جامعة يحى فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

بعنوان

دراسة كفاءة السوق المالي عند المستوى المتوسط

دراسة حالة بورصة الجزائر والمغرب

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: مالية

إعداد الطالبين:

- بن عيسى بوشو
- يوسف زرارقة

الأستاذ المشرف:

بن عيشوش محمد

أعضاء اللجنة:

د/ بوعرار شمس الدين	**رئيسا**
أ/بن عيشوش محمد	**مشرفا ومقررا**
أ/يرقي كريم	**ممتحنا**

السنة الجامعية: 2016/2015

شكر وتقدير

الحمد لله الذي تتم به الصالحات، فنحمده ونشكره على ذلك.

ولا يسعنا ونحن بصدد وضع اللمسات الأخيرة لهذا العمل إلا أن نتقدم بالشكر والتقدير والامتنان إلى الأستاذ المشرف " الأستاذ بن عيشوش محمد"، الذي لم يبخل علينا بإرشاداته وتوجيهاته السديدة وكذا حرصه الدائم على إتمام هذا العمل.

كما لا ننسى الأستاذة أعراب هريش خديجة على الوقت والجهد الذي بذلته معنا.

نتوجه بالتحية والتقدير لكل من لقننا من العلم حرفا، كما لا ننسى أن نتقدم بالشكر والعرفان إلى كل الأساتذة الذين مدوا لنا يد العون لإنجاز هذا العمل المتواضع وكل من ساعدنا من قريب أو بعيد.

شكرا جزيلا

إهـــــداء

أهدي ثمرة جهدي وعملي هذا

إلى من جعل الله الجنة تحت أقدامها واقترن رضاها برضا الرحمن وارتبطت طاعتها بطاعة الخالق

- والدتي حفظها الله وبارك في عمرها -

إلى من يسرَ لي طريق العلم وعلمني حب العمل والصبر والمثابرة

- والدي حفظه الله وبارك في عمره -

إلى أعزائي وأحبتي الذين منحوني الراحة والأمان

- وأخواتي -

وأصدقائي وزملائي

بن عيسى

بن عيسى

إهـــــداء

أهدي ثمرة جهدي وعملي هذا

إلى من جعل الله الجنة تحت أقدامها واقترن رضاها برضا الرحمن وارتبطت طاعتها بطاعة الخالق

- والدتي حفظها الله وبارك في عمرها -

إلى من يسرَ لي طريق العلم وعلمني حب العمل والصبر والمثابرة

- والدي حفظه الله وبارك في عمره -

إلى أعزائي وأحبتي الذين منحوني الراحة والأمان

- إخواني وأخواتي -

وأصدقائي وزملائي

يوسف

يوسف

مستخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة السوقين الماليين لكل من الجزائر والمغرب عند المستوي المتوسط، وبالاعتماد على كل من مؤشرين الماليين لسوق الجزائري والمغربي وبعض المتغيرات الاقتصادية، من خلال معرفة ما إذا كانت هنالك علاقة حقيقية ارتباطية بين هذه المتغيرات ومؤشري السوقين الماليين في الفترة الزمنية 2011- 2015.

حيث خلصت الدراسة إلى أن السوق المالي الجزائري والمغربي تعتبران سوقين غير كفئين عند المستوى المتوسط، وأن كل من المتغيرات الاقتصادية ليس لها علاقة حقيقية، لعدم وجود ارتباط بين المؤشرين والمتغيرات الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، الكفاءة، المعلومة المالية، بورصة المغرب، بورصة الجزائر.

قائمة المحتويات

التشكر

الإهداء

المستخلص .....

فهرس المحتويات..... II-I.

فهرس الأشكال والجداول..... III

المقدمة..... أ-ه

الفصل الأول:الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

تمهيد..... 02

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية.....03

المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية..... 03

المطلب الثاني: الأدوات الأساسية المتداولة لأسواق الأوراق المالية..... 07

المطلب الثالث: المشتقات المالية..... 13

المبحث الثاني: سير العمليات في سوق الأوراق المالية..... 16

المطلب الأول: الوسطاء في سوق الأوراق المالية..... 16

المطلب الثاني: آلية سير سوق الأوراق المالية..... 21

المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية..... 25

خلاصة الفصل..... 30

الفصل الثاني: المعلومات المالية وصيغ الكفاءة في الأسواق المالية..... 32

تمهيد..... 32

المبحث الأول: المعلومات المالية والكفاءة..... 33

المطلب الأول: المعلومات المالية..... 33

المطلب الثاني: الكفاءة في سوق المالي..... ... 38

المطلب الثالث: متطلبات كفاءة السوق المالي..... 42

المبحث الثاني: صيغ كفاءة الأسواق المالية..... 44
المطلب الأول: الصيغة الضعيفة و التحليل الفني..... 44
المطلب الثاني: الصيغة المتوسطة و التحليل الأساسي..... 48
المطلب الثالث: الصيغة القوية لكفاءة السوق المالي..... 59
خلاصة الفصل..... 61
الفصل الثالث: دراسة كفاءة السوق المالي عند المستوى المتوسط - بورصة الجزائر والمغرب -... 63
تمهيد..... 63
المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة الجزائر وبورصة المغرب..... 64
المطلب الأول: الإطار النظري لبورصة الجزائر..... 64
المطلب الثاني: الإطار النظري لبورصة المغرب (الدار البيضاء)..... 73
المطلب الثالث: المقارنة النظرية بين البورصة الجزائرية والبورصة المغربية..... 79
المبحث الثاني: دراسة الكفاءة لبورصة الجزائر والمغرب..... 88
المطلب الأول: دراسة كفاءة بورصة الجزائر 88
المطلب الثاني: دراسة كفاءة بورصة المغرب..... 93
خلاصة الفصل..... 97
الخاتمة العامة..... 99
قائمة المراجع..... 103

فهرس الجداول

الجداول	صفحة
الجدول (3-1)الشروط الأساسية للإدراج في بورصة المغرب	78
الجدول(3-2) الشروط الثانوية للإدراج في بورصة المغرب	78
الجدول(3-3) أوقات الافتتاح والتداول والإغلاق في بورصة المغرب	87
الجدول (3-4) نظام التسعير لكل مجموعة من المجموعات المكونة من الأسهم المتداولة في البورصة	87
الجدول (3-5) مؤشر السوق المالي الجزائري ومعدل التضخم في الجزائر	89
الجدول(3-6) مؤشر السوق المالي الجزائري ومعدل البطالة في الجزائر	90
الجدول (3-7) مؤشر السوق المالي الجزائري ومعدل الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر	92
الجدول (3-8) مؤشر السوق المالي المغربي ومعدل التضخم في المغرب	93
الجدول (3-9) مؤشر السوق المالي المغربي ومعدل البطالة في المغرب	94
الجدول (3-10) مؤشر السوق المالي المغربي ومعدل الناتج المحلي الإجمالي في المغرب	95

فهرس الأشكال

الأشكال	صفحة
الشكل (2-1)أهمية المعلومات المالية ومدى انعكاسها على حملة الأسهم	34
الشكل (2-2)مدخل التنبؤ بالمبيعات والأرباح (TOP-dow-approac)	50
الشكل (3-1) الهيكل التنظيمي ل (COSOB)	66
الشكل (3-2) الهيكل التنظيمي ل (SGVB)	68
الشكل (3-3) الهيكل التنظيمي لبورصة المغرب	75
الشكل (3-4) مسار حصة التداول في بورصة الجزائر	85
الشكل (3-5) يوضح عملية اقتناء أو بيع السندات في بورصة الجزائر	86

عرف العالم مجموعة من التطورات والتغيرات الجذرية مست الجوانب الاقتصادية والسياسية للدول، من بين هذه التطورات الاهتمام بمصادر التمويل، مما أعطى أهمية متزايدة لوجود الأسواق المالية بشكل عام والبورصات بشكل خاص، مع العمل على تطويرها دفع إيجاد أسواق كفؤة وفعالة وذلك بغرض التكيف مع التطورات والتغيرات التي يعرفها الاقتصاد العالمي وهذا كله من منطلق الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية واعتبارها كقاعدة أساسية من قواعد التمويل، وهو ما يبرر إعطائها الأهمية البالغة من حيث البحث والدراسة.

وتجدر الإشارة من جهة أخرى إلى أن تطور الأسواق المالية ارتبط ولا يزال بمسألة التطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت وتمر به معظم دول العالم، لاسيما الدول المتقدمة، يضاف إلى ذلك أن انتشار الشركات المساهمة وتزايد رغبة الحكومات في الاقتراض لخلق حركة قوية للتعامل المالي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وقد ترتب على ذلك الاهتمام بموضوع الأسواق المالية سواء في الدول المتقدمة أو النامية على حد السواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى القنوات الاستثمارية التي تعمل على دعم الاقتصاد الوطني.

كما أصبح موضوع الأسواق الأوراق المالية يحظى بالاهتمام، لما تقوم بهذه الأسواق من دور هام ومعتبر في النشاط الاقتصادي، باعتبارها تصنع نوع من التكامل بين المؤسسات والأفراد في إطار سوق منظمة هي البورصة، فالأسواق المالية كفيلة بالربط بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي، بالإضافة إلى ذلك تعمل على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع، كما تمثل حافزا للشركات المبرمجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أداءها وزيادة ربحيتها، مما يؤدي إلى تحسين أسعار أسهم هذه الشركات.

كما أن قناعة المستثمرين بعدم كفاءة سوق رأس المال، وفي إطار المنافسة الشديدة من أجل تحقيق أكبر العوائد الممكنة، ومن خلال السرعة في الحصول على المعلومات وتحليلها بشأن الشركات الواعدة التي يتوقع ارتفاع أسعار أسهمها، فانه سيتم تحقيق كفاءة سوق رأس المال، وتتحقق كفاءة سوق رأس المال في عدة صيغ، الصيغة الضعيفة للكفاءة، الصيغة المتوسطة، والصيغة القوية لكفاءة سوق رأس المال.

وتتأثر الكفاءة في السوق المالي بمختلف صيغها بمتغيرات متنوعة ومختلفة، سواء كانت ناتجة من داخل السوق المالي أو من خارجه، كالعوامل الاقتصادية والاجتماعية الحاصلة داخل الحيز الجغرافي الذي تتبع له السوق المالي.

تعتبر الجزائر والمغرب من الدول التي قامت بإنشاء بورصة بغية تفعيل عملية التحول إلى اقتصاد السوق، وسعيا إلى محاولة مسايرة التطورات وتحقيق الأهداف المسطرة من البورصة كأداة تمويلية، فالأسواق المالية وُجدتْ أصلاً لتُشبع حاجات ورغبات مختلف المتعاملين الاقتصاديين في البورصة من خلال تفعيل المعاملات الاقتصادية والمالية بين الأعوان، وتحقيق التوازن بين الطلب والعرض، وضمان الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات في مُناخ من الطواعية والاختيار.

إشكالية الدراسة:

من خلال ما تقدم، يمكن صياغة الإشكالية التالية:

هل يعتبر كل من السوق المالي الجزائري والسوق المالي المغربي سوقا كفء عند المستوى المتوسط للكفاءة ؟

ولكي نستطيع الإجابة عن هذه الإشكالية، نقوم بتجزئة الإشكالية إلى الأسئلة الفرعية:

1- ما هي الأنواع الرئيسية لأدوات سوق الأوراق المالية؟.

2- هل توجد علاقة بين المعلومات المالية و كفاءة السوق المالي؟.

3- هل توجد علاقة ارتباطية بين مؤشري بورصة الجزائر والمغرب وبين المتغيرات الاقتصادية للبلدين ؟

الفرضيات

وللإجابة على التساؤلات السابقة، نقوم بصياغة الفرضيات التالية:

1- توجد ثلاث أنواع هي الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

2- تعكس المعلومات المالية كفاءة السوق المالي عند وصولها إليه.

3- لا توجد علاقة ارتباطية بين مؤشر السوق الجزائري والمتغيرات الاقتصادية الجزائرية، ونجد أن هناك علاقة ارتباطية بين مؤشر السوق المغربي والمتغيرات الاقتصادية المغربية.

أهمية البحث:

يستمد هذا الموضوع أهميته من أهمية السوق المالية في حد ذاتها، حيث أصبحت القلب النابض للاقتصاد في كل الدول مهما كانت إيديولوجيتها، وفي ظل بروز أسواق مالية ناشئة، تعتبر بورصة الجزائر من هذه الأسواق مقارنة بالسوق المالي المغربي، وهنا تتجلى أهمية هذا البحث من خلال معرفة ما إذا كانت السوق المالية الجزائرية والسوق المالية المغربية (بورصة الدار البيضاء) تتحقق فيها الكفاءة في مستواها المتوسط، وكذلك معرفة الاختلاف الحاصل بين البورصتين من خلال المقارنة بينهما بالاعتماد على بعض الإحصائيات التاريخية.

أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى الوصول إلى مجموعة من الأهداف، والتي تتمثل في ما يلي:

1- الإلمام بالمفاهيم والمصطلحات المتداولة في الأسواق المالية.

2- معرفة متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية.

3- اكتشاف ما إذا كان هناك علاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية والسوق المالي الجزائري والمغربي.

4- اختبار كفاءة السوق المالي الجزائري والسوق المغربي عند المستوى المتوسط، وعرض الاختبارات المطبقة في ذلك.

أسباب اختيار البحث:

من بين أهم الأسباب التي دفعت إلى اختيار موضوع البحث، والتي يمكن تخليصها في النقاط التالية:

- كون الموضوع ينطوي تحت دائرة التخصص.
- محاولة إعطاء نظرة شاملة وملمة حول الأسواق المالية.
- اهتمام الكبير الذي أصبحت تبديه الهيئات الحكومية للرفع من كفاءة البورصة.
- دراسة واقع كل من بورصة الجزائر والمغرب من ناحية التشريعات والتنظيمات التي تقوم عليها البورصة، وكذلك مقارنتها مع بعضهما البعض.

دراسات سابقة:

توجد دراسات سابقة تناولت الموضوع، لكن ليس من نفس الجوانب إلا أنها تقطعت معها في بعض النقاط، من أهم هذه الدراسات ما يلي:

- لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم- دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.

ركزت هذه الدراسة على كفاءة أسواق رأس المال العربية وصيغها الضعيفة، والمتوسطة والقوية، مع اختبار وقياس الكفاءة في صيغتها الضعيفة 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، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن كل من بورصة عمان، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية هي أسواق كفئة في صيغتها الضعيفة.

- الداوي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية- دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير،كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير،جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.

ركزت هذه الدراسة على كفاءة السوق المالي العماني، حيث قامت بدراسة كفاءته عند المستوى الضعيف بالاستعانة ببعض الاختبارات الإحصائية، معتمدا في ذلك على بيانات تاريخية للفترة 2005- 2009.

- رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات – دراسة حالة سوق الأسهم السعودي -، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير،جامعة باتنة، 2007.

ركزت هذه الدراسة على كفاءة السوق المالي السعودي وعلاقتها بتخصيص الاستثمارات، كمن خلال دراسة تطور مؤشر السوق وكذلك دراسة سلوك الأسعار في للأوراق المالية المتداولة من خلال تحليلها عند المستوى الضعيف والقوي للكفاءة.

بينما قمنا نحن في دراستنا بمحاولة دراسة كفاءة البورصة الجزائرية والبورصة المغربية، حيث أننا درسنا العلاقة بين مؤشر البورصتين وبين المتغيرات الاقتصادية متمثلة في كل من معدل التضخم ومعدل البطالة وكذلك معدل الناتج المحلي الإجمالي، وهل هناك علاقة حقيقية بينهما، ومنه محاولة معرفة ما إذا كانت البورصتين كفئتين عند المستوى المتوسط.

صعوبات الدراسة:

إن طبيعة الموضوع فرضت علينا مواجهة بعض الصعوبات، والتي تمثلت على سبيل المثال عدم وجود سوق مالي حقيقي في الجزائر حال دون إتمام الدراسة التطبيقية بشكل جيد، وكذلك فيما يخص البرامج الإحصائية لعدم تمكننا من إتقانها.

هيكل البحث:

بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقا من الفرضيات التي تم صياغتها، تم تقسيم هذا البحث إلى مقدمة عامة يليها ثلاث فصول، ثم نتائج والتوصيات في شكل خاتمة وهي كما يلي:

الفصل الأول تحت عنوان "الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية" والذي يعتبر بمثابة مدخل للدراسة، ويتناول التعرف على مختلف الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية، وذلك من خلال مبحثين ، حيث يعالج المبحث الأول المفاهيم عامة عن الأسواق المالية، فيما يتناول المبحث الثاني آلية سير وتنظيم أسواق الأوراق المالية وكذلك مؤشرات السوق المالي.

الفصل الثاني والذي عنوانه "المعلومات المالية وصيغ كفاءة الأسواق المالية" والذي يتحدث عن المعلومات المالية وعن الصيغ الثلاث للكفاءة من خلال مبحثين، يتناول المبحث الأول المعلومات المالية ومفاهيم عن الكفاءة ومتطلباتها، في حين كان المبحث الثاني متمحورا عن صيغ الكفاءة في السوق المالي. الفصل الثالث فتعنون بـ" دراسة كفاءة بورصة الجزائر والمغرب المستوى المتوسط " والذي جاء فيه نظرة عن كل من بورصة الجزائر والمغرب من خلال مبحثين، الأول يتحدث عن نشأة بورصة الجزائر والمغرب وتشريعاتهما المنظمة لهما، في حين قمنا في المبحث الثاني بدراسة كفاءة بورصة الجزائر والمغرب عند المستوى المتوسط بالاعتماد على بعض المتغيرات الاقتصادية.

تمهيد

لقد أدى التطور الحاصل في الاقتصاد والمجتمعات إلى ظهور أسواق مالية لمواكبة هذه التطورات لتغطية الحاجات والطلبات على الأموال والمصادر التمويلية، حيث تعمل هذه الأسواق على الحصول على الأموال من أصحاب الفوائض وتوظيفها لدى أصحاب العجز.

حيث أصبحت هذه الأسواق تلعب دورا هاما وضروري لأي اقتصاد من أجل سد حاجات التنمية الاقتصادية، وكذلك توفير مصادر تمويلية مختلقة ومناسبة لأي قطاع أو مؤسسة.

كما أن الأسواق المالية تضم فرص استثمارية وتمويلية مختلفة تساعد الأفراد المستثمرين والمؤسسات التي تبحث عن مصادر تمويلية من اختيار الأفضل لهم، وهذه الأسواق بطبيعتها تضم مجموعة من الأدوات التقليدية والمستحدثة التي تساعد المستثمرين من تنويع محافظهم المالية.

من أجل ضمان سير عمليات الأسواق المالية لابد من وجود أطراف مؤهلة ومعتمدة في هذه السوق من أجل توسط العمليات، وتنفيذ أوامر الباعة والمشترين، ولا بد كذلك من توفير آليات وتنظيمات من أجل ضمان النزاهة وشفافية هذه العمليات في الأسواق المالية.

المبحث الأول: ماهية أسوق الأوراق المالية

تشمل أسواق المال كلا من المدخرين والمستثمرين والشركات المالية والأدوات المالية، حيث يوجد في كل المجتمعات أصحاب عجز من السيولة، ويوجد في المقابل أصحاب الفائض الذين يريدون الاستثمار، لذا فإن الأسواق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز، وذلك من خلال المنشآت والأدوات المالية، نظرا لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين.

حيث عادة ما يطلق على سوق المال إذا أطلق بدون تحديد بسوق الأوراق المالية، أي سوق الأسهم والسندات، وهو المفهوم الضيق لسوق المال، وهناك من يطلق على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة، التي يتم تداول فيها مختلف الأدوات المالية، كما يمكن أن تتداول هذه الأدوات خارج البورصة في السوق غير منظمة.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية، أهميته وأنواعه.

أولا: تعريف سوق الأوراق المالية

أعطيت له عدة تعار يف نذكر منها:

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى قطاعات ذات العجز المالي، ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد تعود على مصدري الأوراق المالية ومشتري الأوراق المالية[1].

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها سوق مستمرة وثابتة في المكان الذي تقام فيها مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة للتعامل بالأوراق المالية وفقا لنظام ثابت ولوائح محددة، وتتسم أسواق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد والرواج، وفي جميع الأحوال العادية يتجدد سعر الأوراق المالية بعوامل الطلب والعرض شأنه فيذلك شأن أي سلعة أخرى[2].

تعرف سوق الأوراق المالية بأنه السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة في المجتمع بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد الوطني[3].

[1] حمزة محمود الزنيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة ودار النشر والتوزيع، طبعة الأولى، عمان، 2001، ص 114.
[2] أرشد فؤاد التميمي، أسامة سلام ،الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 110.
[3] مستجير رمزي شاكر، دور سوق المال وبورصة الأوراق المالية في تشجيع الاستثمارات، دار الكتاب الحديث، 2010، ص 18.

من خلال ما سبق من تعريفات يمكن القول إن أسواق الأوراق المالية هي همزة وصل بين طالبي الأوراق المالية وعارضي الأوراق المالية، حيث يلجئ طالبي هذه الأوراق إلى هذه السوق من أجل توظيف فوائضهم المالية من أجل الحصول على عائد مستقبلي ويلجئ عارضي هذه الأوراق من أجل الحصول على عائد حالي.

ثانيا: أهمية أسواق الأوراق المالية

تتجلى أهمية أسواق الأوراق المالية من خلال الدور الذي تقوم به في المجتمع والاقتصاد العام ككل، ويمكن ذكرها في النقاط التالية[1]:

- يؤدي وجود أسواق الأوراق المالية إلى تقليل تكلفة تحويل المدخرات وبالتالي تسهيل الاستثمار.
- تضمن هذه السوق تمويل الاستثمارات الطويلة الأجل مع ضمان أن لا يفقد المدخرين سيطرتهم على مدخراتهم.
- تمكن أسواق الأوراق المالية من تحقيق المناظرة في الاستثمار ذلك لأنها تمكن المتعاملين من البيع والشراء عندما يرغبون في تنويع محافظهم المالية.
- أسواق الأوراق المالية تزيد من الحافز للحصول على معلومات للإفادة منها مما يساعد في تحسين الرقابة على إدارة الشركات.
- تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمِؤسسات الوطنية بوضعها المالي حيث يعطي حجم تداول الشركة وأسعار أسهمه مؤشرا واضحا عن أحوال الشركة ومركزها المالي.
- المساهمة في الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة والمتوسطة الأجل والمساعدة على جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
- بالإضافة إلى ذلك، نجد أنها [2]:
- توفر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار تسمح لكل مستثمر من اختيار الوجهة المناسبة من حيث الإدارة الاستثمارية والتكلفة والعائد والمخاطرة.
- تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية وبواسطة الوسطاء.
- كما تتطور عبر السنوات في السوق المالية القواعد والتقاليد المالية التي تنتج عنها درجة عالية من الأمانة في التعاملات المالية.

[1] محمود حامد محمود عبد الرزاق، اقتصاديات البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص 243.
[2] حسين علي بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها،تنظيمها،مشتقاتها)، الطبعة الأولى، دار مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص ص11 12.

- بينما يلعب أداء خبراء وكبار رواد المعلومات والمال في الأسواق المالية دورا مؤثرا في تحديد عوائد الأوراق المالية المختلفة وأسعارها، وذلك إلى أن تعكس الأسعار عوائد الأوراق المالية أكثر ما يمكن من المعلومات التي تتوافر عن طريق شبكة السوق المالية.

ثالثا: أنواع أسواق الأوراق المالية

يمكن القول أن هناك سوقين للأوراق المالية، السوق الأولي والسوق الثانوي:

I. السوق الأولي أو سوق الإصدار

يتم في نطاق هذه السوق التعامل على الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة وذلك عن طريق ما يسمى الاكتتاب، سواء كان ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس شركات جديدة أو عند زيادة رأس مالها بعد التأسيس أو بإصدار السندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل[1].

والاكتتاب في الأسهم تخلقه مؤسسة متخصصة عادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنك الاستثمار، الذي عادة ما يكون بنكا تجاريا أو مؤسسة مالية متخصصة كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، والجهة التي قررت إصدارها، فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة، كما قد يقوم بشراء الإصدار كله أو جزء منه بغرض إعادة بيعه للجمهور، ولا يعد بنك الاستثمار السبيل الوحيد لإصدار وتصريف الأوراق المالية فهناك طريقين آخرين هما الأسلوب المباشر والمزاد، ويقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة للورقة المالية بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة، لكي تبيع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها، أما الأسلوب المزاد فهو أسلوب بمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم معطيات تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء، ويتم قبول المعطيات ذات السعر الأعلى ثم المعطيات ذات السعر الأقل فالأقل، إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار[2].

II. السوق الثانوية (سوق تداول الأوراق المالية)

نجد في هذه السوق نوعين آخرين من الأسواق هما السوق المنظمة والسوق غير المنظمة:

1- السوق المالية المنظمة

يتخصص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها في السوق الأولية أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية، ويطلق على هذه السوق بالبورصة، بمعنى آخر إن هذه الأوراق متداولة أصلا ومحل لاستمرار قائم وليست جديدة ، وهذا ما يفرق سوق التداول عن سوق الإصدار أي بعد قيام المستثمرين بشراء الأوراق المالية الجديدة يتم تداول ونقل

[1] مستجير رمزي شاكر، مرجع سابق، ص 19.

[2] منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2006، ص 458.

ملكية هذه الاستثمارات في الأسواق الثانوية[1]، وهذه الأسواق تتميز بوجود مكان مادي ملموس ومحدد يلتقي فيه المستثمرون للبيع والشراء، وكذلك تتميز هذه الأسواق بوجود التشريعات والأنظمة الخاصة التي يجب على الشركة أو المؤسسة استيفاؤها، وتتعلق هذه الشروط بعدد المساهمين وعدد الأسهم فضلا عن ذلك هناك وقت محدد للتداول وعلى هذا الأساس فإن التعامل في هذه السوق يقتصر على الأوراق المالية المسجلة فقط التي يجب تداولها بواسطة الشركات المرخصة وفقا للقوانين والأنظمة المحددة لعملية التداول[2]، ويطلق على هذا السوق اسم السوق المنظمة.

2- السوق المالية غير المنظمة

يطلق اصطلاح السوق الغير منظمة على المعاملات من خارج البورصة الذي تتولاه بيوت السمسرة والتي يعتبر كل منها سوق مستقل بنفسه ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية، التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال شبكة الاتصال هذه يمكن لسمسار المستثمر أن يجري اتصالاته بالتجار المعنيين، ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر، لذا عادة ما ينظر إلى الأسواق غير المنظمة على الاعتبار أنها طرقا لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكانا لإجراء تلك المعاملات، وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المقيدة في الأسواق المنظمة (البورصات)[3]، وتضم هذه السوق أسواق فرعية أخرى هي السوق الثالث والسوق الرابع

أ- السوق الثالث

تعد السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظمة، الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية في تلك الأسواق، وتمثل هذه البيوت في الواقع أسواقا مستمرة على استعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، وكما هو واضح فإنها تمارس دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة' أما العملاء الذين يتعاملون في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك لحساب الغير، كما يمكننا إيجاد بعضا من بيوت السمسرة الصغيرة التي لا تجد ممثلين لها في السوق المنظمة، وبالتالي فهي تلجأ إلى بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث لتجد سبيلا لإجراء تعاملاتها[4].

[1] وعد حسن الصون، أساسيات التجارة الدولية المعاصرة، الجزء الأول، سلسلة الرضا للمعلومات، 2000، ص 104.
[2] عباس كاظم الدعمي، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 148-149.
[3] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص467.
[4] جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص23.

ومن أهم أسباب وجود هذه السوق اعتقاد العملاء أي المؤسسات الاستثمارية بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة وأيضا إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة إلى حد الوصول إلى تخفيضات مغرية، خاصة أن سماسرة هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة، هذا من جانب، ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة وغيرها إلا في حدود ضيقة جدا[1].

ب- **السوق الرابع**

تعبر هذه السوق عن تلك السوق التي تجمع بين بيوت السمسرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بأحجام كبيرة، وتعد هذه إستراتيجية متبعة للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، ويتم التعامل بين البائعين والمشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة معتمدا بذلك على شبكة قوية من التليفونات والكمبيوتر، والملاحظ هنا أن الوسيط لا يحتفظ بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها، مما يجعله في مأمن من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها، كما أنه لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي يوجه المستثمر أمواله إليها، فهو بالتالي لا يقوم بدور السمسار أو التاجر، ومن ثم فإن أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسرة، كما أنه يحصل عليها صفقة بصفقة أو يتفق عليها مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته، في إطار السوق الرابع تعقد الصفقات بسرعة كبيرة، وبما أن الاتصال يكون مباشرا بين الأطراف، فقد تكون الأسعار مرضية بالنسبة للطرفين، مما يجعل السوق الرابع سوقا منافسة بقوة للأسواق المنظمة وغير المنظمة نظرا لأن التعامل فيها يكون في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق، هذا فإن نمو هذه السوق قد يترتب عنه إلزام السماسرة والتجار في الأسواق الأخرى على تخفيض أتعابهم، مما يؤدي في نهاية المطاف إلى الرفع من كفاءة تلك الأسواق[2].

المطلب الثاني: الأدوات الأساسية المتداولة في سوق الأوراق المالية

سنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف الأوراق المالية، وكذلك إلى أنواعها الأساسية.

أولا: مفهوم الورقة المالية: الورقة المالية هي عبارة عن صكوك في ملكية جماعية لشركة من الشركات أو حقوق ناتجة عن عملية قرض أجرتها إحدى الشركات أو الشخصيات الاعتبارية العامة، بحيث يكون لحملة الصكوك ذات حقوق متساوية[3].

[1] حنفي عبد الغفار، رسمية زكى قريا قص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص311.
[2] جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، مرجع السابق، ص24.
[3] مستجير رمز شاكر، مرجع سابق، ص 39.

الورقة المالية هي عبارة عن السلعة التي يتم تداولها في السوق المالي، ومن ثم فهي تمثل عصب الحياة لهذه السوق، وتشير الورقة المالية إلى التمثيل القانوني لحاملي الورقة اتجاه الشركة المصدرة لهذه الورقة، والتي تخول له الحق في الحصول على جزء من العائد، أو جزء من أصول الشركة أوهما معا[1].

من التعريفين السابقين نستنتج أن الأوراق المالية يمكن أن تكون صكوك ملكية في شركة ما، أو يمكن أن تكون صكوك مديونية.

ثانيا- أنواع الأساسية لورقة المالية:

يمكن تقسيم الأوراق المالية إلى نوعين رئيسيين هما: الأسهم والسندات.

