



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 20 أوت 1955-سكيدة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية.

**التحليل الاقتصادي للكفاءة السعرية لأسواق الأوراق المالية لدول
مجلس التعاون الخليجي**

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد مالي وبنكي

إعداد الطالبة: إشراف الأستاذ:

د.نور الدين بوالكور

شبوطي لينة

لجنة المناقشة:

اسم ولقب الأساتذة	الصفة	الرتبة	الجامعة الأصلية
د.بوالشعور شريفة	رئيسة	أستاذة محاضرة- ب -	جامعة 20 أوت 1955 - سكيدة
د.نور الدين بوالكور	مقرر	أستاذ محاضر - أ -	جامعة 20 أوت 1955 - سكيدة
أ.لعور سطايجي إلهام	مناقشة	أستاذة مساعدة - ب -	جامعة 20 أوت 1955 - سكيدة

السنة الجامعية: 2018 /2017

إهداء

إلى كل من علمني حرفا في هذه الدنيا
إلى روح أبي الزكية الطاهرة رحمه الله.
إلى نبع المحبة والحنان والوفاء أسمى ما أمك
التي لم تبخل في تقديم الدعم لي نفسيا معنويا وماديا،
سر نجاحي ونور دربي أمي الغالية.
إلى من هم عزوتي وسندي في الحياة إخواني
رامي، نضال، فادي، وأفراد عائلتي المقربين.
إلى من كانوا لي أوفياء أصدقائي جميعا.
إلى من ساهم في انجاز هذا العمل قريبا وبعيدا.

شكر و عرفان

لله الحمد من قبل ومن بعد على إتمام هذا العمل،
حمدا يليق بجلاله وعظيم فضله وإحسانه،
انه هو أهل الثناء والحمد.
يسعدني أن أتقدم بالشكر والتقدير للأستاذ
الدكتور "بوالكور نور الدين"
الذي اشرف على هذا الموضوع.
وأقدم بأسمى معاني التقدير للأساتذة الأفاضل الذين
تحملوا عبء قراءة
ومناقشة هذه المذكرة.

شبوطي

المخلص:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار الكفاءة السعرية لأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي عند المستوى الضعيف، خلال الفترة (2014/01/01 - 2014/12/31) باستخدام مجموعة من الاختبارات، أهمها: اختبار ديكي فولر الموسع، اختبار فيليبس بيرون، اختبار BDS، اختبار ARCH واختبار التوزيع الطبيعي. وقد توصلت الدراسة إلى أن: معظم بورصات مجلس التعاون الخليجي لديها كفاءة عند المستوى الضعيف. **كلمات مفتاحية:** سوق الأوراق المالية، كفاءة سوق الأوراق المالية، مؤشر السوق، السير العشوائي، الكفاءة السعرية عند المستوى الضعيف.

Abstract:

This study aimed to test the price efficiency of the gulf cooperation council's stock marketes at a weak level during the period (01/01/2014-31/12/2017) using a group of tests like:Dikey–Fuller tests, Philips–Perron test, BDS test, ARCH test, and the normality distribution test.

And the study concluded that : the majority of gulf cooperation cuncil's stock markets have an efficiency at a weak level.

Keywords :stock market, efficcency of the stock markete, market index, random walk, price efficiency at a weak level.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	الشكر والعرفان
II	الاهداء
III	ملخص البحث باللغة العربية واللغة الانجليزية
VII-IV	فهرس المحتويات
IX-VIII	فهرس الأشكال
XI-X	فهرس الجداول
XIV-XI	قائمة الملاحق
08-01	المقدمة
65-10	الفصل الأول: دراسة نظرية لأسواق الأوراق المالية
32-11	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية
12	المطلب الأول: سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى
26	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية خصائصها ووظائفها
28	المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية
45-33	المبحث الثاني: طبيعة عمليات سوق الأوراق المالي
34	المطلب الأول: المتعاملون والوسطاء بسوق الأوراق المالية

37	المطلب الثاني: عمليات سوق الأوراق المالية
39	المطلب الثالث: مفهوم وأمر سوق الأوراق المالية وأنواعها
64-46	المبحث الثالث: أساليب تقييم وتحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية
47	المطلب الأول: ماهية أدوات الملكية (الأسهم)
50	المطلب الثاني: ماهية أدوات الدين (السندات)
56	المطلب الثالث: المشتقات المالية والأوراق المهجنة
65	خلاصة الفصل الأول
114-67	الفصل الثاني: دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية
78-68	المبحث الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية
69	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
74	المطلب الثاني: متطلبات سوق الأوراق المالية الكفاءة
76	المطلب الثالث: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية
95-79	المبحث الثاني: المعلومات وكفاءة الأسواق الأوراق المالية
80	المطلب الأول: مفهوم المعلومات في سوق الأوراق المالية
83	المطلب الثاني: تحليل المعلومات في سوق الأوراق المالية
93	المطلب الثالث: دور وأثر المعلومات في سوق الأوراق المالية
112-96	المبحث الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية
97	المطلب الأول: مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية
102	المطلب الثاني: بعض مؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية

108	المطلب الثالث: أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية وطرق حسابه
113	خلاصة الفصل الثاني
202-116	الفصل الثالث: اختبار الكفاءة السعرية عند المستوى الضعيف لبورصات دول مجلس التعاون الخليجي
138-117	المبحث الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي
118	المطلب الأول: سوق الإمارات للأوراق المالية
121	المطلب الثاني: سوق عمان للأوراق المالية
123	المطلب الثالث: سوق البحرين للأوراق المالية
128	المطلب الرابع: سوق الكويت للأوراق المالية
133	المطلب الخامس: سوق قطر للأوراق المالية
136	المطلب السادس: سوق السعودية للأوراق المالية
155-139	المبحث الثاني: المؤشرات العامة لدول مجلس التعاون الخليجي
140	المطلب الأول: مؤشر سوق الإمارات للأوراق المالية
143	المطلب الثاني: مؤشر سوق عمان للأوراق المالية ASE
146	المطلب الثالث: مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية BSE
148	المطلب الرابع: مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية KSE
151	المطلب الخامس: مؤشر سوق قطر للأوراق المالية QSE
153	المطلب السادس: مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية tasi
201-156	المبحث الثالث: تقييم كفاءة أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي

157	المطلب الأول: أساليب اختبار كفاءة الأسواق المالية
163	المطلب الثاني: اختبار التوزيع الطبيعي
174	المطلب الثالث: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) وفيليبس بارون (PP)
183	المطلب الرابع: اختبار BDS للاستقلالية
189	المطلب الخامس: اختبار السير العشوائي باستخدام دالة الارتباط الذاتي
195	المطلب السادس: اختبار تجانس التباين الشرطي للعوائد (ARCH)
202	خلاصة الفصل الثالث
208-204	الخاتمة
221-210	قائمة المراجع
240-223	قائمة الملاحق

1- قائمة الأشكال

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
01	مكونات السوق الثانوي	16
02	مكونات السوق	16
03	السوق الاولية وعلاقتها بالمتعاملين	22
04	تصنيفات الاوراق المالية	26
05	تقسيم الوسطاء داخل البورصة	36
06	أوامر سوق الأوراق المالية	44
07	أنواع عقود المبادلات	60
08	الأدوات المالية المتداولة في السوق المنظم والغير منظم	61
09	الاستجابة للمعلومات في حالة الكفاءة الكاملة والاقتصادية	73
10	كيفية معالجة المعلومات في الاسواق المالية الكفوة	80
11	اختبار التوزيع الطبيعي لسوق ابوظبي الاوراق المالية	163
12	اختبار التوزيع الطبيعي لسوق دبي الاوراق المالية	165
13	اختبار التوزيع الطبيعي لسوق عمان الاوراق المالية	166
14	اختبار التوزيع الطبيعي لسوق البحرين الاوراق المالية	168
15	اختبار التوزيع الطبيعي لسوق الكويت الاوراق المالية	170
16	اختبار التوزيع الطبيعي لسوق قطر الاوراق المالية	171
17	اختبار التوزيع الطبيعي لسوق السعودية الاوراق المالية	172
18	نتائج اختبار BDS لسلسلة سوق ابوظبي للأوراق المالية	183
19	نتائج اختبار BDS لسلسلة سوق دبي للأوراق المالية	184
20	نتائج اختبار BDS لسلسلة سوق عمان للأوراق المالية	185

186	نتائج اختبار BDS لسلسلة سوق البحرين للأوراق المالية	21
187	نتائج اختبار BDS لسلسلة سوق الكويت للأوراق المالية	22
187	نتائج اختبار BDS لسلسلة سوق قطر للأوراق المالية	23
188	نتائج اختبار BDS لسلسلة سوق السعودية للأوراق المالية	24
189	دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر ابوظبي للأوراق المالية	25
190	دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر دبي للأوراق المالية	26
191	دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر عمان للأوراق المالية	27
192	دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر البحرين للأوراق المالية	28
193	دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر الكويت للأوراق المالية	29
194	دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر قطر للأوراق المالية	30
195	دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر السعودية للأوراق المالية	31

2- قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
01	الفروق بين السوق الأولي والسوق الثانوية	24
02	الفرق بين الأسهم والسندات	55
03	الفروقات بين العقود الآجلة والمستقبلية	58
04	خصائص المعلومات في سوق الأوراق المالية	82
05	أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي	92
06	تحديد الوزن النسبي للسهم	110
07	نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر ADF لسلسلة العوائد الشهرية لسوق ابوظبي للأوراق المالية	174
08	نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر ADF لسلسلة العوائد الشهرية لسوق دبي للأوراق المالية	175
09	نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر ADF لسلسلة العوائد الشهرية لسوق عمان للأوراق المالية	176
10	نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر ADF لسلسلة العوائد الشهرية لسوق البحرين للأوراق المالية	176
11	نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر ADF لسلسلة العوائد الشهرية لسوق الكويت للأوراق المالية	177
12	نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر ADF لسلسلة العوائد الشهرية لسوق قطر للأوراق المالية	177
13	نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر ADF لسلسلة العوائد الشهرية لسوق السعودية للأوراق المالية	178

179	نتائج اختبار جذر الوحدة فيليبس باورن PP لسلسلة العوائد الشهرية لسوق ابوظبي للأوراق المالية	14
180	نتائج اختبار جذر الوحدة فيليبس باورن PP لسلسلة العوائد الشهرية لسوق دبي للأوراق المالية	15
180	نتائج اختبار جذر الوحدة فيليبس باورن PP لسلسلة العوائد الشهرية لسوق عمان للأوراق المالية	16
181	نتائج اختبار جذر الوحدة فيليبس باورن PP لسلسلة العوائد الشهرية لسوق البحرين للأوراق المالية	17
181	نتائج اختبار جذر الوحدة فيليبس باورن PP لسلسلة العوائد الشهرية لسوق الكويت للأوراق المالية	18
182	نتائج اختبار جذر الوحدة فيليبس باورن PP لسلسلة العوائد الشهرية لسوق قطر للأوراق المالية	19
183	نتائج اختبار جذر الوحدة فيليبس باورن PP لسلسلة العوائد الشهرية لسوق السعودية للأوراق المالية	20
196	نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق ابوظبي للأوراق المالية	21
197	نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق دبي للأوراق المالية	22
197	نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق عمان للأوراق المالية	23
198	نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية	24
199	نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية	25
200	نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق قطر للأوراق المالية	26
201	نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية	27

في ظل ما يشهده الاقتصاد العالمي من تغيرات ديناميكية، وانفتاح متزايد وسيطرة الرأسمالية العالمية، تزايد الاهتمام بتطوير الأسواق المالية خاصة بالنسبة للدول النامية، والتي تعاني من ضعف وعدم فاعلية قنوات التمويل، باعتبار أن الأسواق المالية احد أفضل مصادر التمويل ومقرا مناسباً لتوظيف الفوائض المالية، فهي تلعب دوراً رئيسياً في تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، وأضحت الأسواق المالية مؤشراً حقيقياً معبراً عن الحالة الاقتصادية وبالتالي غدا اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي، فهي مرآة تعكس الصورة الصادقة للاقتصاديات الدول.

والناحية النظرية تنقسم الأسواق المالية إلى أسواق رأس المال والأسواق النقدية وأسواق المشتقات المالية وأسواق الصرف الأجنبي، وتتداول في هذه الأسواق مختلف الأصول المالية وبآجالها المختلفة، ولقد أدت سرعة انتقال المعلومات فيما بين الأسواق المالية إلى نتائج عديدة منها اتساع الأسواق المالية وزيادة حجم الصفقات وأعدادها وبروز أدوات مالية جديدة ومتنوعة وهذه التغيرات ارتبطت بزيادة التقلبات في عوائد أسعار الأدوات المالية المختلفة.

كما تشير العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والمعلومات المتعلقة بها إلى مفهوم أثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات أو الدراسات التطبيقية وهو مفهوم كفاءة سوق المال الذي يعد أساس النظرية المالية الحديثة، فكلما كانت الأسواق المالية ذات كفاءة عالية كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية المتمثلة في دعم الاستقرار والنمو الاقتصادي وذلك من خلال توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في السوق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.

