصة، ولبقية أسواق الأوراق المالية العربية بصفة عامة، حتى نتمكن من تحسين و رفع أداء أسواق الأوراق المالية عندنا ، لتتحقق الكفاءة في أعلى درجاتها و نلحق بمصاف الدول المتقدمة ، فتكون أسواق رأس المال العربية أداة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية.

حيث تتمحور هذه التوصيات حول:

-وضع تحفيزات تشجع المؤسسات على فتح رأسمالها و طرح أوراقها المالية في البورصة،كتخفيض نسبة الضريبة مثلا ، من أجل تعزيز دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية ، بالإضافة إلى أن زيادة عدد الشركات يؤدي إلى زيادة الاستثمارات كما يساهم في اتساع السوق، هذه الخاصية الضرورية لتحقيق الكفاءة والغائبة عن بورصة الجزائر؛

- إعادة النظر في هيكلة البورصة من أجل تحديد نقاط الضعف و محاولة تصحيحها على جميع الأصعدة، تشريعية، تنظيمية...الخ ،وذلك بالاستعانة بالخبرات الأجنبية من أجل تحسين أداءالبورصة.

- إعادة النظر في تشريعات السوق لتحقيق الأمان للمتعاملين من خلال حماية المستثمرين من التصرفات الغير سليمة، وبالتالي ضمان استقرار السوق و زيادة الشفافية؛

- العمل على تخفيض تكاليف المعاملات في البورصة، حيث أنه كلما كانت التكاليف منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة؛

- تفعيل دور الرقابة على نشاط البورصة، حتى نضمن نجاحها في أداء الدور الذي خلقت من

أفاق البحث

يمكن القول أن الدراسة ما هي إلا محاولة بسيطة لكشف الغموض عن الموضوع محل الدراسة، ولا ندعي أننا إستوفينا كل جوانب الموضوع،وأتاحت فرصة لمواصلة البحث من جوانب أخرى،كما أن هناك نقاط تم تناولها بشكل مختصر بما يخدم موضوع الدراسة،لكنها تعتبر نقطة إنطلاق لدراسات جديدة،وتعتبر أفاقا لأبحاث أخرى نذكرها كمايلي:

.- المعلومات وعلاقتها بكفاءة أسواق الأوراق المالية؛

- الإجراءات الكفيلة بتطوير أسواق الأوراق المالية وسبل رفع كفاءتها؛

- محاولة تقييم كفاءة بورصة الجزائر وسوق دبي المالي عند المستوى القوي.

قائمة المراجع.

1. الكتب.

اللغة العربية.

1. أحمد سعد عبد اللطيف، **بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية،الإسكندرية، مصر،1998.
2. أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع،عمان،الأردن،2010.
3. إيهاب الدسوقي،**اقتصاديات كفاءة البورصة**،دار النهضة العربية،القاهرة،مصر،2000.
4. جمال جويدان الجمل، **الأسواق المالية والنقدية**، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان،الأردن، 2002.
5. رزق، عادل محمد، "**الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية –من منظور أداري ومحاسبي**"، الطبعة الأولى،دار طيبة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية، القاهرة،مصر،2004.
6. رسمية قرياقص، **أسواق المال**، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع،القاهرة، مصر، 1999،
7. الزبيدي حمزة، **الاستثمار في الأوراق المالية** ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان،الأردن،2001.
8. زياد رمضان ، مروان شموط ،**الأسواق المالية** ،**الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات** ،القاهرة،2008.
9. زينب عوض الله وأسامة محمد الفولي، **أساسيات الإقتصاد النقدي والمصرفي**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان،2003.
10. سعد عبد الحميد مطاوع،**الأسواق المالية المعاصرة**،مكتبة أم القرى،المنصورة،الإسكندرية،مصر،2001.
11. شمعون شمعون **البورصة، بورصة الجزائر**، الأطلس للنشر، الجزائر،1999.
12. طارق عبد العال حماد،**دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**،الدار الجامعية،الإسكندرية،مصر،1999.
13. عاطف وليم أندراوس،**السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية**،مؤسسة شباب الجامعة،الإسكندرية،مصر، 2005.