I. الأسهم

تنقسم الأسهم في سوق الأوراق المالية إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة:

1- الأسهم العادية

أ- **تعريف الأسهم العادية:** هي صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية الشركة، وتعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة، والحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحا، وقرر مجلس إدارة الشركة توزيع جزء منها أوكلها، كما يتحمل حاملها الخسائر المحققة من طرف هذه الأسهم، وفي حالة تصفية الشركة يتم صرف مستحقات حملة الأسهم العادية بعد صرف مستحقات حملة السندات والأسهم الممتازة[2].

ب- **حقوق حملة الأسهم العادية[3] :**

- الحق في حصة من أصول الشركة بقيمة ما يملكه من أسهم.
- حق في الحصول على شهادة ملكية الأسهم العادية التي يملكها.
- حق تحويل ملكيته للأسهم إلى شخص آخر.
- حق الإطلاع على دفاتر الشركة.
- حق الحصول على الأرباح التي يتقرر توزيعها.
- حق الاكتتاب بنسبة ما يمتلكه من أسهم، في الأسهم التي تصدرها الشركة لزيادة رأسمالها.
- الحق في حضور الجمعية العامة.

[1] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية،2005، ص 31.
[2] عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 100.
[3] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 365.

- حق التصويت.

ج- **أنواع الأسهم العادية:** توجد عدة تقسيمات للأسهم العادية أهمها:

- **من حيث الشكل[1]:**

- **أسهم اسمية:** هي التي تسجل اسم حاملها على وجه الصك، ويمكن لمالك الصك أن يبيعه لمستثمر آخر، وفي هذه الحالة يسجل اسم المالك الجديد في جدول يسمى جدول التنازلات، على أن يسجل اسم المشتري في دفاتر الشركة.
- **أسهم لحاملها:** يتم تداول الأسهم المصدرة لحاملها بين المستثمرين بدون كتابة اسم المالك على وجه الصك، وتنتقل ملكية السهم في هذه الحالة بمجرد الحيازة الفعلية للسهم، لذا لا يجوز إصدار أسهم لحاملها إلا إذا كانت القيمة مدفوعة بالكامل.

- **حسب نوع الحصة المقدمة[2]:**

- أسهم نقدية: هي الأسهم التي تمثل حصة نقدية في رأسمال الشركة ولا يقع الاكتتاب العام إلا عليها وحدها، ويجوز تداول هذه الأسهم حتى قبل تمام سداد قيمتها الاسمية بالكامل.
- أسهم عينية: التي تمثل حصصا عينية في رأسمال الشركة، ويجب الوفاء بقيمتها كاملة عند التأسيس.
- **أسهم مختلطة:** وهي حصص الأسهم التي يقدم جزء منها نقدا والجزء الآخر عينا عند التأسيس.
- **أسهم وحصص التأسيس:** وهي أسهم قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة بغير قيمة اسمية، تمنح لأصحابها نصيبا في أرباح الشركة، وذلك مقابل ما قدموه من خدمات أثناء تأسيس الشركة.

2- **الأسهم الممتازة :** وتجمع ما بين خصائص الملكية والمديونية، فهي تعد صك ملكية كالسهم العادي له قيمة اسمية ودفترية وسوقية وهوبذلك يمثل حصة في الملكية يحق لحاملها المشاركة في الأرباح المحققة للشركة، ثم إنه يتمتع بدخل ثابت مثله مثل السندات، ويتمثل هذا

[1] عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي،الإسكندرية، 2007، ص ص 67 68.
[2] بن قمجة زهرة، أثر فعالية أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2014، ص 30.

الدخل الثابت في نصيب ثابت من الأرباح السنوية يحصل عليها حملة الأسهم الممتازة في حالة تحقيق الشركة للربح، وبهذا يمكن تعريف الأسهم الممتازة بأنها أداة مالية تجمع ما بين صفات الأسهم العادية وصفات السندات[1]، إلا أنها تختلف عن الأسهم العادية بما يلي[2] :

- يعطى السهم الممتاز الأولوية عند التصفية.
- يحصل صاحب السهم الممتاز على حصته من الأرباح إذا تحققت قبل السهم العادي.
- تتغير أسعار الأسهم العادية باستمرار تقريبا، إذا ما قورنت بالثبات النسبي لأسعار الأسهم الممتازة.
- تعد الأسهم الممتازة أقل شيوعا من الأسهم العادية.
- تأخذ الأسهم الممتازة نصيبها من الأرباح كنسبة ثابتة بينما أرباح الأسهم العادية توزع بحسب أرباح الشركة.

II. السندات

1- تعريف السندات

تعرف السندات على أنها اتفاق تعاقدي بين المقرض والمقترض تترتب بموجبه للمقترض دفعات ثابتا فضلا عن سداد قيمة أصل الدين، وتحصل أدوات الدين فوائدها بأحد الأسلوبين: إما سدادها دوريا، أومن خلال بيع الأوراق المالية المصدرة بسعر خصم يقل عن القيمة الاسمية للورقة المصدرة، على أن يتم استرداد كامل القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق[3].

2- **خصائص السندات**:

حيث يمكن التفرقة بين نوعين هما : السمات المشتركة والسمات الفردية.

أ- السمات المشتركة:

هي سمات تكون متوفرة في كافة السندات، حيث لا يمكن وجود أي سند إلا بتوفرها، وهي[4]**:**

- الاستحقاق: حيث تستحق السندات بحلول أجل محدد مسبقا، ويذكر في شهادة السند، حيث يلعب الاستحقاق دورا كبيرا في تحديد سعر الفائدة، وفي الغالب تكون فترة الاستحقاق 2-30 سنة.

[1] عباس كاظم الدعمي، مرجع سابق، ص162.
[2] عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قريا قص، مرجع سابق، ص 334.
[3] عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 70.
[4] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص ص 87 88.

- فئة السند: معظم السندات بالأسواق العالمية، تصدر بفئات ذات قيمة 100، 1000 ومضاعفاتها.
- الوصاية: حيث تتولى جهة معينة بشؤون حملة السندات، تضمن حقوق حملة السندات، وتقيم المركز الائتماني للجهة المصدرة لضمان تنفيذ الاتفاقية.
- السندات المسجلة وسندات الكوبون: فقد يكون السند اسمي يحمل اسم صاحبه، أوقد يكون لحامله، وعادة ما تكون الكوبونات(الفائدة) ملتصقة بالسند، ويسهل فصلها عند الاستحقاق.

ب- السمات المنفردة

هي سمات لا تكون متوفرة في جميع السندات، ويمكن إضافة أي سمة لأي سند بشرط اتفاق الطرفين، وهي[1]:

- **سمة الاستدعاء**: تمنح السندات القابلة للاستدعاء حق للجهة المصدرة، ويتمثل باستدعاء السند بسعر محدد يسمى سعر الاستدعاء، وخلال فترة محدد ضمن اتفاقية العقد،والدوافع الرئيسية من إصدار هذه الأسهم هو الاستفادة من انخفاض معدلات الفائدة السوقية المتوقع في المستقبل، وبشكل يمنح الشركة خيار استبدال السندات القائمة ذات الكوبون المرتفع بسندات ذات كوبون منخفض، وتسمى هذه العملية بإعادة تمويل السندات.
- **سمة التحويل**: بعض السندات المصدرة من قبل الشركات تسمح لحملتها تحويل السند إلى أسهم عادية وبسعر تحويل محدد وخلال فترة محددة باتفاقية السند، وتعتمد القيمة التحويلية للسند بالدرجة الأساس على سعر السهم وعدد الأسهم، إذ أن ارتفاع سعر السهم في السوق يؤدي إلى ارتفاع القيمة التحويلية للسند والعكس بالعكس، لذا لا يمكن بيع السند بأدنى من قيمته الاستثمارية.
- **سمة البيع**: بعض السندات التي تصدرها الشركات تتضمن حق لحامله بإعادة بيع السند إلى الجهة المصدرة بسعر محدد مسبقا، وفي غالب الأحيان البيع بالقيمة الاسمية للسند،وضمن تواريخ مجدولة ومتعاقبة بفواصل زمنية، من خلالها يستطيع المستثمر من الاختيار التاريخ المناسب لإعادة البيع، ويستطيع حامل السند الاحتفاظ به حتى التاريخ اللاحق، وعليه تسمى في بعض الأحيان بالسندات القابلة للتمديد، وفي الحقيقة إن هذه السمة توفر أرضية حقيقة لسعر السند في السوق، فهي توفر حماية من احتمالات ارتفاع أسعار الفائدة السوقية وبالتالي انخفاض قيمة السند السوقية.
- **سمة الإطفاء**: هذه السمة تعطي الحق للجهة المصدرة للسند باسترداد السندات التي تتضمن الإطفاء، وفي الغالب بالقيمة الاسمية، ويتطلب من الجهة المصدرة إنشاء حسابات تدار من

[1] أرشد فؤاء التميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2010، من ص254 إلى ص259.

قبل الضامن، هذه الحسابات تسمى بصناديق الإطفاء، إذ يقوم الضامن بإعداد جدولة زمنية لاسترداد السندات القائمة وبطريقة اليانصيب للإدارية المراد إطفاؤها.

ج- المزايا التي توفرها السندات لحملتها:

- **ميزة ثبات واستمرارية العائد** : لأن كوبون السند (الفائدة عليه) واجب الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة المصدرة، على عكس ما هو الحال لتوزيعات السهم، والذي لا يدفع إلا إذا حققت الشركة المصدرة ربحا يكفي للتوزيع.
- **ميزة الأمان في استرداد المبلغ المستثمر**: فالسند يصدر في الغالب مضمونا[1]، إما بأصل محدد من أصول الشركة، أو بجملة أصولها، بالإضافة لهذه الميزة يمتاز حامل السند عن حامل السهم بحق الأولوية في استيفاء بدينه على الشركة عند تسييل أصولها سواء بسبب التصفية أوبسبب الإفلاس.
- كما توفر بعض أنواع السندات(السندات الحكومية مثلا) لحاملها ميزة الإعفاءات الضريبية.

د- أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات حسب الجهة المصدرة لها إلى سندات الشركات وسندات حكومية:

- **سندات الشركات:** وهي مختلف السندات التي تصدرها الشركات، ونفرق بين عدة أنواع من سندات الشركات أهمها[2]:

- **السندات المضمونة**: هي السندات التي توفر الحماية لحاملها بالموجودات المرهونة لها، وتعد السندات المرهونة بعقار أو معدات وآلات من أهم صورها.
- **السندات العادية**: وضماناتها لحملة السندات تنحصر في الجهة المصدرة على دفع الفائدة وأصل المبلغ، أي يعد المركز الائتماني محور ضمان هذه السندات، وتمثل سندات الدخل إحدى صور هذه السندات.
- **سندات لحاملها**: سند قابل للتداول، يمكن لأي شخص حمله وبيعه، أوالمطالبة بفوائده وبالقيمة الاسمية، ويمكن رهنه لكنها ذات مخاطر عالية، خاصة عند فقدانها لهذه تستحق عائد أعلى.
- **السندات الرديئة**: هي عادة ما تجذب المضاربين، كونها خاضعة لاحتمالات الفشل، كما هي خاضعة لاحتمالات النجاح.

كما نجد أنواع أخرى للسندات نذكرها[3]:

[1] محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر،عمان، الأردن،2005، ص 116.
[2] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، من ص 92 إلى ص94.
[3] محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 102 ص106.

- **سندات اسمية**: ويكون السند اسميا متى حمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص لدى الجهة المصدرة بملكية السندات، ويمكن أن يكون مسجلا بالكامل، ويشمل التسجيل هنا الدين الأصلي وفائدته، لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك، كما يمكن أن يكون تسجيلا جزئيا، ويقتصر هنا على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ شكل السندات العادية (كوبونات ترفق بالسند، وتنزع منه بمجرد استحقاقها).
- **سندات قابلة للتحويل**: تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار، يعطي لحامله ضمن مدة محددة الحق في تحويل سنداته إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد.

- **السندات الحكومية:** تعتبر صكوك مديونية متوسطة وطويلة الأجل، تصدرها الحكومات بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في مواردها، باعتبارها مصدر تمويل غير تضخمي لتمويل الميزانية العامة بتكلفة معقولة[1]، توجد أنواع للسندات التي تصدرها الحكومة[2]:

- **سندات الخزينة**: يتم إصدارها من طرف الحكومة، ويقم البنك المركزي بتسويقها إلى المستثمرين والمؤسسات المالية والمصرفية، وفي غالب الأحيان يكون الغرض منها تغطية العجز في الإنفاق، والتأثير على العرض النقدي، فهي سندات معفية من الضرائب.
- **سندات الحكومة المحلية**: يقصد بها السندات التي تصدرها المجالس البلدية والولائية، من أجل تمويل أنشطتها المحلية داخل الحدود الجغرافية.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

تمثل المشتقات أدوات ترتب لحاملها التزاما أو خيارا لشراء أو بيع أصل مالي، وتشتق تلك الأدوات قيمتها من أسعار الأوراق المالية الأصلية، وتعد المشتقات أحد أهم ملامح التطور في الأسواق المال وبدأ التعامل بها مع أوائل التسعينات مع التقلبات الحادة التي شهدتها العديد من الأسواق المالية قي كل من أسعار الفائدة أسعار الصرف وأسعار الأصول المالية، حيث تستخدم هذه الأدوات في التحكم في الخطر المصاحب للاستثمار في محفظة الأوراق المالية وكذلك الخطر المصاحب لإصدار الأوراق المالية، ولا يقتصر استخدام المشتقات بغرض التحوط ضد المخاطر في مجال الاستثمار فقط بل يمتد إلى الأصول المادية الأخرى كالذهب[3]، وثمة أنواع أخرى من أدوات المشتقات لعل أهمها :عقود الخيارات، العقود الآجلة، المبادلات، المستقبليات.

أولا- عقود الخيارات

[1] عصام حسين، مرجع سابق، ص102.
[2] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص ص 98 99.
[3] عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص79.

1. **تعريف عقود الخيارات**: عقد ذا سمة خاصة يطلق عليه الخيار، يعطي لحامله الحق في شراء أوبيع العقد خلال فترة زمنية محددة(عادة ما تكون من 3 إلى 9 أشهر)، بسعر محدد مقدما[1].

2. تصنيف الخيارات

يمكن تصنف عقود الخيارات إلى نوعين:

أ- **عقد الخيار الشراء**: يكون العقد خيار شراء يعطي للطرف الأول المشتري الحق بأن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي المحرر الخيار أصلا معينا، بكمية معينة وبسعر معين وبتاريخ معين، أوخلال فترة زمنية معينة حسب الإتفاق، وذلك مقابل الحصول الطرف الثاني من المشتري على العلاوة معينة تحددها شروط العقد[2].

ب- **عقد الخيار البيع:** هي عقود تعطي الحق لحاملها بيع عدد من الأوراق المالية إلى محرر الخيار، طبقا للسعر المتفق عليه، وخلال مدة صلاحية الخيار[3].

ثانيا- العقود الآجلة

1. **تعريف العقود الآجلة**: تعرف بأنها عقود تعطي الحق في شراء أوبيع قدر معين من أصل مالي أوعيني بسعر محدد مسبقا، بحيث يتم التسليم في وقت لاحق، وهي بهذا التعريف لا تختلف عن المستقبليات باستثناء معيار التداول، حيث يتم تداول المستقبليات في الأسواق المالية بينما لا يتم تداول العقود الآجلة في أي سوق، بذلك لا توفر العقود الآجلة الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد[4]، ويمكن استنتاج بعض الملاحظات الهامة على العقد الآجل[5]:

أ- في العقود الآجلة يتفاوض البائع والمشتري على شروط العقد، فهي عقود شخصية لا يتم تداولها في الأسواق المنتظمة، وإنما في الأسواق غير المنتظمة.

ب- تتضمن العقود الآجلة مشكلة محتملة، وهي مخاطر العجز التي هي المخاطر الناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته، فالعقد الآجل لن ينفذكما هو مخطط له إذا عجز المشتري عن استلام أو تدبير الأموال التي يحتاجها لشراء الأصل، أو إذا عجز البائع عن تسليم الأصل محل التعاقد.

[1] منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية و أسواق المال، مرجع سابق، ص 547.
[2] محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 257.
[3] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 73.
[4] منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية،الإسكندرية، 1999، ص 686.
[5] مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2012،ص ص 215 216.

ج- تتحقق قيمة العقد الآجل في تاريخ انتهاء صلاحية العقد، ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد، وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

ثالثا- المبادلات

1. **تعريف المبادلات**: تعرف المبادلات بأنها اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تحدد آنيا وفقا لقيمة الصفقة، على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق، وعقود المبادلات باعتبارها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، يتم تسوية العقد على فترات دورية (شهرية، أو ربع سنوية ، أو نصف سنوية) تكون ملزمة لطرفي العقد على العكس من عقود الاختيار، وتتعدد عمليات المبادلات ومنها[1]:

- عمليات مقايضة معدلات العائد.
- عمليات مقايضة العملات.
- عمليات مقايضة عقود حق الاختيار.
- عمليات مقايضة الأسهم.
- اتفاقيات إعادة الشراء.

2. **أنواع المبادلات**

تتوفر المستثمرين في سوق المالي عدة أنواع من عقود المبادلات، والتي تتناسب مع احتياجاته[2]:

أ- المبادلات ذات الهيكل البسيط: تتضمن ترتيبات مبادلة الدفعات الثابتة بالدفعات ذات معدل متغير، أي مبادلة سعر الفائدة الثابت بسعر الفائدة المتغير.

ب- المبادلات القابلة للاستدعاء: هي صيغة من صيغ خيارات المبادلة، وبموجبها تعطي الحق لطرف بإنهاء عقد المبادلة قبل استحقاقه مقابل علاوة تدفع للطرف الآخر.

ج- المبادلة القابلة للبيع: عبارة عن ترتيبات تعطي الحق لطرف بتحقيق دفعات بمعدل متغير مع حق التمتع بإنهاء العقد قبل تاريخ الاستحقاق مقابل علاوة تدفع للطرف الآخر.

د- المبادلة القابلة للتمديد: عبارة عن ترتيبات تمنح الحق للطرف الذي يبادل الدفعات بمعدل ثابت بدفعات بمعدل متغير تمديد فترة المبادلة، أجال التمديد تعكس السعر المدفوع للتمتع بحق التمديد.

[1] عماد صالح سالم، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية والعالمية والتنمية المتواصلة، النشر بمعرفة المؤلف، 2002، ص 246.
[2] أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، من ص415 إلى ص421.

ه- مبادلة الكوبون الصفري بالمتغير: بموجب هذه المبادلة الطرف الذي يتحمل دفعات بمعدل ثابت، يحقق دفعة واحدة فقط بتاريخ الاستحقاق، بينما الطرف الذي يتحمل دفعات بمعدل متغير يحقق دفعات دورية خلال فترة المبادلة.

رابعا- المستقبليات

I. **تعريف العقود المستقبلية:** هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع سلعة معينة، أو ورقة مالية بسعر يحدد وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية، على أن يتم استلامها أو لتسليمها في تاريخ لاحق في المستقبل، وعلى أن يلتزم كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما بصورة نقدية، أوفي صورة أوراق مالية، وذلك لحماية كل طرق من المشكلات التي تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزامات المترتبة عليه، وتهدف العقود المستقبلية إلا التحوط ضد مخاطر التغيير في معدلات العائد ومن ثم أسعار الأصول المالية، وتتم عملية تغطية المخاطر بأخذ مركز معاكس في السوق الآجل للمركز الفوري[1].

II. **شروط العقود المستقبلية**: لابد على العقد المستقبلي أن يتوفر على العناصر التالية[2]:

1- **تحديد نوع الأصل محل التعاقد:** ويتم تداول الأصول التالية في الأسواق المستقبلية الآتية:

أ- السلع بمختلف أنواعها

ب- الأصول المالية وتتضمن كل من:

- العملات الأجنبية الرئيسية.
- أسعار الفائدة المستقبلية (أذونات الخزانة والسندات الحكومية).
- مؤشرات الأسهم المستقبلية (s&p500، nikkie 225)

2- **حجم العقد المستقبلي:** يقصد به كمية الأصل التي ينبغي أن تسلم بموجب عقد واحد، ويختلف حجم العقد على الأصل محل العقد، وهي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد.

3- **شروط التسليم:** أي تحديد تاريخ استحقاق أوانتهاء العقد المستقبلي، وهوالتاريخ الذي يلتزم به البائع بالتسليم والمشتري بالدفع.

4- **السعر المستقبلي:** هي الأسعار التي يتم الاتفاق عليها بين البائع والمشتري.

[1] بن صوشة ثامر، أثر الرقابة والمعلومات على أداء سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستيرغير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة الجزائر، 2009، ص ص 26 27.

[2] مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، مرجع سابق، من ص 218 إلى ص 220.

المبحث الثاني: سير العمليات في سوق الأوراق المالية

إن السير الجيد العمليات في سوق الأوراق المالية مرهون بوجود أطراف مختصين في هذه العمليات وكذلك وجود إطار نظري تنظيمي تسري عليه هذه الأطراف من أجل ضمان كفاءة ونزاهة هذه السوق، لهذا سنتطرق في هذا المبحث إلى الوسطاء الماليون وكذلك آلية سير العمليات في سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: الوسطاء في سوق الأوراق المالية

لكي تؤدي سوق الأوراق المالية دورها بصورة سليمة فلابد من توافر الوسطاء الماليين الذين يعملون على التقريب والتوسط بين المدخرين والمقترضين.

أولا: تعريف الوسيط المالي

عندما يفكر مختلف الأعوان في استثمار مدخراتهم يكون همهم البحث عن الطريقة المثلى لذالك، كما لا يمكن أن يتجه كل عون يرغب في استثمار مدخراته للبحث بشكل منفرد على كل من يحتاج لهذه المدخرات، لذالك ظهر الوسطاء الماليون لمواجهة هذه العراقيل التي تواجه المدخر والمستثمر حريص، كما يدل عليهم اسمهم فهم يقومون بدور الوسيط بين عارضي المال والمحتاجين له بغرض الاستثمار.

يعرف الوسيط بأنه شخص له دراية وخبرة في شؤون الأوراق المالية، وعليه أن يباشر نشاطه من بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة، ويعتبر الوسيط مسؤولا عن كل عملية، ولا يكون محايدا تماما في عقد الصفقات[1].

يأخذ الوسيط عدة مواقف متباينة، فقد يشتري ويبيع الأوراق المالية لحسابه في الأجل القصير وليس لحساب الغير، لأنه لواحتفظ بالأوراق لفترة طويلة فإنه يتحمل الخسارة الناتجة عن انخفاض أسعارها يتمثل ربح الوسيط في الفرق بين سعر شراء الورقة وسعر لبيع لطالبها، فهويقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه انتظارا لتلبية أوامر العملاء، لذالك يطلق عليهم صناع السوق مما يعني أن معظم الشركات تقوم بعمليات السمسرة وتجارة الأوراق المالية، وهي تتحمل المخاطر الناتجة عن ذالك، بينما يعمل السمسار لحساب الغير مقابل عمولة ولا يتحمل أي مخاطر[2].

[1] حنفي عبد الغفار، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص 457.

[2] علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي للنشر و التوزيع، عمان، الأردن،2012، ص36.

ثانيا : وظائف الوسطاء الماليون

1. أعمال السمسرة

عندما يقوم الوسيط المالي بدور السمسار يؤدي خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إلية العميل، وتختلف الأوامر التي يصدرها في السوق إلى السماسرة أوالوسطاء تبعا لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر، والتي تكون في أغلب الأحيان محكومة بعنصرين هما سعر التنفيذ ووقت التنفيذ سواء كان ذالك بيعا أوشراء[1].

2. صناعة الأسواق

يؤدي الوسطاء دورا مهما في عمل الأسواق المالية من خلال صناعة السوق، أي العمل على إيجاد العرض والطلب المناسبين، وتبعا لحاجة السوق، وذالك عن طريق القيام بما يلي:

أ- التأثير على العرض والطلب من خلال الإسهام في توفير السيولة اللازمة للمتعاملين سواء في جانب العرض أوفي جانب الطلب، وبالشكل الذي يتناسب وحاجة السوق لذلك وبما يقود إلى زيادة فعالية السوق.

ب- المحافظة على استقرار وانتظام عمل السوق، بحيث يبعده عن التقلبات الحادة سواء في العرض أوفي الطلب، أوفي السعر الذي يحدد نتيجة للعرض والطلب، حتى يتوفر الحافز الذي يشجع المتعاملين ويدفعهم للتعامل بشكل منتظم ومستمر في السوق بعيدا عن الاضطرابات التي تحدث في السوق، والتي تلحق أضرارا بالعديد من المتعاملين، ولهذا فإن الوسطاء يوفرون الاستقرار والانتظام في عمل السوق من خلال قيامهم بعمليات البيع والشراء للأوراق المالية في السوق، عندما تقتضي حالة السوق وحاجته، فإن كان السوق يعاني مثلا من انخفاض أسعار الأوراق المالية فإنهم يقومون بزيادة الطلب على الأوراق المالية وتقليص عرضها في السوق، ويحصل العكس عند ارتفاع أسعار الأوراق المالية حيث يقومون بتقليص مشترياتهم وزيادة مبيعاتهم، وبذلك يمنعون التقلبات الحادة في الأسعار ويوفرون الاستقرار والانتظام في عمل السوق المالية بالشكل الذي يدفع إلى استمرار التعامل المنتظم فيها.

3. تغطية الإصدارات من الأوراق المالية

يمكن أن يلعب الوسطاء دورا مهما في القيام بتغطية الإصدارات من الأوراق المالية، وخاصة في السوق الأولية، ومنها الأسهم والسندات، أي أنهم قد يقومون بشراء هذه الإصدارات من أجل تصريفها عن طريق بيعها لاحقا، أو الاحتفاظ بالجزء الذي لا يتم تصريفه منها، والحصول على

[1] زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع، 2014، ص138.

العائد الذي تحققه وهذا يتطلب قدرة مالية لدى الوسطاء بحيث تتيح لهم القيام بذلك، وفي الغالب فإن المؤسسات المالية هي التي تتوفر لديها مثل هذه القدرة المالية التي تمكنها من القيام بدور المتعهد لتصريف الأوراق المالية المصدرة[1].

4. تقليل درجة المخاطرة

تهدف تلك الوظيفة إلى تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر الفرد وذلك من خلال تحويل الأصول المالية الخطرة إلى أصول مالية أقل خطورة بالاستناد إلى الخبرة والقدرة والكفاءة التي تتوفر لدى الوسيط، ووسيلة الوسيط المالي في ذلك هي تنويع أصوله، الأمر الذي لا يكون متاحا للأفراد بسبب انخفاض الموارد المالية المتاحة لهم، ولا شك أن انخفاض الخطر الناجم عن التنويع، ومن ثم خفض التكلفة يعد أحد أهم المزايا الاقتصادية لسوق المال.

5. تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات وتجهيزها

لكي يصل المدخر أو المستثمر إلى قرار بشأن شراء أو بيع أصل مالي معين، فانه يحتاج إلى معلومات تساعده في صياغة قرار الشراء أو البيع، ويحتاج الحصول على معلومات إلى تكلفة تتمثل في تكلفة الحصول على المعلومات وتجهيزها، ولاشك أن وجود وسيط مالي لديه إمكانيات وخبرات تحليل الأوراق المالية والوصول إلى معلومات بشأنها، وذلك إلى جانب تمتعه بظاهرة اقتصاديات الحجم الكبير في مجال تجهيز المعلومات الخاصة بالأصول المالية نتيجة لضخامة أعماله ومن ثم انخفاض نصيب الوحدة من التكلفة، ومن شانه أن يعود بالنفع على كل من المدخر الذي يقوم بشراء مطالبات الوسيط المالي بسعر أقل وعلى المقترض الذي يستفيد من تخفيض تكلفة الاقتراض[2].

6. توفير السيولة

حيث تعمل مؤسسات الوساطة المالية، وبالذات المصرفية منها على توفير القدر الكافي من السيولة اللازمة لإجراء التعاملات من قبل المتعاملين وتوسيعها عن طريق امتلاكها للأصول التي تمكنها من توفير السيولة اللازمة لأداء التعاملات في الأسواق المالية وزيادتها.

7. تحقيق أعلى عائد ممكن للمتعاملين

حيث يتم هذا من خلال الاعتماد على خفض كلفة التعامل إلى أدنى حد ممكن، وكذلك من خلال اختيار الاستثمارات التي أقصى عائد ممكن واعتمادا على الخبرات والكفاءات والقدرات والمعلومات المتوفرة لدى الجهات المتخصصة في المؤسسات المالية الوسطية، وبالشكل الذي يشجع ويدفع المتعاملين على التعامل في الأسواق المالية ومن خلال الجهات الوسيطة هذه[3].

[1] فليح حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث للنشر و التوزيع، الأردن، 2006، ص 98 99.
[2] بن صوشة تامر، مرجع سابق، 2009، ص 13.
[3] فليح حسن خلف، مرجع سابق، 2006، ص 101.

ثالثا: أنواع الوسطاء المتعاملين في سوق الأوراق المالية

هناك أنواع مختلفة من الأعضاء الذين يعملون في البورصة، مع العلم أنه لا يتم الحصول على العضوية إلى بعد اجتياز اختبارات معينة مؤهلة، وهناك شروط لا بد أن تتوفر للعمل سمسارا، فمنها ما يتعلق بشخصه، ومنها ما بتعلق بكفايته العلمية، ومنها ما يتعلق بمركزه المالي، ومن أهم أنواع المتعاملين في سوق الأوراق المالية:

1. **السماسرة**

هم الذين يتوسطون بين البائعين والمشترين ويسهلون عملية التعامل مقابل عمولة محددة بالقانون، والسماسرة يمثلون الجزء الأكبر من أعضاء البورصة، وعادة ما يتخذون شكل شركات مساهمة بحد أدنى من رأس المال.

2. **تجار الأوراق المالية**

هم الذين يشترون الأوراق المالية لحسابهم الخاص ثم يعيدون بيعها لتحقيق أرباح من فرق سعر الشراء وسعر البيع، وعادة ما يحتفظون بمخزون من الأوراق المالية، كم أنه قد يطلق عليهم ضمن آخرين صناع السوق، لأنهم يؤثرون على العرض والطلب على الأوراق المالية ومن ثم على الأسعار، هذا وقد يجمع بعض أعضاء البورصة بين صفة السمسار والتاجر.

3. **سماسرة الصالة**

هم سماسرة يدفعون رسوم العضوية من أموالهم ولا ينتمون لأية شركة من شركات السمسرة، وإنما ينفذون الأوامر في صالة التعامل لمن يطلب منهم من شركات السمسرة التي يكون عليها ضغوط عمل كبيرة في وقت ذروة نشاط البورصة، ولذا يطلق على هؤلاء السماسرة أحيانا سماسرة السماسرة، ويحصلون على جزء من العمولة، ومن أهم إضافاتهم أنهم يحدون من حدوث اختناقات في وقت ذروة نشاط البورصة[1].