وهذا ما أسفر على اهتمام دول مجلس التعاون الخليجي على غرار الدول النامية بإنشاء وتطوير وترباط أسواق الأوراق المالية نظراً للدور الكبير الذي تلعبه في تنمية الاقتصاد فقامت بنقل موضوع سوق الأوراق المالية إلى موقع التطبيق وأقامت سوق للتداول خاص بكل دولة من دول مجلس التعاون الخليجي بعد أن هيأت لها شروط معينة حتى تكفل نجاحها.

ومع ذلك فإن سوق أوراق المالية لا بد أن تتميز بالكفاءة في ترشيد الموارد المالية لأن السوق لا يمكن أن يؤدي دور فعال بها إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة التي تساهم في التقييم للشركات المدرجة التي يتم بناء عليها اتخاذ القرار الاستثماري كمجموعة عن تحليل للمعلومات المتوفرة والبيانات المتاحة للمستثمرين.

وإن المتتبع لحركة أسعار الأسهم يلاحظ أن هناك تذبذبات يومية بل لحظة إلى أخرى، والسبب الأساسي في ذلك يعود إلى أن المتعاملين والمستثمرين يقومون بإعادة التقييم في سوق الأوراق المالية على أساس معلومات جديدة واردة، سواء كانت بطبيعة الحال تفاعلية أو تشاؤمية، مما يعني أن المعلومات هي أساس اتخاذ القرارات المالية، وتدور نظرية الكفاءة المعلومات حسب مؤسسها FAMA حول مدى تأثير المعلومات وانعكاساتها على سعر الورقة المالية، وكذا دراسة سلوك المستثمر اتجاه كل معلومة جديدة واردة إلى السوق، وفقا لمفهوم الكفاءة تعتبر فرضية أسواق الأوراق المالية الكفاءة إحدى المواضيع الأكثر جدلا في الأدبيات الاقتصادية، وقد حظيت بدراسات واسعة في العلوم المالية، فبعد أربع عشرات من البحوث والآلاف من المنشورات والمجلات لم يتوصل إلى اتفاق فيما يتعلق بالأسواق المالية الكفاءة.

الإشكالية

تعد كفاءة السوق أولى المهام التي تسعى إدارة السوق توفيرها فيه، لتشجيع عملية الاستثمار في السوق، فكلما امتاز السوق بالكفاءة، فإن ذلك يكون حافزا للمستثمرين لزيادة استثماراتهم فيه ودخول مستثمرين جدد ولأن مستوى الكفاءة يتفاوت من سوق لآخر وعلى ضوء ما سبق فإن هذه الدراسة تسعى إلى معالجة الإشكالية التالية:

هل أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي كفاءة عند المستوى الضعيف؟

الأسئلة الفرعية:

- ما هي الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية؟
- ما المقصود بكفاءة الأسواق المالية، وما هي مختلف صيغها؟
- هل تتبع مؤشرات أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي السير العشوائي؟

فرضيات الدراسة:

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تغيرات أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، أي أنها تتصف بالكفاءة عند المستوى الضعيف؛

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تغيرات أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، أي أنها لا تتصف بالكفاءة عند المستوى الضعيف؛
- بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي يتبع السير العشوائي و البعض الآخر لا يتبع السير العشوائي،

أسباب اختيار الموضوع:

هناك عدة أسباب دافعة لاختيار هذا الموضوع دون غيره، يمكن إجمالها فيما يلي:

- 1- يعتبر هذا الموضوع احد الاهتمامات و الميول الشخصية للطالبة، والرغبة في إثراء المعرفة الذاتية بالموضوع، ومواصلة الدراسة في الموضوع له علاقة بالتخصص اقتصاد مالي وبنكي؛
- 2- إبراز مدى كفاءة أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي بالنظر إلى قيمة وأهمية الموضوع في ظل التحولات العالمية المتسارعة؛
- 3- محاولة تقديم من خلال هذه الدراسة، رؤية معمقة حول الأسس النظرية لسوق الأوراق المالية، والتي من خلالها يمكن الكشف عن أوجه القصور في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، حتى يتم تقديم بعض الحلول التي تساهم في تفعيلها.

أهمية الدراسة:

يعد موضوع كفاءة الأسواق المالية من أهم المواضيع الجدلية التي تناولت أسواق المال نظرا لعلاقتها بقدرة وسرعة السوق على العكس المعلومات الضرورية للمستثمرين في أسعار الأسهم، وبالتالي إمكانية المستثمرين من تحقيق عوائد غير اعتيادية.

كما يعد مؤشرا على تطور الأسواق المالية من خلال اختبار كفاءة اي سوق لمعرفة مستوى الكفاءة الذي تتمتع به هذه السوق، وتطور هذه السوق حجما واتساعا وعمقا، لذا تتجلى أهمية البحث من خلال اختبار كفاءة أسواق أوراق المال لدول مجلس التعاون الخليجي عند المستوي الضعيف من اخل الوقوف على تطورات التي طرأت على هذه الأسواق في هذا المجال.

أهداف الدراسة:

نظرا للاعتبارات السابقة، فإن الأهداف المرجوة من هذا البحث تتمثل في تحديد الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية، ومعرفة الآليات التي يؤثر من خلالها على الاقتصاد، معرفة متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية، كذلك اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي عند المستوى الضعيف وعرض مختلف الاختبارات المطبقة في ذلك.

الإطار الزمني والمكاني للدراسة:

يتحدد إطار الدراسة باقتصارها على محاولة الإجابة على أسئلة الإشكالية بصفة عامة على دراسة تحليلية لكفاءة أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي كإطار مكاني وقد تم اختيار الفترة من 2014 إلى نهاية 2017 كبعد زمني.

المنهج المستخدم:

للإجابة على الإشكالية المطروحة، وتحليل أبعادها ومحاولة إثبات أو نفي الفرضيات المتبناة، وقصد دراسة وتحليل الموضوع وبلوغ أهدافه والإحاطة بمختلف جوانبه، اعتمدنا في ذلك على مختلف الناهج المعتمدة في الدراسات الاقتصادية عموما، حيث ظم المزج بين العديد منها وهي المنهج التاريخي تم الاستعانة به في تتبع الأحداث والتطورات التاريخية في بعض أجزاء البحث كنشأة والتطور سوق الأوراق المالية، بإضافة إلى تتبع مراحل نشأة أو إقامة أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، كذلك المنهج الوصفي تم الاستعانة به بالنظر إلى طبيعة العناصر التي سيتم تناولها من خلال عرض الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية، كفاءة هذه الأسواق، أما المنهج القياسي فتم استخدامه في اختبار كفاءة الأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي بالاعتماد على برنامج Eviews8.

الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات العربية والأجنبية التي عالجت موضوع اختبار كفاءة الاقتصادية، وأهم هذه الدراسات على الإطلاق:

- دراسة عبد الله بن الضب، كفاءة الأسواق المالية وتكاملها دراسة قياسية بالبورصات العربية (بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة الدار البيضاء، البورصة المصرية)، خلال الفترة 2001-2009، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نمذجة اقتصادية، حيث كانت تهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة الأسواق المالية العربية وتكاملها مع بعضها في كل من الأردن، الكويت، المغرب، ومصر خلال الفترة 2001-2009 باستخدام الاستقرارية، اختبارات شبة التكامل واختبار السببية بمفهوم غرانجر.

وقد توصلت دراسة إلى إن الأسعار لا تسير عشوائيا مما يعني عدم كفاءة هذه الأسواق عند المستوى الضعيف، انه توجد علاقة شبة تكامل بين أسعار أسهمها ووجود علاقة سببية ذات دلالة بين أسعار الأسهم والعوائد، مما يشجع العمل على إنشاء سوق عربية مشاركة وإقامة تكامل اقتصادي فيما بين الدول العربية.

- دراسة سلمان موصلي وحازم السمان، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانون، المجلد 29-العدد الثاني 2013-سورية، حيث كانت تهدف هذه الدراسة إلى اختبار الكفاءة السعرية التي اقترحها فاما 1976 في سوق دمشق للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، ذلك لأنه إذا لم يجر ثبات دليل يدعم المستوى الضعيف من الكفاءة فليس من الضروري اختبار الكفاءة على المستوى الأوسع سواء شبة قوي أو القوي. وقد استخدم اختبار الارتباط المتسلسل وجذر الوحدة بالاعتماد على اختبار ديكي فولر المطور لاختبار كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية، شملت عينة الدراسة قيم مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية من جانفي 2010 حتى جوان 2011.

وقد توصلت الدراسة إلى أن تحركات أسعار الأسهم غير عشوائية، ومن ثم فإنه يمكن التوصل إلى: أن سوق دمشق للأوراق المالية غير كفاءة عن المستوى الضعيف.

- دراسة رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة باتنة، الجزائر، حيث كانت هذه الدراسة تهدف إلى مراجعة أداء كفاءة سوق أسهم السعودية ومدى قدرتها على تحقيق المهام المنوطة بها على النمو الذي يسهم في زيادة الرفاهية الاقتصادية للأطراف المشاركة في السوق.

وقد توصلت الدراسة إلى أن أسواق الأسهم السعودية تتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف، أما بالنسبة لعملية تخصيص الاستثمار في الأسهم السعودية لا تزال تشوبها العديد من التثوهات، وبالتالي فإن ضعف قدرة السوق على التخصيص الكفء للموارد المالية يمكن أن يؤدي إلى تباطؤ معدل النمو، كذلك أن سوق الأسهم السعودية لم تؤدي خلال فترة الدراسة الدور المطلوب منها في دعم الاقتصاد الوطني.

وما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة أن كلها تعالج موضوع الكفاءة عند المستوى الضعيف لدول العربية أو دولة واحدة فقط، غير أن دراستي فتعالج كفاءة السعيرة دول مجلس التعاون الخليجي الستة عند المستوى الضعيف باعتماد على مؤشر العام كل دولة وذلك بإجراء عدة اختبارات قياسية.

تقسيمات الدراسة:

من أجل إحاطة نظرية وتطبيقية شاملة لموضوع وإشكالية الدراسة واختبار الفرضيات المعروضة، سيتم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول، فصلين نظريين والثالث تطبيقي بالإضافة المقدمة عامة وخاتمة عامة، حيث خصص:

الفصل الأول: والذي جاء بعنوان: دراسة نظرية للأسواق الأوراق المالية بحيث يعتبر بمثابة فصل تمهيدي للتعريف على لأسواق المالية، والمبحث الأول يهتم بالإطار المفاهيمي للأسواق المالية، بينما تم التطرق في المبحث الثاني إلى طبيعة عمليات بأسواق الأوراق المالية، أما المبحث الثالث فخصص لأساليب تقييم وتحديد الأسعار في بورصة الأوراق المالية.

الفصل الثاني: والذي جاء يحمل عنوان: دراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية، حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية، أما في المبحث الثاني فتطرقنا إلى المعلومات وكفاءة الأسواق الأوراق المالية، في حين خصصنا المبحث الثالث إلى مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

الفصل الثالث: وعنوانه اختبار الكفاءة السعرية عند المستوى الضعيف لبورصات دول مجلس التعاون الخليجي، ونتطرق في المبحث الأول إلى الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، أما المبحث الثاني المؤشرات العامة لبورصات دول مجلس التعاون الخليجي، وفي الأخير قمنا باختبار كفاءة كل سوق من سواق الوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي على حدى لمعرفة مدى كفاءتها عند المستوى الضعيف.

خاتمة عامة: تضم الخلاصة العامة، والنتائج المتوصل إليها، اختبار فرضيات الدراسة، ثم التوصيات المقترحة، وأخيرا أفاق الدراسة.

تمهيد:

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية التي تعتمد على قطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظرا لما تزاوله من نشاط، وتعتبر انعكاس للنظم والسياسات المالية والاقتصادية المتبعة في أي دولة، وكلما كان النظام المالي للدولة متطورا كلما أدى ذلك إلى تطور النشاط الاقتصادي وتقدمه، إذ تعد الأسواق المالية في أي دولة ركيزة أساسية في بنية الاقتصاد وقد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية كمقياس درجة التطور الاقتصادي، والدور المهم الذي تلعبه في تنمية الاقتصاد الوطني لأي دولة وذلك بتنمية المدخرات الوطنية، فقد ارتبط تطور الأسواق المالية بال-تطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها.

لذلك أصبحت حاجة الدول النامية إلى أسواق مالية متطورة شيء إلزامي وذلك من اجل النهوض باقتصاديات وذلك لتأثير هذه الأسواق على المشروعات والانجازات الاقتصادية لهذا تسعى هذه الدول إلى إقامة هذه الأسواق ودعمها حتى يكون لها دورا فعال في التنمية الاقتصادية.