14. عبد الباسط وفا محمد حسن، **بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة**، دار النهضة العربية،الإسكندرية،مصر،1996.

15. عبد الحي مرعي، **محاسبة التكاليف لأغراض التخطيط والرقابة**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1972.

16. عبد الغفار حنفي،**الاستثمار في الأوراق المالية أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات**، الدار الجامعية،الإسكندرية، مصر، 2000.

17. عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى،2001.

18. محمد إبراهيم الشديفات، **الأسواق المالية و النقدية**،دار الحامد،الطبعة الأولى،الاردن،2006.

19. محمد الفيومي،**نظام المعلومات المحاسبية في المنشآت المالية** ،الدار الجامعية المصرية،مصر،1990.

20. محمد سويلم، **إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية**، الشركة العربية للنشر والتوزيع،القاهرة،مصر،1997.

21. محمد صاح الحناوي،**تحليل وتقييم الأوراق المالية**،الدر الجامعية،الإسكندرية،مصر،2002.

22. محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**،الدار الجامعية،القاهرة، مصر، 2002.

23. محمد صالح الحناوي،**تحليل الأسهم والسندات–مدخل الهندسة المالية**،الدار الجامعية،الإسكندرية،مصر،1997.

24. محمد مطر،**إدارة الاستثمارات،الإطار النظري و التطبيقات العملية**،مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع،عمان، الأردن،الطبعة الثانية،1999

25. محمود أمين زويل، **بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق – أحوالها مستقبلها**، دار الوفاء الدنيا الطباعة والنشر،الإسكندرية، مصر،2002.

26. محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية "مؤسسات أوراق بورصات"**، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى،2005.

27. مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، **الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية**، المطبعة الحديثة،القاهرة،مصر، الطبعة الأولى، ،1993.

28. منير إبراهيم هندي ورمية قرياقص، **الأسواق والمؤسسات المالية**، مكتبة الإشعاع،الإسكندرية،مصر،1997.

29. منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال الاستثمار**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر،1999.

30. منير إبراهيم هندي،**أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر،1999.

31. منير إبراهيم هندي،**الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام تقنية التوريق والمشتقات المالية**،الطبعة الثانية،منشأة المعارف،الإسكندرية،مصر،2003.

32. نادية أيوب،**نظرية القرارات الإدارية**،مطبعة طربين،سوريا،1989.

33. هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى،2003.

34. وليد صافي، أنس البكري، **الأسواق المالية الدولية** ، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، عمان،الأردن،2008.

الرسائل و الأطروحات.

1. أسماء أيمن،**تأثير الأزمة المالية العالمية2008 على كفاءة على الأسواق المالية العربية،دراسة حالة سوق دبي** المالي للفترة 2005 .2010،مذكرة ماستر،غير منشورة،جامعة ورقلة،الجزائر،2014.

2. أمجد إبراهيم البراجنة ، **اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية**،مذكرة ماجستير غير منشورة،الجامعة الإسلامية،غزة،فلسطين،2009.

3. بوضياف عبير،**سوق الأوراق المالية في الجزائر**،مذكرة ماجستير،غير منشورة،جامعة قسنطينة،الجزائر،2007.

4. خالد محمد نصار ، **آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة**، مذكرة ماجستير،غير منشورة،الجامعة الإسلامية،غزة،فلسطين،2006

5. رشيد بوكساني،**معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها** ،أطروحة دكتوراه،غير منشورة،جامعة الجزائر،الجزائر،2006.

6. سميحة بن محياوي،**دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية،"دراسة حالة بعض الدول العربية"**،أطروحة دكتوراه،جامعة بسكرة،الجزائر،2014.

7. سميرة محسن ، **المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية BNP PARIBAS دراسة حالة البنك**،مذكرة ماجستير،غير منشورة،جامعة قسنطينة،الجزائر، 2006.

8. شوقي عزمي محمود حسنين، **الاستثمار في الأوراق المالية والتنمية في السودان**، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الزعيم الأزهري، السودان، ،2005.