4. **تجار الطلبيات الصغيرة**

تكون تعاملاتهم بأوراق مالية أقل في السوق، بحيث يقل عددها عن عدد معين من هذه الأوراق أو عن مبلغ معين وتبعا لحجم السوق وحجم التعاملات فيه، حيث أن عددا معين أو مبلغ معين للتعامل قد يكون طلبية صغيرة في سوق واسعة، وتتسم بعدد وحجم تعاملات مرتفع، في حين أن الطلبية ذاتها قد تكون طلبية كبيرة في سوق أخرى صغيرة تتسم بعدد وحجم تعاملات قليلة، وبالتالي فإن حجم السوق وحجم التعاملات هي التي تحدد كون التعاملات صغيرة أم لا.

[1] محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، كليوباترا للطباعة والكمبيوتر،ص ص 9 10.

5. تجار الصالة

هؤلاء يختلفون عن سماسرة الصالة الذين هم مجرد وسطاء يقومون بتنفيذ أوامر المتعاملين، في حين أن تجار الصالة يقومون بالبيع والشراء لحسابهم، أي إنهم لا يقومون بعمليات تعامل لصالح المتعاملين الآخرين في السوق، بل إنهم يقومون بالبحث عن فرص مربحة من خلال شراء وبيع الأوراق المالية أي من خلال المتاجرة بالأوراق المالية في هذه السوق، وتتوقف أرباح تجار الصالة على حجم وسرعة دوران الأوراق المالية، أي السرعة في بيع وشراء الأوراق المالية ، وكذلك على دقة توقعاتهم بخصوص حركات الأسعار وتغيراتها واتجاهاتها، فبالتالي فإنهم لا يتحملون ولا يدفعون أي عمولات مقابل تعاملاتهم في السوق، ومن ثم فإنهم يمكن أن يتحملوا عمولات أقل لتعاملاتهم في السوق، لأنهم يقومون بهذه التعاملات بصورة مباشرة، في حين يتحمل المتعاملون الآخرون عمولات مقابل تعاملاتهم غير المباشرة في السوق، والتي تتم من خلال السماسرة (الوسطاء)[1].

6. المتخصصون

هم أعضاء البورصة الذين يتخصص كل واحد منهم في التعامل في التعامل معينة أو عدد محدد من الأوراق المالية، هذا وإذا تخصص أحدهم في ورقة مالية معينة فلا يجوز لغيره أن يتعامل في نفس الورقة، حيث أن المتخصص في ورقة معينة هو محتكر لها، وهو وحده الذي يمكنه الإطلاع على الأوامر المحددة المتعلقة بهذه الورقة، وعادة ما يجمع المختصون بين نشاط السمسرة (الوساطة مقابل عمولة) وبين نشاط التجارة (بيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم)، ويلعب المتخصصون دورا هاما في البورصة وهو المساعدة على استقرار التعامل داخل البورصة، حيث أنه في حالة زيادة العرض على الطلب بالنسبة لورقة مالية معينة يقوم المختصون بتخفيض هامش الربح لجذب المتعاملين والعكس صحيح[2].

المطلب الثاني: آلية سير سوق الأوراق المالية

أولا : الأوامر في البورصة

يقصد بأوامر البورصة التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كي يبيع أويشتري له في البورصة أوراق مالية معينة، ولا يكون لهذا الأمر مفعوله إلى إذا أعطى للشخص المختص أي الوسيط ويجوز أن يوجه الأمر إلى أحد مستخدمي الوسطاء المكلفين بالعمل داخل الردهة الذي ينقله بدوره إلى

[1] فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص 117.
[2] محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص ص 10 11.

الوسيط، وفي جميع الأحوال، يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في البورصة[1]، وتوجد أنواع لهذه الأوامر نذكر أهمها:

1. **أوامر السوق**

يشير هذا الأمر إلى أن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه في السوق، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل سعر، بينما أمر السوق بالبيع يعني البيع بأعلى سعر يجري التعامل به، ويعني هذا أن أوامر السوق تحدث إذا كان المستثمر يرغب في الشراء أو البيع الفوري، وبكميات قليلة، بحيث لا تحدث تغييرا ملموسا في السعر الذي يتم التعامل به في السوق[2].

2. الأوامر المحددة

يعد السعر المحدد هو الأساس في تنفيذ الطلبية من عدمها، لذلك يشار صراحة إلى سعر التنفيذ فعند أمر الشراء المحدد فإن التنفيذ يجري على أساس أقل من سعر التنفيذ المحدد أو مساوي له، بينما أمر البيع المحدد فيجري تنفيذه بأعلى من سعر التنفيذ المحدد أو مساويا له، لذلك فإن القيام بالتنفيذ من قبل السمسار يرتبط بإعلان سعر يتناسب مع السعر المحدد (البيع والشراء)، وفي مثل هذه الأوامر لا بد من وجود حدود زمنية ويمكن للسمسار اللجوء إلى متخصص لتلبية الطلب، أو أن يسجل طلبه لديه للتنفيذ عند الوصول إلى أقل أو مساويا لسعر الشراء المحدد أو أعلى أو مساويا في حالة البيع[3].

3. **أوامر الإيقاف**

تعرف أيضا باسم أوامر إيقاف الخسارة، وهنا يقع على عاتق المستثمر أن يحدد سعر الإيقاف، فإذا كان الأمر يتعلق بالبيع فإن سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت إصدار أمر البيع، إذا كان الأمر يتعلق بالشراء، فإن سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر، وإذا حدث في وقت لاحق أن قام مستثمر آخر بالتعامل في السهم على أساس سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعادل فإن أمر الإيقاف يتحول في الواقع إلى أمر السوق، ويمكن استخدام أوامر الإيقاف في الحفاظ على الأرباح الورقية، وإحدى المخاطر الناجمة عن أوامر الإيقاف أن السعر

[1] محمد يوسف ياسين، البورصة عمليات البورصة –تنازع القوانين –اختصاص المحاكم، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، 2004، ص99.

[2] محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشريفات، الاستثمار في البورصة، أسهم سندات أوراق مالية، الطبعة الأولى، دار الجامد للنشر والتوزيع، 2006، ص 65.

[3] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، 2005، ص 250.

الحقيقي الذي يمكن أن ينفذ به الأمر قد يكون بعيدا عن سعر الإيقاف، ويحدث ذالك إذا تحرك سعر السهم بسرعة كبيرة في اتجاه معين[1].

4. **الأوامر المرتبطة بحجم الطلب**

يتضمن الأمر حجم طلبيه الشراء أو البيع في الأوراق المالية التي يريدها المستثمر، وتأخذ صورة طلبية دائرية، ونعني عادة مائة سهم أو مضاعفاته، أو طلبية كسرية (صغيرة) وتعكس أمر الشراء أو بيع أوراق مالية بعدد قليل من المائة (1....99)، أما الطلبيات التي يكون فيها العدد ضمن مضاعفات المائة وأجزائه فهي مزيج[2].

5. **الأوامر المرتبطة بالمدى الزمني**

تتضمن أوامر المستثمرين على المدى الزمني التي تمنح للسمسار في تنفيذ الأمر، حيث أن المستثمرين يحددون الزمن المناسب للتنفيذ وحدوده وبما يتفق مع رؤيتهم الاستثمارية أو استشارة المحللين الماليين لا سيمة وإن تغيرت المعلومات خلال فترة من الزمن يعد عنصرا حاسما لصواب القرار الاستثماري، ويأخذ المدى الزمني في أوامر المستثمرين ما يأتي[3]:

أ- **أوامر ذات زمن محدد :** وهي طلبيات مشروطة بزمن تنفيذ محدد، وقد يكون الزمن يوم أوأسبوع أوشهر، فمثلا أمر الشراء المحدد بيوم يظل ساريا حتى ما تبقى من يوم التعامل في البورصة، وبالتالي فالسمسار يجب عليه التنفيذ وإلا يعد لاغيا بعد ذلك، أما الأمر لمدة أسبوع فينتهي بنهاية الأسبوع الذي حدد فيه الأمر.

ب- **أوامر ذات زمن مفتوح :** تدعى الأمر المفتوح، وكذلك بالأمر الساري حتى الإلغاء، وهي طلبيات لا حدود زمنية في تنفيذها، حيث تكون سارية حتى يلغيها المستثمر، لذلك فإن بعض البورصات تطلب تجديد الأوامر كل مدة زمنية منعا للتدخلات والمشاكل خاصة التحسب لتأثير التغير في المعلومات.

6. الأوامر المتعلقة بعدد الأوراق:

قد يحدد المستثمر عدد الأوراق المالية التي يرغب في شرائها أوبيعها بعدة طرق مستعينا ببعض الخصوصيات4:

أ- أوامر التنفيذ أوالإلغاء، وتعني بتنفيذ الأمر (شراء أوبيع) فورا وبخلافه يعد لاغيا.

ب- الأمر الذي يشير إلى تنفيذ الطلبية كلها أورفضها كلها، أي يجب عدم تنفيذه جزئيا.

[1] محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2001 2002، ص ص 24 25.
[2] محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 248.
[3] المرجع السابق، ص 249.
[4] محمود حامد الداغر، مرجع سابق، ص249.

ج- الأمر الذي يشير إلى حرية تنفيذ كل أوجزء من الطلبية حال الوصول، والجزء غير القابل للتنفيذ يعد لاغيا.

د- الأمر الذي يعطي حرية التصرف للسمسار في وضع المواصفات (زمن، سعر، كمية) أوحرية التصرف لواحدة منها، لذلك يطلق عليها أمر حر (حسب مقتضى الحال).

7. **أوامر متعلقة بترتيب العمليات**

إن ترتيب عملية الشراء والبيع المتزامنة أو المتتالية يقتضي تحديد بعض الخصوصيات منها[1]:

أ- الربط: إذ قد يسلم المستثمر أمرا يحمل شرط الارتباط يتكون هذا النوع من الأوامر من أمرين أحدهما أمر بالشراء والآخر أمر بالبيع لورقتين ماليين مختلفين يرغب في تنفيذهما في نفس الحصة، أي نفس اليوم، عندئذ يمكن للمستثمر أن يحدد فرقا في السعر ربحا أو خسارة والذي يمثل الفرق بين سعري التنفيذ الخاصين بالبيع والشراء.

ب-التسلسل: حيث يمكن للمتعامل أن يطلب من الوسيط تنفيذ عملية الشراء مثلا قبل البيع أو العكس، يتعلق الأمر هنا أيضا بورقتين مختلفتين، إن ترتيب العمليات المالية بهذا الشكل يمكن أن يحمي المستثمر من بعض المصاريف المالية.

ثانيا: التسعير في سوق الأوراق المالية

I. **مفهوم التسعير في سوق الأوراق المالية:**

سعر البورصة هو القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى الجلسات البورصة، وترتبط العمليات التي تجرى في البورصة على إحدى الأوراق المالية بعضها أشد الارتباط ببعض، بحيث يقوم مجموعها بتحديد السعر وفقا لقانون الغرض والطلب، ولإجراء العمليات في البورصة وفقا لأسعار معينة، لا بد من توفر بائعين ومشترين للأوراق المالية، وخوفا من فروقات حادة في الأسعار، تضمنت أنظمة البورصة أحكاما خاصة بالفروقات القصوى المسموح بها للأسعار بشكل لا تتجاوز فيه نسبة معينة نصت عليها أنظمة تلك البورصات[2].

وهناك العديد من تقنيات التعامل أو ما تعرف بتقنيات التسعير التي تهدف إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا، ومن أهمها في ما يلي:

[1] جابر محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الطبعة الأولى، الجزء الثالث، دار هومة، 2002، ص ص 89 .90.
[2] محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص105.

1- الطريقة التقليدية : نذكر أهمها في ما يلي[1]:

أ- **التسعير بالمناداة** :تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة وعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض، فينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها للتعبير عن استعداده لبيع نوع معين من الأوراق، وذلك بصوت عال، بنفس الطريقة تقريبا ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء، بذلك يخلق هذا عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة، وفقا لهذه الطريقة من التعامل والتسعير يتم تمرير كافة الأوراق المقيدة واحدة تلوى الأخرى، أي بمجرد الوصول إلى سعر توازن أول للورقة الأولى يمر السعر للثانية وهكذا حتى آخر ورقة يتم التعامل فيها بهذه الطريقة.

ب- **التسعير بالعارضة**: تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج حيث يخصص كل درج لكل ورقة، وتركز كل المعاملات من عروض ومطالب هناك ويوضع الدرج، تحت تصرف وسيط مالي يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة بذلك يصبح كل وسيط متخصصا في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد سعرها، في بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعينة الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة، التي مازالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

ج- **التسعير بالصندوق :** يلجئ إلى هذه التقنية في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء والبيع أو التبادل التي سبق التعرض لها، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب لاتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي، مثل هذه القرارات لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة، يكمن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء والبيع الورقة المالية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة، بعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن.

د- **التسعير بالمقابلة:** يضيف البعض هذا التنوع من الطرق، التي تقع بين الطريقة الشفوية والطريقتين الكتابيتين التي سبق شرحهما، فأخذت إيجابياتهما حيث تسجل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات، تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجعة أو الموازنة.

[1] جابر محفوظ، مرجع سابق، من ص 114إلى ص117.

2- الطريقة الحديثة (التسعير المستمر):

هي تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق بشكل سريع، وهي تمكن من تجنب فترة الانتظار لتسعير الأوامر الجديدة، وأغلب الأسواق المالية الحديثة تستعمل هذه التقنية في تحديد أسعار الأوراق المالية، ومما يلاحظ على هذه الكيفية أنها تستعمل الوسائل الحديثة من تقنيات الاتصال والمعلوماتية، فيمكن لأجهزة الإعلام الآلي المتطورة أن تقوم بتحديد الأسعار الكترونيا بعد مقابلة كل الأوامر والطلبات بواسطة برامج مخصصة لذلك[1].

المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

أولا: تعريف مؤشر السوق:

مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيم المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبعدها يتم التعرف على تحركات السوق سواء نحو الأعلى أو نحوالأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها[2].

ثانيا: أهمية وجود مؤشرات السوق :

ونظرا للأهمية التي تتمتع بها مؤشرات السوق يمكن تلخيص مزاياها في[3]:

- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد لذلك فهو يعتبر أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، كما تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية في سوق الأسهم، لذلك يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.
- تساعد مؤشرات السوق على إعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، حيث يمكن للمراجعين في السوق على تحديد مشاكل السوق، والتي تؤدي إلى انحراف الأسعار وتصويب اتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.
- تساعد المستثمرين على مقارنة أداء مؤشرات سوق الأوراق المالية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية في العالم، الذي شأنه أن يؤدي إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بالأسواق الأخرى، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة.

[1] بن ثابت علال، الأسواق المالية في ظل العولمة، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة،2004، ص 18.
[2] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية،الإسكندرية،2006، ص 251.
[3] المرجع السابق، ص ص251 252.

- أحد الاتجاهات الأساسية في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات بالزيادة أو بالنقصان فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين في السوق.

ثالثا: كيفية بناء المؤشرات

توجد عدة أسس لبناء المؤشرات أهمها:

1. ملائمة العينة:

يقصد بالعينة مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وهذه العينة ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب هي الحجم والاتساع والمصدر، وبالنسبة للحجم فإن القاعدة العامة فإنه كلما زاد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر، كلما كان أكثر تمثيلا لحالة السوق، أما الاتساع فيقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق، فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لشركات في كل صناعة أو قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني، أما المصدر فيقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، إذ ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق[1].

2. الأوزان النسبية لمفردات العينة:

تعرف بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، ونجد أربع مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهي[2]:

أ- **مدخل الوزن على أساس السعر:** أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، مما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية الشركة أو حجمها.

ب- **مدخل الأوزان المتساوية**: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، إلا أن هذا الأسلوب لا يأخذ بعين الاعتبار عدد الأسهم المتداولة في البورصة والتغير الذي يحصل على سعر السهم.

ج- **مدخل الأوزان حسب القيمة:** أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالشركات التي تتساوى القيمة السوقية

[1] عصران جلال عصران، الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي،2012، ص 62.
[2] عصام حسين، مرجع سابق، ص42.

لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، وهذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل داخل المؤشر.

د- **مدخل الأوزان حسب السعر التناسبي:** ويتم حساب هذا المؤشر يوميا عن طريق ضرب قيمة المؤشر في اليوم السابق في الوسط الحسابي للأسعار التناسبية اليومية الأسهم التي عليها المؤشر، ويقصد بالسعر التناسبي سعر اليوم مقسوما على سعر الأمس[1].

رابعا: الاستخدامات الأساسية لمؤشرات أسواق الأوراق المالية

1. **متابعة وتقييم أداء محافظ الاستثمارات المالية:** حيث يعكس التغير الذي يطرأ على قيمة المؤشرات كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة بالبورصة أو لمجموعة كبيرة منها،ويعبر أداء المؤشر عن علاقة بين العائد وخطر السوق لما يشمله من أوراق مالية متداولة، ومن الملاحظ أنه قد يتم حسابها لقطاعات أو أنشطة معينة، مثل مؤشر ستاندرد أند بور لشركات الخدمات العامة ومؤشرات داو جونز لشركات النقل، ومن ثم لا ينعكس مثل المؤشرات أداء جميع الأسهم المتداولة ولكن يمكن استخدامها كمقاييس جيدة لمحافظ الاستثمارات المالية التي تشمل أسهم هذه المؤشرات[2].
2. **الحكم على أداء المديرين المحترفين:** وفقا لفكرة التنويع يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بالتبعية أن المدير المحترف عليه تحقيق معدل عائد أعلى من متوسط عائد السوق للتحقق من ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققه مدير المحفظة[3].
3. **التنبؤ بالحالة التي يكون عليه السوق:** إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات، فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدما بما ستكون عليه السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق[4].

[1] محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، مرجع سابق،ص 69.
[2] نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات،2007،ص 134.
[3] عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 61.
[4] عصام حسين، مرجع سابق، ص39.

4. **تقدير مخاطر المحفظة:** يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول الخطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من الأصول الخطرة[1].

خامسا: أهم المؤشرات المستخدمة في الأسواق العالمية

إن أهم المؤشرات المستخدمة في الأسواق العالمية:

1. **مؤشر داوجونز**: يعتبر من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا وتعود بدايات هذا المؤشر إلى عام 1884، عندما بدأت شركة دوا جونز في نشر أسعار الشركات الأكثر نشاطا في منشور يومي، وكان يتم احتساب المؤشر على أساس عينة من أسهم تلك الشركات مكونة من 9 شركات عام 1884، ارتفع عددها إلى 12 الشركة عام 1898 ثم إلى 20 شركة عام 1912 ليصل إلى 30 شركة عام 1928، وتمثل تلك الأسهم عدد 30 شركة تعتبر أعرق الشركات وأضخمها وأكثر ارتباطا بالحالة الاقتصادية العامة وأكثرها تداولا وعددا للمساهمين، وأضيفت مؤشرات أخرى مكملة لهذا المؤشر[2]، والتي تتمثل في:
   - مؤشر داوجونز لشركات النقل 20.
   - ومؤشر داوجونز لشركات الخدمات.
   - مؤشر داوجونز الصناعي 30.
2. **مؤشر ستاندرد أند بور**: يستخدم المؤشر القيمة السوقية الكلية للأسهم ويعتبر رقما قياسيا وليس متوسطا، يشمل 500 سهما من الأسهم الأمريكية والتي تشكل نحو90% من القيمة الكلية للأسهم المتعامل بها والبالغة أكثر من 600 سهم، فيضم معظم الشركات كبيرة الحجم في المجالات الصناعة والخدمات العامة والنقل والأنشطة المالية، ويعد المؤشر ملائما لإدارة محافظ الاستثمارات التابعة للمؤسسات المالية، وقد أعطيت قيمة تحكيمه للمؤشر مقدارها عشرة[3]،ويتكون هذا المؤشر من أربعة مؤشرات :
   - مؤشرات الشركات الصناعية 400 سهما.
   - مؤشر شركات الخدمات العامة يضم 40 سهم.
   - مؤشر شركات النقل يضم 200 سهم.
   - مؤشر الشركة المالية يضم 40 سهم.

[1] د عصام حسين، مرجع سابق، ص 40.
[2] عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 64.
[3] نظير رياض محمد الشحات، مرجع سابق ص142.

3. **مؤشر الفاينانشيال تايمز** : ويقيس التغير في متوسطات قيمة 30 شركة كبرى من الشركات التي تقود السوق في النشاط الصناعي والتجاري ومسجلة في بورصة لندن، ومنذ عام 1984 هناك مؤشر ft-se 100، وهومؤشر يحتوي على أسهم 100 شركة إنجليزية كبرى ليعطي صورة واضحة ودقيقة عن قيمة التحركات في السوق المالي، ويستخدم هذا المؤشر في أسواق future، option.[1]
4. **مؤشر نيكاي** : هومن المؤشرات الرئيسية بسوق طوكيو، ويحتوي على أوراق مالية ل 225 شركة تمثل 70% من الشركات الكبرى في طوكيو، ويستخدم هذا المؤشر لقياس مدى التغير المحقق في حجم الأوراق المالية، وكمقياس للأداء ويساعد المستثمرين على تكوين محافظ أوراقهم المالية ويستخدم كأساس للمتاجرة في أسواق future والoption[2].
5. **مؤشر ويلشاير 500**: يشمل هذا المؤشر الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك وبورصة أمريكا، بالإضافة إلى بعض الإصدارات النشطة بالسوق غير المنظمة، وعددها 500 سهما من كافة الأسواق، ويتم حساب قيمة المؤشر على أساس القيمة المرجحة[3].

[1] عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 65.
[2] المرجع سابق،ص 66.
[3] نظير رياض محمد الشحات، مرجع سابق، ص 142.

خلاصة الفصل:

من خلال ما سبق في هذا الفصل، خلصنا إلى أن سوق الأوراق المالية يمثل آلية يتم من خلاله نقل الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يتوفرون على أموال فائضة إلى آخرين لديهم عجز في تمويل مشاريعهم، ويمثل هذا ما يسمى بالعرض والطلب على الأموال، وأن هذا السوق يتم فيه تداول مجموعة من الأدوات تتمثل في أدوات الملكية التي تضم الأسهم العادية والأسهم الممتازة، وأدوات الدين التي تضم السندات الحكومية والسندات غير الحكومية والمشتقات المالية التي تضم بدورها الخيارات والمستقبليات والمبادلات والعقود الآجلة.

ثم إنه لسير سوق الأوراق المالية لابد من وجود تشريعات وتنظيمات تضمن السير الحسن لهذا السوق، وهذا ما تطرقنا إليه في المبحث الثاني من خلال عرض ماهية الوساطة المالية وأهميتها وكذلك آلية التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال أوامر يقدمها المستثمرون إلى وسطائهم من أجل تنفيذها وكذلك التسعير وأنواعه، ثم إلى كيفية بناء المؤشرات وأهميتها وأنواعها المتداولة في العالم.

تمهيد

تمثل المعلومات المالية جزءا رئيسيا من تلك المعلومات التي تساهم في بناء حركة التداول في السوق، وما يرتبط بها من مؤشرات، حيث أنها تعتبر مادة القرار فإذا كانت العملية الإنتاجية تحتاج إلى مادة أولية فإن مادة اتخاذ القرار هي المعلومات والبيانات التي يتوفر عليها متخذ القرار.

ظهر مفهوم كفاءة سوق رأس المال نتيجة للتطورات التي عرفتها أسواق رأس المال، وقد أثار هذا المفهوم الكثير من الجدل والتساؤلات حول مدلوله وكيفية صياغته و تبنيه.

كما لا يمكننا الفصل بين كفاءة سوق رأس المال ومدى توفر البيانات والمعلومات الضرورية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات يتضح من ذلك أن للمعلومة التي يتحصل عليها المتعامل في سوق رأس المال دور أساسي في تحديد طبيعة المعاملات، وتحديد القرارات الاستثمارية المناسبة، ذلك أنها تعد الأساس الذي يعتمد عليه في اتخاذ قرار شراء أو بيع ورقة مالية معينة، كما أن طبيعة المعلومة في حد ذاتها تحدد درجة كفاءة سوق رأس المال، والتي تظهر في صيغ مختلفة، إذ يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاث مستويات، حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقا، بتقسيم كفاءة سوق رأس المال إلى ثلاثة مستويات، حيث يتحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة لذلك سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى كل من المعلومات والكفاءة وكذلك توضيح الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال، والتي تحددها نوع وطبيعة المعلومة التي تصل إلى السوق.

المبحث الأول: المعلومات المالية وكفاءة السوق المالي

يعتبر توفر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن واحد وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة السوق المالي، ومن هنا تظهر أهمية المعلومات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية.

المطلب الأول: المعلومات المالية في سوق الأوراق المالية

أولا: مفهوم المعلومات المالية

تعد المعلومات من أهم الركائز لنجاح وتطور بورصات الأوراق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق عنصر التخصص الكفء للموارد، فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدمها في صياغة القرارات، وفي هذا الصدد فإن المعلومات تستخدم من قبل المستثمرين والمتعاملين في سوق رأس المال في صياغة القرارات لاسيما على صعيد الاستثمار في الأوراق المالية[1].

ثانيا: أهمية المعلومات المالية

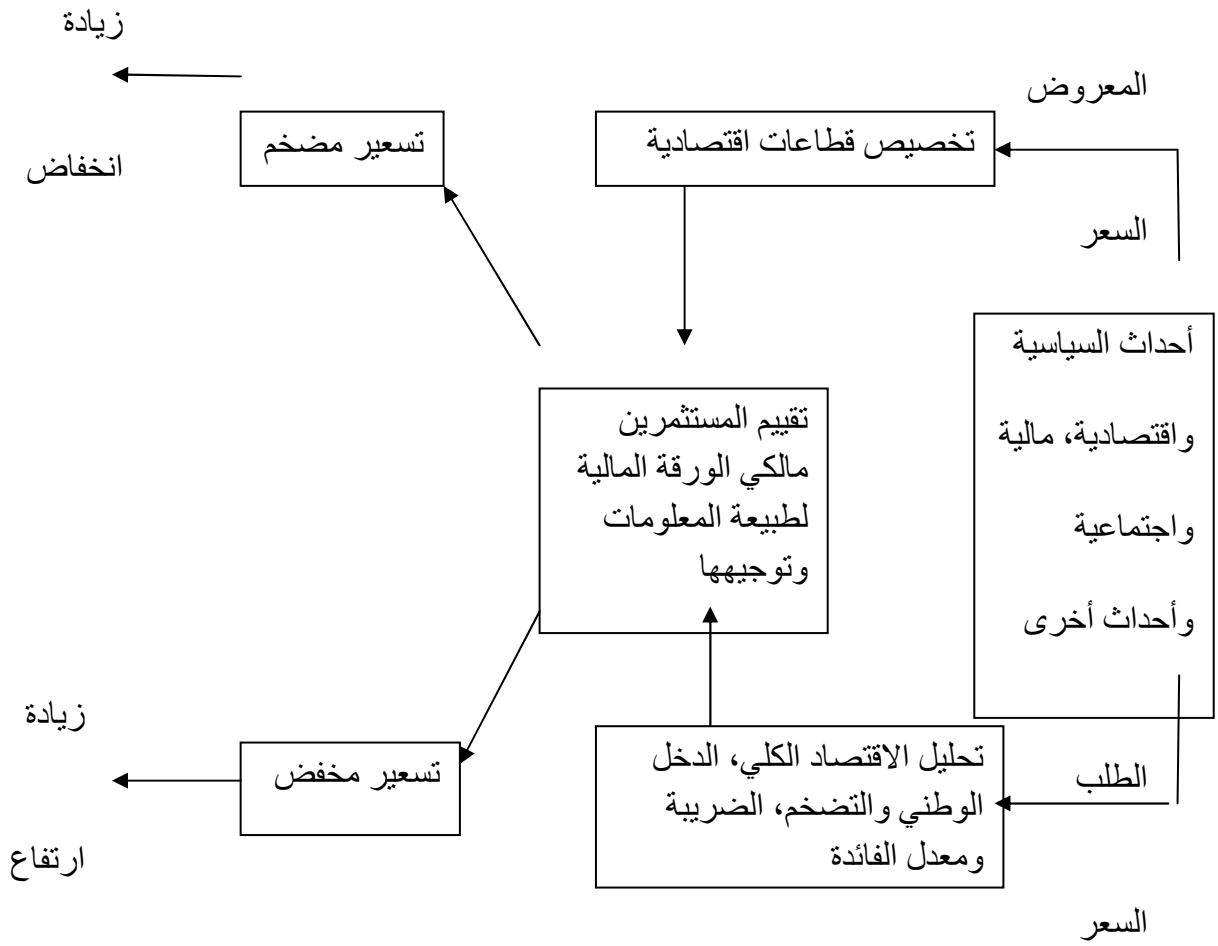
تنعكس أهمية المعلومات المالية في ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة سوق رأس المال، درجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بتكلفة أرخص ومنفعة أعلى بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها، بالإضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني، إن الترويج المعلومات ذات العلاقة بمناخ البورصة وظروفها يجنب المتعاملين في السوق التسعير الخاطئ للورقة المالية، مع إيضاح مستقبل أداء الاستثمارات[2].

والشكل التالي يوضح أهمية ومدى انعكاسها على سلوك المستثمرين وحملة الأوراق المالية عند تسعير الورقة المالية:

[1] بن عيسى عبد الرحمان، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة المدية، 2009، ص 17.

[2] أسامة عزمي التميمي، فؤاد أرشد سلام، تحليل وإدارة الاستثمار بالأوراق المالية، 2006، ص 132.

الشكل (2- 1) أهمية المعلومات المالية ومدى انعكاسها على حملة الأسهم والمستثمرين في سوق الأوراق المالية.



أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار الميسرة، عمان،2006، ص 132.

ثالثا: خصائص المعلومات المالية

تتميز المعلومات المالية بمجموعة من الخصائص لابد من توافرها حتى تكون هذه المعلومات ذات أهمية وتحقق هدف معين، هذه الخصائص تتمثل فيما يلي[1]:

1- **الملائمة:** بمعنى أن تتلاءم المعلومات مع الغرض الذي أعدت من أجله، ويمكن الحكم على مدى ملائمة أو عدم ملائمة المعلومات بكيفية تأثير هذه الأخيرة على مستخدميها، فالمعلومة الملائمة

[1] علمي لزهر، أهمية نظام المعلومات التسويقي في اتخاذ القرارات التسويقية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ص37.

هي التي تؤثر على سلوك متخذ القرار وتجعله يعطي قرار يختلف عن ذلك القرار الذي كان يمكن اتخاذه في حالة غياب هذه المعلومات، فالمعلومات التي لا تلائم احتياجات الإدارة تقترب قيمتها من الصفر، بل أن المبالغ والجهود التي بذلت في سبيل تجميعها وتحليلها تعتبر في هذه الحالة نوع من الخسائر.