لقد عرفت الأسواق المالية العديد من التطورات إن كان المستوى الفلسفي لطبيعة ودور هذه الأسواق أو على المستوى العلمي المتمثل في ابتكار طرق وأدوات جديدة تلبي مطالب المتعاملين من ناحية المرودية أو من ناحية إمكانية تحديد وتسيير المخاطر المالية، ولكي تتمكن هذه الأسواق من تأدية هذا الدور يتطلب ذلك تمتعها بمستوى من الكفاءة، هذه الأخيرة التي تتحدد بمدى توافر المعلومات لكل المستثمرين من خلال توفير احداث وأنجع وسائل تكنولوجيا المعلومات من اجل إيصال المعلومة إلى جميع المستثمرين أينما وجدوا، وتمكينهم من الاطلاع على التداول في السوق المالية. وارتأينا في هذا الفصل إلى إبراز الدراسة النظرية لسوق الأوراق المالية والدور التي تلعبه في الاقتصاد، وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية

المبحث الثاني: طبيعة عمليات سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: أساليب تقييم وتحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية

إن وجود سوق مالية يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساتها المالية في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المختلفة، كما يمكنها التنبؤ بالمستقبل، وتوضيح الحالة الاقتصادية للدولة، بالإضافة إلى ما تحتويه السوق من منتجات مختلفة من أسهم سندات بأنواعها إضافة إلى المشتقات المالية والأوراق المهجنة التي تسمح للمستثمرين في تنويع محافظهم المالية، ويسمح لهم في الحصول على السيولة في أي وقت من خلال بيعهم لهذه المنتجات في السوق الثانوي، لأن أسواق الأوراق المالية، بمثابة سوق تتحقق فيه المنافسة الحرة وتحدد فيه أسعار لقانون العرض والطلب، لذا فإنها جهاز لقياس قوة أو ضعف اقتصاد بلد ما بصفة مستمرة، من أجل هذا كله كانت سوق الأوراق المالية محل اهتمام الكثير من الدول بما فيها تلك السائرة في طريق النمو والمتخلفة ولذلك تسعى كل الدول لتفعيل هذه الأسواق نظرا لجودتها الاقتصادية. ولتوضيح ما سبق سنحاول تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية خصائصها ووظائفها

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

المطلب الأول: سوق أوراق المالية موقعها من الأسواق الأخرى

تكتسي الأسواق المالية أهمية بالغة في الاقتصاديات الحديثة باعتبارها من أهم وسائل تمويل عمليات التنمية الاقتصادية سواء في القطاع العام أو الخاص، خاصة بعد تراجع الدور الريادي للبنوك في عملية التمويل، وتعتبر هي المجال الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بكل أنواعها سواء التقليدية أو المشتقة وبالتالي يعتبر سوق الأوراق المالية الركيزة الأساسية للنشاط الاقتصادي، فمن الصعب إعطاء مفهوم واحد محدد للسوق المالي، بالأخص في ظل وجود أبحاث متعددة تتناول هذا الموضوع واختلاف وجهات نظر الباحثين من زاوية أخرى.

الفرع الأول: تعريف السوق ومعايير تصنيفها

لقد تعددت أنواع الأسواق بسبب تعدد معايير التصنيف إلا أنه يمكن التوصل إلى تعريف شامل لها.

1- تعريف السوق

لغة: جاءت في لسان العرب: السوق معروف سابقا الإبل وغيرها ويسوقها وسيافا.¹

اصطلاحا: هو المكان المعروف الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للتعامل في سلعة معينة أو سلع متنوعة.²

إذ يمكننا التوصل إلى التعريف التالي: السوق هو المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمستثمرون بغرض تبادل السلع والخدمات، ويمكن أن يظهر السوق في شكل مادي مثل البورصة أو في شكل غير مادي مثل سوق العمل، أما في الوقت الراهن لم تعد هناك أهمية للمكان.

2- معايير تصنيف الأسواق

تصنف الأسواق وفقا لمعايير عديدة، فهناك من يصنفها من حيث توحيد السعر وفيه تقسم الأسواق النوعين هما: السوق الكامل والسوق غير الكامل ويقصد بالأولى تلك السوق التي يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة أما النوع الثاني فهو يمثل النمط الشائع لأغلب الأسواق، بالإضافة إلى هذا التصنيف فإنه يمكن التمييز بين الأسواق من خلال:

الاعتماد على معيار درجة المنافسة، حيث نجد ثلاثة أنواع من الأسواق وهي سوق المنافسة الكاملة، سوق الاحتكار التام وسوق المنافسة الاحتكارية، فضلا عن هذا يوجد نوع آخر ينتمي إلى هذا التصنيف ويسمى

¹ جمال الدين محمد مكرم أبو الفضل ابن منظور الإفريقي، لسان العرب، الطبعة الأولى، دار المعارف، القاهرة، مصر، ص: 2153

² عبد الله بن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية-دراسة فقهية الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقد في مكة، السعودية، في الفترة

من 25-29 ديسمبر 2010، ص: 4

سوق احتكار القلة وهو في الحقيقة مزيج بين سوق المنافسة الكاملة والاحتكار إلا أنه يميل إلى سوق الاحتكار.¹

وإذا نظرنا لأنواع الأسواق من حيث طبيعة السلعة فإننا نجد أربعة أنواع نذكرها فيما يلي:²

- سوق السلع: وهي السوق التي نعرفها جميعا والتي تمثل المنتجات الصناعية والزراعية... الخ، وقد تكون عبارة عن سوق جملة أو سوق تجزئة.
- سوق الخدمات: من أمثلة هذه السوق نجد سوق خدمة الكهرباء والحلاق وسوق الخدمات الصحية... الخ.
- سوق العمل: في هذه السوق يأتي الطلب من جانب أصحاب الأعمال والذين يرغبون في توظيف وتشغيل العمال أو أصحاب المهن والذين يمثلون العرض.
- سوق المال والنقد: وهي سوق التي تكون فيها المعاملات في أجال فروضها قصيرة متوسطة أو طويلة، وتسمى في بعض الأحيان سوق رأس المال.

الفرع الثاني: تعريف الأسواق المالية وتصنيفها

تحتوي الأسواق المالية على عدة تعاريف وتصنيفات والتي سننظر لها فيما يلي:

1- تعريف الأسواق المالية: سنقوم بعرض مجموعة من التعاريف:

سوق المال هو: الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات القصيرة أو الطويلة الأجل من خلال تداول للأداة المالية المناسبة، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق.³

كما عرف سوق المال ب: المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمستثمرون لإتمام الصفقات المالية فيما بينها وتبادل الأصول المالية، سواء أكان تبادلا للأصول المالية قصيرة الأجل أو كان متوسط أو طويلا، حيث يتم التبادل بطريقة منظمة ومدروسة اعتمادا على القوانين واللوائح والتعليمات التي تضمن سير هذه العملية بنجاح

¹ محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء، لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 26: 27

² نفس المرجع السابق، ص: 28- 32

³ صالح الدين جودة، بورصة الأوراق المالية، مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000، ص: 20

تحقيقاً للعائد المتوقع، بما يتناسب مع المخاطر المحتملة وبذلك يتم توجيه المدخرات لوجهة صحيحة ضماناً لمصلحة الأطراف المتعاملة في السوق.¹

كما نعرف الأسواق المالية: الأماكن التي يتم فيها تدفق الأموال من تلك الوحدات المدخرة إلى الوحدات المستثمرة. حيث تنتقل الأموال من الوحدات التي تقوم بالادخار ولديها فائض مالي وليس لديها فرص استثمارية كافية لاستخدام هذه الأموال إلى الوحدات التي لديها فرص استثمارية، لكن لا تتوافر لديها الأموال الكافية لاستغلال هذه الفوائض، ويتم ذلك بطلاق عديدة تتلاءم مع معتقدات الأفراد وفي إطار السياسة العامة للدولة وما تستهدف تحقيقه من المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل الدخل القومي ومستوى الأسعار.²

2- تصنيفها:

يمكن تصنيف الأسواق المالية على النحو التالي:

أ- الأسواق النقدية:

هناك عدة تعاريف للأسواق النقدية نذكر منها:

يعرف سوق النقدية بأنه: السوق الذي يتم إصدار و تبادل الأدوات المالية قصيرة الأجل التي تكون مدة استحقاق أقل من سنة، مثل أدونات الخزنة والكمبيالات المصرفية والأوراق التجارية، وشهادات الإيداع القابلة للتداول، والودائع والقروض، وخطابات الضمان والاعتمادات المصرفية.³

كما يعرف كذلك: بأنه سوق تتعامل بأدوات استثمارية قصيرة الأجل سهلة التحويل إلى سيولة والتي أهمها أدونات الخزينة، والقبولات المصرفية وودائع قابلة للتفاوض، أوراق يورو دولار... الخ.⁴ تتسم هذه الأوراق بخصائص عديدة، تميزها عن غيرها من أدوات الأسواق المالية والتي يمكن أن نذكر منها ما يلي:⁵

- تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترت تسديدها ما بين يوم واحد وفي بعض الحالات سنة واحدة وذلك بشكل عام؛

¹ صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر (3)، الجزائر، 2011-2012، ص: 83

² عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا، 2006، ص: 9

³ رمزي شاكر مستجير، دور سوق المال وبورصة الأوراق المالية في تشجيع الاستثمارات، دون طبعة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2010، ص: 53

⁴ محمد عوض عبد الجواد، استثمار في البورصة، دار الحامد، الطبعة الأولى، الأردن، 2006، ص: 69-71

⁵ محمد إبراهيم الشديفات، الأسواق المالية والنقدية، دار الحامد، الطبعة الأولى الأردن، 2006، ص: 80

- تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود وهذا ما دفع الناس إلى تسميتها بالأسواق النقدية؛
- نظرا لتعامل الأسواق النقدية بأدوات قصيرة الأجل وارتفاع سيولتها فإنها مقارنة بأسواق رأس المال التي تتعامل بالأدوات الاستثمارية طويلة الأجل تعاني من مخاطر أقل للفشل؛
- إن غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم، وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمتها المحددة باستثناء الودائع المصرفية؛
- تقوم الأسواق النقدية بممارسة الكثير من وظائف البنوك التجارية وفضلا عن ذلك تتميز هذه الأسواق بقدرتها على تجاوز التكاليف الفرضية للفوائد المصرفية، وبالتالي فإنها تستقطب الأموال الكبيرة الموجهة لاستثمار في فترات قصيرة.
- **هيكل سوق النقد:**

يتكون سوق النقد من سوقين السوق الأولية والسوق الثانوية ويمكن عرضها كما يلي:¹

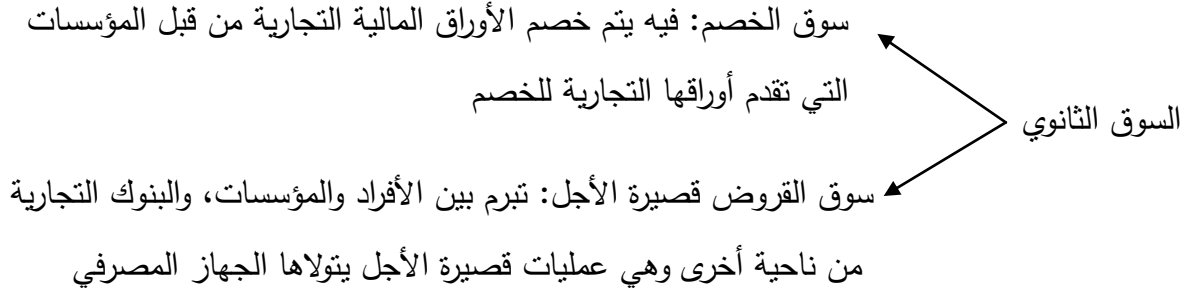
- **السوق الأولية:** والتي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها للأجل قصيرة وبأسعار فائدة تمتد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية.²
 - **السوق الثانوية:** وهي السوق التي يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، وبأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب.
- أي أن السوق الأولية تكون محل إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين، بينما تكون السوق الثانوية محل تداول بين مشتريها الأول والمشتريين الآخرين ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين هما سوق الخصم وسوق القروض القصيرة الأجل.
- يمكن عرضها في الشكل الموالي:

¹ نسرين بوتة، الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة، دراسة لواقع التجربة المغربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة

الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص:26

² مختار حميدة، الأسواق وخصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية ودور العملية في إحداث التنمية، دراسة حالة بعض الشركات العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010-2011، ص:71

الشكل رقم(01): مكونات السوق الثانوي

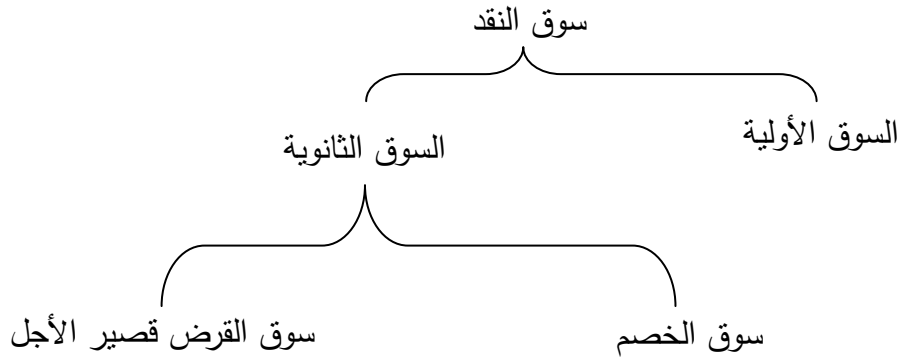


المصدر: مختار حميدة، الأسواق وخصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية ودور العملية في إحداث التنمية، دراسة حالة بعض الشركات العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010-2011، ص:72

- مكونات سوق النقد: يتكون سوق النقد كجزء مكون لسوق المال من سوقين وهما السوق الأولية والسوق الثانوية والتي بدورها تنقسم إلى سوق الخصم وسوق القرض قصيرة الأجل.