9. صلاح الدين شريط، **دور صناديق الاستثمار في أسواق الأوراق المالية**، أطروحة دكتوراه،غير منشورة،جامعة الجزائر،الجزائر،2012.

10. عبد الله بن السعيد بن فهد المرازقي ، **مدى تأثير المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على القيمة السوقية للأسهم – دراسة ميدانية على السوق المالية السعودية** ، مذكرة ماجستير،غير منشورة، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة السعودية بدون سنة.

11. محمد براق: **واقع التنمية وبورصات القيم المتداولة في العالم– مع دراسة حالة الجزائر**–أطروحة دكتوراه،غير منشورة، جامعة الجزائر،الجزائر،1999.

12. نبيل خليل طه سمور، **سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"**،مذكرة ماجستير،غير منشورة،الجامعة الإسلامية،غزة،فلسطين،2007.

13. وليد أحمد صافي، **سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية**،مذكرة ماجستير،غير منشورة،جامعة الجزائر،الجزائر،1997.

الملتقيات والمؤتمرات والندوات.

1. أشرف محمد دوابة ، **نحو سوق مالية عربية** ، مؤتمر التجارة العربية البينية والتكامل الاقتصادي ، الجامعة الأردنية ،عمان،2220سبتمبر2004.

2. بن عمر بن حاسين،**كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية**،مجلة أداء المؤسسات الجزائرية،العدد2،الجزائر، 2013.

3. حسان خضر، **تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية** ، المعهد العربي للتخطيط بالكويت ، العدد4:27مارس 2004.

4. زيدان محمد وآخرون،**دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر –المعوقات والأفاق–**، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات –دراسة حالة الجزائر والدول النامية – بسكرة،2006.

5. مبارك بن سلميان آل فواز ، **الأسواق المالية من منظور إسلامي** ، مركز النشر العلمي للاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز،السعودية،2010.

6. مثنى عبد الإله ناصر، **كفاءة سوق الأوراق المالية، الأسس و المقترحات**، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، ليبيا، يوم 2005.12.11.

7. المجلات.

8. مفتاح صالح،معاري فريدة،**متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية،دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها**،مجلة الباحث،العدد7،جامعة بسكرة،الجزائر،2009.

اللغة الفرنسية.

1. F.LEROUX, **Marchés internationaux des capitaux**, **Montréal**, 2eme édition, 1995.

2. J.Teulie et topsa calian, **finance**, Edition Vuibert, paris, France2005 .

3. M.Berrag, **Le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances**, **Magistère en sciences de gestion**, **option finance**, Ecole supérieure de commerce, juillet 1993.

4. R .REIC, **Système d'information et management des organisations**, édition Vuibert, paris, France, 1995.

5. Ross, A. Stephen & Other (1990), "**Corporate Finance**", Second Edition, Irwin, Boston.

المواقع الإلكترونية.

http://www.Vernimmen.net/html/glossaire/gl_m.html ,26-03-2016

. حسام الدين أحمد، **وظائف البورصة**، www.islamonline.net/arabic/economics/، تاريخ الاطلاع:2004/04/03.

Guide de fonctionnement de la bourse , édition MLP, Alger 2004.

COSOB: guide de la bourse ,édition MTP, Alger.

http://www. dfm.ae pages/default.as px ?c-801 ,06 .06.2008.

http://www.dfm.ae. pages/default as px ?c=209 ,15.08.2008

http://www.dfm.ae. pages/default as px ?c-901,10 .08.2008.

http://www.sahmy.com/showthread.php?t=2642411.08.2008 .

http://www dfm.2 /ae. Documents/Index/indexrulesA.doc.10.06.2008

فهرس المحتويات

قائمة الأشكال

قائمة الجداول

قائمة المعادلات

الفصل الأول:

الإطار النظري للأسواق المالية

الفصل الثاني:

كفاءة سوق الأوراق المالية

ومقومات نجاحه

الفصل الثالث:

دراسة تطبيقية لبورصة الجزائر و سوق دبي المالي

خاتمة عامة

مقدمة عامة

قائمة المراجع