2- **التوقيت المناسب:** أي أن تكون متوفرة وقت الحاجة إليها حتى تكون مفيدة ومؤثرة، وبطبيعة الحال لن تكون للمعلومة المتأخرة المقدمة لمتخذ القرار أي قيمة أو تأثير على سلوكه مهما كانت درجة أهميتها وحيويتها لهذا القرار.

3- **السهولة والوضوح:** يشير هذا الشرط إلى درجة خلو المعلومات من غموض المعنى، وأن تكون المعلومات واضحة ومفهومة لمستخدميها، فلا يجب أن تتضمن المعلومات ألفاظ أو رموز أو مصطلحات أو تعبيرات رياضية غير مفهومة، ولا يستطيع مستخدم هذه المعلومات أن يفهمها، فالمعلومة الغامضة لن تكون لها قيمة، حتى ولو كانت ملائمة وتم تقديمها في الوقت المناسب.

4- **الصحة والوضوح:** يقصد بالمعلومات الصحيحة أن تكون معلومات حقيقية عن الشيء المعبر عنه ودقيقة، بمعنى عدم وجود أخطاء أثناء إنتاج وتجميع وتقرير هذه المعلومات، وتختلف درجة الدقة المطلوبة في المعلومات حسب المدى الزمني الذي تغطيه هذه المعلومات، فإذا كانت هذه المعلومات عبارة عن تنبؤات فإن درجة دقتها تقل كلما تناولت مستقبلا بعيدا والعكس صحيح، فالمعلومات غير الصحيحة غير دقيقة سوف تعطي نتائج عكسية.

5- **الشمول:** بمعنى أن تكون المعلومات المقدمة كاملة تغطي كافة جوانب اهتمامات استخداماتها، أو كافة جوانب المشكلة المراد أن يتخذ القرار بشأنها، كما يجب أن تكون هذه المعلومات في شكلها النهائي، بمعنى أن لا يضطر مستخدمها إلى إجراء بعض عمليات التشغيل الإضافية حتى يحصل على المعلومات المطلوبة.

6- **القبول:** بمعنى أن تقدم المعلومات في الصورة أو الوسيلة التي يقبل بها مستخدم هذه المعلومات من حيث الشكل والمضمون، فمن حيث الشكل يمكن أن تكون المعلومات في شكل تقارير بلغة سهلة وواضحة، أما من حيث المضمون فيتعلق بدرجة التفاصيل، فلا تكون مختصرة أكثر من اللازم مما يفقدها معناها، ولا تكون مفصلة بأكثر من اللازم مما يؤدي إلى سرعة ملل مستخدمها.

7- **غير مكلفة:** إن عملية إدخال ومعالجة المعلومات لها تكلفة يجب علينا مقارنتها مع المنفعة التي سنحصل عليها جراء استخدام هذه المعلومة، وللمعلومة قيمة قصوى إن ساهمت في التقليل من

درجة عدم التأكد، أي يجب أن تكون معلومة اقتصادية، بمعنى أن لا تكلف الشركة أكثر مما تتوقع أن تنفقها، أي أن تكون قيمتها إيجابية.

رابعا: أنواع المعلومات المالية

تنقسم المعلومات المالية إلى ثلاث أنواع[1]:

1- **المعلومات الاقتصادية العامة والبيئية:** وهي تلك المعلومات المتعلقة بالنظام الاقتصادي ككل والأحداث الجارية، سواء كانت اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية، وترتبط هذه المعلومات بالبيئة الخارجية المحيطة والتي تهم المستثمر تزيد من قدرته على التعرف على البيئة الاستثمارية والجوانب الخارجية التي قد تؤثر على قراراته.

2- **معلومات عن الصناعة والشركات:** هذه المعلومات هي أكثر تفصيلا فيما يتعلق بصناعة معينة أو الشركات التي تعمل في هذه الصناعة، ولكي يختار المستثمر مشروعاته الاستثمارية سواء المادية أو المالية، فإنه لابد أن يكون على علم بما يجري في هذه الصناعة ومؤشراتها وإمكانية الدخول فيها وما إلى ذلك من معلومات تفيد المستثمر في اتخاذ قراره.

3- **معلومات عن أسعار الأوراق المالية:** تعتبر هذه المعلومات ذات أهمية خاصة للمستثمرين، وكذلك الباحثين الذين يهتمون بتتبع سلوك سوق المال وتأثر بما يجري من أحداث بيئية أو على مستوى الصناعة والشركات، ويفترض أن هذه الأسعار تعتبر مؤشرا جيدا لمثل هذه الأحداث.

خامسا: مصادر الحصول على المعلومات المالية

يمكن تفريق بين مصدرين أساسيين للحصول على المعلومات المالية: مصادر داخلية ومصادر خارجية.

I. المصادر الداخلية: وهي مختلف البيانات والتقارير والمعلومات والاجتماعات الداخلية التي تنشرها المؤسسة، والتي يمكن ذكرها فيما يلي[2]:

1- تقارير مجلس الإدارة: من أبرز التقارير المنشورة والتي تهم المتعاملين في السوق المالي تلك التي توجه إلى حملة الأسهم العادية، والتقارير التي ترسل إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة:

أ- تقارير إلى حملة الأسهم: يصدر وينشر مجلس الإدارة نوعين من التقارير لحملة الأسهم، تقارير سنوية وتقارير ربع سنوية، وتتمثل هذه التقارير في قائمة الدخل والميزانية

[1] سعيد توفيق العبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، القاهرة، ص 131.
[2] منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص236.

العمومية عن الفترة المنصرمة، ويصاحب التقارير السنوية بيان المدير التنفيذي، وتوضيحات للنتائج المحققة والاحتمالات السنوية والخطط السنوية للشركة.

ب-تقارير إلى حملة الأوراق المالية والبورصة: وهي تقارير تتضمن الكثير من المعلومات، والتي لا تقتصر على النواحي المالية فقط، إذ تتضمن كذلك معلومات غير مالية تهم المستثمرين، ويأتي في مقدمة هذه التقارير بيان التسجيل الذي تقدمه الشركة إلى اللجنة عندما تقرر إصدار أوراق مالية جديدة تباع للجمهور.

2- **القوائم المالية الأساسية:** وتتمثل في أربع قوائم أساسية هي قائمة المركز المالي وقائمة الدخل وقائمة تغيرات حقوق الملكية وقائمة التدفقات النقدية.

3- **إصدارات النتائج الأساسية**: وتضم هذه الوثيقة بعض الصفحات التي تحمل الأحداث الجارية لستة أشهر الأولى من بداية السنة.

4- **منشورات المساهمين:** تضم هذه الوثيقة بعض الصفحات التي تحمل الأحداث الجارية، وتكون موجهة أساسا للمساهمين، لكن يمكن للمحللين الحصول عليها قصد إكمال ملفاتهم.

5- **دليل المساهم:** هو كتاب بيداغوجي، به تعار يف لكلمات مالية وتقنيات البورصة وطريقة عملها، و الخدمات التي تقدمها المؤسسة لمساهميها.

6- **تقارير مراقبي الحسابات والاجتماعات المالية:**يحتوي التقرير على ملاحظات أو تحفظات خاصة بالقوائم المالية التي تم مراجعتها، بالإضافة إلى منشورات عن المؤسسة المسعرة، يمكن للاجتماعات التي تنعقد من أجل الخبراء والمساهمين أن تكون مصدر هام وصريح للمعلومات التي تهم المساهمين والمتعاملين الآخرين مع المؤسسة المسعرة.

II. المصادر الخارجية: من أهم هذه المصادر الخارجية التي يعتمد عليها المستثمر هي[1]:

1- **الصحف:** تعتبر أهم مصدر خارجي للحصول على المعلومات وبتكلفة منخفضة، وتأخذ المعلومات في الصحف شكل أخبار منشورة، مقالات وتحليلات أو تقارير صحفية.

2- **المجلات المالية المتخصصة:** هناك العشرات من المجلات في مجال المال والأعمال التي تهم المستثمرين، تحتوي على مقالات ووجهات نظر بشأن عدد من الأسهم، وتحليل عميق لعدد من الشركات أو الصناعات، كما تحتوي على تقارير عن التقدم الذي طرأ على قطاع معين من القطاعات الاقتصادية.

3- **مطبوعات بيوت السمسرة:** عادة تتوفر لدى الوسطاء الماليين أقسام متخصصة للبحوث والدراسات، قصد تحقيق تنافس للوسطاء بين بعضهم البعض من جهة، وإتاحة المعلومات

[1] بن صوشة ثامر، مرجع سابق، ص ص41 42.

للعملاء المستثمرين في البورصة من جهة أخرى، عادة ما تكون المعلومات المنشورة من طرفهم مجانية لجلب المستثمرين.

4- **بنوك المعلومات:** تعمل هذه البنوك على توفير للمستثمرين بيانات تفصيلية عن الأوراق المالية المتداولة، وعن الشركات التي أصدرتها، وتعبأ هذه المعلومات في ملفات الحاسوب التي يمكن شراؤها.

5- **المطبوعات الحكومية:** تعتبر المطبوعات الحكومية من أهم مصادر المعلومات عن الأحوال الاقتصادية بصفة عامة، والجوانب المالية بصفة خاصة، إضافة إلى كونها مصدر للمعلومات عن العديد من الصناعات.

المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

أولا :مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

إن السوق الكفء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى الشركات كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عندها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية، لحركة الأسهم من خلال وسائل أجهزة الإعلام المختلفة، والذي يعكس القيمة المحورية لها[1].

كفاءة السوق هي الدرجة التي تعكس أسعار الأوراق المالية في كل والمعلومات المتاحة ذات الصلة، وقد تم تطوير كفاءة السوق في عام 1970 من قبل الاقتصادي يوجين فاما من هو نظرية فرضية كفاءة السوق (EMH)، ذكر أنه لا يمكن للمستثمر أن يتفوق على السوق لأنه يتم إنشاء جميع المعلومات المتاحة بالفعل في جميع أسعار الأسهم، المستثمرين الذين يوافقون مع هذا البيان يميلون إلى شراء صناديق المؤشر التي تتبع أداء السوق بشكل عام[2].

تعني كفاءة السوق الانعكاس الكامل للمعلومات في أسعار الورقة المالية وبشكل دائم و سريع، وغير متحيز، ويقصد بالانعكاس الكامل أن المشاركين في السوق يستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة ويقومون بتحليلها وعكسها في توقعاتهم، ولذلك يتعذر على كل أي واحد منهم تحقيق عوائد غير عادية تفوق توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية وعليه يكون السعر المعلن هو حصيلة تصرفات وسلوكيات المشاركين في السوق بناءا على المعلومات المستلمة[3].

[1] صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتاب، ص24.

[2] تعريف الكفاءة http://www.investopedia.com/terms/m/marketefficiency.asp اطلع عليه يوم 24أفريل2016.

[3] أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقيم الأدوات، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص38.

ثانيا: أهمية سوق الأوراق المالية الكفء

وجود سوق مالي كفء له دلالات اقتصادية واستثمارية يمكن إيجازها بالآتي[1]:

1. السوق الكفء دال على أن الأسعار المطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في السوق لتحديد استراتيجياته الاستثمارية والتخصيص الكفء للموارد .
2. يقوم جميع المتعاملين في السوق بالانتفاع من جميع المعلومات وبالتالي ليس هناك هدر بالمعلومات الواصلة للسوق كونها تنعكس بالكامل بالسعر.
3. في ظل السوق الكفء يعتقد كل من البائع والمشتري للورقة المالية أن سعر الصفقة سعر عادل ومقبول من قبل الطرفين، فليس هناك غبن أو تضليل.
4. إن السوق الكفء دال لحالك توازنه، لأن جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون توقعاتهم متماثلة لمستقبل الاستثمارات.
5. في ظل السوق الكفء تتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وباتجاه الاستثمارات المنتجة.
6. يحقق السوق الكفء تماثل المعلومات وبالتالي يساهم في تقييد دور المطلعين لضمان الاستجابة العادلة والصحيحة والمنتجة للمعلومات.
7. في ظل السوق الكفء تتدفق رؤوس الأموال بحرية وانسيابية عالية، فيتحقق التخصيص الكفء للموارد.

ثالثا: شروط كفاءة السوق المالي

من بين أهم الشروط التي يجب توفرها في السوق لكي يكون سوقا كفء، وجود عدد كبير من مستثمرين يتصفون بالرشد، وكذلك توفر المعلومات لدى عامة المستثمرين، إلا أنه لابد من استيفاء ثلاث شروط أساسية[2]:

1- **الكفاءة الإعلامية:** تكون السوق كفء ما إذا كانت مجموع المعلومات المتعلقة بتطور الأصول المالية محل المفاوضة معكوسة في التسعير في كل لحظة، مثل هذا السوق تأخذ بعين الاعتبار حوصلة ونتائج الأحداث السابقة، وتعكس بالتدقيق التقديرات المتوقعة حول الأحداث المستقبلية، من خلال ذلك يعتبر سعر أصل مالي في كل وقت تقديرا فعليا لقيمته الحقيقة، هذا من جهة، ومن جهة أخرى نجد أنه من المستحيل التنبؤ بالتغيرات المستقبلية

[1] أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص50.

[2] بلكحل نوال، الأسواق المالية، آلياتها، دورها في التنمية الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2001 ، من ص 34 إلى ص36.

الجديدة، كون كل الأحداث المعروفة أو المسبقة قد أخذت بعين الاعتبار أو دخلت في تحديد السعر الحالي، غير أن حدث مفاجئ وغير متوقع من شأنه تغيير هذا السعر مؤقتا.

2- **السلوك العقلاني للمتدخلين في السوق المالي**: الشرط الثانية هي عقلانية و رشادة جميع المتدخلين في السوق المالية، حسب هذه الميزة نكون أمام سوق كفء إذا ما عكس سعر الأصول المالية الآمال المرجوة فيما يخص المداخيل المستقبلية في إطار المبادئ التقليدية للتقييم.

3- **الكفاءة في التنظيم:** يخص الشرط الوظائف الاقتصادية للشبكات المالية، حيث تأخذ الأسواق المالية مكانة في النظام المالي، وأهميتها تتجلى من خلال تحويل المخاطر إلى القادرين على تحملها، ومن جهة أخرى تسمح بتجنيد الادخار من أجل أداء الوظائف الأكثر إنتاجية، مع الحفاظ على السيولة التي تكسب السوق حيويتها.

رابعا: أنواع كفاءة السوق المالية

ما بين حجم المعلومات والبيانات التي ترد إلى السوق ونوعها ثم تحليلها والتي تخص الشركات المصدرة للأسهم، وبين استجابة الأسهم للتغير في قيمتها السوقية زيادتا أو نقصانا وفق ما تحمله تلك المعلومات من أنباء تفاؤلية، أو تشاؤمية، ويمكن أن نميز بين نوعين من الكفاءة هما :

- الكفاءة الكاملة
- الكفاءة الاقتصادية

1. السوق ذات الكفاءة الكاملة

تضمن هذه السوق حصول كل المستثمرين على المعلومات ومن ثم تتاح لأي من حملة الأسهم فرصة مماثلة لما يمكم أن تتاح إلى المستثمرين الآخرين .

ولكي تصل السوق إلى مستوى الكفاءة الكاملة لا بد من توفر عدد من الشروط أهمها[1]:

أ- أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع بسرعة وبحرية وفي ضوء هذا الشرط تكون تصرفات كل المستثمرين من حملة الأسهم متماثلة نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.

ب- لا توجد أي تكاليف للمعاملات مثل عمولة البيع وليس للضرائب أي تأثير على سياسة الاستثمار، هذا إلى جانب عدم وجود أي قيود على التعامل بالأسهم من ناحية البيع والشراء

ج- من الشروط المهمة هو أن يقبل حامل السهم أو المستثمر الجديد للسعر المعلن للسهم، ويعتبر ذلك مسألة خارج إطار المساومة رغم وجود عدد كبير من المستثمرين.

[1] حمزة مجمود الزبيدي، مرجع سابق، ص131.

د- إن المستثمرين يتصفون بالرشد في تصرفاتهم الاستثمارية وعليه فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

لكن إذا تمعنا جيدا في هذه الشروط فسوف نجد أن أغلبها شروط نظرية أكثر منها واقعية، فبالنسبة للشرط الأول ليس هناك ما يضمن أن لا يكون لأحد المتعاملين في أسواق رأس المال علاقات صداقة أو قرابة في الشركة المعنية، تسمح له بالحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره من المتعاملين، كما لا يمكننا إلغاء فكرة وجود تكاليف للمعاملات في أسواق رأس المال وإن كانت تختلف من سوق لآخر.

أما فيما يخص الشرط الثاني فهو بعيد جدا عن الواقع إذ توجد فعلا شروط وقيود تفرض على الشركات التي ترغب في الدخول إلى أسواق رأس المال، وهي الشروط التي تفرضها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وعليه فان هناك قيود على المعاملات في أسواق رأس المال، كما توجد تكاليف للتعامل بالإضافة إلى الضرائب كذلك.

وإذا رجعنا إلي الشرط الثالث فسوف نواجه بالحقيقة التي تشير إلى أن ما بين % 70 إلى % 75 من المعاملات التي أبرمت خلال العشر سنوات الأخيرة في بورصة نيويورك كانت لحساب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، وأن حجم الصفقات لبعض هذه المؤسسات كان من الضخامة بحيث يترك في بعض الأحيان آثارا على سعر الورقة المالية التي تضمنتها الصفقة.

ويبقى الشرط الرابع هو الشرط الوحيد المعقول والمعمول به في أسواق رأس المال، إذ نجد أن معظم المتعاملين يسعون إلى تحقيق أكبر عائد ممكن في ظل مستوى معين من المخاطرة، وعليه فانه بتحقق الشرط الرابع نكون قد أثرنا فكرة الكفاءة الاقتصادية، والكفاءة الاقتصادية تعني وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومات وتحليلها، وانعكاس تلك المعلومات على أسعار الأسهم.

2. السوق ذات الكفاءة الاقتصادية

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

المتدفقة إلى السوق، وبما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة المحورية للورقة المالية[1].

المطلب الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

يتضح من مفهوم الكفاءة الاقتصادية وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وبين انعكاسها على أسعار الأسهم ولكن السوق الكفء هو الذي يحقق تخصيصا كفئا لموارد المتاحة بما يؤدي إلى توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية مما يعني أن للسوق الكفء دورين[2]:

- **الدور المباشر:** حيث عندما يشتري المستثمرون أسهم شركة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية مما يمكن الشركة من بيع الأسهم الجديدة بسعر مناسب، وبالتالي زيادة حصيلة الأسهم وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية.
- **الدور الغير مباشر:** إن إقبال المستثمرين على شراء أسهم الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يمكن الشركة حصول على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار السندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية، وعادة ما يكون السعر معقول ولكي يحقق السوق رأس المال هدفه المحدد والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المتاحة، ينبغي توفر سمتين أساسيتين هما:

1- **كفاءة التسعير**

تكتسب سوق رأس المال سمة الكفاءة هذه عندما تحقق الأسعار السوقية شرط الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات المناسبة المتوفرة للمشاركين بكلفة زهيدة ومناسبة لتقييم السهم أي السمة التي تجعل من أسعار الأسهم السوقية مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة للجميع، وإن هذه الأسعار تمثل في أي وقت القيمة الحقيقية للسهم، وبهذا يصبح السوق لعبة عادلة، إذ للجميع فرصة لتحقيق الأرباح الاعتيادية، لكن بالمقابل بالرغم من توفر هذه السمة قد يتحمل بعض المستثمرين خسائر عند دخوله للسوق، نتيجة عدم توافر الخبرة في تحليل المعلومات المتاحة، أو ضعف في نشاط متابعة الأسعار، الأمر الذي يعزي سبب هذه الخسارة إلى تقص كفاءة السوق، وإنما لارتباطها بسلوك المستثمر[3].

[1] صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص 26.
[2] عبد الغفار حنفي، استراتجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم سندات وصناديق الاستثمار الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007،ص 186.
[3] أرشد فؤاد تميمي التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار الميسرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2004، ص،140.

2- **كفاءة التشغيل**

تعرف كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية أي قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض، وذلك في ظل وجود تكاليف للمعاملات منخفضة، وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبير، ومن ثم تكون فرصة المتخصصين في تحقيق هامش ربح ضئيل ومن خلال زيادة الطلب على الأوراق المالية للشركات الواعدة، ترتفع أسعار الأوراق المالية للشركات الواعدة، في حين ينخفض الطلب على الأوراق المالية للشركة غير الواعدة ومن ثم تنخفض أسعار الأوراق المالية لهذه الشركات[1].

بالإضافة إلى وجود سمات أخرى لها علاقة بكفاءة سوق الأوراق المالية نذكر أهمها:

1- الكفاءة الهيكلية لسوق الأوراق المالية:هي الكفاءة التي تعكس درجة المنافسة في السوق المالي، فتقاس بعدد المشاركين في السوق، سواء كانوا مستثمرين أو مقرضتين، والعلاقة في هذه الحالة طردية، بمعنى أنه كلما زاد عدد المشاركين زادت درجة الكفاءة الهيكلية، ويترتب على تنويع الأوراق المالية أي زيادة عدد الأنواع المختلفة منها في التداول في رفع كفاءة السوق، وكذلك يؤدي استقرار الأسعار الأوراق المالية إلى زيادة كفاءة السوق[2].

2- الكفاءة التنظيمية للسوق المالي: وتتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق المالي من خلال النقاط التالية[3]:

أ- **توافر إطار تنظيمي واضح للسوق:** إذ يجب أن تحدد القواعد التنظيمية التي تنظم اختصاصاته، إذ تحدد من خلال السلطة والمسؤولية للقائمين على إدارة شؤونه لاستخدامها في الأغراض المشروعة لتنظيم الاستثمار وليس للمضاربة وتفادي عمليات الاكتتاب الوهمية للأسهم المطروحة لأول مرة.

ب- **تنظيم مهمة الوساطة:** إذ يؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى تحديد الواضح لاختصاصات الوسطاء والسماسرة وتحملهم المسؤولية المهنية عند عقدهم الصفقات.

ج- **كفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها**: حيث أنه يجب أن توضع للسوق المالي التشريعات الكافية و المناسبة التي تلائم التوسع الطبيعي وحجم التداول فيه.

د- **الرقابة الفعالة من الأجهزة الفنية المختصة:** إذ يجب أن تباشر الأجهزة الرقابية المختصة رقابتها المستمرة في الوقت المناسب لأعمال السوق.

[1] إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 34.
[2] محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص ص 30 31.
[3] غراية زهير، مرجع سابق، ص 73.

3- **الكفاءة الفنية للسوق المالي:** تتحقق الكفاءة الفنية لسوق الأوراق المالية من خلال الأدوات التالية[1]:

أ- **تعدد أدوات الاستثمار:** وتظهر أهمية تعدد أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية في تفادي الكثير من الأزمات والهزات الاقتصادية.

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

المبحث الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية

تعتبر كفاءة السوق المالي من المفاهيم التي تم اكتشافها بالصدفة حيث عندما قام موريس كاندال بدراسة سلوك أسعار الأسهم وذلك من أجل ضبط نماذج متكررة لتلك الأسهم وفي فترات مختلفة من الرواج والكساد، حيث كانت النتائج المتوصل إليها أن الأسعار تتقلب بشكل عشوائي، حيث لا يمكن التنبؤ بسعر سهم معين، وحسب رأي كاندال فإن هذه الأسعار لا تستجيب إلا إلى المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق بشكل عشوائي الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى عدم تحقيق أي أرباح غير عادية، لذلك نجد كفاءة السوق المالي ترتبط بكفاءة تدفق المعلومات وذلك بالشكل الذي يضمن الشفافية والدقة والسرعة وبالتالي التقليل من حالات عدم التأكد بمستقبل الاستثمار.

المطلب الأول: الصيغة الضعيفة والتحليل الفني

أولا- مفهوم الصيغة الضعيفة: إن الشكل الضعيف لكفاءة السوق المعلومات السابقة المتعلقة بالأسعار والإيرادات وغيرها من المعلومات التاريخية، كما أنه لا يمكن استعمال هذه المعلومات من قبل بعض أو كل المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية وذلك بكل بساطة لأن تلك المعلومات أصبحت معروفة لدى الجميع وهي موجودة مسبقا في الأسعار الحالية، بعبارة أخرى أن تحليل المعلومات السابقة المتعلقة بالأسهم لا يفيد في التنبؤ باتجاه الأسعار في المستقبل[2].

تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن تعكس كل المعلومات التاريخية على الأوراق المالية، كالتغيرات في أسعار وأحجام التبادل المعاملات والعوائد الأوراق المالية، للفترات السابقة وأسعار الفائدة، ويعني هذا محاولة التنبؤ بحالة أسعار الأوراق المالية على المدى القصير بالاعتماد على المعلومات المتاحة، وهذا أمر عديم الجدوى.

[1] فائق جبر النجار، مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها، مجلة البنوك، العدد05، الأردن، 1989، ص 7.
[2] عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 157.

حيث خضعت فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية إلى عدة اختبارات لمعرفة مدى ارتباطها مع المعلومات التاريخية، وذلك باستعمال كل من: سلاسل الارتباط، قواعد التصفية، اختبار الأنماط الطارئة.

I. سلاسل الارتباط

يركز اختبار سلسلة الارتباط على دراسة التغيرات السعرية لسعر الورقة المالية على المدى القصير، للتحقق من وجود قيمة إحصائية معنوية لمعامل الارتباط بين التغيرات السعرية المتتالية في العينة المدروسة، فإذا ما كشفت نتائج التحليل عن وجود نمط للتغير في الأسعار، فإن ذلك يعد رفضا قاطعا لنظرية الحركة العشوائية للأسعار، ويشمل الاختبار عادة على الأفق القصير، حيث أن الأفق الطويل يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار كما تنص على ذلك نظرية داو THE DEW Theory، حيث أكد كل من "فاما" و"فرنش" على أن هناك ارتباط سالبا وتاما بين التغيرات في العوائد لسلسة زمنية طويلة، فقد أشارا إلى أن هناك نحو 25% إلى 40% من تغيرات العوائد على المدى الطويل يمكن التنبؤ بها بالاعتماد على سلسلة العوائد الماضية، وإذا صح هذا، فإن نموذج الحركة العشوائية وفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة السوقية قد يختفي أثرهما على الطويل، ويصبح عندئذ تحليل وتتبع المستثمرين للحركة السعرية على أمل تحقيق الأرباح المميزة عملية مجدية[1].

II. قواعد التصفية

من المعروف أن المحلل الفني يعتمد على المعلومات التاريخية للأسعار بهدف إيجاد اتجاه للحركة المستقبلية لها، غير أن هذا يعترض مع الاعتقاد بالحركة العشوائية للأسعار، ومع ذلك فالذين يعتمدون على قواعد التصفية يقترحون قواعد المتاجرة أو التعامل بناءا على الحركة التاريخية للأسعار، ويمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد توقيت أوامر للشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له بعد خصم تكلفة المعاملات عائدا متميزا عن أقرانه الذين لا يتبعون هذه القواعد[2]، وقد اقترح الفنيون أربع مجموعات المجموعة الأولى تضم مجموعة من المؤشرات التي يمكن اعتمادها كأساس لاتخاذ قرار شراء أو بيع الأوراق المالية فمثلا ظهور اتجاه لارتفاع سعر السهم بنسبة معينة، سيشجع المستثمر على اتخاذ قرار الشراء، في حين أن ظهور اتجاه لانخفاض سعر السهم بنسبة معينة سيدفع بالمستثمر إلى اتخاذ قرار البيع، أما المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات الموسمية ومن بينها تلك التي تقضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، ومنها كذلك ما يقضي بأن أسعار الأسهم

[1] رفيق مزاهدية، كفاءة الأسواق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات،مذكرة ماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2007،ص 106.

[2] بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص 39.

تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة[1]، يبقى المتوسط المتحرك والقوة النسبية لسعر السهم، واللذان يمثلان المجموعة الثالثة والرابعة على التوالي لقواعد التصفية، وهي كلها مؤشرات التحليل الفني، الذي تعكس مبادئه فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بصورة واضحة وإذا ما أردنا التعمق أكثر في فرض الصيغة الضعيفة، فما علينا إلا التعرض بالدراسة للتحليل الفني، الذي يستخدم أدوات معينة تسمح لنا باتخاذ قرار الاستثمار المناسب.

1- مفهوم التحليل الفني

يعرف التحليل الفني على أنه دراسة للسوق وليس للسلع والبضائع المتداولة به، والتحليل الفني هو علم رصد وتسجيل-عادة في شكل رسوم بيانية- جمع المعلومات الخاصة بالتداول(السعر، حجم التداول، تاريخ التداول) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة[2].

ومن هذا المنطلق يقوم المحلل الفني بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط، لإظهار أنساق معينة لحركة أسعار الأسهم، أو إظهار علاقة بين حركة سعر الورقة مالية معينة ومؤشرات سوقية أخرى، وعلى ذلك يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق إجمالا ثم على مستوى ورقة مالية معينة[3].

2- فلسفة التحليل الفني

يقوم التحليل الفني على فلسفة تجعله منفردا بمجموعة من العناصر، لابد من توفرها حتى نستطيع إسقاط التحليل الفني على السوق المالي نذكرها[4]:

أ- تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية في ضوء تفاعل قوى العرض والطلب فقط.

ب- تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل رشيدة أخري غير رشيدة، حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات المالية الخاصة بالسهم، وعوامل غير الرشيدة مثل الآراء والتخمين.

ج- تميل الأسعار الأوراق المالية لأن تُكون اتجاهات تستمر لفترات طويلة نسبيا بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت إلى آخر.

د- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغير في اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيرات آجلا أو عاجلا في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.

---

[1] منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، دار المعارف، الإسكندرية، 1999، ص55.

[2] عبد المجيد المهيلي، التحليل الفني للأوراق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، ط3، مصر، 2005، ص 47.

[3] محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 141.

[4] محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، مصر، 2004 2005، ص ص 129 130.

3- أسس التي يقوم عليها التحليل الفني

يعتمد التحليل الفني على أسس يبنى عليها، تتمثل هذه الأسس في النقاط التالية[1]:

أ- إن كل المعلومات المتاحة عن الورقة المالية في لحظة معينة تكون متضمنة في سعر البورصة.

ب- إن كل ظاهرة أو تمثيل حاضر يمكن أن يخضع تكرار يوم ما.

ج- إن تطور الأسعار يتتبع اتجاه معين، ومن هنا يمكن ملاحظة وتحليل التطور التاريخي للأسعار، ليمكن التنبؤ بالمستقبل،هذه الملاحظات تسمح بظهور اتجاهات فقط، كما أن التحليل يجب أن يسمح بالتعرف على أشكال معينة، وتتم الدراسة التاريخية للأسعار على المدى ستة شهور على الأقل، بما يسمح بفهم سلوك أسعار ورقة معينة واتجاهها العام.