الشكل الموالي يوضح أهم مكونات سوق النقد:

الشكل رقم (02): مكونات سوق النقد



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نسرین بوتة، الأسواق المالية ودورها في تنشيط استراتيجية الخصخصة، دراسة لواقع التجربة المغربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص:28 وعمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار-دراسة تجارب دولية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2015-2016، ص:13

ب- سوق رأس المال

يعرف بأنه: عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو الأصل مالي معين طويلة الأجل التي يزيد أجل استحقاقها من سنة سواء كانت أوراق ملكية أو ديون، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.¹

يعرف كذلك بأنه: مجموع المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية طويلة الأجل، أي اقتراض الأموال واستثمارها لفترة تتجاوز السنة الواحدة، ويكون إقراض الأموال طويل يهدف لاستغلال أموال متاحة لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها، كما يكون الهدف من الحصول على هذه الأموال هو تمويل استثمارات رأسمالية طويلة الأجل.²

ويعرف كذلك: بأنها الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عمليات التداول.³

أسواق رأس المال: هي الأسواق التي تختص بالتعاملات المالية طويلة الأجل وتتضمن أسواقاً للأسهم والسندات وتعد من أسواق المال طويلة الأجل وأسواق المال قصيرة الأجل أسواق تعاملات نقدية، لأن تعاملاتها تنطوي على عملية استلام شيء منصوص عليه في الصدقة يقوم بها المقرض إلى المقرض أو المستثمر الذي يسدها نقداً.⁴

- خصائص سوق رأس المال:

- يتكون سوق رأس المال من عدة خصائص نذكر منها:⁵
- سوق رأس المال قد يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس الأموال كبيرة على أجل طويل؛
- الاستثمار في سوق رؤوس الأموال يعتبر عائد فإن اهتمام المستثمرين في رأس المال يكون الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة؛

¹ نبيل بن سلمان آل فوزان، الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)، الطبعة الأولى، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2010، ص:7

² حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارية المالية، جامعة عين الشمس، مصر، 1993، ص ص:40 41

³ ضياء الدين مجيد الموسوي، بورصات أسواق رأي المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات image، 1998، ص:76

⁴ كويل برايان، أسواق المال، دار الفاروق للنشر والتوزيع، 2008، ص:8

⁵ جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صنعاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص:35

- يتسم هذا السوق بكونه أكثر تنظيم من السوق النقدي نظرا لكونه متعامل به من قبل الوكلاء والمتخصصين؛
- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقلها سيولة في الاستثمار بالسوق النقدي وذلك نظرا لأن الأدوات الاستثمارية فيه مثلا السندات طويلة الأجل الأمر الذي يحتمل مخاطرة سوقية، أو سعرية وتنظيمية مختلفة وكذلك الأسهم بالرغم من أن عائدها كبير نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة نسبيا؛
- يتطلب سوق رأس المال وجود ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمارية المختلفة فيه، وذلك حتى يتم تنشيط الاستثمار في سوق رأس المال وحتى توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل الأمر الذي يزيد من سرعة تداولها.

- هيكل سوق رأس المال

يتكون سوق رأس المال من سوقين أساسيين هما:

- **السوق الحاضرة:** وتسمى أيضا بالأسواق الفورية، وهي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات)، ثم تسلمها وتسليمها فور إتمام الصفقة (البيع والشراء آنيا)، والاسم الشائع للأسواق الحاضرة أو الفورية هو أسواق الأوراق المالية، ففي السوق الفورية تنتقل ملكية الورقة المالية للمشتري فورا عند إتمام الصفقة بعد أن يدفع ثمن الورقة المالية.¹
 - **السوق الآجلة:** ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضا تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنيا على أن يستلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.²
- بعد التعرف على شقي السوق المالي يمكننا استنتاج ما يلي:
- السوق النقدي أصولها المالية يبلغ عمرها عام أو أقل.
 - السوق رأس المال أصولها المالية يزيد عمرها عن سنة ويتضمن سوق الأوراق المالية.

¹ ياسين عاملي، الخصصة ودور السوق المالية في تفعيلها، دراسة بعض التجارب المغاربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص التحليل والإشراف الاقتصادي، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2009-2010، ص:48

² رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005-2006، ص:42

الفرع الثالث: نشأة وتعريف أسواق الأوراق المالية (البورصة)

البورصة بمثابة جهاز قياس القوة أو الضعف لبلد ما وهذا بصفة مستمرة وهي دائرة من الدوائر الأساسية التي تساهم في تمويل قطاعات النشاط الاقتصادي وهذا ما سنوضحه فيما يلي:

1- نشأة سوق الأوراق المالية

تعود البدايات الأولى لظهور وتشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر الميلادي حيث عرفت باسم (البورصات) والتي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال.

وساهم في دفع هذه الأسواق إلى الظهور والاستثمار الشركات المساهمة وإقبال حكومات بعض الدول والملوك وخاصة بريطانيا إلى الاقتراض من كبار المدخرين والمرابين وتجار الذهب، بهدف تمويل نفقات الدولة المختلفة وكذا تمويل الحروب، فضلا عن احتياج الشركات المساهمة للتمويل، وقد جاء على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بتلك الصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى لفرنسا وانجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة التي أصبحت تعرف فيها بأسواق الأوراق المالية.

والجدير بالذكر أن أبرز حادثين في تاريخ الإنسانية وتطور تلك الأسواق المالية والفكر الاقتصادي عموما

هما:

- حركة الكشوفات الجغرافية واكتشاف العالم الجديد (الأمريكتين) وطريق الهند ما ترتب عليه من ازدهار حركة التجارة وزيادة التبادل بين الدول، ومن ثم ظهرت الحاجة إلى شركات النقل لشحن البضائع ومبادلتها في الأسواق المختلفة سوقا كانت أسواق حاضرة أو أسواق أجلة وسميت حينئذ بالبورصات التجارية (بورصة البضائع).

- الثورة الصناعية والتي كان لها أثر كبير في تطور الفكر الاقتصادي عامة وتطور الأسواق المالية على وجه الخصوص، حيث حلت الآلة محل الأيدي العاملة، وبالتالي زاد الإنتاج وظهرت المشروعات الاستثمارية ذات حجم الكبير التي تتطلب تمويلا ضخما يتجاوز القدرات المالية للمستثمر الفرد، ومن هنا ظهرت أشكال جديدة للشركات، وهي الشركات المساهمة التي تساهم في تمويل رأس مالها عدد كثير من الأفراد، من خلال الأسهم المساهمة التي يتم الاكتتاب فيها والتي تعطيه الحق في تملك أصولها والحصول على أرباحها بحسب الأسهم التي اكتتب فيها الفرد، وبالتالي نشأت الحاجة إلى سوق منظمة لتداول تلك الأوراق المالية والتي سميت بالبورصة المالية (بورصة الأوراق المالية).¹

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 10 11

2- تعريف أسواق الأوراق المالية

لقد تعددت مفاهيم أسواق الأوراق المالية من طرف الاقتصاديين فهناك من يطلق عليها سوف الأسواق المالية أو سوق الأسهم والسندات أو البورصة أو سوق رأس المال ونحن نعتمد على مصطلح واحد ألا وهو سوق الأوراق المالية.

تعرف على أنها: سوق خاضعة لعمليات خاصة في أماكن خاصة يباع وتشتري فيها عن طريق الوسطاء. وهي مؤسسة تعنى بوضع الترتيبات العملية والتقنية اللازمة لعمليات التداول على القيم المنقولة، بغية تقديم خدمات تتمثل في تسهيل التعاملات بين وسطاء البورصة، وترقية التداول على الأوراق المالية في سوق البورصة.¹

وتعرف كذلك: بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو الأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمر من بيع وشراء عدد معين من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو شركات العاملة في هذا المجال، ولكن مع شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزية، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.²

وتعرف أيضا: بأنها مجموعة العمليات التي تتم في مكان معين، بين مجموعة من الناس لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية، سواء كان موضوع الصفقة حاضرا -وجود عينة منه- أو غائبا عن مكان العقد أو حتى لا وجود له أثناء التعاقد (معدوم) -لكن يمكن أن يوجد.³

يعرف كذلك: هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم بيع صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بـ "البورصة"، أما السوق غير منظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتوصلون بعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتتداول أوراق المالية للمنشآت وهيئات من دول أجنبية.⁴

¹ راند محمود أبوطربوش، أسرار الفوركس عملات - أسهم - عقود مستقبلية، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العملية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 16

² عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 18، 19

³ محمود صبري هارون، أحكام الأسواق المالية الأسهم وسندات، الطبعة الثانية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 22

⁴ ضياء مجيد، البورصات (الأسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008، ص: 6، 7

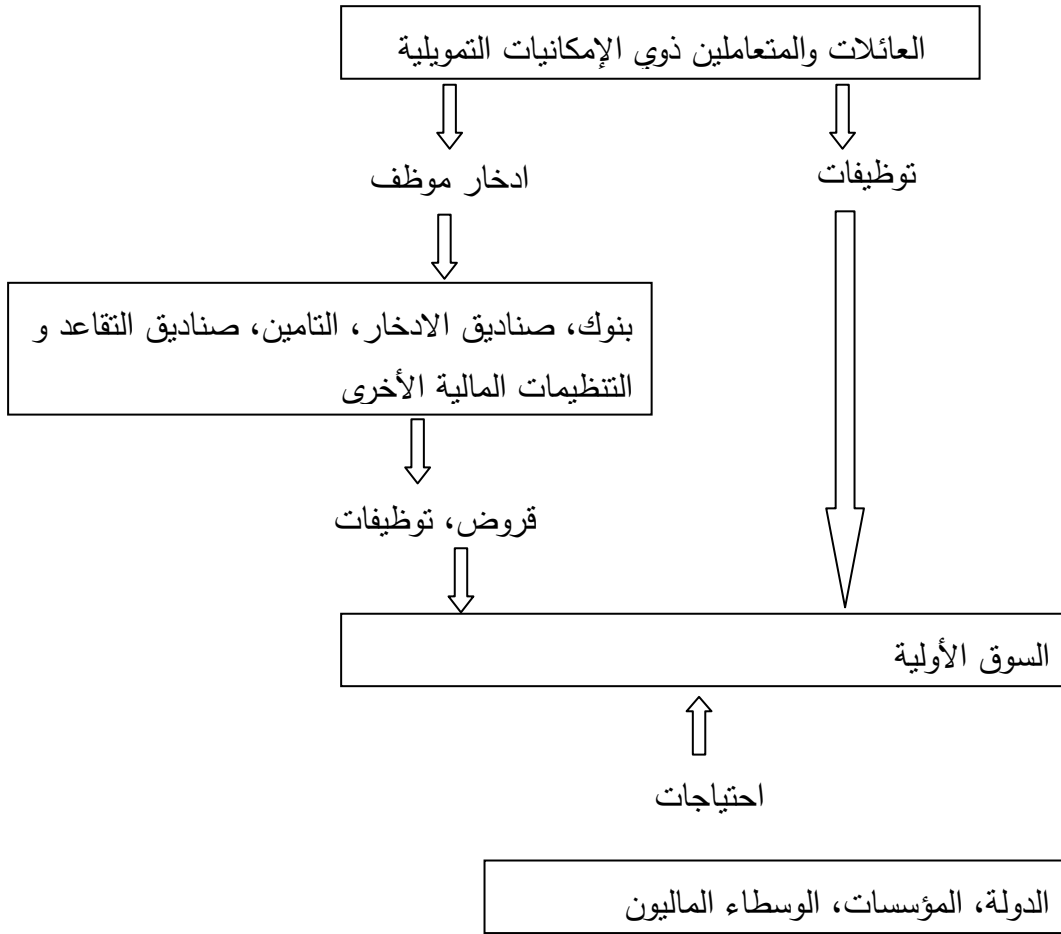
3- مكونات سوق الأوراق المالية

تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى:

- أ- السوق الأولية (Primary market): يجري فيها تداول الأوراق المالية الجديدة الصادرة من الشركات الجديدة أو القائمة، الأوراق المالية الحكومية التي تعود للسلطات المحلية في هذه السوق يكون دور البورصة غير الرسمية كبيرا لأن مثل هذه الأوراق المالية يتم اقتنائها عادة من قبل المؤسسات الائتمانية المتخصصة، مثل شركات التأمين، صناديق الضمان الاجتماعي، شركات التوظيف،..... الخ¹، والشكل الموالي يوضح ذلك:

¹ مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية للبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر،

الشكل رقم (03): السوق الأولية وعلاقتها بالمتعاملين الاقتصاديين



المصدر: ليلي بوشنين، أثر نشاط صناديق الاستثمار على أداء الأسواق المالية - دراسة حالة بعض الصناديق الخليجية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2007-2008، ص:7

الشكل أعلاه يبين أن أصحاب رؤوس الأموال والمدخرات من الأفراد أو العائلات والمؤسسات المالية المتخصصة، يلتقون مع المحتاجين لتلك الأموال من مؤسسات حكومية وخاصة في السوق الأولية، فهي ملتقى لعرض وطلب الأموال.