4- أدوات التحليل الفني

يعتمد التحليل الفني على مجموعة من الأدوات المخصصة المتمثلة في رسومات و خرائط ومؤشرات لغرض عرض وتحليل بيانات الأسعار، حيث سنتعرض إلى بعض أكثر الخرائط والمؤشرات الأكثر شيوعا:

أ- مؤشر القوة النسبية: يهتم مؤشر القوة النسبية بمقارنة سعر الورقة المالية في الأيام التي يكون فيها مرتفعا بسعره في الأيام التي يكون فيها منخفضا، ومؤشر القوة النسبية لا يستخدم عادة لتحديد توقيت بيع أو شراء سهم معين بقدر ما يستخدم للمقارنة بين الشركات المختلفة داخل السوق أو داخل القطاع الواحد، ومن ثم تحديد أسهم الشركات الأكثر جاذبية للاستثمار[2].

ب- خرائط الأعمدة البيانية

- **خريطة الرأس والكتف:** يتشكل نموذج الرأس والكتفين عندما يصنع الاتجاه السعري ثلاث قمم متتالية بحيث تكون القمة الوسطى(الرأس) أعلى من القمتين اليمنى واليسرى(الكتفين)، بحيث تكون القمتين اليمنى واليسرى متساويتين تقريبا، ويكون كل من الرأس والكتفين متصلين من قاعدة تسمى خط الرقبة، ويأتي تشكيل الرأس والكتفين عادة بعد اتجاه سعري صاعد[3].
- **خريطة المستويات المساعدة والمقاومة**: المستوى المساعد هو المستوى المتدني، كما أن احتمال نزوله إلى أقل من ذلك ليس كبيرا، أما مستوى المقاومة فهو المستوى العالي للسعر

[1] محمد محمود عبد ربه، طريقك إلى البورصة-مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند الاستثمارات في السوق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 25.

[2] رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص 77.

[3] عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية للسلع، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006، ص 28.

واحتمال ارتفاعه إلى أكثر من ذلك ليس كبيرا، أما توقيت سعر البيع يكون عندما يصل السعر إلى مستوى المقاومة، أما توقيت الشراء يكون عندما يصل السعر إلى مستوى المساعدة[1].

III. اختبار الأنماط الطارئة

يعتمد على الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار وذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات

(+) تعني حركة سعرية زائدة

(-)تعني حركة سعرية بالنقص

(0) صفر تعني عدم وجود حركة

كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغيير ما يميز هذا المدخل عن المدخلين السابقين أي سلسلة الارتباط، وقواعد التصفية هو أنه يم كننا من قياس التغيرات الطارئة التي يمكن أن تظهر في السلسلة الزمنية لسعر السهم سواء كانت هذه التغيرات موجبة أو سالبة، معبرين عنها بالإشارة (+) في الحالة الأولى وبالإشارة (-) في الحالة الثانية، بينما نضع صفر في حالة عدم وجود أي تغير في الأسعار مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار المدة الزمنية التي يستغرقها كل تغير، وتؤكد دراسات ميدانية عديدة استخدمت واحدا أو أكثر من المداخل الثلاثة سلسلة الارتباط ، قواعد التصفية، اختبار الأنماط الطارئة على مصداقية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، هذا بالطبع لا يعكس تأييدا مطلقا، وإلا لما كان هناك وجود للفنيين الذين يكرسون جهودهم لاكتشاف أنماط في حركة أسعار الأسهم[2].

المطلب الثاني: الصيغة المتوسطة والتحليل الأساسي

أولا- مفهوم الصيغة المتوسطة للكفاءة: تعني الصيغة المتوسطة للكفاءة أن أسعار الأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية فحسب، وإنما تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة المنشورة لعامة الناس، فإذا استجابت الأسعار وعكست تلك المعلومات بالسرعة المطلوبة تكون السوق كفئة والعكس بالعكس انطلاقا من ذلك لن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية مقارنة بغيره من المستثمرين، لأن سعر السهم في هذه الحالة سيعكس فعلا جميع المعلومات، سواء كانت هذه المعلومات تخص التغيرات التاريخية لسعر السهم وحجم التداول عليه، أو كانت هذه المعلومات تتعلق بالظروف الدولية، وظروف الاقتصاد الوطني، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، أو ظروف الشركة في حد ذاتها لأنه

[1] غراية زهير، مرجع سابق، ص42.

[2] حنفي عيد الغفار، رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص221.

في كل لحظة، سعر البورصة يعكس كل معلومة متوفرة تخص حياة الشركة، بالإضافة إلى أثر الأحداث على الأداء المستقبلي للشركة نستنتج من ذلك أنه لا توجد أي ضرورة لقيام المستثمر بالتحليل من أجل التوقع بقيمة السهم مستقبلا، لأنه حتى ولو قام بهذا التحليل فانه لن يتمكن من تحقيق أي ربح إضافي، لأن المعلومات التاريخية والمعلومات المتاحة لعامة الناس تكون قد انعكست فعلا في سعر السهم[1].

في حين يمكن اختبار صيغة فرض المتوسطة للكفاءة من خلال التحليل الأساسي الذي يهتم بتحليل الظروف الاقتصادية العامة والظروف الصناعية المحيطة بالشركة، ويمتد هذا التحليل إلى تحليل ظروف الشركة نفسها.

ثانيا: التحليل الأساسي

I. **مفهوم التحليل الأساسي:** هو إيجاد القيمة الحقيقية للسهم بالاستناد إلى التحليل العلمي الشامل الهادف إلى تقدير كافة العوامل المحددة لقيمة السهم، ويتسع ليشمل العوامل الاقتصادية الكلية وعوامل الصناعة والعوامل الخاصة بالشركات وصولا إلى تقدير دقيق للتدفقات النقدية المستقبلية للشركة محل التقييم[2].

يستند التحليل الأساسي إلى استخدام القوائم المالية للشركة كمدخل للتوصل إلى القيمة الشركة أخذا في الحسبان النمو المحتمل في الاقتصاد، والتضخم داخل المجتمع، حالة البطالة، مستوى واتجاه سعر الفائدة بالأخذ في الحسبان المؤشرات التي يمكن من خلالها التعرف على الأحوال الاقتصادية، وبحيث يمكن للمحلل المالي التنبؤ بمستوى الناتج الدخل الوطني، وتستخدم هذه التنبؤات كأساس للتنبؤ المستقبلي لمبيعات مختلف الطاقات الصناعية، ومن ثم التنبؤ بمبيعات وأرباح كل شركة داخل كل قطاع[3].

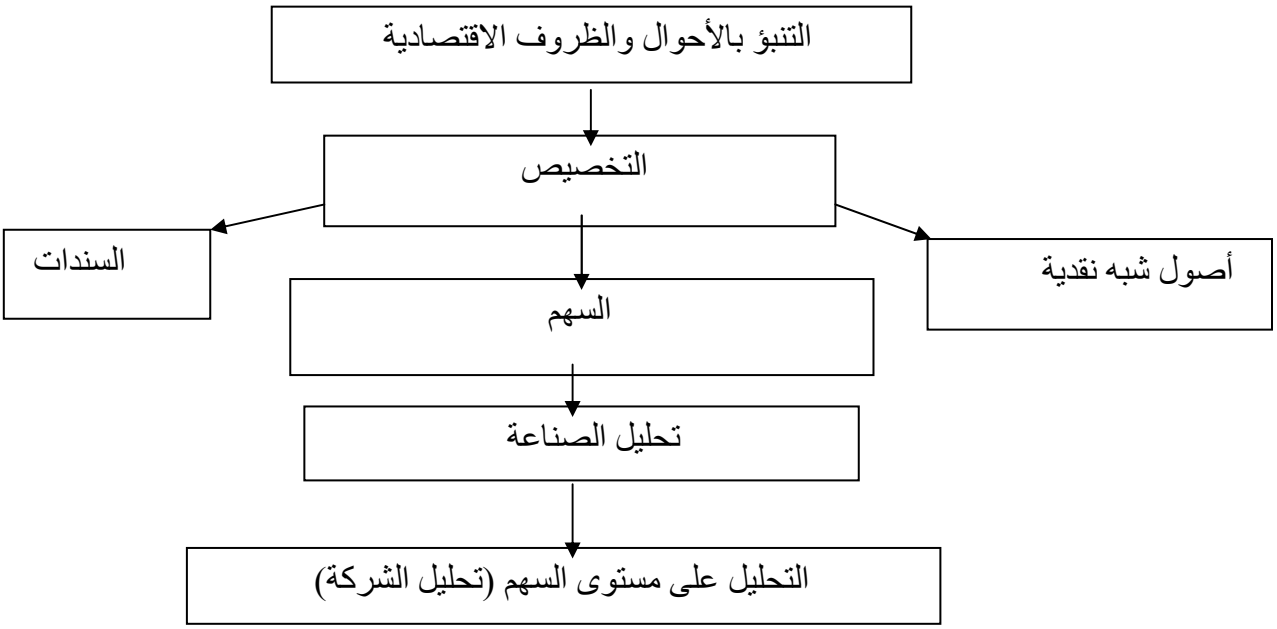
يمكن من خلال ما سبق اختيار الأسهم الملائمة داخل كل قطاع وتسمى هذه الطريقة التي بموجبها يتم التنبؤ بالمبيعات والأرباح بمدخل التنبؤ من الأعلى إلى الأسفل-Top-down-approach كما يوضحه الشكل:

[1] لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة منتوري، قسنطينة، 2010،ص 116.

[2] عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية،هيئة الأوراق المالية للسلع، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007، ص 40.

[3] عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية-أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2003 ، ص215.

الشكل (2-2) مدخل التنبؤ بالمبيعات والأرباح من الأعلى إلى الأسفل Top-down-approac .



المصدر :عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية-أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص216

II. التدرج المنطقي التحليل الأساسي

يتدرج التحليل الأساسي منطقيا من العموم إلى الخصوص، حيث يتم التحليل من الظروف الاقتصادية العامة، مرورا بتحليل قطاع معين، وصولا إلى تحليل الشركة نفسها، وسنتطرق إلى هذا التدرج فيما يلي:

1- تحليل الظروف الاقتصادية العامة

تلعب تحليل الظروف الاقتصادية العامة أهمية كبيرة لما لهذه الظروف من تأثير على الاقتصاد الوطني، ومن ثم على الشركات التي تعمل داخل هذا الاقتصاد، فحالة الانكماش أو التوسع التي يمر بها الاقتصاد العالمي ستنعكس لا محال على اقتصاديات الدول، خاصة في إطار التجارة الخارجية، إلا أن ما يجب أخذه بعين الاعتبار عند القيام بتحليل الظروف الاقتصادية العامة، هو القيام بدراسة وتحليل مجموعة من العناصر نوجزها فيما يلي:

أ- **السياسة المالية:** يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الإنفاق الحكومي، وطالما أن الضرائب تعد أهم مصادر الإيرادات في موازنات غالبية الدول، فإن للسياسة الجبائية تأثير هام على المعاملات في أسواق الأوراق المالية، سواءا على المستوى الوطني أو على المستوى الدولي، فإذا ما لجأت السلطات المالية إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح الشركات فمن شأن هذا الإجراء أن يترك

أثرا على أرباحها الصافية، وهو ما سينتج عنه ارتفاع أسعار أسهم هذه الشركات، غير أن هذا الإجراء سيؤثر سلبا على موارد ميزانية الدولة، ويمكن أن يدفع هذه الأثر السلطات المالية إلى تبني سياسة التمويل بالعجز وهو ما ينجم عنه موجات تضخمية من شأنها أن تقضي على المزايا التي حققتها سياسة تخفيض معدلات الضريبة على الأرباح، لذلك يتوقع أن يكون هناك اتجاها صعوديا في حركة أسعار الأسهم في حال إذا ما كان التأثير الإيجابي لتخفيض الضريبة والمتمثل في زيادة أرباح الشركات أكبر من التأثير السلبي المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح الناجم عن التضخم، وهنا يتجلى دور التحليل الأساسي في التنبؤ بالتأثير النهائي المتوقع من تخفيض أو رفع معدل الضريبة على أرباح الشركات،وإذا كانت للإيرادات تأثير واضح على أوضاع السوق المالية، فإن للإنفاق الحكومي أثر لا يقل أهمية عن التأثير الناتج عن تخفيض الضرائب، فإذا قررت السلطات المالية تخفيض الإنفاق على شركات البنية الأساسية، فإن هذا الإجراء قد يؤدي إلى تخفيض إيرادات وأرباح بعض القطاعات المدرجة في السوق، وطالما أن ربحية الشركة هي المحدد الأساسي للسعر الذي يباع به السهم في السوق فإنه يتوقع أن تتجه القيمة السوقية لأسهم هذه الشركة نحو الانخفاض بالتبعية[1].

ب- **السياسة النقدية:** تتمثل السياسة النقدية في الإجراءات و الأساليب التي تتخذها الدولة – من خلال البنك المركزي– لتحديد كمية النقود المتداولة في الاقتصاد، وذلك من خلال تحديد كمية الاحتياطي النقدي للبنوك التجارية بالإضافة إلى تحديد حجم ودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي، وأيضا حجم النقود المتداولة بين الأفراد، إذ تتم زيادة عرض النقود، أو سحب الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد من خلال تحديد معدل الفائدة . فرفع معدلات الفائدة على القروض الممنوحة، سوف يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل في الشركة، هذه التكلفة الزائدة سوف تظهر في أسعار بيع منتجات هذه الشركة، الأمر الذي سيقلل من حجم الطلب على هذه المنتجات، ومن ثم انخفاض حجم أرباحها، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، هذا من جهة، ومن جهة ثانية فان ارتفاع معدلات الفائدة سوف يؤدي إلى زيادة الطلب على أدوات الاستثمار قصيرة الأجل(السندات قصيرة الأجل)، وفي المقابل سينخفض الطلب على أدوات الاستثمار طويلة الأجل (الأسهم و السندات طويلة الأجل) مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، ولأن التقليل من عرض النقود من شأنه أن يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي حيث أنه يؤدِي إلى انخفاض حجم الاستثمارات، انخفاض الإنتاج، ارتفاع معدل البطالة، انخفاض الطلب، ارتفاع الأسعار، انخفاض حجم مبيعات الشركة، انخفاض أرباحها، ومن ثم انخفاض القيمة السوقية للسهم، في المقابل نجد

[1] رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص ص47 48.

أنه من أجل تحقيق النمو الاقتصادي ورفع أداء الاقتصاد يقوم البنك المركزي بزيادة عرض النقود، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمارات، ومن ثم امتصاص البطالة، تحسن القدرة الشرائية للفرد، زيادة الطلب، زيادة المبيعات، زيادة أرباح الشركة، زيادة توزيعاتها، ومن ثم ارتفاع القيمة السوقية للسهم، انطلاقا من ذلك نستنتج أن التقليل من عرض النقود يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، في حين أن زيادة الكمية المعروضة من النقود سوف يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم، لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أنه في حالة زيادة الكمية المعروضة من النقود رغم أنها تساهم في زيادة القيمة السوقية للسهم، إلا أنها قد تؤدي كذلك إلى حدوث التضخم، وبالتالي فان هذه الزيادة في القيمة السوقية للسهم قد لا تكون زيادة حقيقية، أضف إلى ذلك أن حدوث التضخم قد يدفع بالمساهمين إلى المطالبة بزيادة الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، وهو الأمر الذي سيؤثر على القيمة السوقية للسهم انخفاضا[1].

ج- **معدلات التضخم**: يمكن لمعدلات التضخم التي تنشرها السلطات النقدية بصفة دورية أثر بالغ على أسعار الأوراق المالية، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنها أن تترك أثرا سلبيا على أسعار الأسهم، نظرا لأن الإعلان عن ارتفاع معدل التضخم يعني توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل من قبل المستثمرين المتحفظين إزاء المخاطر، مما يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب على الاستثمار وانخفاض القيمة السوقية للأسهم تبعا لذلك[2].

د- **حجم الناتج الوطني الخام:** يمكن أن يكون للبيانات المالية حول حجم الناتج الوطني الخام تأثير إيجابي كما يمكن أن لها تأثير سلبي على أسعار الأسهم، وهو ما ينبغي أن يوليه المحلل الأساسي اهتمامه لمعرفة التأثير النهائي المحتمل لاتجاهات تغير الناتج، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في حجم النشاط الاقتصادي يزيد من التفاؤل بشأن مستقبل الاقتصاد الوطني، مما يزيد حركة التعامل بالأسهم، ويؤدي بالتبعية إلى ارتفاع أسعارها، وبشكل عام يؤدي النمو الاقتصادي إلى زيادة مستوى الدخل الفردي، وهم الأمر الذي يرفع من مستوى المدخرات التي يتوقع أن تتجه نحو المزيد من الاستثمار في سوق الأوراق المالية[3].

ه- **الدورات التجارية:** يقصد بالدورات التجارية كل من الانكماش والكساد والركود الذي يمكن أن يمر بها الاقتصاد خلال فترة زمنية غير منتظمة.

- **الانكماش:**يقصد بالانكماش حدوث هبوط في المستوى العام للأسعار، أي أنه الحالة العكسية لحالة التضخم، حيث يصاحب انخفاض المستوى العام للأسعار انخفاض معدلات الفائدة

[1] لطرش سميرة، مرجع سابق، ص ص 122 123.
[2] هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على سوق الأوراق المالية، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 62، الكويت، 2000، ص15.
[3] رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص 49.

وارتفاع أسعار السندات لذلك يكون من الأفضل الاستثمار في الأصول المالية طويلة الأجل (السندات)، خاصة إذا كانت هذه السندات صادرة عن الحكومة والشركات ذات المراكز المالية القوية، ومع ذلك فنظرا لأن الكثير من الشركات سوف تتعرض لانخفاض الطلب على منتجاتها وصعوبة في تحصيل الحسابات المدينة، وهبوط في هوامش الربح فان أسهم شركات عديدة قد تكون استثمارات رديئة في فترة الانكماش، ومن هنا فان الانكماش قد يخلق فرص شراء ممتازة إذا انخفضت أسعار الأسهم بدرجة كافية[1].

- **الكساد والركود الاقتصادي**: تتصف فترات الكساد والركود الاقتصادي بارتفاع نسبة البطالة، وانخفاض حجم الطلب، لذلك تجد الشركات صعوبة في تصريف منتجاتها، لذلك وللخروج من مرحلة الكساد والركود والدخول في مرحلة التوسع تقوم الدولة باتخاذ جملة من الإجراءات المالية والنقدية، من أجل تحريك عجلة الاقتصاد حيث يقوم البنك المركزي، من خلال السياسة النقدية بتخفيض معدل الفائدة، من أجل تشجيع الاستثمار، وذلك بتسهيل شروط منح الائتمان، كما تقوم بزيادة كمية النقود المتداولة، كما تقوم الدولة في إطار السياسة المالية، بتخفيض معدل الضريبة هذا من جهة، ومن جهة ثانية، تقوم بزيادة الإنفاق الحكومي، كل هذه الإجراءات مجتمعة ستساهم في زيادة حجم الاستثمار مما يؤدي إلى امتصاص البطالة، وزيادة القدرة الشرائية للفرد، ومن ثم زيادة الطلب بالشكل الذي يساهم في زيادة مبيعات الشركات ومن ثم أرباحها، كما أن تخفيض معدل الضريبة سيزيد كذلك من صافي الربح بعد الضريبة وبالتالي زيادة التوزيعات التي تقوم بها الشركة، وهو ما سيؤدي إلى رفع القيمة السوقية للسهم، غير أن هذا الحكم لا يمكن أن يكون مطلقا على جميع الشركات، ذلك أن هناك الشركات لا يمكنها أن تحقق نتائج جيدة حتى في فترات التوسع، كذلك لا يمكن القول أن جميع الشركات تستفيد من الإعفاء الضريبي، وحتى وإن حصل ذلك فمن يضمن أن تستفيد جميع الشركات من نفس معدل الإعفاء من الضريبة، وعلى العموم وفي هذه الحالة، فأنه يكون من الأنسب الاستثمار في الأصول المالية طويلة الأجل، وخاصة الأسهم العادية، خاصة بالنسبة للشركات التي انعكست عليها السياسة المالية والسياسة النقدية ايجابيا[2].

2- تحليل الظروف الصناعية

يعتبر تحليل ظروف الصناعة الخطوة الثانية في التحليل الأساسي، وتكمن أهمية تحليل ظروف الصناعة في التباين بين أداء الصناعات المختلفة، وبالتالي يوضح التحليل الصناعات المتميزة التي

[1] طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية،2002، ص31.
[2] لطرش سميرة، مرجع سابق، ص 127.

يمكن الاستثمار في الشركات التي تنتمي إليها خاصة أن هناك بعض الدراسات التي أثبتت أن هناك تماثلا في ربحية الشركات داخل الصناعة الواحدة[1].

أ- **تصنيفات الصناعة**: من المعروف أن الظروف الاقتصادية العامة تؤثر على كافة القطاعات أو الصناعات ولكن هذا التأثير متباين من صناعة إلى صناعة، ومنه يمكن تصنيف الصناعات حسب تأثرها بالظروف الاقتصادية إلى [2]:

- **الصناعات النامية:** وهي الصناعات المتجهة نحو النمو، حيث أنها تمتاز بالنمو المتزايد بمعدلات تفوق معدل نمو الاقتصاد الوطني ككل، وعادة ما يتوافر هذا التصنيف في صناعات أنظمة المعلومات و التقنية العالية.
- **الصناعات الهجومية:** وهي الصناعات التي ترتبط بالظروف الاقتصادية ارتباطا وثيقا وتتأثر بشدة بالظروف الاقتصادية السائدة من رواج أو كساد، وتتمثل تلك الصناعات في صناعات السلع المعمرة، حيث أنها تتأثر بالحالة المالية للمستهلك ففي حالة الكساد يؤجل قرار الشراء مما يؤدي إلى تأثر الصناعة.
- **الصناعات الدفاعية:** وهي تلك الصناعات التي تزدهر مع الرواج الاقتصادي، وفي حالة الانكماش تنكمش بمعدلات أقل من معدل الانكماش الذي يصيب الاقتصاد.
- **الصناعات المتهورة:** هي تلك الصناعات التي لا تحقق أي معدل من معدلات النمو، أو تنمو بمعدلات أقل من معدل نمو الاقتصاد.

ب- العوامل المؤثرة على الصناعة:

- **تحليل الأداء التاريخي للصناعة:** يساعد تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح في التنبؤ بالمرحلة المستقبلية لدورة حياة الصناعة، وتشخيص مدى قدرة استفادة الصناعة من فترات الرواج، أو قدرتها على مواجهة توابع فترات الكساد، ومع أن أداء الصناعة من حيث المبيعات والأرباح قد تباين من فترة إلى أخرى، إلا أن سلسلة الخسائر المتتالية قد يوحي بعدم قدرة الصناعة على الذهاب بعيدة، فضلا عن ذلك فإن النمو السريع في المبيعات لا يعني بالضرورة تحقيق أرباح مرتفعة ما لم تتوافر رقابة صارمة على هيكل التكاليف[3].
- **تحليل ظروف المنافسة:** قد يتعرض أداء الشركات في القطاع الواحد بين فترة وأخرى لهزات عنيفة إلى حد الذي قد لا تستطيع معه هذه الشركات مواصلة نشاطها، ويمكن أن يؤدي ذلك إلى دخول منافسين جدد ذوي كفاءة وقدرة على انتزاع جزء من الحصص السوقية للشركات

[1] إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص 56.

[2] محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، كلية التجارة، مصر، 2011،ص 123.

[3] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص170.

القائمة، ويتوقع أن تصطدم الشركات الراغبة في الدخول إلى قطاع ما أو صناعة معينة بعدة عوائق مثبطة في الغالب لروح المنافسة في السوق وهي: تمسك المستهلكين بتفضيلات وأذواق المستهلكين إزاء منتجات الشركات القائمة يصعب التنازل عنها، اتسام هذه الشركات بمزايا المطلقة في التكاليف ومزايا الإنتاج الكبير[1].

- **التكنولوجيا المستخدمة:** وهي دراسة ما إذا كانت الصناعة تعتمد على الأيدي العاملة أم تعتمد على التكنولوجيا والآلات الحديثة، ومدى قدرة الصناعة على التسلح بالتكنولوجيا الحديثة مما يتيح لها القدرة على المنافسة[2].
- **أثر المتغيرات الاجتماعية:** هناك تداخل وتكامل بين العامل الاقتصادي والعامل الاجتماعي، حيث أن كل منهما يؤثر ويتأثر بالآخر، لذلك لا يمكن تجاهل تأثير العامل الاجتماعي على الصناعة، حيث أن العادات والتقاليد والمعتقدات الدينية لها دور في تحديد الطلب على منتجات الصناعة، إذ نجد أنه نتيجة لعادات أو تقاليد معينة الطلب على منتج معين يزيد في فترة معينة، لينخفض في فترة أخرى، كما أنه نتيجة للمعتقدات الدينية لشعب معين، لا يمكن لشركة أن تقوم بطرح منتجات غير مقبولة دينيا في هذا البلد، وهو الأمر الذي من شأنه أن يهدد بقاء واستمرار هذه الشركة، كذلك فإن المستوى الثقافي في بلد ما من شأنه أن يؤثر على نوعية المنتجات التي يطلبها الأفراد في هذا البلد، أي أنه يؤثر على أسلوب معيشة الأفراد فيه، جانب آخر لا يقل أهمية والمتمثل في كيفية توزيع السكان بين المناطق والذي يعد من العوامل التي تؤثر في الصناعة، ذلك لأنه من غير المنطقي أن تنشأ مؤسسات خدمية في مناطق غير آهلة بالسكان، وهذا لأن طبيعة نشاط هذه الشركات يحتم عليها التواجد في مناطق الكثافة السكانية، هذه العوامل وغيرها التي تدخل في نطاق المتغيرات الاجتماعية يجب أخذها بعين الاعتبار عند القيام بتحليل الصناعة، لأنها كلها أمور تؤثر على نشاط أي شركة، وعلى تصريف منتجاتها، ومن ثم على أرباحها وعلى القيمة السوقية لأسهمها[3].
- **تقدير حجم العرض والطلب على منتجات القطاع:** تمر دورة حياة الصناعة بفترات تتراوح بين الكساد والرواج، ومن شأن ذلك أن يؤثر على الطلب على منتجات الصناعة، لذلك يعد من الضرورة أن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على المنتجات الصناعة في تزايد أو تناقص أو ثبات، ومعرفة أيضا ما إذا كانت الطاقة الإنتاجية للصناعة قادرة على تغطية أية زيادة محتملة في الطلب أو تمويل التوسع، ويفيد تقدير حجم الطلب على منتجات الصناعة في

[1] حسان خضر، التحليل الأساسي، ورقة عمل مقدمة خلال برنامج تعليم الأسواق المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2003، ص2. انظر الموقع http://www.arab-api.org/c9_first.htm

[2] محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص 125.

[3] لطرش سميرة، مرجع سابق، ص135.

تحديد الفجوة التسويقية التي تعبر عن فرصة دخول منتجين جدد، وهو ما قد يترتب عليه زيادة كبيرة في العرض واشتداد المنافسة بين الشركات في الصناعة الواحدة مما قد يؤثر سلبا على ربحيتها وعلى أسعار أسهمها بالتبعية[1].

ج- دورة حياة الصناعة

نعني بدورة حياة الصناعة هي تلك المراحل الأربع التي تمر بها الصناعة، من مرحلة الظهور والنمو إلى مرحلة النضوج ثم مرحلة الاستقرار فمرحلة الزوال وسنتطرق إلى هذه المراحل فيما يلي:

- **مرحلة الظهور والنمو**: هي مرحلة الانطلاق في إنتاج منتج جديد، أو هي المرحلة التي يظهر فيها منتج جديد أو صناعة جديدة للوجود وتكون عادة مبيعات الشركة من هذا المنتج في هذه المرحلة ضعيفة وفي بعض الأحيان تكون معدومة، لذلك تبذل الشركة في هذه الحالة جهود كبيرة للإعلان، والإشهار لهذا المنتج الجديد، كما تحاول إدخال تحسينات عليه، سواء من حيث الشكل أو حتى من حيث النوعية حتى تجلب زبائن لهذا المنتج[2].
- **مرحلة النضوج**: خلال هذه المرحلة ينمو السوق الخاص بالمنتج أو الخدمة ويزداد الطلب بصورة كبيرة، كما يواجه العدد المحدود من الشركات في هذه الصناعة منافسة قليلة وتكون هوامش الربح مرتفعة جدا، وهذا المستوي المرتفع للأرباح سوف يجذب عددا من المنافسين والدخلاء الجدد، وفي المعركة التنافسية التالية سوف تضطر بعض الشركات إلى الخروج من هذه الصناعة، حيث نجد في هذه المرحلة أن الشركة تعمل على الاحتفاظ بجزء كبير من الأرباح المحققة في شكل احتياطي لإعادة استثماره، سواء في مجال شراء آلات ومعدات جديدة، أو لتوسيع مخازنها وغيرها من المجالات لزيادة نموها، كما تلجأ الشركات للاقتراض لزيادة سيولتها، غير أن زيادة حجم المبيعات في هذه المرحلة سيشجع شركات كثيرة على الدخول لهذه الصناعة، مما يؤدي إلى زيادة العرض، هذا الأمر سينتج عنه انخفاض في الأسعار، وبالتالي انخفاض في حجم الأرباح، انطلاقا من ذلك ستجد بعض الشركات صعوبة كبيرة في الاستمرار، وهو الأمر الذي يتحقق مع نهاية فترة النمو السريع، حيث أن العرض الكبير في هذه المرحلة سوف يغطي الطلب على منتجات هذه الصناعة، بمعنى أن هذه المرحلة ستصل إلى حالة الإشباع أو تشبع السوق(تشبع نسبي)[3].
- **مرحلة الاستقرار**: هي تعتبر أطول مرحلة في دورة حياة المنتج، وفي هذه المرحلة يتشبع السوق تماما بمنتجات الصناعة، ويكون معدل نمو الصناعة يعادل معدل النمو الاقتصادي الكلي (أو أن يكون معدل نمو الصناعة يعادل معدل نمو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الصناعة)، كما أن

[1] رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص51.
[2] محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص132.
[3] طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص68.

معدل نمو الصناعة يكون أقل من معدل نمو الدخل الوطني، أضف إلى ذلك زيادة حدة المنافسة بين الشركات في هذه المرحلة، مما يؤدي إلى انخفاض الأسعار، وبالتالي انخفاض الأرباح بالتبعية، لكن هذا الانخفاض يكون بمعدل أقل من الانخفاض في الأرباح المسجلة في مرحلة النضوج، وهو ما سيسمح للشركات بالاحتفاظ بمقدار من السيولة، تستعمله في إجراء توزيعات نقدية، أو تسديد قيمة ما اقترضته الشركة في مرحلة النضوج[1].

- **مرحلة الزوال:** وتسمى أيضا مرحلة التدهور، وفيها يتجه معدل نمو المبيعات إلى الهبوط وذلك نتيجة التحولات التي تحدث على طلب المنتجات، وذلك بسبب وجود منتجات جديدة دخلت المنافسة مما يؤدي إلى تناقص معدلات الأرباح ومن الممكن أن تحقق بعض الشركات داخل الصناعة بعض الخسائر[2].

3- تحليل ظروف الشركة

في هذه المرحلة يتم تحليل الظروف الشركة، أي تقييم الأداء المالي للشركة ومقارنتها مع الشركات المماثلة داخل نفس الصناعة، يجب الأخذ بعين الاعتبار أن تحليل أداء الشركة، أو تقييم الأداء المالي للشركة لا يتحقق دفعة واحدة، وإنما يمر بمراحل تعتبر خطوات أساسية لا يمكن تجاوزها، وإلا لن يكون لعملية التقييم أي معنى إذا لم تحترم هذه المراحل، كما أنها لن تؤدي إلى تحقيق الأهداف المرجوة من عملية التقييم

أ- مراحل تقييم الأداء المالي للشركة

تمر عملية تقييم الأداء المالي للشركة بالمراحل التالية:

- **مرحلة جمع المعلومات**: تعد المعلومات موردا من الموارد الأساسية في عملية التسيير بمختلف مستوياته، فلا يمكن أن يوجد تخطيط دون معلومات، ولا يمكن أن يكون اتخاذ القرار دون توفر معلومات ولا يمكن أن تكون رقابة دون معلومات، فالمعلومات شيء ضروري في التسيير، ولكن توفر المعلومات ليس بالشيء الكافي، بل يجب على المؤسسة أن تتحصل عليها بالجودة العالية وفي الأوقات المناسبة فالمعلومات فضلا عن أهميتها في تقييم الأداء، فهي تعد بمختلف أنواعها من الوسائل التي تلجأ إليها المؤسسة لتحسين أدائها الاقتصادي، والحصول على مزايا تنافسية، وتحقيق التنافسية المستديمة للمؤسسة[3].

[1] لطرش سميرة، مرجع سابق، ص139.
[2] محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص 128.
[3] عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002، ص 15.

- **مرحلة قياس الأداء الفعلي**

هي المرحلة الثانية من عملية التقييم، من خلالها تتمكن المؤسسة من قياس كفاءتها وفعاليتها، والعقبة التي يمكن مواجهتها في هذه المرحلة هي : ما هي المعايير والمؤشرات التي يتم اللجوء إليها، فالمؤسسة تواجه مشكلة اختيار المعايير والمؤشرات الموافقة لطبيعة الأداء المراد قياسه، ويتمثل قياس الأداء في العملية التي تزود مسؤولي المؤسسة بقيم رقمية فيما يخص أداؤها بناء على معايير الفعالية والكفاءة مما سبق يتضح أن عملية القياس لا يمكن أن تتم إلا بتوفر مجموعة من المعايير التي هي الأخرى تفسر من خلال مجموعة من المؤشرات، ففي هذا المقام نشير إلى وجود فرق بين المعيار والمؤشر، فالأول يعني الأساس أو الركيزة التي تستند إليها عملية تقييم الأداء أما المؤشر فهو أداة للقياس وتفسير المعيار، أي أن المعيار يتم قياسه وتفسيره من خلال مجموعة من المؤشرات فقياس الأداء وتقييمه مرهون باختيار المعايير والمؤشرات التي تعكس فعلا الأداء المراد تقييمه[1].

- **مقارنة الأداء الفعلي مع الأداء المتوقع**

بعد أن تكون المؤسسة قد انتهت من مرحلة قياس الأداء الفعلي تشرع في المرحلة الموالية والمتمثلة في مقارنة أدائها المحقق بالأداء المرغوب، فالعقبة التي تواجه المؤسسة في هذه المرحلة هي المرجع الذي تستند إليه في عملية المقارنة، وبصفة عامة تحدد المؤسسة العناصر التالية للقيام بعملية المقارنة:

- **الزمن :** حسب هذا المرجع فإن المسؤولين يقومون بمقارنة قيم المؤشرات الحالية بقيم نفس المؤشرات في فترات سابقة، وتدعى هذه المقارنة بالمقارنة الأفقية، وتمكن هذه المقارنة بدراسة التغيرات الحاصلة ومتابعة تطورات المؤشر.
- **أداء الوحدات الأخرى** :يمكن اعتبار أداء الوحدات الأخرى مرجعا مهما في عملية المقارنة، وحسب هذا المرجع تقوم المؤسسة بمقارنة قيم مؤشراتها بنظيراتها في المؤسسات الأخرى بشرط تقارب أو تجانس النشاط، أو مقارنتها بقيم مؤشرات القطاع، هذا النوع من المقارنة يسمح للمؤسسة بمعرفة مكانتها بالنسبة للمنافسين.
- **الأهداف:** في بعض الحالات تقوم المؤسسة بمقارنة أدائها الفعلي بالأهداف المخططة لتحدد نسبة إنجاز أهدافها.

[1] أحمد بن حماد الحمودة، تقييم الأداء الوظيفي، دورية الإدارة العامة، المجلد34، العدد2، سبتمبر1994، معهد الإدارة العامة، الرياض، ص 337.

- **المعايير:** المعايير هي وحدات تستخدم كمرجع للمقارنة كالتكلفة المعيارية للمادة الأولية واليد العاملة التي تقارن بالاستهلاكات الفعلية ومن ثمة تحديد الانحرافات ودارستها ،هذا الأسلوب من المقارنة يسمح بمعرفة فعالية وكفاءة المؤسسة.

ب- معالجة الانحرافات وإصدار الحكم:

إن عملية المقارنة تفصح عن ثلاث نقاط هي :انح ا رف موجب، انحراف سلبي، انحراف معدوم، فالأول في صالح المؤسسة كارتفاع الأرباح، ارتفاع حصة السوق انخفاض التكاليف، أما الانحراف الثاني فهو ضد المؤسسة كاستهلاك المواد الأولية بكميات تفوق المعيارية، انخفاض الإنتاجية، أما الانحراف الثالث فليس له تأثير على نتائج المؤسسة، والحكم على الأداء من خلال الانحراف الكلي يعد من الأحكام المضلة، بل يجب على المسؤولين القيام بتحليل الانحراف الكلي سواء كان موجبا، سالبا أو معدوما، إن أمكن إلى غاية الوقوف على الأسباب الفعلية للانحراف، لتشجيع ما هو إيجابي ومعالجة ما هو سلبي.

وفي حقيقة الأمر عملية التحليل تمكن المؤسسة من معرفة مصدر أدائها، أهو أداء داخلي أو أداء خارجي فالحكم الجيد على الأداء يجب أن يكون مبني على تحليل الأداء أو الظاهرة إلى غاية الوصول إلى أبعد مؤثراته، ومن الطرق الفعالة في عملية التحليل طريقة الإحلال المتسلسل التي تساعد على تحديد تأثير كل عنصر ينتمي إلى الظاهرة في الانحراف الكلي.

المطلب الثالث: الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية.

أولا: **مفهوم الصيغة القوية:** بمعني أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة العامة إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين[1].

ولقد اختبرت صيغة الفرض القوي بطريقة غير مباشرة، من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين، يفترض أن لها وسائل الخاصة في الحصول على المعلومات لا تتاح للجمهور بذات السرعة وهم:

[1] بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006 ، ص111 .

1- المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار: تمتلك المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار إضافة إلى المتخصصين في تحليل الأوراق المالية ومن بينهم صناع السوق، إضافة إلى المدريين وكبار العاملين الذين يستثمرون جزء من مواردهم في أسهم الشركات العاملين فيها، وبالنسبة للشركات المتخصصة في الاستثمار كشفت دراسة Blume Crockett عام 1970 و glen وCumby عام 1990 عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة تلك المؤسسات على تحقيق عائد، يفوق ذلك الذي يمكن أن يحققه مستثمر بسيط يتبع إستراتيجية اشترى واحتفظ، وفي دراسة ل Shawky عام 1982 اتضح عدم قدرة تلك المؤسسات حتى على التنبؤ باتجاه الأسعار الأسهم في المستقبل، وهو ما يحمل في طياته عدم توفر ميزة خاصة لتلك المؤسسات يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية، ويضيف Jahnke عام 1987 أن السواد الأعظم من تلك المؤسسات-إضافة إلى الشركات المتخصصة في التحليل -لا تعطى اهتماما كافيا للتحليل الكمي للعائد والمخاطر، وهو ما يعني ضعف قدرتها على تحقيق عائد متميز، أما بالنسبة للشركات المتخصصة في التحليل والتي يعتقد أنه من خلال اتصالاتها وقدرتها الفنية يمكنها تحقيق السبق في امتلاك معلومات ذات قيمة قبل غيرها، فإن الدراسات قد كشفت أيضا عن عدم قدرتها على تحقيق أرباح متميزة، بل وإن قدرتهم على تقدير القيمة الحقيقة للسهم لا تتسم بالدقة في كثير من الأحيان، ليس هذا فقط بل من الصعب عليها معرفة اتجاه الخطأ المحتمل في تقدير القيمة الحقيقية للسهم، وهو ما يعني قبول فرض كفاءة الأسواق المالية في شكلها القوي، ومع هذا فإن قدرة الشركات على تقديم استشارات لعملاء حققوا من وراءها أرباحا غير عادية،قد يعتبره البعض بمثابة عدم الاعتراف بصيغة الفرض القوي، وأخيرا فإنه بالنسبة للدراسات الخاصة بالعائد الذي يحققه كبار العاملين من وراء الاتجار في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات التي يعملون بها، فتكاد تجمع على أن هؤلاء العاملين يحققون بالفعل أرباحا غير عادية، ما يعني قدرة المؤسسات المحترفة على تبني إستراتيجية استثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية، طالما أن السوق ليست بالدرجة المرتفعة من الكفاءة التي تحول دون تحقيق ذلك[1].

[1] غراية زهير، إمكانية تطبيق نموذج التاجر الصاخب محل نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2012، ص90.

2- **العاملين بالشركة:** يتمكن كبار العاملين بالشركات من معرفة المعلومات بسرعة بالمقارنة بباقي المستثمرين، ولذلك يمكن اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية لتثبت مدى قدرتهم عن تحقيق أرباحا غير عادية ومن ثم مدى صحة الفرض القوي لكفاءة السوق من عدمه، وقد أبدت العديد من الدراسات قدرة كبار العاملين بالشركات على تحقيق أرباح غير عادية من وراء الاتجار في الأوراق المالية، فيما يعتبر عدم تأييد واضح لفرض السوق الكفء في شكله القوي[1].

[1] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص 512.

خلاصة الفصل:

إن طبيعة المعلومات المنعكسة على سعر السهم، بمعنى فيما إذا كانت معلومات خاصة أو عامة، معلومات ماضية أو حاضرة، هي التي تحدد الصيغ المختلفة لكفاءة السوق، فللسوق الكفء ثلاثة صيغ مختلفة، فرض الصيغة الضعيفة والذي يعني أن سعر الورقة المالية في السوق يعكس جميع المعلومات التاريخية عن سعر السهم و حجم التعامل عليه الصيغة الثانية لكفاءة السوق فهي الصيغة متوسطة القوة، وهي تعني أن سعر السهم لا يعكس المعلومات التاريخية فقط بل المعلومات العامة كذلك، وهي المعلومات الخاصة بالظروف العامة، وظروف الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى معلومات حول المنشأة المصدرة للسهم محل الاهتمام.يبقى الفرض الأخير وهو فرض الصيغة القوية، والذي تنعكس فيه جميع المعلومات سواء كانت عامة متاحة لعامة الناس، أو خاصة متاحة لعدد معين من الأفراد، كالإطارات الكبرى في الشركة، ورئيس مجلس الإدارة، المحللين الماليين...الخ.

وإذا ما رجعنا إلى نتائج الدراسات الميدانية في اختبار الصيغ المختلفة لكفاءة السوق، فسوف نجد اختلاف وتضارب خاصة حول فرض الصيغة متوسطة القوة ففي حين يوضح ستيكل أن السوق غير كفء، إذ يستطيع بعض المستثمرين أن يحققوا أرباح غير عادية، نتيجة لوجود فاصل زمني بين وصول المعلومة وانعكاسها على سعر الورقة المالية، يسمح لهم بإجراء تحليلات لتلك المعلومات و يحققون بذلك أرباح نجد على العموم، وإجمالا نجد أن هناك شبه اتفاق من خلال الدراسات الميدانية على أنه لا يمكن التأكيد أن السوق كفء على مستوى الفرض القوي والفرض متوسط القوة، حتى في ظل مفهوم الكفاءة الاقتصادية، وهو ما يعطي فرصة للمختصين في التحليل التحليل الأساسي والمحترفين لتحقيق عوائد مميزة، أما عن فرض الصيغة الضعيفة، فقد ثبت من خلال بعض الدراسات أن الفنيين الذين يقومون بتطبيق أدوات التحليل الفني لم يتمكنوا من تحقيق أرباح غير عادية على حساب باقي المستثمرين، وهو ما يعد تأكيدا لفرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، لكن هذا لا يعني أن جميع المستثمرين مقتنعين بهذه الفكرة، أو بالأحرى ليس كل المتدخلين في أسواق رأس المال يتبعون الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة سوق رأس المال.

تمهيد

لقد تطرقنا في الفصلين السابقين إلى الإطار النظري لأسواق المالية، حيث قمنا بتوضيح بعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بأسواق الأوراق المالية في الفصل الأول، أما الفصل الثاني فتطرقنا إلى المعلومات المالية والكفاءة، وكذلك صيغ كفاءة أسواق الأوراق المالية.

كما سنحاول من خلال هذا الفصل القيام بدراسة تطبيقية، حيث سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، وسنتطرق في المبحث الأول الجوانب النظرية لكل من بورصة الجزائر وبورصة المغرب، والقيام بالمقارنة بينهما من عدة جوانب، أما المبحث الثاني فسنحاول اختبار كفاءة السوقين الماليين الجزائري والمغربي في صيغته المتوسطة، من خلال محاولة معرفة ما إذا كان هناك علاقة ارتباطيه بين مؤشر البورصتين وبعض المتغيرات الاقتصادية.

المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة الجزائر وبورصة المغرب

سنتطرق في هذا المبحث إلى الإطار النظري لبورصة الجزائر وبورصة المغرب، موضحين كل من نشأة كل بورصة منهما، الهيكل التنظيمي، وكذلك أنظمة التداول والتسعير، كما سنقوم بمحاولة المقارنة بينها من عدة نواحي.

المطلب الأول: الإطار النظري لبورصة الجزائر

أولا: نشأة بورصة الجزائر

تأسست بورصة الجزائر بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10، وهي عبارة عن شركة عمومية ذات أسهم وقدر رأسمالها بـ 30 مليون دج، جاءت لتدعيم السوق المالية الجزائرية ولتسهيل عمليات التمويل وجعل الاقتصاد الوطني يمتاز بتنافسية واسعة في ظل استعمال أفضل للادخار العمومي المتاح[1].

إن فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية يدخل في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987، ودخلت حيز التطبيق عام 1988، في نفس السنة صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، إن رأسمال المؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق الملكية لعدد من الأسهم وتوزع ما بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم (S.P.A)، تسير حسب أحكام القانون التجاري المكمل بقوانين عام1988 .

ولقد مرت فترة إنشاء بورصة الجزائر بمرحلتين هما:

1- **المرحلة الأولى (1990-1992):** في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، و من جملة هذه أنشئت مؤسسة شركة القيم المنقولة(S.V.M) ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الإجراءات الدول العظمى، وقد أسستها صناديق المساهمة وقدر رأسمال الشركة بـ 320.000,00دينار، يدير الشركة مجلس إدارة متكون من 8 أعضاء وكل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة[2].

2- **المرحلة الثانية (1992-1998):** لقد مرت الشركة في هذه المرحلة بفترة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي، و الدور الغير الواضح الذي يحب أن تلعبه، ففي فيفري من عام

[1] ياسمين عمامرة، دور عملية الرقابة والمراجعة الحسابات في تطوير كفاءة الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة المدية، 2015، ص 172.

[2] محفوظ بصيري، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، مذكرة ماجستير غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، 2007،ص77.

1992، تم رفع رأسمالها إلى 332.000دج، كما تم تغيير اسمها، وأصبحت تسمى "بورصة القيم المنقولة"[1].

ثانيا: تعريف بورصة الجزائر

تنوع تعريف ومفهوم بورصة الجزائر بين الجانب القانوني والاقتصادي ومن أهمها ما يلي[2] :

1. **حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993** :" بورصة القيم المنقولة هي إطار تنظيم وسير العمليات في ما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة، ومن باقي الأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات أسهم ".
2. **حسب خبراء الاقتصاد:** البورصة هي طرف في سوق رؤوس الأموال وهي تضمن مسلك قصير وغير مكلف ما بين الادخار والاستثمار، وهي تضمن سيولة الادخار على المدى الطويل، وهي أداة لقياس أصول الشركات المدرجة في جدول التسعيرة.

ثالثا: مهام بورصة الجزائر

تتكفل شركة تسيير البورصة القيم المنقولة بالقيام بالأنشطة التالية[3]:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة.
- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها(COSOB)

رابعا: الهياكل التنظيمية والإطارات القانونية المنظمة للبورصة الجزائرية

قام المشرع الجزائري بتوكيل مهمة تسيير و تنظيم البورصة إلى الجهات الموالية:

I. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

1- تعريف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): هي سلطة ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 المعدل والمتمم والمتعلق ببورصة القيم المنقولة[4]، وتتكون اللجنة من رئيس وستة أعضاء، يعين الرئيس بمرسوم رئاسي لعهدة مدتها أربع سنوات.

---

[1] بوكساني الرشيد: مرجع سابق، ص 228.

[2] بن أعمر بن حاسبن، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك و مالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013، ص 160.

[3] بورصة الجزائر، مهام بورصة الجزائر،انظر الموقع: http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141. 2016/04/18، 15:42.

[4] بورصة الجزائر، لجنة COSOB انظر الموقع: http://www.cosob.org/ar/missions/ 2016/04/19، 15.05.

2- مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

تعتبر (COSOB) أعلى هيئة في البورصة وتتمتع بالاستقلالية والمصداقية، وتسعي لإرساء الإطار القانوني والمؤسساتي للبورصة فهي تقوم بالمهام التالية[1]:

أ- حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الغش والتزوير، وتحقيق السير الحسن للبورصة وضمان الشفافية اللازمة.

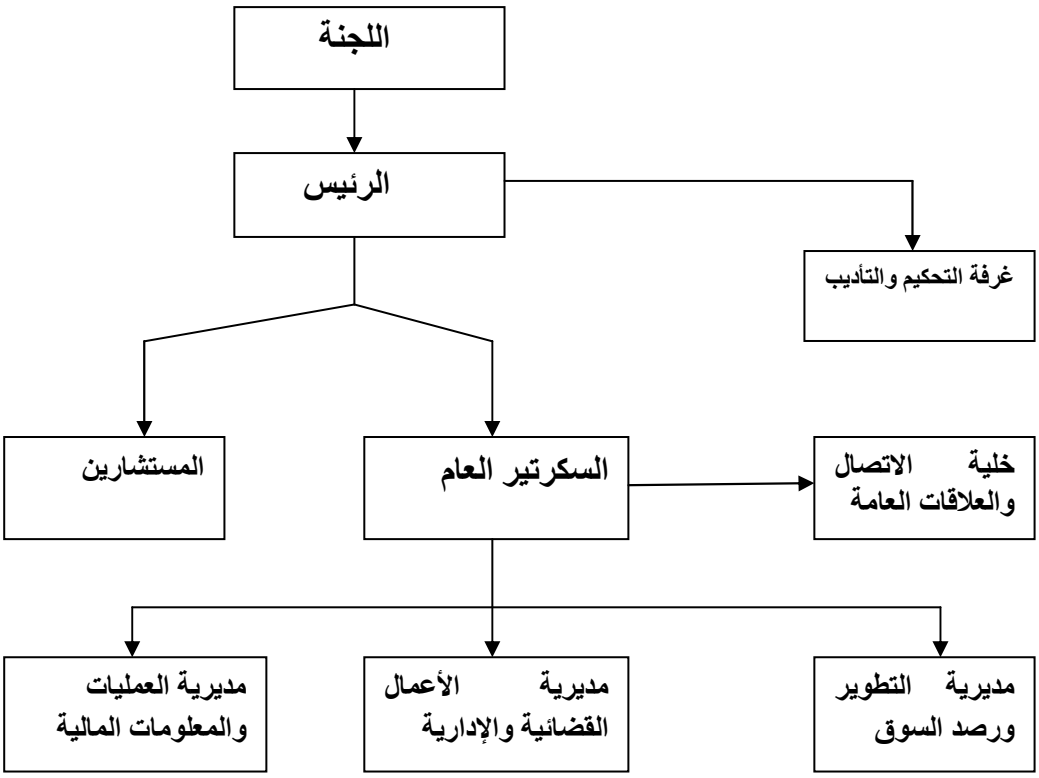
ب- قبول الأوراق المالية للتفاوض بشأنها وشطبها وتحديد أسعارها.

ج- تحديد نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات المطلوبة منهم لدى زبائنهم.

د- القيام بنشر المعلومات دوريا والتي تخص الشركات المدرجة في البورصة وتنظيم عمليات المقاصة.

3- الهيكل التنظيمي للجنة (COSOB):

الشكل(3- 1) الهيكل التنظيمي للجنة(COSOB)



.Www. Cosob.org- présentation- organigramme:Source

[1] ياسمين عمامرة، مرجع سابق، ص 175.

4- سلطات لجنة (COSOB)

لقد زوّد المشرّع اللجنة بمجموعة من السلطات لتمكينها من القيام بمهامها [1]:

أ- **السلطة التنظيمية:** تقوم اللجنة في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، وتتعلق الأنظمة التي يتم سنّها على الخصوص بما يأتي:

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وعلى ماسكي الحسابات، حافظي السندات
- واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية
- تسيير حافظة القيم المنقولة
- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات
- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة
- القواعد المتعلقة بمسك الحسابات حفظ السندات
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات
- شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة

أ- **سلطة الاعتماد والتأهيل**

تعتمد اللجنة على:

- الوسطاء في عمليات البورصة
- شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك
- تؤهل ماسكي الحسابات، حافظي السندات

ب- **سلطة المراقبة والحراسة والتحقيق**

تسمح السلطة المراقبة والحراسة والتحقيق للّجنة بالتأكد من مايلي:

- من احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق
- من امتثال الشركات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها
- من إدراج التصويبات اللازمة في حالة حدوث مخالفات
- من حسن سير السوق

[1] بورصة الجزائر، سلطات لجنة COSOB، انظر الموقع، http://www.cosob.org/ar/missions ، 2016/04/19 15:49.

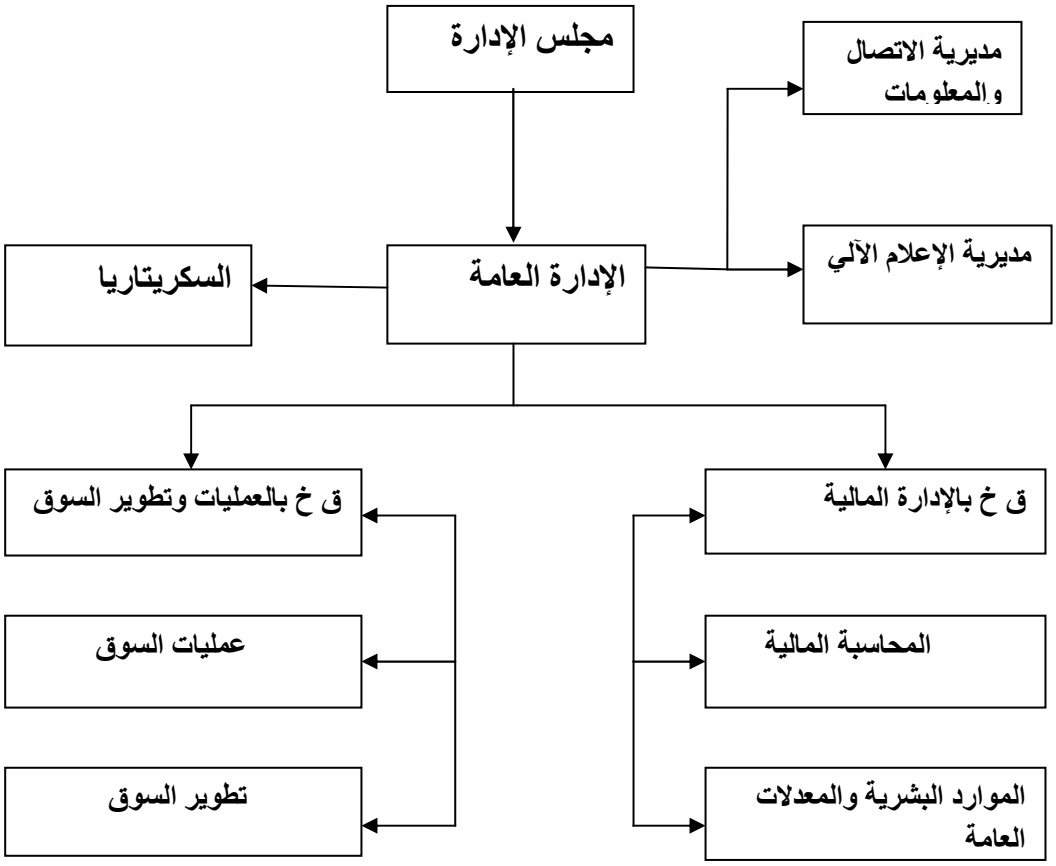
- تؤهل اللجنة، من أجل تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والحراسة، لإجراء التحقيقات لدى شركات أو مؤسسات مالية معنية بعملية معيّنة على القيم المنقولة.

II. شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGVB

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم، المعروفة اختصاراً SGBV، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو *1993* وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها[1].

1- الهيكل التنظيمي لشركة SGVB

الشكل (3-2) الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولةSGVB.



Source: www.sgbv.dz.

[1] بورصة الجزائر،شركة SGBV، انظر الموقع، http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141 2016/04/19 16.28.

2- **المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة**

أ- **البنوك الوطنية:** بنك التنمية المحلية BDL، البنك الخارجي الجزائريBEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفيةBADR، القرض الشعبي الجزائريCPA،البنك الوطني الجزائريBNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياطCNEP Banque.

ب- **شركات التأمين الوطنية**: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمينCAAR، الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR، الشركة الجزائرية للتأمينSAA، الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA.

ج- **البنك الخاص**: ويتمثل في يونيون بنك.

3- **المساهمون في شركة تسييرا بورصة القيم المنقولة :**

- بنك التنمية المحلية (BDL)
- البنك الخارجي الجزائري (BEA)
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)
- القرض الشعبي الجزائري (CPA)
- البنك الوطني الجزائري (BNA)
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (بنك - CNEP)

4- **مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:**

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة
- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبته(COSOB) .

III. المؤتمن المركزي - الجزائر للتسوية

1- **مفهوم المؤتمن المركزي:** هي شركة ذات أسهم، تضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم للعمليات التي تتم داخل وخارج شركة تسيير القيم المنقولة، المساهمة في الرأسمال الجزائر للتسوية مفتوحة للوسطاء في عمليات البورصة، للشركات المصدرة للسندات ولشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمان بقوة القانون[1].

[1] بورصة الجزائر، المؤتمن المركزي، انظر الموقع http://www.cosob.org/ar/algerie-clering، 2016/04/20، 14:40.

2- مهام المؤتمن المركزي

مهمة المؤتمن المركزي حسب القانون03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003،هو ما يلي[1]:

أ- يفتح ويدير حسابات السندات الجارية لصالح ماسكي الحساب الحافظين المنخرطين فيه.

ب- يمركز حفظ السندات ويسهل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب.

ج- ينفذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأس المال....).

د- يقنن السندات المقبولة في عملياته، حسب المقياس الدولـيI.S.I.N

ه- ينشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

3- المنخرطون في المؤتمن المركزي

البنوك والمؤسسات المالية، الوسطاء في عمليات البورصة، المتخصصون في سندات الخزينة العامة، الأشخاص المعنويون الذين يصدرون سندات، المؤتمنون المركزيون الأجانب.

4- السندات المقبولة في عملياته

القيم المنقولة (الأسهم، سندات الدين..) المسعرة أو غير المسعرة في البورصة، سندات الخزينة العامة، سندات الدين القابلة للتداول، حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، السندات ذات الطبيعة المصدرة على أساس القوانين الأجنبية، كل مجموعة السندات التي تخول حائزيها حقوقا مماثلة.

IV. هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

تتألف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة من شركات أو صناديق التي تهدف إلى تأسيس وتسيير محفظة القيم المنقولة ومنتجات مالية أخرى لحساب الغير، فهي مؤهلة إلى جمع الادخار لاستثماره في السوق المالي وفق سياسة استثمار واضحة، يتطلب إنشاء هيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة اعتمادا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها[2].

V. ماسكو الحسابات _ خافضو السندات

هم البنوك و المؤسسات المالية ، شركات التجارة التي تمتلك صفة الوسطاء في عملية البورصة، ويوفر ماسكو الحسابات للمستثمرين خدمات فتح و تسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية والمكتسبة في السوق الثانوية[3].

---

[1] ياسمين عمامرة، مرجع سابق، ص178.

[2] بورصة الجزائر، هيئات التوظيف الجماعي، انظر الموقع http://www.cosob.org/ar/opcvm 14.58 20/04/2016 .

[3] بورصة الجزائر، ماسكو الحسابات، انظرالموقع http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document83.pdf 20/04/2016 15.25 page,2.

خامسا: الوساطة المالية في بورصة الجزائر

I. مفهوم الوساطة المالية: حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة، وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنّها الجهة التي تمنحهم الاعتماد، ويطلب الوسطاء في عمليات البورصة الاعتماد في فئة من الفئات المحددة أدناه، ويُمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة[1].

يتضمن سوق المال في الجزائر حالياً سبعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفيةBADR، وبنك التنمية المحلية BDL، وبنك الجزائر الخارجي BEA، والبنك الوطني الجزائريBNA، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط -CNEP Banque، والقرض الشعبي الجزائريCPA، والبنك الخاص بي ان بي باريبا الجزائر BNP Paribas El dajazair.

II. مهام الوسطاء في البورصة

يكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993، وهي :

1. توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية لجهة المصدرة.
2. التداول في السوق لحساب زبائنهم.
3. تسيير حافظة السندات بموجب تفويض.
4. نشاط البيع والشراء كطرف مقابل.
5. عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه.

وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين.