ب- السوق الثانوية: تختص هذه السوق في التعامل بالأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية وتم توزيعها وبيعها بواسطة بنوك استثمار أو أحد المؤسسات المالية المتخصصة في الأسواق الأولية.¹

¹ علي بوعبد الله، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر 2013 - 2014، ص:40

كما تعرف أيضا: بالسوق التي يجري فيها التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وبمعنى آخر يتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية بين المستثمرين ولا علاقة للشركة بذلك، إذ سبق أن باعها في السوق الأولية، ولذلك يطلق على هذه السوق أيضا اسم سوق التداول.¹

والسوق الثانوية تنقسم بدورها إلى:

- **السوق المنظمة:** تتميز هذه السوق بوجود مكان مادي ملموس ومحدد يلتقي فيه المستثمرون للبيع والشراء، وهي سوق الأوراق المالية المدرجة التي يكون التداول فيها بموجب قواعد وإجراءات تحدد الشروط الواجب على المؤسسة التي تقيد فيها أوراقها المالية التقيد بها من حيث عدد المساهمين وعدد الأسهم والإفصاح، لذلك أهم ما يميز هذه السوق هيكلها التنظيمي والمؤسسي حيث أنها تدار من قبل لجنة السوق أو البورصة التي تضم أعضاء منتجين من ممثلين عن الشركات المدرجة في السوق والوسطاء والحكومة، ومن أمثلة السوق المنتظمة بورصة نيويورك وبورصة لندن وبورصة طوكيو وغيرها من البورصات الأوروبية والعربية وتكمن أهمية هذه السوق في أنها توفر الصفقات علانية طبقا لمواعيد محددة وبطريقة المزايمة العلنية عبر آلية العرض والطلب للأوراق المالية.²

وفي ما يلي سنلخص أهم الفروق بين السوقين الأولي والثانوي:

¹ عصام عبد الهادي أبو النصر، طبيعة أسواق الأوراق المالية، أستاذ ورئيس قسم المحاسبة والمراجعة، مستشار الهيئة الشرعية العالمية للشركات، كلية التجارة، جامعة الأزهر، ص:4

² ناصر المهدي، مكانة وآفاق المالية العربية من الأسواق المالية الدولية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص النقود المالية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011-2012، ص:15

الجدول رقم (01): الفروق بين السوق الأولي والسوق الثانوي

معيار التفرقة	السوق الثانوية	السوق الأولية
- الوظيفة الأساسية.	- تبادل القيم المتداولة.	- إصدار القيم المتداولة
- المتعاملون.	- المؤسسات المالية	- المؤسسات، الدولة،
- الأهمية بالنسبة للمستثمر.	- المختصة والجمهور.	- الجمهور والمؤسسات المالية
- طبيعة الإصدارات.	- توظيف الادخار وإمكانية	- المختصة.
- المؤسسات المختصة في	- تبادل القيم المتداولة الموجودة	- توظيف الإصدارات
- جمع الأموال.	- في المحفظة المالية.	- الجديدة.
	- سوق الإصدار القديمة.	- الدولة (ممثلة بالخرزينة
	- البنوك، المؤسسات المالية	- العمومية)، البنوك صناديق
	- المختصة والوسطاء (من	- الادخار، البريد إلخ.
	- وكلاء الصرف وغيرهم).	

المصدر: محمد علي وليد أحمد محمود، دور أسواق رؤوس الأموال في تمويل التنمية الاقتصادية، دراسة حالة موريتانيا، مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية تخصص دراسات مالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2005، ص: 91

- **السوق الغير منظمة:** وهذه السوق ليس لها مكان معين يتم فيه تبادل الأوراق المالية، ولكنها تتكون من عدد من المتعاملين في هذه الأوراق منتشرين في أماكن متفرقة في العالم، وتربطهم شبكة اتصالات قوية عن طريق خطوط الهاتف أو أطراف للحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة، والتي توفر لحظة بلحظة أسعار كل ورقة متعامل بها. ويطلق على هذا السوق أيضا السوق الموازية والأوراق المالية موضع التعامل في هذه السوق تخص الشركات التي لا تستطيع الوفاء بمتطلبات وشروط القيد في السوق الرسمية، وكذلك الشركات التي لا تريد الإفصاح عن المعلومات المالية الخاصة بها بالشكل الذي يتطلبه القيد في السوق الرسمية.¹

والسوق الغير المنظمة بذاتها تنقسم إلى:

- **السوق الثالث:** تمثل جزءا مهما من السوق الغير منظمة، وتضم مجموعة من شركات السمسرة التي لا تتوفر على عضوية بالسوق المنظمة (البورصة) رغم توفرها على إمكانية التعامل في الأوراق المالية

¹ عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص: 163 164

المسجلة بالبورصة، ومن بين الأطراف المتعاملة في هذه السوق صناديق التقاعد، شركات السمسرة الصغيرة التي ليس لها تمثيل بالبورصة.¹

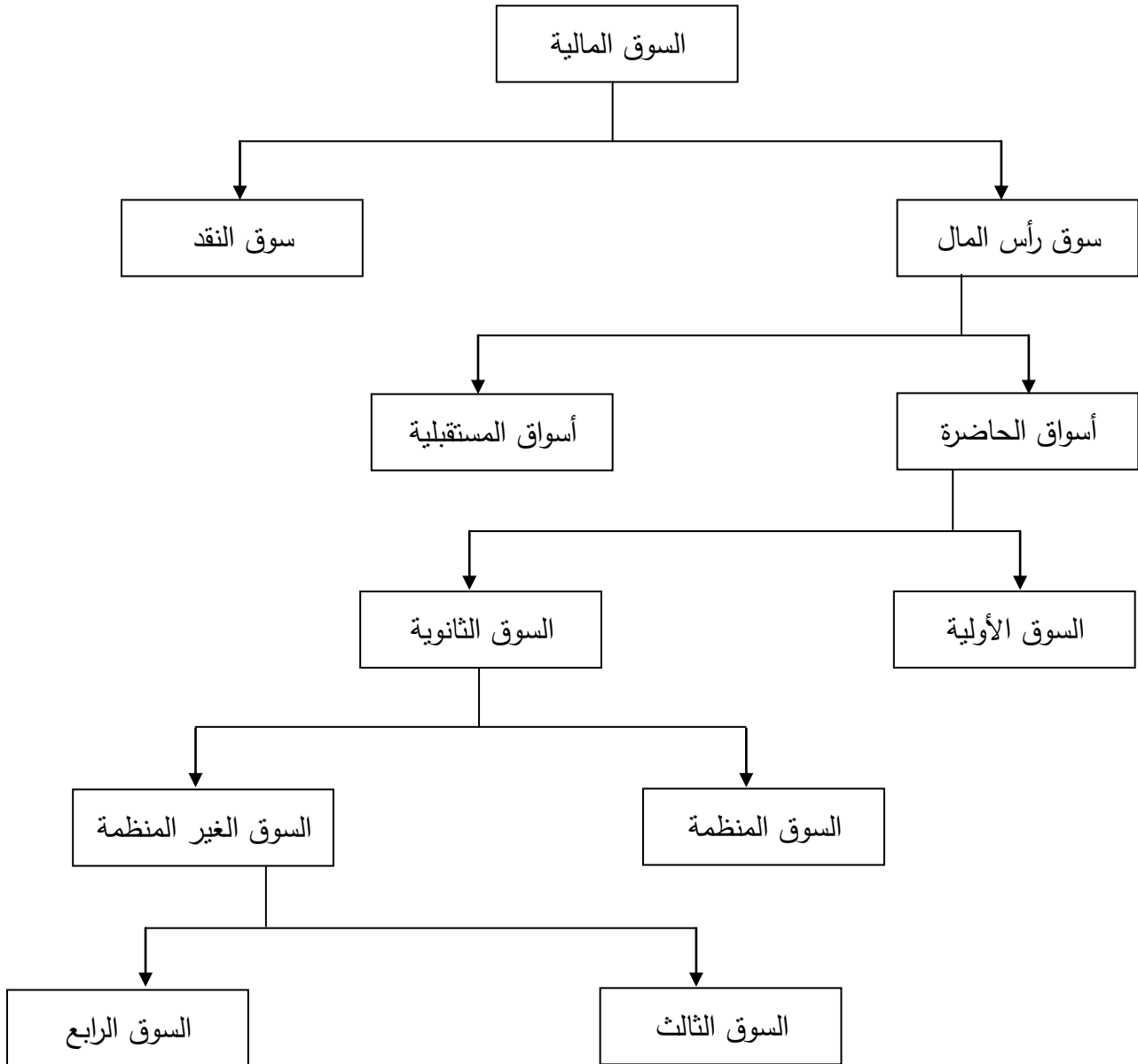
• **السوق الرابع:** يعتبر هذا السوق غير منظم، حيث يتم التعامل مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى، حيث يتم استبعاد شركات التجارية والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصال إلكترونية حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفق لحجم التعامل.²

وفيما يلي سنعرض تلخيص لكل الأسواق التي تم ذكرها سابقا في الشكل الموالي:

¹ حسان خبابة، دور الخصوصية وبورصة الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد، دراسة حالة الاقتصاد الجزائري، رسالة دكتوراه في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2004 - 2005، ص: 95

² خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين فترة 2005-2009، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012، ص: 20

الشكل رقم(04): تصنيفات الأوراق المالية



المصدر: محمد صالح الحناوي، إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص:47

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية خصائصها ووظائفها

تعتبر سوق الأوراق المالية الركيزة الأساسية لنشاط القطاعات المالية فهي تحتل مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة والتي تساهم بدرجة كبيرة في تحريك عجلة الاستثمارات والأموال بهدف تحقيق التنمية الاقتصادية للدول، ولتحقيق كل هذه الأهداف لابد من توفر هذه الأسواق على جملة من الخصائص التي

نستطيع من خلالها تمييزها عن باقي الأسواق الأخرى، وكذلك عدة وظائف تساعدنا على الاستمرار والقيام بنشاطاتها.

الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية

تتميز أسواق الأوراق المالية ببعض الخصائص تمييزها عن غيرها من الأسواق الأخرى نذكرها في ما يلي:¹

1- تتميز سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيماً مقارنة مع الأسواق المالية الأخرى، باعتبار أن المتعاملين في هذه السوق من الوكلاء المختصين، وهنا شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية فيها، وفي أغلب البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق المالية، وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

2- التعامل في أسواق الأوراق المالية لا يتم على سلع منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع والخدمات الأخرى، وإنما على أساس خصائص وموصفات نظرية غير ملموسة، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على حجم أو كميات المبيعات، كما أن الصفات التي تعقد في أسواق الأوراق المالية كبيرة نسبياً مقارنة مع الأسواق الأخرى، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على أسعار البيع والشراء.

3- تتميز سوق الأوراق المالية بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات لذلك فهي تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

4- ترتبط سوق الأوراق المالية بالأوراق المالية طويلة الأجل، ولها أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل. وتتميز هذه السوق بدرجة مخاطرة كبيرة مقارنة مع السوق النقدية بالإضافة إلى الخصائص السابقة نجد:²

أ- التداول في السوق الأوراق المالية يوفر مناخ الملائم والمنافسة التامة، وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛

ب- توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين؛

¹ محمد سعدوني، الوحدة النقدية وإشكالية تكامل أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، في العلوم

الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014 - 2015، ص:76

² عبد الرحمان بن عزوز، الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تسجل ضمن متطلبات نيل شهادة

الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011-2012، ص:25

ت- يتطلب سوق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأوراق التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن استخلاص أهم وظائفها كما يلي:¹

- 1- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصادية من أجل تمويل الاقتصاد، وهذا عن طريق تجمع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي.
- 2- فسوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات المالية على المدى الطويل تسهل عملية نموها، كما تسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء.
- 3- كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض المؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تزيد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية والاجتماعية، وهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر.
- 4- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة.
- 5- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية التي تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي.²

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

يسعى سوق الأوراق المالية إلى تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد والتعامل مع وحدات ذات العجز والفائض من خلال آلية بيع وشراء الأوراق المالية بشكل منظم بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية، فهي تلعب دور الوساطة المالية عن طريق النظام الذي تشتغل به سوق الأوراق المالية، ولتوضيح أكثر لتنظيم سوق الأوراق المالية سنحاول البحث في العناصر التالية:

الفرع الأول: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية

¹ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 47

² رسيمة قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعة لطباعة ونشر التوزيع، مصر، 1999، ص: 48

يشترط في السوق المنظمة أن يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل قاعة للتعامل، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقاً لطريقة التداول المتفق عليها، مع التزام بوحدة التعامل ووحدة لتغيير الأسعار كلما كان ذلك ضرورياً وتحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، وتتولى هيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين.¹

1- قاعدة التداول: هو مكان الجغرافي المخصص للتداول.

2- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في سوق الأوراق المالية: وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو بيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط منشأة فردية أو شركات مختصة في مجال السمسرة.

فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم من أهم صناعات السوق، وموجهون، فهو المحرك الرئيسي للنشاط للأوراق المالية بذاتها، وبالتالي فهو أحد العناصر التي بدورها لا يتم التعامل في البورصة. كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة، فهو المستشار للمستثمر يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوية، ويوضع له أفضل الأوقات للشراء، أو البيع من خلال النصائح المشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل.

ومن هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته، وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازناته من خلال التحصيل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال سوق المال.²

3- طرق التداول بسوق الأوراق المالية: ويتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين:³

أ- طريقة المفاوضة: وفي هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

¹ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص ص: 48 49

² رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 49

³ عبد اللطيف أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعة، مصر، 1998، ص: 50

ب- طريقة المزايمة: وفي هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

الفرع الثاني: المتعاملون

يوجد تصنيفين للمتعاملين في سوق الأوراق المالية:

1- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل:

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:¹

أ- المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق وتخطيط عملياته، ويستخدم المضاربة المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

ب- المضاربون الهواة: وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

ت- المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

وللمضارب وظائف يمكن إيجازها في العناصر التالية:

- معادلة العرض والطلب أي تحقيق التوازن؛
- العمل على موازنة الأسعار وعدم تقلبها؛
- التشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح.