[1] بورصة الجزائر، الوساطة المالية، انظر الموقع http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154 .20/04/2016

سادسا: شروط الإدراج في بورصة الجزائر

تشترط بورصة الجزائر على الشركات التي تريد الانضمام إلى البورصة وتداول أسهمها فيها، الشروط التالية[1]:

- يجب أن تكون الشركة منضمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم (spa).
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري).
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.
- أن تقدم تقريراً تقييما لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة.
- إن لم يوجد ذلك فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة.
- ضمان التكفل بعملية تحويل السندات.
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة .
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20 % على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهما كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

[1] بورصة الجزائر، شروط الإدراج، انظر الموقع http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149 21/04/2016

المطلب الثاني: الإطار النظري لبورصة المغرب

I. نشأة بورصة المغرب

تأسست بورصة الدار البيضاء سنة 1929 وقد مرت بورصة بعدة مراحل بدأت بإنشاء مكتب التصفية بالقيم المنقولة حيث تتم عمليات التداول عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية، وفي المرحلة الثانية تغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثة فتبدأ من سنة 1967 حيث صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتنظيم السوق الأولية قانون الشركات الصادر عام 1992 وكذلك قانون السندات لسنة 1991ولا يسمح بطرح أوراق المالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في السوق إلا من خلال وسيط يكون مراسل له، كما لا يسمح إلا للمغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من عملية الصرف والمباعة إلى بنك المغرب وأيضا لا يسمح للمواطنين المغاربة بالاستثمار في الخارج[1].

ولقد مرت بورصة المغرب (الدار البيضاء)بعدة محطات على مر الفترة من 1948 إلى 2007 نذكرها[2]:

1. 1948: حل مكتب التداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة.
2. 1967: أصبح للسوق المالي المغربي خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني.
3. 1586:الشروع لتطبيق برنامج للتقويم الهيكلي (استغرق عشر سنوات).
4. 1993: شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة وذلك بإصدار والمصادقة على 3 نصوص مؤسسية، ويسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثا ملموسا.
6. ومن أجل رفع فعالية السوق، بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993.
7. 1997: تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 96-34 المتعلق ببورصة القيم وانطلاق نظام التسعير والتداول الالكتروني.
8. 1998: تعويض السوق الرسمي وسوق التفويت المباشر بالسوق المركزي وسوق الكتل.
9. 2000: تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء.

[1] بن أعمر بن حاسبن، مرجع سابق، ص156.
[2] بورصة المغرب، نبذة تاريخية، انظر الموقع، http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=110&Cat=1. 22/04/2016 19.21

10. 2007: بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبة للتحولات الهامة التي تشهدها، وأما من حيث تنظيم السوق، فقد اتُخِذَت عدة تدابير أهمها:

أ- 2000 اعتماد لامركزية التداول الإلكتروني وتحويل عمليات البيع والشراء إلى مقرات شركات البورصة، وتقليص مدة الإتمام النظري الخاص بعمليات البورصة من خمسة إلى ثلاثة أيام.

ب- 2002 إطلاق المؤشرات الجديدة مازي وماكس، والمؤشرات القطاعية، ومؤشرات المرد ودية، ومؤشرات العملات.

ج- 2004 الأخذ بالقيمة السوقية للرأسمال العائم (الرسملة) في طريقة حساب هذه المؤشرات.

د- 2005 تطبيق المعايير الجديدة للمكوث في جدول التسعيرة.

ه- 2007 تم إصدار قوانين جديدة متعلقة بالظهائر المعتبرة.

و- 2008 اعتماد النسخة 900 لنظام التسعير الإليكتروني، وأنشئت بورصة الدار البيضاء" لجنة متابعة " من أجل تعديل النظام الإداري للشركة واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد منذ سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة.

ز- 2009 تم الاعتماد الفعلي لنظام الحوكمة يرتكز على مجلس إدارة و إدارة عامة.

II. تعريف بورصة الدار البيضاء بورصة الدار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة. وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد والمالية وتزاول نشاطها بناء على دفتر التحملات مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة.[1]

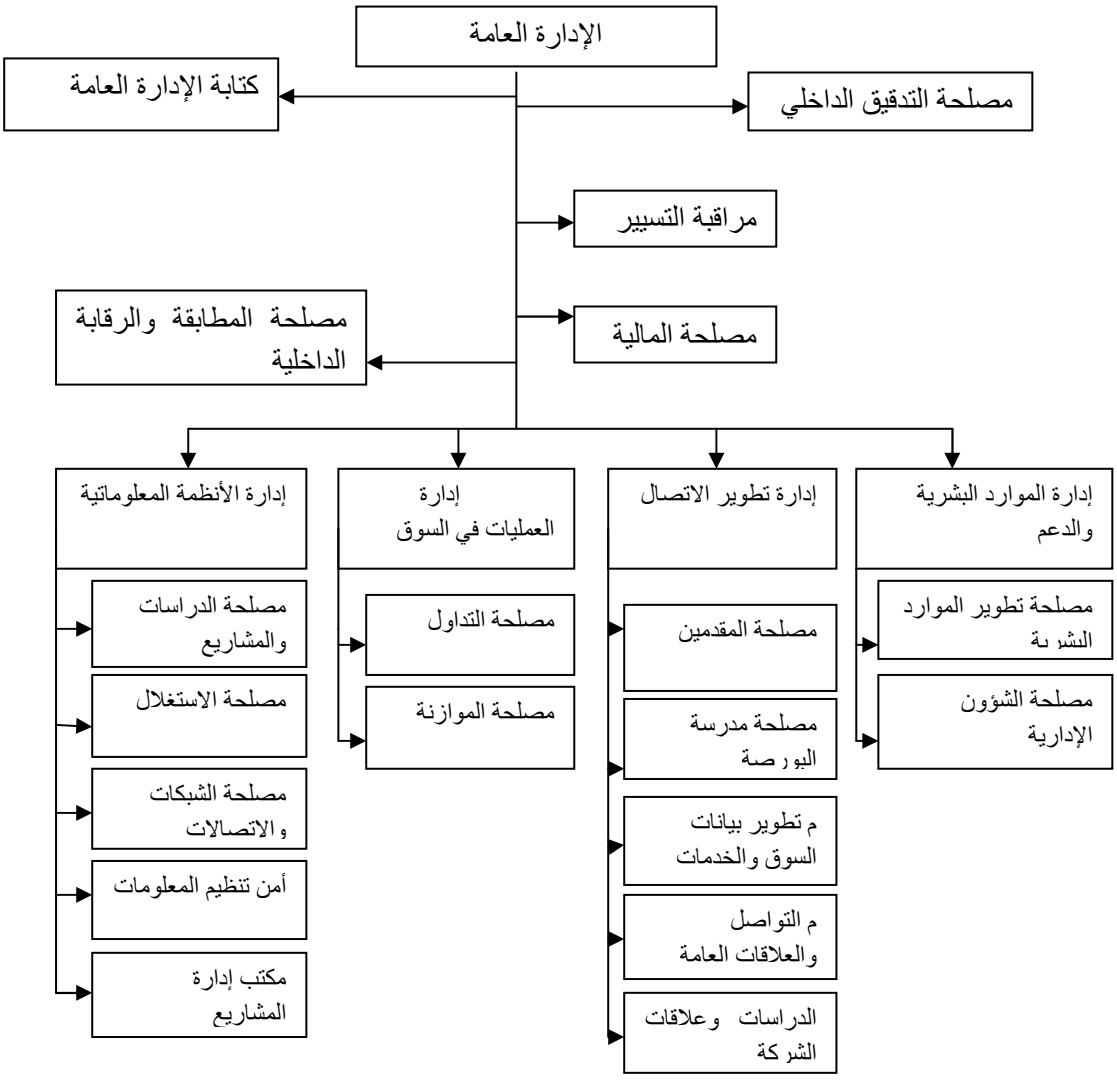
بورصة الدار البيضاء هي السوق المالي الوحيد في المغرب وتعد الأولى مغاربيا والثالثة عربيا من حيث القيمة السوقية التي بلغت أكثر من 90 مليار دولار، يرجع تأسيسها إلى سنة 1929 وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة "[2].

[1] بورصة المغرب، تعريف البورصة، انظر الموقع http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content. 21/04/2016.

[2] بورصة المغرب، تعريف البورصة، انظر الموقع، https://ar.wikipedia.org/wiki / 2016/04/21 15:57.

III. الهيكل التنظيمي لبورصة المغرب

الشكل (3 - 3) الهيكل التنظيمي لبورصة المغرب(الدار البيضاء)



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة المغرب http://www.casablanca-bourse.com

IV. مهام بورصة المغرب

تكمن مهمة بورصة الدار البيضاء في ضمان سير وتطوير وتشجيع سوق البورصة المغربي، وذلك من خلال[1]:

[1] بورصة المغرب، مهام بورصة المغرب،انظر الموقع http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink 22/04/2016 19.31.

- مراقبة ورصد حصة التداول.
- إصدار ونشر معلومات السوق.
- مساعدة الجهات المصدرة عند تداول قيمهم المنقولة وعند تنفيذ عملياتهم المالية.
- التدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف.
- ضمان حركة الأوراق المالية في حال عجز أحد الوسطاء.

V. الجهات المتعاملة في بورصة المغرب

هناك عدة شركات وهيئات فاعلة في بورصة المغرب، نذكرها[1]:

1. شركات البورصة

تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقتضى الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 الصادر بتاريخ 21سبتمبر 1993، وتم الترخيص لها من طرف وزارة الاقتصاد والمالية، وتحتكر هذه الشركات السمسرة في سوق البورصة، ويتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة، إيداع وحفظ الأوراق المالية، إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة، وتنشيط سوق القيم المنقولة المدرجة للتداول، وفضلا عن ذلك، عند إجراء عمليات الإدراج في البورصة، تساعد شركات البورصة الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم على إعداد وثائق المعلومات الموجهة للعموم وعلى جمع طلبات الاكتتاب.

2. مجلس القيم المنقولة CDVM

هو عبارة عن مؤسسة مستقلة ماليا تتمتع بالشخصية المعنوية، وهي تكلف السلطة المكلفة بمراقبة السوق وتتلخص مهامها في:

- السهر على موافاة المستثمرين في القيم المنقولة بالمعلومات الضرورية وضمان وضع ونشر جميع المعلومات القانونية والتنظيمية اللازمة من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم الكلية للاكتتاب لدى العموم.
- ضمان حسن سير السوق القيم المنقولة بالسهر على شفافيته ونزاهته وسلامته.
- ضمان مراعاة واحترام مختلف المقتضيات القانونية والتنظيمية التي يخضع لها السوق المالي.

[1] بورصة الدار البيضاء، الفاعلون في السوق، انظر الموقع http://www.casablanca-bourse.com/ 19.50 2016/04/24.

3. ماروكلير

تم إنشاء ماروكلير بمقتضى القانون رقم 35-96 الصادر بتاريخ 9 يوليو 1997، القاضي بتحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإلكتروني، وتعد ماروكلير هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب، وتتلخص مهمتها في :

- حفظ حسابات الأوراق المالية للشركات الأعضاء فيها والسهر على حركة وإدارة هذه الحسابات.
- مركزة حفظ الأوراق المالية في حسابات جارية مفتوحة حصريا باسم المهنيين أي البنوك وشركات البورصة والجهات المُصدرة.
- إدارة نظام التسوية و تسليم الأوراق المالية.
- تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.

4. الجمعية المهنية لشركات البورصة

هي جمعية مهنية تضم مجموع شركات البورصة التي تعمل في سوق البورصة المغربي وتتجلى مهمتها في المساهمة في تطوير والنهوض بمهن شركات البورصة وبالخدمات الاستثمارية في السوق المالي المغربي، بالإضافة إلى تمثيل أعضائها لدى باقي الفاعلين في السوق ولدى السلطات العمومية.

5. وزارة الاقتصاد والمالية

وزارة الاقتصاد والمالية هي الهيئة الوصية على بورصة الدار البيضاء دون أن تساهم في إدارة هذه الأخيرة وهي تتدخل من خلال إصدار قوانين متعلقة بسوق البورصة ويقوم مندوب حكومي بتمثيلها في مجلس إدارة بورصة الدار البيضاء.

VI. شروط الإدراج في بورصة المغرب

تختلف شروط الإدراج بين الأسهم والسندات في البورصة المغرب، فأما في شروط الإدراج الأسهم فنجدها تنقسم إلى شروط أساسية وشروط إضافية، أما بالنسبة للسندات فنجد تنقسم من حيث الجهة المصدرة والسنوات المصدرة، وفي ما يلي هذه الشروط[1]:

[1] بورصة الدار البيضاء، الإدراج في البورصة، انظر الموقع
http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=159&Cat=5 14.52 2016/04/25.

1- في سوق الأسهم

شروط القبول: تقتضي بورصة المغرب (الدار البيضاء) وجود شروط لابد من توفرها من أجل قبول تداول أسهم الشركات فيها، هذه الشروط تنقسم إلى شروط أساسية وشروط إضافية:

أ- الشروط الأساسية:

الجدول (3 – 1) يوضح الشروط الأساسية التي يجب توفرها واستيفاؤها في الشركات من أجل قبول الإدراج والتداول:

	السوق الرئيسي	**سوق التطوير**	**سوق النمو**
حجم الشركات	الشركات الكبرى	الشركات المتوسطة الحجم	الشركات ذات النمو السريع
رؤوس الأموال الذاتية الدنيا (مليون درهم)	50 مليون درهم	لم يتم وضع أي حد أدنى له	لم يتم وضع أي حد أدنى له
رقم المعاملات الأدنى (مليون درهم)	لم يتم وضع أي حد أدنى له	أكثر من 50 مليون درهم	1
عدد السنوات المالية المصادق عليها	3	2	1
الحسابات الموطدة	نعم (إذا كانت للشركة شركات تابعة)	غير إلزامية	غير إلزامية

Surce : http://www.casablanca-bourse.com

ب- الشروط الإضافية:

الجدول (3 -2) يوضح الشروط الثانوية للإدراج في بورصة المغرب

	السوق الرئيسي	**سوق التطوير**	**سوق النمو**
عدد الأسهم الأدنى اللازم إصدارها	250000 سهم	10000 سهم	30000سهم
المبلغ الأدنى للإصدار	75 مليون درهم	25 مليون درهم	10 ملايين درهم
اتفاقية التنشيط	غير إلزامية	سنة واحدة	3سنوات

Surce : http://www.casablanca-bourse.com

المبلغ الأدنى اللازم إصداره هو مجموع ما تريد جمعه على سوق البورصة، ويمثل عدد الأوراق المالية المطروحة على العموم مضروب في سعر الإدراج المعتمد.

2 - في سوق السندات

لقبول إدراج وتداول السندات في بورصة المغرب لابد من توفر شرطين هما:

أ- الجهة المصدرة

- عدد السنوات المالية المصادق عليها سنتان(2).
- الحسابات الموطدة مقبولة (إذا كانت للشركة فروع).

ب- إصدار السنوات

- المبلغ الأدنى اللازم إصداره بملايين الدرهم 20 مليون درهم.
- مدة الاستحقاق الدنيا سنتان (2)

المطلب الثالث: المقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة المغرب

تعتبر بورصة المغرب من أنشط البورصات العربية، حيث تصنف الأولى مغربيا والثالثة عربيا، ولابد من وجود اختلاف بينها بين البورصة الجزائرية التي بدأت تتحرك في الآونة الأخيرة، وسنحاول من خلال هذا المطلب القيام بالمقارنة بين البورصتين من نواحي مختلفة.

أولا: من حيث الأسواق المكونة في البورصة:

I. أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين[1]:

1- تتكون سوق سندات رأس المال من سوقين هما:

أ- السوق الرئيسية الموجهة للشركات الكبرى: وهي سوق يتم فيه تداول أسهم الشركات الكبرى المدرجة في البورصة، ويوجد حالياً أربع (04) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.
- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة.
- أليانس للتأمينات، الناشطة في قطاع التأمينات،
- NCA رويبة: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

[1] بورصة الجزائر، الأسواق المكونة للبورصة، انظر الموقع http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145 28/05/2016 23 :43

ب- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة: وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدّل والمتمّم للنّظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلّق بالنّظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012).

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم

2- تكون سوق سندات الدين سوقين هما:

أ- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة

ب- سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً 28 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري.

يتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

II. أسواق بورصة المغرب

1- بنية سوق المغربي

تعد بورصة الدار البيضاء سوقا مقننة، حيث يتم فيها تداول القيم المنقولة، وهي تضم السوق المركزي، حيث يتم مقابلة مجموعة من أوامر البيع وأوامر الشراء المتعلقة بقيمة منقولة مسجلة في جدول تسعيرة بورصة الدار البيضاء، كما تضم بورصة الدار البيضاء سوق الكتل، حيث يمكن بالتراضي المباشر إجراء عمليات تداول متعلقة بقيم منقولة مسجلة في جدول تسعير البورصة، والتي يساوي أو يتجاوز حجمها الحجم الأدنى للكتل حسب الشروط الخاصة بالأسعار المنبثقة في السوق المركزي، وفي ما يلي تقسيم سوق الدار البيضاء:

أ- السوق المركزي

هي سوق ممركزة توجهها أوامر البيع والشراء، ويتم تسعير قيمة منقولة ما على هذه السوق وفق نظام التسعير المستمر أو الثابت.

ب- سوق الكتل

تتم صفقات الكتل بالتراضي المباشر، وتخضع لنوعين من الشروط:

- شروط الحجم (الحجم الأدنى للكتل):يتم تحديد الحجم الأدنى للكتل بالنسبة لكل قيمة منقولة حسب تطور المعايير خلال فترة معينة تحددها البورصة.
- شروط السعر: والذي يضم كل من:
  - القيم المنقولة الخاضعة لنظام التسعير المستمر.
  - القيم المنقولة الخاضعة لنظام التسعير الثابت .

ثانيا: من حيث الأوامر

I. الأوامر في بورصة الجزائر

1- **الأوامر:** يجب أن يتضمن أمر البورصة بعض البيانات الضرورية كي يتم تنفيذه تنفيذا سليما، من بين هذه البيانات ما يلي[1]:

- هوية مقدم الأمر.
- الغرض من العملية شراء أو بيع.
- عنوان أو اسم القيمة التي يتعلق بها الأمر.
- كمية أو عدد السنوات المطروحة للتداول.
- السعر الأعلى للشراء والأدنى للبيع الذي يبدي المستثمر استعدادا لدفعة أو يقبل تقاضيه مقابل تنفيذ أمره.
- فترة صلاحية الأمر، والتي يجب أن لا تتعدى 30 يوم ابتداء من يوم إنشائه.
- توقيع صاحب الأمر.

2- **أنواع أوامر البورصة:** طبقا للأحكام التنظيمية لعمل البورصة، يمكن لأوامر البورصة أن تأخذ إحدى الأشكال التالية، وهذا حسب بيانات السعر أو الصلاحية:

1. بيانات السعر: تقبل شركة تسيير القيم المنقولة نوعين من الأوامر حسب السعر هما:

أ- **أمر محدد السعر:** هو أحد أنواع الأوامر في البورصة حيث يحدد المشتري والبائع السعر المرغوب سواء كان أعلى أو أقل من السعر الذي قرره لشراء أو بيع السند.

[1] بورصة الجزائر، الأوامر في البورصة، انظر الموقع http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145 28/05/2016

ب- **أمر بالسعر الأفضل:** هو أمر بالشراء أو البيع لم يتم تحديد سعره، ويتم تنفيذه بأفضل سعر متداول في السوق.

2. **بيانات الصلاحية:** تقبل شركة تسيير القيم المنقولة بأربع أنواع من الأوامر حسب فترة الصلاحية وهي:

أ- **أمر صالح لمدة يوم:** هو أمر بالشراء أو البيع صالح فقط في جلسة التداول التي تلي تسجيله.

ب- **أمر صالح لتاريخ معين:** هو أمر بالشراء أو البيع صالح لغاية تنفيذه أو لغاية آخر جلسة تداول للبورصة في الشهر المدني الجاري.

ج- **أمر ذو صلاحية محدودة:** وهو أمر بالشراء أو البيع مدة صلاحيته لا تتجاوز 30 يوما ويعد صالحا إلى غاية انتهاء جلسة التداول المذكورة.

د- **أمر صالح لغاية التنفيذ:** وهو أمر بالشراء أو البيع لم يحدد له تاريخ انتهاء الصلاحية، وصلاحية تقديمه في السوق لا تتجاوز ثلاث أسابع متتالية.

كما نجد هناك نوع آخر من الأوامر، أمر خاص:هو أمر على كل شيء أو لا شيء هو أمر للبيع أو الشراء لا يمكن تنفيذه بصفة مجزئة، وقد يكون تجميد التعامل بهذا الأمر مؤقتا، وذلك لتعزيز سيولة السندات المسعرة في البورصة.

I. الأوامر في بورصة المغرب:

1- **مفهوم الأمر:** هو تعليمة بواسطتها تسمح لوسيطك المالي (بنكا كان أو شركة بورصة) بإجراء عمليات شراء أو بيع متعلقة بقيم منقولة مدرجة في البورصة.

قبل إصدار أي أمر بورصة، يجب أن تكون قد فتحت حسابا لدى بنك أو شركة بورصة بصفتهما الوسيط المالي المكلف بتنفيذ الأمر وتدبير الحساب واستيفاء القسيمات وإرسال الإشعارات بانعقاد الصفقات أي بتنفيذ أمر البورصة[1]، لكي يتم تنفيذ أمر البورصة، يجب أن يتضمن المعلومات التالية:

- الاسم الكامل بالنسبة للأشخاص الذاتيين/ اسم الشركة بالنسبة للأشخاص المعنويين.
- رقم الحساب الذي سيتم تحريكه.
- التاريخ.
- القيمة المنقولة المعنية بالأمر.
- تجاه الأمر: بيع أم شراء.

[1] بورصة المغرب، أنواع الأسعار في البورصة، انظر الموقع
http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=167&Cat=6 25/05/2016 22.56

- الكمية: عدد الأوراق المالية التي سيتم شراؤها أو بيعها.
- سعر التنفيذ.
- مدة سريان الأمر.
- ويمكن إصدار الأمر كتابةً (عبر الفاكس أو حاملا لتوقيع) أو بالهاتف (يليه تأكيد كتابي).

2- **أنواع الأسعار في بورصة المغرب:** يعتبر السعر أحد أهم العناصر في عملية إصدار أمر البورصة، وهناك ثلاث أنواع[1]:

1- **الأمر بسعر السوق:** يمكنك اختيار هذه الصيغة إذا كنت مُصِرّا على أن يتم تنفيذ و تحديد الأمر الذي أصدرته بأحسن سعر وقت وصوله إلى السوق.

أ- **بالنسبة للمشتري**: فالسعر الذي تود أن تشتري به سيكون مساويا لأحسن عرض للبيع، متواجد على السوق.

ب- **بالنسبة للبائع**: فالسعر الذي تود البيع به سيكون مساويا لسعر أحسن عرض للشراء، متوفر على السوق.

وهكذا ستصبح لك الأولوية في السوق فور وصول الأمر الذي أصدرته، ولكن إذا تم تنفيذ هذا الأمر جزئيا، فسيتم تلقائيا، تحويل المتبقي منه إلى أمر بسعر ثابت، مُساوٍ لسعر التنفيذ الجزئي لهذا الأمر.

2- **الأمر بسعر المحدد:** تمكنك هذه الصيغة من التحكم في السعر الذي تعرضه بهدف الشراء والبيع.

أ- **بالنسبة للمشتري**: سيكون السعر المحدد أقصى سعر تَقْبَلُ الشراء به.

ب- **النسبة للبائع**: سيكون السعر المحدد أدنى سعر تَقْبَلُ البيع به، للبيع به

لا يتم تنفيذ الأمر بسعر محدد كليا أو جزئيا إلا إذا سمح السوق بذلك.

3- **الأمر بالسوق :** تخول هذه الصيغة للأمر المصدر الأولوية على باقي أنواع الأوامر، حيث أنه لا يتضمن أي سعر، ويتم تنفيذ الأمر بالسوق حسب شروط السوق وذلك مهما كان السعر و بالتالي بأسعار مختلفة.

[1] بورصة الدار البيضاء، الاستثمار في البورصة، انظر الموقع http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=167&Cat=6 22.02 2016/04/28.

أ- **بالنسبة للمشتري:** سيتم تنفيذ الأمر بعد مقابلته مع أحسن عروض البيع و ذلك، حتى استنفاذ الكمية الواردة في الأمر.

ب- **بالنسبة للبائع:** سيتم تنفيذ الأمر بعد مقابلته مع أحسن عروض الشراء و ذلك، حتى استنفاذ الكمية الواردة في الأمر.

كما يجب على الأوامر في بورصة المغرب، المرور بالمرحلتين التاليتين حتى يتم قبوله من طرف البورصة، وهما ما يلي:

- إرسال أمر بالشراء أو بالبيع إلى الوسيط المالي، إذا كان الوسيط بنكا، يُحال الأمر تلقائيا إلى شركة البورصة.
- تحويل أمر البورصة إلى سوق البورصة بواسطة مُفاوض شركة البورصة، وعندما يتم تنفيذ أمر البورصة، يتم إرسال إشعار بانعقاد الصفقة إلى الزبون أو العميل.

ثالثا: من حيث مواقيت التداول وطريقة التسعير

I. أنظمة التسعير في بورصة الجزائر

1- مواقيت وطريقة التسعير

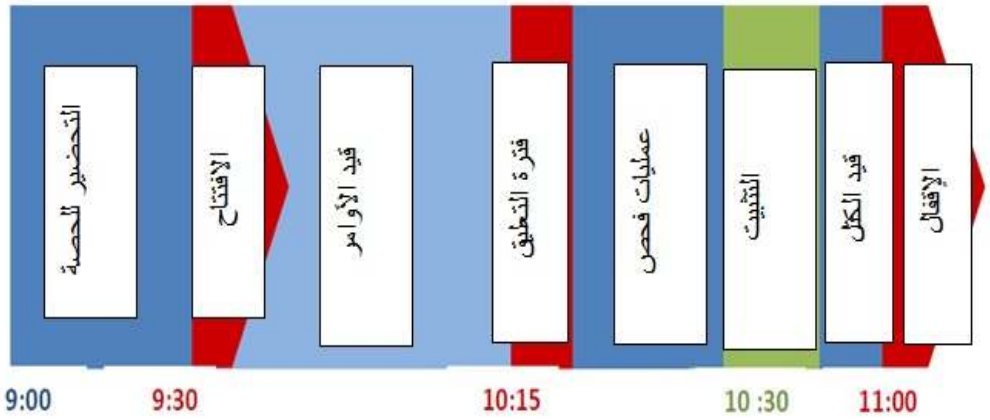
بمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة، يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه، كما تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة يومي الاثنين والأربعاء من 9:30إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية، وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت، ويتمثّل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تُجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، ويتيح هذا النوع من التسعير[1]:

- تضخيم حجم السندات المتبادلة.
- تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع.
- تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

[1] بورصة الجزائر، مواقيت وطريقة التسعير، انظر الموقع http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147 2016/04/30 13.44

في ختام الحصة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم أو السندات، وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقاً للسعر المحدد في السوق ويمكن تلخيص مسار حصة التداول على النحو التالي:

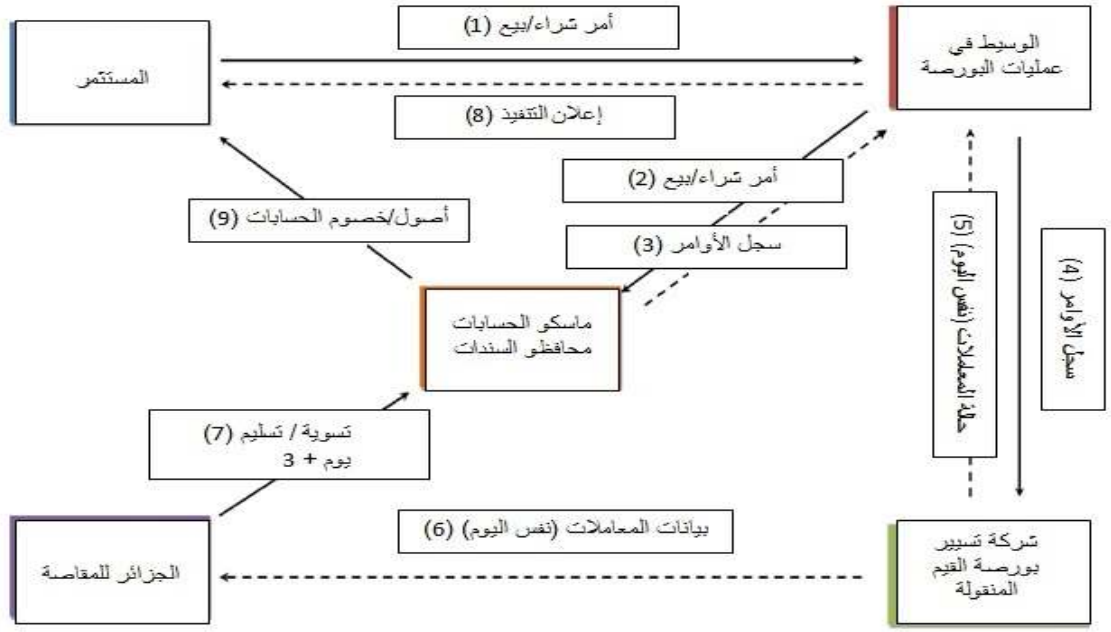
الشكل (3- 4) مسار حصة التداول في بورصة الجزائر.



2- نظام التسوية و التسليم

تعتبر سوق البورصة الجزائرية سوقاً فورية، وهو ما يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه وبعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها، بعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة، ويتم إجراء العملتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيّام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية، ومنذ تنصيب نظام الجزائرية للتسوية تم التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة، إذ صارت تُسجّل في حسابات السندات وتُدار من قبل ماسكي الحسابات-محافظي السندات (TCC) ، من المهم الإشارة إلى أن الوسطاء في عمليات البورصة ملزمون بالتأكد من أن أصحاب الأوامر يملكون السندات أو الأموال لتغطية العملية التي يرغبون في إجراءها، وفي حالة عدم تسليم السندات خلال الآجال المحددة، يُعلن الوسيط في عمليات البورصة متخلفاً عن التسليم، ويمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، في هذه الحالة، أن تقوم بإعادة شراء السندات التي لم يتم تسليمها في السوق.

ويبين الشكل رقم(3-5) يوضح عملية اقتناء و/ أو بيع السندات في البورصة:



المصدر: http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148

II. أوقات التداول والتسعير في بورصة المغرب

تعتمد بورصة المغرب (الدار البيضاء) على نظامين للتداول والتسعير، سنقوم بذكر هذه النظامين هما[1]

1- أنظمة التداول

يتم تداول القيم المنقولة المسجلة في بورصة المغرب انطلاقا من منصة NSC V 900(نظام التسعير الجديد صيغة 900)، التي تعتمد التسيير الآلي لحصص التداول، وهي منصة طورتها آتوس أورونيكست، وتستعمل في عدة بورصات أخرى مثل أورونيكست، دبي، ماليزيا، تونس، لوكسمبرغ، ويمكن نظام NSC V900 من النقل التلقائي لأوامر البورصة ومن إبرام الصفقات حسب قواعد خاصة بالسوق يتم تحديدها مسبقا.

2- أوقات التداول

تخضع بورصة المغرب (الدار البيضاء) إلى أوقات يتم تداول الأسهم المدرجة فيها، و الجدول التالي يوضح أوقات الافتتاح والتداول و الإغلاق:

[1] بورصة الدار البيضاء، أنظمة التداول والتسعير، انظر الموقع
http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=284&Cat=21 18.58 2016/05/01.

الجدول (3 – 3) يوضح أوقات الافتتاح والتداول والإغلاق لبورصة المغرب

	المجموعة 1	المجموعة3	المجموعات6 و8	المجموعة11	المجموعة 13
قبل الافتتاح	9 و00د	9 و00د	9 و00د	9 و00د	9 و00د
الافتتاح الأول	9 و30د	11 و00د	14و30د	14 و30د	15 و15د
الافتتاح الثاني	_	13 و00د	_	_	_
الافتتاح الثالث	_	15 و00د	_	_	_
قبل الإغلاق	15 و20د	_	_	_	_
الإغلاق	15 و30د	_	_	_	_
التداول عند آخر حصة	15 و40د	_	_	_	_
نهاية الحصة	15 و40د	15 و30د	15 و30د	15 و30د	15 و30د

Surce : http://www.casablanca-bourse.com

3- طريقة التسعير

وتتكون المجموعات الموجودة في الجدول السابق من أسهم متداولة في السوق المالي المغربي، وهذه الأسهم مقسمة حسب نظام التسعير الخاضعة له، والجدول التالي يبين المجموعات وكل نظام تسعير للأسهم:

الجدول (3 -4) نظام التسعير لكل مجموعة

بيان المجموعات	المجموعات
أسهم خاضعة لنظام التسعير المستمر	**01**
أسهم خاضعة لنظام التسعير الثابت المتعدد	**03**
سندات الدين المسعرة بالنسبة المئوية	**06**
سندات الدين المسعرة بالدرهم	**08**
أسطر ثانوية تابعة لأسهم المجموعة 01، خاضعة لنظام التسعير الثابت	**11**
أسطر ثانوية تابعة لأسهم المجموعة03، خاضعة لنظام التسعير الثابت	**13**

Surce : http://www.casablanca-bourse.com

4- أنظمة التسعير الأسهم

تتولى بورصة الدار البيضاء مهمة تحديد أنظمة تسعير القيم المنقولة حسب المعايير التالية:

- متوسط حجم الصفقات في حصة التداول.
- متوسط عدد الأوراق المالية قيد التسعير في حصة التداول.
- وتيرة تداول القيمة.
- متوسط عدد العقود المسجلة في حصة السوق.
- الرسملة العائمة.

المبحث الثاني: اختبار فرضية الصيغة المتوسطة لكفاءة بورصة الجزائر وبورصة المغرب

سنحاول من خلال هذا المبحث دراسة مدى كفاءة سوق المالي الجزائري والسوق المالي المغربي وذلك عند المستوى المتوسط، وهذا من خلال دراسة معامل الارتباط بين الأسهم الشركات المدرجة في السوقين وبين بعض المتغيرات الاقتصادية، والمعبر عنها بمؤشر السوق، وذلك خلال الفترة (2 جانفي2011 إلى غاية 31 ديسمبر2015).

وتنطوي تحت هذه الدراسة الإشكالية التالية والتي سنحاول الإجابة عنها من خلال هذه الدراسة، والمتمثلة في :

هل يعتبر السوق المالي الجزائري والسوق المالي المغربي كفئين عند المستوي المتوسط ؟

المطلب الأول:السوق الجزائري المالي

سنحاول الإجابة عن فرضية المطروحة سابقا، والمتمثلة في: هل تعتبر بورصة الجزائر كفئة عند المستوى المتوسط، وذلك من خلال دراسة استجابة سعر السوق (مؤشر السوق) لعدد من المتغيرات الاقتصادية والمتمثلة في معدل الناتج الوطني الإجمالي ومعدل التضخم ومعدل البطالة.

أولا: معدل التضخم

من المعروف أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للورقة المالية، حيث أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي بالمستثمرين في الأوراق المالية إلى المطالبة برفع معدلات العائد للتعويض عن مخاطر التضخم، وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية، وعليه فإن

التغير بهذا الشكل في القيمة السوقية للورقة المالية سيعكس كفاءة سوق رأس المال، لذلك و في محاولة منا لدراسة كفاءة السوق المالي عند المستوى المتوسط، سنحاول دراسة العلاقة بين مؤشر أسعار الأسهم في كل من البلدين ومعدل التضخم.

انطلاقا من ذلك سنعمل على حساب معامل الارتباط بين المتغيرين، لمعرفة فيما إذا كان مؤشر السوق يتغير تبعا لتغير معدل التضخم.

الجدول (3 -5) معدل التضخم ومؤشر سوق الأوراق المالية في الجزائر

السنوات	الأسعار	معدل التضخم
2011	1347,215	4,8
2012	1369,887	2,9
2013	1181,702	3,3
2014	1130,64	8,9
2015	1237,952	4,5

.Source : Www. Cosob.org

بالاعتماد على البيانات وباستخدام برنامج eviews 7 لحساب معامل الارتباط، اتضح أن معامل الارتباط بين مؤشر السوق ومعدل البطالة في السوق الجزائري هو:

معامل الارتباط R= -0.6208 ، بينما معامل التحديد R^2=0.3853

وللتأكد أن معامل الارتباط بين المتغيرين حقيقي وغير زائف، نقوم باختبار معنوية معامل الارتباط،

وبافتراض أن عينة الدراسة تخضع إلى التوزيع الطبيعي، فإن معامل ارتباط العينة r يكون له توزيع t بوسط حسابي يساويR وانحراف معياري $\sqrt{1-r^2/ n-2}$ ، وذلك بدرجات حريةn-2 ، وبالتالي تكون خطوات اختبار معامل ارتباط يساوي الصفر كما يلي:

1- فرض العدم : R=0 : H° أي أنه لا يوجد ارتباط حقيقي بين المتغيرين.

2- الفرض البديل: R≠0 : H1 أي أنه يوجد ارتباط حقيقي بين المتغيرين.

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، و التي تأخذ الشكل التالي:

$$Tc = 2.3754, \qquad Tc = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\ n-2}}$$

نقوم بمقارنة T إحصائية الاختبار بحدود منطقة القبول.

وبالرجوع إلى جدول t (توزيع ستودنت) وعند مستوي المعنوية $\alpha=0.05$، ودرجات حرية n-2أي 5-2= 3 نجد أن قيمة t=3.1825، وأن إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول، وعليه نقبل بفرض العدم H°: R=0، ونرفض الفرض البديل، بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين سعر المؤشر سوق الأوراق المالية في الجزائر وبين معدل التضخم، أي أنه لا توجد علاقة إرتباطية حقيقية بين كل من المؤشر ومعدل التضخم.

انطلاقا من هذا يمكننا القول بأن مؤشر سوق الجزائر للأوراق المالية لا يتأثر بالتغيرات الحاصلة في معدل التضخم، وهو ما يعني أن سوق الجزائر ليس كفء في صيغته المتوسطة.

ثانيا: معدل الناتج الوطني الإجمالي

الناتج المحلي الإجمالي يمثل حجم الإنتاج الكلي من السلع والخدمات، وتحقيق معدلات نمو في الناتج المحلي الإجمالي يعكس نمو الاقتصاد، وهذا الأمر من شأنه أن يؤثر ايجابيا على مبيعات الشركة وعلى أرباحها وبالتالي على القيمة السوقية لأوراقها المالية، لذلك سنحاول من خلال هذا العنصر دراسة ما إذا كان هناك ارتباط بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر البورصة، أو بتعبير أصح سنحاول دراسة ما إذا كانت مؤشرات البورصة تستجيب للتغير في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي أم لا لنتمكن من الحكم على كفاءة أو عدم كفاءة السوق، و لإتمام دراستنا يمكننا الاعتماد على معطيات الجدول الموالي:

الجدول (3 -6): سعر السوق ومعدل الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر

السنوات	الأسعار	معدل النمو
2011	1347,2015	2,8
2012	1369,887	3,3
2013	1181,702	2,8
2014	1130,64	3,8
2015	1237,952	3,9

Source : http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG

.: Www. Cosob.org

باستخدام برنامج eviews 7 لحساب معامل الارتباط، اتضح أن معامل الارتباط بين مؤشر السوق ومعدل الناتج المحلي الإجمالي في السوق الجزائري يساوي

معامل الارتباط3751. 0-=R ، ومعامل التحديد R^2=0.1407

و5 =n

1- فرض العدم : H° : R=0

2- الفرض البديل: H1 : R≠0

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، و التي تأخذ الشكل التالي:

$$Tc = \frac{r}{\sqrt{1-r^2}/\ n-2}, \qquad Tc = 1.214$$

تعني R=-0.3751 وجود علاقة إرتباطية ضعيفة بين مؤشر السوق الجزائري و معدل الناتج المحلي الإجمالي.

وبالرجوع إلى جدول t (توزيع ستودنت) وعند مستوي المعنوية α=0.05، ودرجات حرية n-2أي 3 =5-2 نجد أن قيمة t=3.1825، وأن إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول، وعليه نقبل بفرض العدم H° :R=0، ونرفض الفرض البديل، بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين سعر المؤشر سوق الأوراق المالية في الجزائر وبين معدل النمو.

انطلاقا من هذا يمكننا القول بأن مؤشر سوق الجزائر للأوراق المالية لا يتأثر بالتغيرات الحاصلة في معدل الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يعني أن سوق الجزائر ليس كفء في صيغته المتوسطة.

ثالثا: معدل البطالة:

معدل البطالة يقيس نسبة العاطلين عن العمل في مجتمع ما، وللبطالة تأثير على أسعار الأسهم في البورصة، فارتفاع نسبة البطالة في الاقتصاد سيؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية للأفراد، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض الطلب على المنتجات، فينجم عنه انخفاض في المبيعات و بالتالي الأرباح، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض التوزيعات، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للسهم.

لذلك سنحاول في هذه المرحلة دراسة مدى استجابة مؤشرات البورصة للتغير في معدلات البطالة من أجل الحكم على كفاءة السوق ، لأنه يفترض في ظل السوق الكفء ، وفي صيغته المتوسطة أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات سواء كانت تاريخية ، وكذلك المعلومات المنشورة لعامة الناس و المتعلقة بالظروف الدولية ، ظروف الاقتصاد الوطني ، أو المتغيرات المتعلقة بالمنشأة في حد ذاتها .و عليه فإذا استجابت الأسعار لتلك التغيرات ستكون السوق كفئة و العكس صحيح.

و تعتبر البطالة أحد متغيرات الاقتصاد) متغيرات المحيط الخارجي (التي سنحاول دراسة تأثيرها على مؤشر السوق، أو بتعبير أصح هل يستجيب مؤشر السوق للتغير في معدل البطالة أم لا ، وذلك من خلال حساب معامل الارتباط بين متغيرين، بالنسبة للجزائر يمكن أن نلخص البيانات المتعلقة بمعدل البطالة و مؤشر البورصة في الجدول التالي:

الجدول (3 -7): مؤشر السوق الجزائري ومعدل البطالة في الجزائر

السنوات	الأسعار	معدل البطالة
2011	1347,215	10
2012	1369,887	11
2013	1181,702	9,8
2014	1130,64	9,5
2015	1237,952	11,2

.Source : Www. Cosob.org- présentation

باستخدام برنامج eviews 7 لحساب معامل الارتباط، اتضح أن معامل الارتباط بين مؤشرالسوق ومعدل البطالة في السوق الجزائري يساوي

معامل الارتباط $R= 0.5554$ ، بينما معامل التحديد $R^2=0.3081$

و n= 5

1- فرض العدم : H° : R=0

2- الفرض البديل: H1 : R≠0

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، و التي تأخذ الشكل التالي:

$$Tc = 2.004, \qquad Tc = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\ n-2}}$$

وبالرجوع إلى جدول t (توزيع ستودنت) وعند مستوي المعنوية α=0.05، ودرجات حرية n-2أي 5-2= 3 نجد أن قيمة t=3.1825، وأن إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول، وعليه نقبل بفرض العدم H° :R=0، ونرفض الفرض البديل، بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين سعر المؤشر سوق الأوراق المالية في الجزائر وبين معدل البطالة.

انطلاقا من هذا يمكننا القول بأن مؤشر سوق الجزائر للأوراق المالية لا يتأثر بالتغيرات الحاصلة في معدل البطالة، وهو ما يعني أن سوق الجزائر ليس كفء في صيغته المتوسطة.

المطلب الثاني: السوق المالي المغربي

سنحاول الإجابة عن فرضية المطروحة سابقا، والمتمثلة في: هل تعتبر بورصة المغرب كفئة عند المستوى المتوسط، وذلك من خلال دراسة استجابة سعر السوق (مؤشر السوق) لعدد من المتغيرات الاقتصادية والمتمثلة في معدل الناتج الوطني الإجمالي ومعدل التضخم ومعدل البطالة.

أولا: معدل التضخم

انطلاقا من ذلك سنعمل على حساب معامل الارتباط بين المتغيرين، لمعرفة فيما إذا كان مؤشر السوق المغربي يتغير تبعا لتغير معدل التضخم.

الجدول (3- 8) معدل التضخم مؤشر السوق المالي المغربي

السنوات	مؤشر السوق	معدل التضخم
2011	11027.7	1.9
2012	9359.15	1.3
2013	9114.1	1.9
2014	9620	1.1
2015	8925.7	1.7

Source : www.amf.org.

باستخدام برنامج eviews 7 لحساب معامل الارتباط، اتضح أن معامل الارتباط بين مؤشر السوق ومعدل التضخم في السوق المغربي يساوي

معامل الارتباط R=0.2294 ، ومعامل التحديد R^2=0.0526

و n= 5

1- فرض العدم : H° : R=0

2- الفرض البديل: H1 : R≠0

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، و التي تأخذ الشكل التالي:

$$Tc = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\ n-2}}$$

Tc=0.7070,

وبالرجوع إلى جدول t (توزيع ستودنت) وعند مستوي المعنوية α=0.05، ودرجات حرية n-2أي 5-2= 3 نجد أن قيمة Tt=3.1825 ، وأن إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول، وعليه نقبل بفرض العدم H° :R=0، ونرفض الفرض البديل H1، بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين سعر المؤشر سوق الأوراق المالية في المغرب وبين معدل التضخم.

انطلاقا من هذا يمكننا القول بأن مؤشر سوق المغرب للأوراق المالية لا يتأثر بالتغيرات الحاصلة في معدل التضخم، وهو ما يعني أن سوق المغرب ليس كفء في صيغته المتوسطة.

ثانيا: معدل الناتج المحلي الإجمالي

الجدول (3 -9): معدل النمو ومؤشر السوق المغربي

السنوات	مؤشر السوق	معدل النمو
2011	11027.7	5.2
2012	9359.15	3
2013	9114.1	4.7
2014	9620	2.4
2015	8925.7	4.4

المصدر: نشرات فصلية صندوق النقد العربي

باستخدام برنامج eviews 7 لحساب معامل الارتباط، اتضح أن معامل الارتباط بين مؤشر السوق ومعدل الناتج المحلي الإجمالي في السوق المغربي يساوي

معامل الارتباط R=0.3319 ، ومعامل التحديد R^2=0.1101

و n= 5

1- فرض العدم : H° : R=0

2- الفرض البديل: H1 : R≠0

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، و التي تأخذ الشكل التالي:

$$Tc = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\ n-2}}, \qquad Tc = 1.055$$

وبالرجوع إلى جدول t (توزيع ستودنت) وعند مستوي المعنوية α=0.05، ودرجات حرية n-2أي 5-2= 3 نجد أن قيمة t=3.1825، وأن إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول، وعليه نقبل بفرض العدم H° :R=0، ونرفض الفرض البديل، بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين سعر المؤشر سوق الأوراق المالية في المغرب وبين معدل الناتج المحلي الإجمالي.

انطلاقا من هذا يمكننا القول بأن مؤشر سوق المغرب للأوراق المالية لا يتأثر بالتغيرات الحاصلة في معدل الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يعني أن سوق المغرب ليس كفء في صيغته المتوسطة.

ثالثا: معدل البطالة

انطلاقا من ذلك سنعمل على حساب معامل الارتباط بين المتغيرين، لمعرفة فيما إذا كان مؤشر السوق المغربي يتغير تبعا لتغير معدل البطالة.

الجدول (3- 10) معدل البطالة ومؤشر السوق المالي المغربي

السنوات	مؤشر السوق	معدل البطالة
2011	11027.7	8.9
2012	9359.15	9
2013	9114.1	9.2
2014	9620	10.2
2015	8925.7	10.1

Source : www.amf.org.

باستخدام برنامج eviews 7 لحساب معامل الارتباط، اتضح أن معامل الارتباط بين مؤشر السوق ومعدل البطالة في السوق المغربي يساوي

معامل الارتباط R=-0.4718 ، ومعامل التحديد R^2=0.2225

و n= 5

1- فرض العدم : H° : R=0

2- الفرض البديل: H1 : R≠0

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T، و التي تأخذ الشكل التالي:

$$Tc = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/\ n-2}}$$

Tc=1.6051,

وبالرجوع إلى جدول t (توزيع ستودنت) وعند مستوي المعنوية α=0.05، ودرجات حرية n-2أي 5-2= 3 نجد أن قيمة Tt=3.1825 ، وأن إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول، وعليه نقبل بفرض العدم H° :R=0، ونرفض الفرض البديل H1، بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين سعر المؤشر سوق الأوراق المالية في المغرب وبين معدل البطالة.

انطلاقا من هذا يمكننا القول بأن مؤشر سوق المغرب للأوراق المالية لا يتأثر بالتغيرات الحاصلة في معدل البطالة، وهو ما يعني أن سوق المغرب ليس كفء في صيغته المتوسطة.

خلاصة الفصل:

لقد قمنا في هذا الفصل باستعراض الأطر القانونية والنظرية لكل من بورصة الجزائر والمغرب، حيث قمنا بتقديم مفهوم ونشأة البورصة حسب القانون المنظم للبورصة الجزائرية والمغربية وكذلك هيئات والمنظمات التي تنتمي إلى البورصة من أجل تسييرها، كما قمنا بتوضيح شروط الإدراج والتسعير في بورصتين، ثم بينا بعض الاختلافات الأساسية بين البورصة الجزائرية والبورصة المغربية.

كما قمنا في هذا الفصل بمحاولة دراسة كفاءة البورصة الجزائرية والبورصة المغربية عند مستواها المتوسط، حيث قمنا وبالاعتماد على برنامج إحصائي باختبار معامل الارتباط لكل من التضخم، البطالة، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق، فقد أثبتت الدراسة أن كل من بورصة الجزائر وبورصة المغرب ليست كفئة في صيغتها المتوسطة وذلك نظرا لعدم وجود علاقة بين كل من التضخم، معدل البطالة، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي و مؤشر السوق، أو بتعبير آخر لأن مؤشرات السوق لا تستجيب للتغيرات في المتغيرات الاقتصادية في الجزائر و المغرب.

لقد عالجت هذه الدراسة المعنونة بدراسة كفاءة عند المستوى المتوسط - بورصة الجزائر والمغرب- موضوعا ذو أهمية كبرى وذلك من أجل مواكبة التطورات وهذا من خلال قيام هذه الأسواق بتحسين الكفاءة وتطوير أدائها، حيث تلعب هذه الأسواق المالية دورا هاما في الاقتصاد وذلك من خلال الدور الذي تقوم به في حشد المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات مما يعمل هذا على دعم الاقتصاد الوطني.

كما تعتبر البورصة حلقة وصل بين المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال وذلك بتوجيهها نحو الاستثمارات وتداولها في الأسواق.

لقد حاولنا من خلال هذه الدراسة التعرض إلى ثلاثة فصول تمثلت في فصلين نظريين وفصل تطبيقي، وقد تعرضنا في الفصل الأول إلى الإطار النظري للأسواق المالية وذلك من خلال التعرض إلى الجوانب النظرية لها وذلك من تعريفات وتقسيمات ووظائفها ، وأهم الأدوات المالية المتداولة فيها، كما قد مررنا على المؤشرات السوق المالي وكيفية بناءه وكذلك أهم المؤشرات العالمية.

أما الفصل الثاني فقد كنا قد تحدثنا من خلاله عن المعلومات المالية والكفاءة، من خلال التطرق إلى مفهوم المعلومات المالية وأنواعها وكذلك مصادرها، كما تحدثنا على الكفاءة في الأسواق المالية بالقيام بتقديم مفاهيم عن الكفاءة وأنواعها ثم صيغها الثلاث (الضعيفة، المتوسطة والقوية).

في حين قمنا في الفصل الثالث بإعطاء فكرة شاملة عن البورصة الجزائرية والمغربية، من خلال تقديم تعاريف وتقسيمات لهذه البورصات وكذلك تبيان أوجه الاختلاف بين البورصتين من عدة جهات، كما حاولنا دراسة الكفاءة في البورصة الجزائرية والمغربية عند المستوى المتوسط، من خلال دراسة معامل الارتباط مؤشر السوقين مع بعض المؤشرات الاقتصادية.

اختبار الفرضيات:

بالرجوع إلى فرضيات الدراسة، وبالاعتماد على النتائج المتوصل إليها من خلال الفصول النظرية والدراسة التطبيقية، نجد:

- الفرضية الأولى: توجد ثلاث أنواع للأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية هي الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

من خلال الفصل الأول توصلنا إلى أن الأدوات الرئيسية هي الأسهم والسندات، بينما تعد المشتقات المالية هي أدوات ثانوية ظهرت حديثا، ومن هنا نرفض الفرضية الأولى.

- الفرضية الثانية: تعكس المعلومات كفاءة السوق المالي.

من خلال الفصل الثاني توصلنا إلى أن السوق المالي الكفء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية المعلومات الواردة إليه، ومن هذا المنطلق نقول بصحة الفرضية الثانية.

- الفرضية الثالثة: تعتبر بورصة الجزائر غير كفئة عند المستوى المتوسط، أما بورصة المغرب فهي كفئة.

من خلال الفصل الثالث ونتيجة إلى ما توصلنا إليه من خلال الدراسة التطبيقية التي قمنا بها وجدنا أن كل من بورصة الجزائر وبورصة المغرب ليست كفئة عند المستوى المتوسط، وهنا نقبل بجزء الفرضية القائل بأن بورصة الجزائر غير كفئة عند المستوي المتوسط، ونرفض الجزء القائل بأن بورصة المغرب كفئة عند المستوى المتوسط.

نتائج الدراسة:

من خلال دراستنا ومعالجتنا لموضوع دراسة كفاءة السوق المالي عند المستوى المتوسط –بورصة الجزائر والمغرب-

1- أن هناك اختلاف واضح وكبير بين البورصة الجزائرية والمغربية من حيث القيمة الإجمالية للتداول وعدد الشركات المدرجة، فنجد أنه في بورصة الجزائر أن عدد الشركات المدرجة هو أربعة حتى نهاية 2015 م انضمام شركة جديدة في 2016. مع وجود مفاوضات مع إحدى الشركات الكبيرة من أجل الانضمام إلى البورصة، أما البورصة المغربية فتوجد بها أكثر من سبعين شركة مدرجة .
2- رغم الاختلاف الكبير والواضح بين البورصة الجزائرية والمغربية إلا أنها لا تتحقق فيهما الكفاءة عند المستوى المتوسط، لأن كل من مؤشر السوق الجزائري والمغربي لا تربطهم علاقة حقيقة مع المتغيرات الاقتصادية (معدل التضخم والبطالة ومعدل الناتج المحلي الإجمالي).
3- نجد أن بورصة الجزائر تنعدم فيها المتطلبات أو الشروط التي تحدد ما إذا كانت البورصة كفئة أولا، بينما نجد بورصة المغرب تتوفر فيها بعض الشروط فقط.
4- مادامت البورصتين الجزائرية والمغربية لا تتحقق فيها الكفاءة عند المستوى المتوسط للكفاءة فمن هنا نستنتج أن المعلومات المالية لا تنعكس في السوق بالقدر الكافي حتى نقوم أن هناك كفاءة في السوق المالي.

أما فيما يخص التوصيات وآفاق الدراسة، فيمكن أن تقدم بعض التوصيات نختصرها فيما يلي:

1- غالبا لا توجد ثقافة بمفهوم البورصة وما هي البورصة عند أغلب الأشخاص طبيعيين كانوا أو ومعنويين، لذا يجب تقديم نظرة شاملة وعامة عن هذه الأخيرة من أجل ترسيخ ثقافة الوعي بالبورصة ولماذا قامت البورصة والدور الذي تلعبه البورصة.
2- القيام بحملات إعلامية لفائدة البورصة وإبراز الدور الذي يمكن أن تلعبه البورصة في تمويل المشاريع وتقديم إغراءات لأصحاب المشاريع الذين يريدون التمويل عن طريق البورصة.

3- تقديم حوافز وتسهيلات للشركات الكبرى الناشطة لفتح رأس مالها وتداول أسهما في البورصة حتى يصبح هناك سوق تتسم بالاتساع وكذلك لزيادة تداول الأوراق المالية فيها، حتى نستطيع الاقتراب من مفهوم كفاءة البورصة.

4- القيام بإعادة النظر في هيكلة البورصة وذلك من خلال زيادة أوقات التداول في بورصة الجزائر حيث نلاحظ أن أوقات التداول هي في يومين فقط ولمدة ساعتين، بينما نجد بورصة المغرب تتم عملية التداول طيلة الأيام الأسبوع ماعدا الجمعة والسبت.

5- محاولة تحقيق بعض متطلبات الكفاءة في البورصة، كالكفاءة الهيكلية والفنية.

وفيما يخص آفاق الدراسة، فيمكن إعطاء بعض الآفاق العلمية تتمثل فيما يلي:

1- أهمية السوق المالي الجزائري ودوره في عملية تمويل المشاريع الاقتصادية.

2- إمكانية تطوير هيكل البورصة الجزائرية من أجل رفع كفاءتها.

3- دراسة سبب عزوف الشركات الكبرى عن فتح رأس مالها للتداول الانضمام إلى البورصة.

4- دراسة الظروف العامة التي تساعد في توفير متطلبات الكفاءة.

قائمة المراجع:

قائمة الكتب:

1. أرشد فؤاء التميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2010.
2. أرشد فؤاد التميمي، أسامة سلام ،الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000.
3. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقيم الأدوات، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
4. أرشد فؤاد تميمي التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار الميسرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2004.
5. أسامة عزمي التميمي، فؤاد أرشد سلام، تحليل وإدارة الاستثمار بالأوراق المالية، 2006.
6. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
7. جابر محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الطبعة الأولى، الجزء الثالث، دار هومة، 2002.
8. حسين علي بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، مشتقاتها)، الطبعة الأولى، دار مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
9. حمزة محمود الزنيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة ودار النشر والتوزيع، طبعة الأولى، عمان، 2001.
10. حنفي عبد الغفار، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
11. حنفي عبد الغفار، رسمية زكى قريا قص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
12. حنفي عيد الغفار، رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000
13. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع، 2014.
14. سعيد توفيق العبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، القاهرة، بدون سنة نشر.
15. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتاب، بدون سنة نشر.

16.طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية،2002.
17.عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي،الإسكندرية، 2007.
18.عباس كاظم الدعمي، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
19.عبد الغفار حنفي، استراتجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم سندات وصناديق الاستثمار الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
20.عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية-أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2003
21.عبد المجيد المهيلي، التحليل الفني للأوراق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، ط3، مصر، 2005.
22.عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
23.عصران جلال عصران، الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي،2012.
24.علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
25.عماد صالح سالم، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية والعالمية والتنمية المتواصلة، النشر بمعرفة المؤلف، 2002.
26.فليح حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
27.محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، مصر، 2004 2005.
28.محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
29.محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2002.
30.محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية،2005.

31.محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.

32.محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، كلية التجارة، مصر، 2011.

33.محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، كليوباترا للطباعة والكمبيوتر، بدون سنة نشر.

34.محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشريفات، الاستثمار في البورصة، أسهم سندات أوراق مالية، الطبعة الأولى، دار الجامد للنشر والتوزيع، 2006.

35.محمد محمود عبد ربه، طريقك إلى البورصة-مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند الاستثمارات في السوق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.

36.محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.

37.محمد يوسف ياسين، البورصة عمليات البورصة –تنازع القوانين –اختصاص المحاكم، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، 2004.

38.محمود حامد محمود عبد الرزاق، اقتصاديات البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.

39.محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، 2005.

40.مستجير رمزي شاكر، دور سوق المال وبورصة الأوراق المالية في تشجيع الاستثمارات، دار الكتاب الحديث، 2010.

41.منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية، 1999.

42.منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2006.

43.منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006.

44.منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، دار المعارف، الإسكندرية، 1999.

45.مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.

46.نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات،2007.

قائمة البحوث الجامعية:

1. بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.
2. بلكحل نوال، الأسواق المالية، آلياتها، دورها في التنمية الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر،2001.ذ
3. بن ثابت علال، الأسواق المالية في ظل العولمة، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة،2004.
4. بن صوشة ثامر، أثر الرقابة والمعلومات على أداء سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة الجزائر، 2009.
5. بن عيسى عبد الرحمان، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة المدية، 2009.
6. بن قمجة زهرة، أثر فعالية أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2014.
7. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
8. جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008.
9. رفيق مزاهدية، كفاءة الأسواق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2007.
10. عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002.
11. علمي لزهر، أهمية نظام المعلومات التسويقي في اتخاذ القرارات التسويقية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.
12. لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.

قائمة المجلات والرسائل:

1. أحمد بن حماد الحمودة، تقييم الأداء الوظيفي، دورية الإدارة العامة، المجلد34، العدد2، سبتمبر1994، معهد الإدارة العامة، الرياض.
2. حسان خضر، التحليل الأساسي، ورقة عمل مقدمة من خلال برنامج تعليم الأسواق المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2003.
3. عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية للسلع، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006.
4. عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية،هيئة الأوراق المالية للسلع، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007.
5. فائق جبر النجار، مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها، مجلة البنوك، العدد05، الأردن، 1989.
6. هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على سوق الأوراق المالية، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 62، الكويت، 2000.
7. وعد حسن الصون، أساسيات التجارة الدولية المعاصرة، الجزء الأول، سلسلة الرضا للمعلومات، 2000.

قائمة مواقع الانترنت:

1. http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG.
2. http://www.arab-api.org/c9_first.htm.
3. http://www.investopedia.com/terms/m/marketefficiency.asp .
4. www.amf.org.
5. www.casablanca-bourse.com.
6. www.cosob.org.