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق ذكره، ص: 32

ث-المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين:

- المستثمر الداخلي: ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كافي من الأسهم ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.
- المستثمر العادي: ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

2- تصنف المتعاملون حسب التعامل في سوق الإصدار

يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية أنه تجاهل الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار. وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال.

أ- العارضون لرأس المال:

وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم عارضوا رؤوس الأموال إلى فئتين:¹

- الفئة الأولى: تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق وتتميز هذه الفئة بقلة رؤوس الأموال الموارد استثمار بالتناظر وعدم التجانس.

- الفئة الثانية: تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية. ومما سبق ذكره يتضح أن الادخار الجماعي مفضل على الادخار الفردي للأسباب التالية:

- محرك السوق ومنعشها؛
- يجمع ويعبئ الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منتظمة؛
- يقدم ادخارات أو توظيفات مجمعة ثابتة ومستمرة؛
- يعوض الأفراد عن خبرتهم ويقلل من المخاطر حيث أن هذه الشركة لها خبرة بالسوق.

ب- الطالبون لرؤوس الأموال:

ويقصد بالطالبين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، ويأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي

¹ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص ص: 50 51

تصدر السندات بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية.

- بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع ومحركو السوق، ويمكن تقسيمهم إلى:
 - السماسرة: وهم كلاء التبادل.
 - المحكومون المراقبون: يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكم في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.

الفرع الثالث: شروط الدخول إلى سوق الأوراق المالية

- تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة، ويكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية:¹
- 1- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة التوصية بالأسهم؛
 - 2- أن يفتح المال الاجتماعي بجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20 % إلى 25 %، حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم؛
 - 3- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات؛
 - 4- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالها؛
 - 5- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية؛
 - 6- تقييم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

¹ رشيد بوكساني ، مرجع سبق ذكره، ص : 53

المبحث الثاني: طبيعة عمليات سوق الأوراق المالية

إن التعامل في سوق الأوراق المالية يتطلب مجموعة من الإجراءات والقواعد التي تحكم تصرفات المتعاملين في سوق الأوراق المالية لتسهيل عملية إبرام الصفقات وتنظيم التجارة في الأوراق المالية، وقد ظهرت في الآونة الأخيرة العديد من القواعد والأساليب في عمليات التداول، كما تتميز سوق الأوراق المالية بمجموعة من العمليات المتعلقة بشراء أو بيع القيم المنقولة في البورصة إذ أنها تؤدي دورا فعالا في المجتمع، كونها تمثل قناة اتصال مهمة من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد الوطني من سداد احتياجاتها المالية، وتقوم المؤسسات المالية بدور بارز ومحوري في توجيه المدخرات من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي نحو الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي للقيام بعملية استثمارها. وهذا وتشهد سوق الأوراق المالية على صعيد بنيتها وأدواتها تطورات عديدة شكلت عاملا في جذب العديد من المستثمرين، وأتاحت فرصا للتعامل بمختلف الأوراق المالية، والتي سنتطرق لها في هذا المبحث من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: الوسطاء المتعاملون بسوق الأوراق المالية

المطلب الثاني: عمليات سوق الأوراق المالية

المطلب الثالث: أوامر سوق الأوراق المالية وأنواعها

المطلب الأول: المتعاملون والوسطاء بسوق الأوراق المالية

بعد التعرف على الأركان الأساسية لسوق الأوراق المالية من أصحاب الفائض والعجز المالي، فقد كان هذا هو الجزء الأول من أسباب وجود الأسواق المالية، أما الجزء الثاني فيتمثل في الركيزة الرئيسية والتي من خلالها تتشكل الأوراق المالية، إذ تمارس بورصة عمليات بواسطة مجموعة متنوعة من الأعوان الاقتصادية تؤثر وتتأثر بنشاط البورصة، وبواسطتهم يتحقق للبورصة الاستمرار في أداء نشاطها وإشباع رغباتها التمويلية للأطراف المختلفة، بنظرة شاملة وعامة يمكن حصر جميع الأطراف المتدخلة في عمليات سوق الأوراق المالية في الأطراف الأساسية التالية.

الفرع الأول: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

يعتبر النشاط الأساسي لسوق الأوراق المالية هو بيع وشراء الأوراق المالية، لذا فإن المتعاملون في هذا المجال هم إما وحدات عارضة للأوراق المالية التي تتمثل أساساً في حكومة مؤسسات الأعمال، بينما الوحدات الطالبة أو المقترضة هي مؤسسات، العائلات ومن بينهم:

1- المستثمرون والمؤسستيون: يشتمل المستثمرون والمؤسستيون بنوك شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع وشركات الاستثمار، ويلعبون دوراً رئيسياً في سوق الأوراق المالية في معظم الدول المتقدمة وذلك لما تجلبه من ادخار هام نحوها لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدرتها الادخارية والاستثمارية.

2- المؤسسات الصناعية والتجارية: تعتبر المؤسسات الصناعية والتجارية من بين المتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية، والأسواق المالية بصورة عامة، فهي تلجأ إلى تلك الأسواق من أجل الحصول على رؤوس أموال ضرورية بعرض تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة المتاحة لها بغرض التوسيع ويتم ذلك إما عن طريق إصدار الأسهم أو إصدار السندات من أجل الحصول على ديون متوسطة أو طويلة الأجل، هذه الأوراق المالية التي يصبح بالإمكان تداولها بعد إصدارها وحتى يتسنى لهذه المؤسسات الحصول على التمويل اللازم من البورصة بالإضافة إلى ضرورة وجود شروط معينة، خصوصاً فيما يتعلق بالقيمة السوقية لها ونسبة رأس المال المتخلي عنه للجمهور والنتائج المسجلة في السنوات الأخيرة وغيرها من الشروط تختلف هذه الأخيرة من بلد لآخر، إضافة إلى المؤسسات الصناعية والتجارية الحديثة.¹

¹ ياسين بوعاملي، الخصوصية، مرجع سبق ذكره، ص: 60

3- الجمهور: يتمثل في الأفراد الطبيعيين الذين يستثمرون فوائضهم المالية في شكل مدخرات في سوق الأوراق المالية.

4- الدولة: تعتبر الحكومات أيضا من بين المتدخلين في سوق الأوراق المالية وخاصة أسواق السندات حيث أن الإصدارات تعتبر أفضل الإصدارات من حيث المخاطرة، إذ عادة ما تلجأ الحكومة إلى هذه الإصدارات من أجل تغطية العجز في الميزانية العمومية أو من أجل تمويل المشاريع التنموية الضخمة وخاصة ذات الطابع الاجتماعي أو من أجل التحكم في معدلات التضخم.¹

الفرع الثاني: الوسطاء

يتمثل الوسطاء المتعاملون في سوق الأوراق المالية في الأعران الاقتصادية التي لها عجز في الأموال لتحويلها قصد انجاز استثماراتهم، والأعران الاقتصادية (المؤسسات، الحكومة، الأفراد) الذين يمتلكون فوائض المالية وليس لديهم فرص استثمارية ويرغبون في استثمارها قصد الحصول على عوائد، إضافة إلى الوسطاء بالسوق الذين يعملون بتنظيم العلاقة بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال، فتداول الأوراق المالية داخل البورصات لا يتم إلا من خلال مجموعة من الوسطاء والذي يطلق عليهم سماسرة وينقسم الوسطاء الماليين داخل البورصة إلى:²

- السمسار؛
- السماسرة الوكلاء؛
- سماسرة الصالة(القاعة)؛
- التجار.

والشكل الموالي يوضح أهم التقسيمات الوسطاء داخل البورصة:

¹ عيبر بوضياف، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2007، ص:91-93

² بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012 - 2013، ص:35

الشكل رقم (05): تقسيم الوسطاء داخل البورصة



المصدر: عبد الحافظ البدوي، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة، كلية التجارة، جامعة منصور،

مصر، 1997، ص: 2015

المطلب الثاني: عمليات سوق الأوراق المالية

مما لا شك فيه أن عصرنا الحاضر قد شهد تطوراً ملحوظاً في مجال المعاملات المالية خاصة المتعلقة بالأوراق المالية، حيث ظهرت فيه مستجدات لم تكن موجودة من قبل، ولعل أبرزها المعاملات في سوق الأوراق المالية والتي تتميز بعمليات سوق المالية بعمليتين أساسيتين وهما عمليات عاجلة والتي تتم على مستوى السوق الفوري والعمليات آجلة والتي تتم على مستوى السوق الآجلة أو المستقبلية سواء كان ببيع أو شراء الأوراق المالية، وسوف نتطرق لكلا العمليتين فيما يلي:

الفرع الأول: العمليات العاجلة

تتم هذه العمليات في الأسواق الفورية - تمت الإشارة إليها سابقاً - وهي عملية تنصب على التعامل نقداً والتسليم الفوري للأوراق المالية محل التعامل، تنفذ بعد فترة قصيرة قد تكون أيام أو أسابيع أو أشهر كحد أعلى، وعلى العموم فشرط هذه العمليات تخضع لطبيعة السوق في البلد المعني.

كما نجد أن التعامل وفق هذه الطريقة يتم لمجموعة من الاعتبارات أهمها:¹

- ملائمة العمليات العاجلة للمشروعات الصغيرة، لاعتبار المشروعات الصغيرة لها كم صغير من الأسهم والسيولة مما يساعد على النشاط في السوق الفوري؛
 - نظام الحصص المقترن بالعمليات الأخرى بما يتناسب مع صغار المدخرين؛
 - عدم توفر الأموال اللازمة.
- كما يجب أن تتضمن أوامر سوق الأوراق المالية المتعلقة بالعمليات العاجلة العناصر التالية:
- بيان نوع الصفقة وصفة الورقة المالية المرغوب فيها؛
 - كمية الأوراق المالية المطلوب؛
 - تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في السوق أن تتم العملية بمقتضاه.

الفرع الثاني: العمليات الآجلة

تعقد هذه العمليات في السوق الآجلة أو المستقبلية، وهي عمليات يكون فيها تسليم الأوراق المالية للوفاء بالثمن مؤجلين إلى وقت محدد يسمى بيوم التصفية Jour de liquidation وتلجأ السلطات العامة في معظم

¹حسين وفاء محمد عبد الباسط، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996، ص ص: 31 32

الدول إلى تنظيم العمليات الآجلة من أجل حماية مصلحة المتعاقدين لما تتضمنه من مخاطرة كبيرة، ويتعلق هذا التنظيم بتحديد مقدار الأوراق المالية ونوعها وتاريخ الوفاء، كما تقتضي قوانين الأسواق المالية ألا يكون ميعاد الوفاء بعيدا حتى لا يتعرض المتعاملون لخطر تقلب الأسعار.¹

وتتخذ العمليات الآجلة الشكلين المواليين:

1- **العمليات الآجلة الباتة أو القطعية:** وهي العمليات التي يلتزم فيها طرف العقد أو الصفقة - بائع أو مشتري - بضرورة تنفيذ عقدها حين يحل اجله، وذلك بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة، ولا يمكن في أي حال من الأحوال الرجوع في تنفيذ العقد ولو تعرض المتعاملون لخسارة كبيرة.

2- **العمليات الآجلة الشرطية:** هي عمليات يمكن فيها لأحد طرفي العقد أو الصفقة أن يعدل من صفقته في موعد التسليم المتفق عليه مقابل أداء التزامات مالية معينة، مما يجعل التنفيذ اختياريا.

ويمكن تقسيم العمليات الآجلة الشرطية إلى أربعة أنواع هي:

أ- **العمليات الآجلة بشرط التعويض:** هي العمليات التي تخول للمتعاملين في سوق الأوراق المالية تنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية، أو الامتناع عن تنفيذها لقاء تعويض بعين مبلغه مسبقا، ويسمى اليوم السابق لتاريخ التصفية يوم جواب الشرط.

ب- **العمليات الآجلة بشرط الزيادة:** وهذه الصيغة تعطي الحق لكل المتعاقدين في إتمام الصفقة حين تاريخ التصفية أو إلغاء العقد بطلب من احد الطرفين، على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر حتى يتمكن من كسب حق الاختيار -بيع أو شراء-.

ت- **العمليات الآجلة بشرط الانتقاء:** وتتميز هذه العمليات في كون المتعاملين لهم حق الخيار بموجب هذا الشرط في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى.

ث- **المرابحة والوضعية:** كما هو معلوم فان هناك من البائعين و المشتريين من يريدون تأجيل موعد تسوية صفقاتهم حتى موعد التصفية المقبل، لاعتبارات تكمن في عدم قدرتهم على تنفيذ الصفقة المرحة أو سعيا للاستفادة من تطور الأسعار، لذلك فان طلب التأجيل قد يأخذ شكلين:

- **المرابحة:** هي حالة التي يكون فيها عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيته من قبل المشتريين يفوق بكثير الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيته من قبل البائعين، وتتم العملية لقاء دفع فائدة من طرف الشاري للممول تدعى فائدة التأجيل أي المرابحة.

¹ ليلي بوشنين، أثر نشاط صناديق الاستثمار على أداء الأسواق المالية - دراسة حالة بعض الصناديق الخليجية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل

شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2007-2008، ص: 24.

- **الوضعية:** وهي الحالة التي يكون فيها عدد الأوراق المالية المؤجل في موعد تصفيته من قبل البائعين يفوق عدد الأوراق المالية المؤجل في موعد تصفيته من قبل المشتريين، وتتم العملية بدفع فائدة من قبل البائع للمشتري تدعى بالوضعية.

المطلب الثالث: مفهوم أوامر سوق الأوراق المالية وأنواعها

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية عن طريق إصدار الأوامر وهي الأساس الذي يحكم التعامل في أسواق الأوراق المالية، حيث أن كل عملية بالسوق تتم بمجرد تلقي الوسيط أمراً سواء كان التعامل مباشر بين البائع والمشتري أو بصورة غير مباشرة وفي الغالب من خلال وسيط (سمسار) عن طريق إصدار الأوامر بيع أو شراء الأوراق المالية، وسنتطرق من خلال هذا المطلب إلى التعرف على الأوامر أنواعها وكيفية تنفيذها:

الفرع الأول: تعريف أوامر البورصة

هناك عدة تعريف لأوامر البورصة يمكن ذكر بعض منها فيما يلي :

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

ويعرف كذلك على أنه: التوكيل الذي يعطيه المستثمر للوسيط المالي (وكيل، سمسار،...) لعقد صفقة بيع أو شراء الأوراق المالية، وعادة ما يحرر هذا التوكيل بشكل مكتوب أو شفهي بأي وسيلة من وسائل الاتصال كالهاتف الفاكس الانترنت. ويجب أن يكون الأمر محدد لا لبس فيه الأمر الذي يسمح بسهولة تنفيذه دون أخطاء.

وتأخذ الأوامر صورة طلبية تامة أو دائرية (Round lot) أي تتكون من 100 سهم للأمر أو مضاعفته مثل 200 سهم، 300 سهم، أو طلبية كسرية (Oddlots) التي تعكس أمراً لشراء أو بيع أوراق مالية بعدد يقل عن المائة (1... 99). أما الطلبيات التي يكون العدد فيها ضمن مضاعفات المائة وأجزائها (مزيج)، في

¹ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 69

هذه الحالة تعامل الأوامر على أساس أن الأمر يتكون من أمرين منفصلين: أحدهما تام والآخر كسري، مثلاً أمر بيع 353 سهماً هذا يعني أمرين، الأول يتكون من 300 سهم والثاني من 53 سهماً. ويتطلب تنفيذ هذا النوع من الأوامر تكلفة إضافية أو دفع عمولة تعرف بالفارق (Différentiel).¹

يعرف أيضاً على أنه: عبارة عن توكيل يعطى الحق للوسيط بعقد صفقة بيع أو شراء الأوراق المالية ويحرر بشكل مكتوب أو شفاهي أو عن طريق وسائل الاتصال تكون واضحة ومتضمنة للشروط التالية:²

- تحديد نوع الورقة المالية والجهة المصدرة؛
- تحديد السعر وكمية الأوراق المطلوبة؛
- في حالة السندات (تاريخ الإصدار، معدل الفائدة والأجل وفئة السند)؛
- في حالة الأسهم تحديد فيها إذا كان ممتاز أو عادياً.

الفرع الثاني: أنواع أوامر البورصة

هناك أكثر من نوع للأوامر التي يمكن أن يتلقاها السماسرة من العميل للقيام بعملية بيع وشراء الورقة المالية ويمكن إيجاز هذه الأنواع فيما يلي:

1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وفي هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر، أوامر يطلب فيها العميل من السماسرة تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر ويطلق عليها أوامر السوق، وأوامر يشترط فيها العميل سعراً محدد لإتمام الصفقة ويطلق عليها الأوامر المحددة.³

أ- أوامر السوق: هو الأكثر شيوعاً واستخداماً، حيث يطلب من الوسيط بيع أو شراء الأوراق المالية بأفضل سعر ممكن، أي بيع بأعلى سعر ممكن وفي حالة الشراء بأقل سعر ممكن، وعادة ما يتم تنفيذ الصفقة في أقرب الآجال، ومن مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمان تنفيذ العمليات، أما عيوبه فهي عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ مسبقاً إلا بعد إتمام الصفقة، وإمكانية تعرض العميل لخسارة كبيرة وإذا ما تغيرت الأسعار عكس المتوقع، خاصة إذا كانت السوق المالية التي قدم فيها أوامره غير

¹ ليلي بوشنين، مرجع سبق ذكره، ص: 17

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة، طبعة الأولى، دار للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004، ص: 172

³ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 2002، ص: 125

كفاءة أو تعامله قد تم على منتجات مالية غير مطلوبة بكثرة، والتغيرات السعرية لها من فترة لأخرى تكون بفارق كبير لا تمتاز بسيولة مالية.¹

ب- **الأمر بسعر محدد:** وفيه يحدد العميل الوسيط حدا معيناً للسعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به. فيحدد له السعر الأدنى في حالة البيع والسعر الأعلى في حالة شراء. فمثلاً لو اشترى المستثمر سهماً سعره 100 دنانير، ثم كان سعر السهم صاعداً فحدد لمساره حداً لسعر البيع هو 12 ديناراً، فلا يحق للمستثمر بيع السهم قبل بلوغ هذا السعر، وعندما يبلغ السعر هذا الحد الأدنى (12 ديناراً) يصبح الأمر نافذاً وعلى السمسار بيعه، ويتحمل مسؤوليته إذا لم ينفذ. وكذلك إذا كان السعر هابطاً وحدد سعر البيع لنفاذ الأمر بمبلغ 9 دنانير، فالأمر يصبح نافذاً عندما يبلغ سعر السهم حد 9 دنانير وعلى السمسار أن يبيعه. فالتغيرات السعرية قد تكون كبيرة في حالة الأسهم التي تتميز بسرعة التقلب كثيراً، ذلك ما يلحق خسائر بالمستثمر الذي يستخدم هذا النوع من الأوامر.²

ج- **الأمر بسعر الافتتاح أو سعر الإقفال:** يلزم هذا الأمر الوسيط بتنفيذ الصفقة بأول سعر يظهر على الورقة المالية محل الصفقة عند افتتاح التعامل في السوق أو سعر الإقفال وهو السعر الذي يحدد للورقة المالية محل الصفقة في آخر جلسة التداول قبيل إقفال السوق.

ح- **الأمر بالسعر التقريبي:** فيمثل هذا الأمر بترك للوسيط حرية تنفيذ الصفقة أعلى بقليل من السعر المحدد عند الشراء أو أدنى بقليل من السعر عند البيع.

خ- **الأمر مع التوقف عند سعر معين:** هو عبارة عن أمر بالبيع إذا انخفض السعر إلى حد معين، والأمر بالشراء إذا ارتفع السعر إلى حد معين أو أكثر، ويتم إصدار مثل هذه الأوامر للحد من خسائر الأرباح أو الخسائر الرأسمالية.³

2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

هي الأوامر التي تكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها. وقد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر، أو يكون الأمر مفتوحاً أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه.⁴

أ- **الأمر المحدد بالزمن:** في هذا النوع من الأوامر تحدد الأوامر مدة زمنية لتنفيذها قد تكون يوماً، وهنا يظل ساري المفعول إلى أن ينتهي التعامل في السوق المالية في ذلك اليوم. وغالباً ما يكون المستثمر

¹ ليلي بوشنين، مرجع سبق ذكره، ص: 18

² محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، ص: 63

³ ليلي بوشنين، مرجع سبق ذكره، ص: 18

⁴ منير هندي، مرجع سابق ذكره، ص: 128

ليوم واحد مبينا على توقعات مسبقه بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في الأوراق والورقة المالية المعينه. كما قد يحرر أمر تنفيذ الصفقة خلال الأسبوع الذي صدر فيه، وتنتهي صلاحيته بنهاية الأسبوع، كذلك فإن الأمر الذي مدته شهر ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي حرر فيه، وقد تحدد مدة تنفيذ الأمر بأكثر من شهر.¹

ب- الأمر المفتوح: لا تحدد فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترك إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى سعر الذي يحدده المستثمر أو سعر الأفضل منه، ويقوم السمسار باغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر جد أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر.²

ت- أمر التنفيذ الفوري أو الإلغاء: هو الأمر الذي يطلب فيه المستثمر من الوسيط تنفيذه فوراً ويعتبره لاغياً.³

ث- الأوامر التي تجمع بين السعر وقت التنفيذ: هي النوع من الأوامر يتم تحديد سعر معين لتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة ومنية معينة.⁴

ج- الأوامر المحدد للسعر خلال فترة معينة: هو الأمر الذي يحدد فيه سعر معين للتنفيذ، ويشترط أن تتم العملية خلال فترة زمنية.

ح- الأمر المفتوح في حدود سعر معين: في هذا الأمر يتحدد السعر الذي على أساسه تنفيذ الصفقة أو أفضل منها، ولا تحدد فيه فترة التنفيذ.

3- الأوامر المحددة بالكمية: في هذه الأوامر تحدد الكمية المطلوبة شراؤها أو بيعها. وتختلف هذه الأوامر حسب الشروط الخاصة الإضافية كأن يلغى الأمر نهائياً إذا لم تتوفر الكمية المحددة، أو أن ينفذ الأمر قبل مدة محددة ويحدد عدد الأوراق المالية، دون تحديد عدد الأوراق لكل حصة، أو أن يحدد عدد الأوراق الواجب تبادلها في كل حصة.⁵

¹ محفوظ جبار، مرجع سابق ذكره، ص: 79

² عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 89

³ مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في تقليل المخاطر أسواق رأس المال - دراسة تطبيقية على بورصة باريس 2009-2014، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية و البورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص: 35

⁴ نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حبيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2014، ص: 25

⁵ محفوظ جبار، إدارة البورصات - سلسلة التعريف بالبورصة، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، الجزء الثالث، 2002، ص: 88

4- أشكال أخرى من الأوامر: هناك أوامر أخرى نذكرها منها ما يلي:¹

أ- الأوامر المرتبطة: هي الأوامر التي يطلب فيها المستثمر من الوسيط شراء أو بيع أوراق مالية معينة بشرط بيع أو شراء عدد مماثل من الأوراق المالية أخرى.

ج- الأوامر المتسلسلة: تتعلق بترتيب العمليات المالية، حيث يطلب المتعامل من الوسيط تنفيذ الشراء قبل البيع أو العكس.

د- أوامر محددة للبيع الكلي للصفقة: هي أوامر يحدد فيها المتعامل الأوامر المستثمرة في منتج مالي معين، وهذه الأوامر لا يحدد عدد الأوراق المراد شرائها وإنما تحدد المبلغ المتاح الذي لا يجب تجاوزه. ومن أجل التوضيح أكثر قمنا بوضع الشكل الموالي:

¹ ليلى بوشنين، مرجع سبق ذكره، ص: 20

الشكل رقم (06): أوامر السوق الأوراق المالية:



المصدر: محفوظ جبار، إدارة البورصة، سلسلة التعريف بالبورصة، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزء الثالث،

الجزائر، 2002، ص: 81

الفرع الثالث: تنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية

تتم عملية تنفيذ الأوامر في السوق الأوراق المالية وفق للخطوات التالية:

- 1- يتصل المستثمر بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب بالتعامل معه لسؤاله عن سعر السهم لمنشأة معينة؛
- 2- يقوم السمسار بالحصول على المعلومات المطلوبة عن السهم؛
- 3- إذا كانت الأسعار مشجعة، يقوم المستثمر بإصدار الأمر للسمسار الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر على مطبوعات خاصة؛
- 4- بمجرد انتهاء من تسجيل الأمر يتم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة والتي يطلق عليها إدارة الأوامر،
- 5- تقوم إدارة الأوامر بإبلاغ الأمر إلى مقر السوق الأوراق المالية (إذا كانت السهم يتم تداوله في سوق) وبمجرد وصول الأمر إلى مقر السوق الكاتب المتصل بالاتصال بالسماسرة الوكيل لبيت السمسرة المختص وإبلاغه بوصول الأمر، وذلك للإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة المعدة لذلك في صالة السوق؛
- 6- على الفور يقوم السمسار الوكيل نفسه أو يكلف أحد العاملين بالسوق بالذهاب إلى كاتب السوق المختص لاستلام الأمر. ثم يقوم بنفسه أو الاستعانة بسماسرة الصالة بتنفيذ الأمر لدى المختص الذي يتعامل في تلك الأسهم؛
- 7- بمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار الوكيل تقرير عنه إلى إدارة التجارة التي ترسل نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي الذي يبلغه للعميل؛
- 8- وترسل الإدارة التجارية بالبريد خطيا إلى العميل للتأكد على تنفيذ الأمر.¹

¹ نورين بومين، مرجع سبق ذكره، ص: 26

المبحث الثالث: أساليب تقييم و تحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية

تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتمحور حولها نساك سوق الوراق المالية، ومن ثم فان الورقة المالية تشكل عصب الحياة لهذه السوق، وتعد الورقة المالية صكا يعطي كامل الحق في الحصول على جزء من العائد، أو الحق في امتلاك أصل معين، أو الحقين معا بعبارة أخرى تمثل الأوراق المالية أما مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر. هذا وتعرف الأوراق المالية بأنها الأسهم بأنواعها والسندات المختلفة التي تقوم الشركات ومنشات الأعمال والمؤسسات الحكومية بإصدارها.

بالإضافة إلى هذا كله فقد أدت التطورات الحادثة في عالمي الاستثمار، والتمويل، وما صاحبها من تعاضم ظاهر تقلب أسعار الفائدة، وأسعار صرف العملات الأجنبية، إلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة مثل الأسهم والسندات، أدوات تسهل عملية نقل المخاطر وتوزيعها، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في سوق الأوراق المالية، وقد سميت تلك الأدوات بالمشتقات المالية، من خلال هذا المبحث سنتطرق للمطالب التالية:

المطلب الأول: ماهية أدوات الملكية (الأسهم)

المطلب الثاني: ماهية أدوات الدين (السندات)

المطلب الثالث: المشتقات المالية والأوراق المهجنة

المطلب الأول: ماهية أدوات الملكية (الأسهم)

تقوم الشركات خلال نشاطها بإصدار أنواع عدة من الأوراق المالية بهدف الحصول على الأموال لتمويل استثماراتها ومن أهم الأوراق المصدرة نجد الأسهم وهي أحد الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية والتي تمثل حق أو أدوات ملكية لحامل هذه الورقة المالية، كما يندرج هذا النوع بحد ذاته إلى أنواع عديدة وخصائص ومزايا سنتطرق لها من خلال ما يلي:

الفرع الأول: تعريف الأسهم

هناك عدة تعاريف فيما يخص الأسهم سنحاول التطرق إلى البعض منها كما يلي :

يعرف سهم بأنه: حصة في ملكية الشركة و قد تصدر الشركة أثناء قياسها بالأعمال أنواعا من الأسهم ذات ميزات خاصة.¹

يعرف كذلك بأنه: الأسهم ملكية في شركة ما حيث يتكون رأس مال الشركات المساهمة وحصص التوصية في (شركات التوصية بالأسهم) من عدد من الحصص المتساوية يسمى كل منها سهما ويتم الإشارة إليها أحيانا بمصطلح حصة في شركة، وتاريخيا تميل الأسهم إلى الارتفاع في القيمة بمرور الوقت كما أنها تتمتع بأفاق لتحقيق أداء أفضل من أنواع الاستثمارات الأخرى على المدى الطويل ورغم ذلك فإن الأسهم تكون عرضة لتقلبات سعرية أكبر من الأدوات المالية الأخرى ويتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك حيث يوضح كل صك ما يلي²:

- قيمة الاسمية للسهم؛

- أسم الشركة المصدرة للسهم؛

- نوع السهم و رقمه؛

- عدد الأسهم بالصك.

يعرف أيضا: بحقوق ملكية في الشركات التي تقوم بطرحها للسوق عند التأسيس أو عندما تحتاج لتمويل إضافي لتوسيع أنشطتها الاستثمارية ويمكن للمستثمرين إعادة بيع هذه الأسهم في السوق للحصول على السيولة النقدية أو لتعديل محافظ استثماراتهم ويمكن التمييز بين شكلين للأسهم، الأسهم العادية والممتازة.³

¹ محمود علي عطوان، مهجم العلوم المالية والمحاسبية و المصرفية، دار الأسامة للنشر التوزيع، ص:500

² عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص:78

³ حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27 مارس 2014، السنة الثالثة، المعهد العربي

للتخطيط، ص:6

1- قيم السهم

للسهم عدة قيم تتمثل في:¹

- **القيمة الحقيقية:** وهي المقدر الذي يستحقه السهم في جمع أموال الشركة أي يشمل رأس المال المدفوع وموجودات الشركة وأرباحها بعد استئزال ديونها ويحسب بقسمة الموجودات الصافية للشركة على عدد الأسهم المصدرة.

- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي تكون مبنية على السهم والتي يدفعها المساهمين حصة لاشتراكهم عند تأسيس الشركة، ويحسب رأس مال الشركة طبقاً للقيمة الاسمية لمجموع الأسهم.

- **قيمة الإصدار:** وهي القيمة التي تصدر بها الأسهم الجديدة، عندما تريد الشركة زيادة رأس المال المدفوع وموجودات الشركة وأرباحها بعد استئزال ديونها ويحسب قسمة الموجودات الصافية للشركة على عدد الأسهم المصدرة.

- **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يحددها التعامل بالأسهم في السوق الثانوي للأوراق المالية، فقد تكون أكثر من القيمة الاسمية أو قل منها حسب نقطة توازن العرض والطلب، لذا فهي تتميز بالتقلب بحسب عدة عوامل.²

- **القيمة الدفترية:** وهي القيمة الفعلية حسب ما تظهره سجلات ودفاتر الشركة وتتمثل هذه القيمة في:³

$$\frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{أرباح غير الموزعة}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الدفترية}$$

الفرع الثاني: أنواع الأسهم

تصنف الأسهم على أساس عدة معايير نذكرها فيما يلي:

1- **معيار طريقة التداول:** ونميز بين نوعين من الأسهم وهي:

أ- **الأسهم الاسمية:** هو السهم الذي يحمل اسم صاحبه وتدون فيه البيانات المقيدة في سجلات الشركة بالتداول بطريقة التسجيل أي تقييد باسم المشتري السهم في سجل المساهمين.⁴

¹ شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأسواق المالية من المنظور الإسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، سورية، 2002، ص: 44

² محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص: 48

³ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 60

⁴ شمعون شمعون، بورصة الجزائر، الطبعة الثانية، دارهومة، الجزائر، 1999، ص: 22

ب- **الأسهم لحاملها:** لا يسجل عليها اسم المساهمين. و يعتبر حاملها المالك لها في مقر الشركة بسبب الحيابة المادية، ويتم تداول الأسهم لحملها بالتسليم المادي من يد إلى يد.¹

ج- **أسهم الأمر :** يذكر فيها اسم مالكيها . تتداول بطريقة التطهير حيث يقوم البائع بكتابة عبارة الأمر على ظهر شهادة السهم للدلالة على انتقال ملكية المشتري.

2- **معيار طريقة الحصة التي يدفعها المساهم:** يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى:

أ- **أسهم عينية:** هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة كالمساهمة في شكل استثمار مادي أو مخزونان أو براءة اختراع و لا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى صاحبها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها و تعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، و قد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بمرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

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

ج- **أسهم مختلطة:** وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.²

3- **معيار طريقة الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:** تنقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

أ- **الأسهم العادية:** الأصل أن تكون الأسهم عادية ويعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالمنشأة استفادة في حالة نجاح المنشأة و في نفس الوقت أكثر الأطراف تحملا للضرر في حالة فشل المنشأة.

ب- **الأسهم الممتازة:** وهي عبارة عن أسهم مزودة بمجموعة من الامتيازات في الأرباح والقيمة التصفوية، وهذا ما يجعلها تجمع بين صفات السهم العادي وصفات السند. فيقال أنها هجينة وتختلف عن السهم العادي في عدة نقاط نذكر منها :

- إن حملة الأسهم الممتازة يتحصلون على عائد ثابت مثل حملة السند

- حملة الأسهم الممتازة ليس لهم الحق في التصويت لكن لهم أولوية في استرجاع أموالهم في حالة تصفية

- حملة الأسهم الممتازة لهم الأولوية في الحصول على أرباح دورية عند التصفوية قبل حملة الأسهم العادية لكن بعد حملة السندات وللأسهم الممتازة عدة مزايا تعود على الشركة من استعمالها كمصدر للتمويل، فهو يعتبر

¹ شمعون شمعون، مرجع سابق ذكره ، ص:23

² سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم، دراسة حالة مجموعة من الأسواق رأس المال العربية ، أطروحة لنيل

شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009-2010، ص:31

مصدر دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند فأصدار عدد كبير من أسهم بخفض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة.¹

الفرع الثالث: خصائص الأسهم

تتمتع الأسهم بالعديد من الخصائص أهمها:²

- تساوي قيمة الأسهم حيث يقسم رأس مال الشركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة وتحدد القوانين التجارية للدول الحد الأدنى والحد الأقصى لقيمة كل سهم، ويترتب على مبدأ تساوي قيمة الأسهم المساواة في الحقوق والالتزامات.
- عدم قابلية السهم للتجزئة، تعني عدم جواز تعدد مالك السهم أمام الشركة وبناء على ذلك فإن اشتراك شخصين أو أكثر في ملكية سهم واحد نتيجة لإرث أو هبة لا يسري في مواجهة الشركة لذلك يلتزم أصحاب السهم باختيار شخص فيما بينهم يتولى الحقوق المتصلة بالسهم باتجاه الشركة.
- تداول الأسهم بمعنى حرية التنازل عنه لغيره من دون الحاجة إلى الحصول على قبول الشركة للتنازل ويرجع ذلك إلى أن شركات الأموال تأخذ بالاعتبار المالي دون اعتبار الشخصي.

المطلب الثاني: ماهية أدوات الدين (السندات)

تعد السندات من أهم أدوات الدين المتداولة في سوق الأوراق المالية، فأهمية السندات كوعاء استثماري تأتي في المرتبة الثانية بعد الأسهم العادية تشكل السندات أدوات دين بالنسبة لحامله، وهي أحد الأدوات المالية طويلة الأجل ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع يمكن تداولها، وسنتطرق إلى تعريف السند، أنواع السندات خصائص والتي تميزها عن غيرها من الأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، إضافة إلى فرق بين الأسهم والسندات.

¹ سمية بن جبيلية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، مذكرة

تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير قسم علوم التسيير جامعة

منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009-2010، ص: 12

² كهينة رشام، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة الماستر، علوم المالية والمحاسبية والعلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة ألكلي محند

اولحاج، بويرة، الجزائر، 2015-2016، ص: 31

الفرع الأول: تعريف السندات

هناك عدة تعاريف للسندات نذكر منها:

يعرف بأنه: أداة دين ذو صفة مالية قابلة للتداول، الحق لحاملها بزمة الجهة المصدرة الحصول على دفعات دورية منتظمة (الفائدة) خلال فترة الاستحقاق وبنسبة ثابتة من القيمة الاسمية المثابة شهادة السند.¹

يعرف كذلك: على أنها التزام مالي تعاقدى يتعهد بموجبه المقرض المصدر للسند تقديم مدفوعات إلى المقرض المحتفظ بالسند وهي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات بالإضافة إلى أصل المبلغ، كما يحتفظ السند بدرجة عالية من السيولة وهو قابل للتداول، حيث يقوم البنك المركزي في أي دولة بالتحكم في السيولة النقدية عن طريق الموافقة على إصدار سندات حكومية كما تقوم الشركات بإصدار أسهم بدلا من الاقتراض، حيث يمكن تداول السندات بالشراء والبيع في البورصة.²

الفرع الثاني: أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع نذكر منها:

1- حسب جهة المصدرة إلى:³

- أ- **سندات حكومية:** هي السندات الصادرة على الدولة ومؤسساتها كسندات الخزينة وسندات البلدية ولهذا النوع من السندات عدة مزايا تجعله أكثر جاذبية للمستثمرين بالمقارنة مع النوع الثاني وأهم هذه المزايا:
- سندات حكومية أكثر سيولة؛
 - سندات حكومية عادة ما تكون معفاة من ضريبة الدخل؛
 - سندات حكومية أكثر أمانا بالنسبة للمستثمر؛
 - سندات حكومية ذات درجة مخاطرة متدنية.
- ب- **سندات أهلية:** تصدر السندات الأهلية عن المؤسسات المالية والشركات العاملة في القطاع الخاص، ومن الأمثلة عليها: السندات العادية والسندات المضمونة بعقار، ما يميز السندات الأهلية عن السندات الحكومية أنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى غير أن ما يعاب عليها هو تعرض حاملها أكثر لمخاطرة الائتمان الناتج عن

¹ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر وتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 232

² سارة عبدلي، أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية - دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم منقولة لسنة 2011، مذكر مقدمة لاستكمال متطلبات

نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، 2011-2012، ص: 4

³ ليلي بوشنين، مرجع سبق ذكره، ص: 81

احتمال عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالالتزام (الدين وفوائده)، لذلك في كثير من الأحيان تكون هذه السندات مضمونة أو قد يتضمن عقد إصدارها شروط التعجيل في سداد الدين، والذي ينص على دفع المبلغ كاملاً إذا ما توقف المدين عن دفع قسط الفائدة ولو لمرة واحدة.

2- حسب شكل الإصدار

تنقسم إلى:¹

أ- **سندات اسمية:** هي سندات تحمل اسم صاحبها وتنتقل ملكيتها عن طريق التسجيل حيث يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة ويمكن أن تكون هذه السندات مسجلة بالكامل، حيث يسجل الدين الأصلي و الفائدة اللذان يصرفان بشيك بنكي يحمل اسم صاحب السند أو تسجيلاً جزئياً إذ يقتصر التسجيل على أصل الدين فقط، أما الفائدة فيحصل عليها عن طريق الكوبونات المرفقة بها فتتزع منها لتحصيل فائدتها من البنك.

ب- **سندات لحاملها:** هي سندات لا تحمل اسم صاحبها وتنتقل ملكيتها بطريقة الاستلام، ويكون لحاملها الحق في الحصول على الفائدة بنزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه إلى البنك لتحصيل الفوائد، وعند حلول أجل استحقاق السند يحق لحامله أيضاً الحصول على قيمته الاسمية مباشرة من البنك.

3- حسب أجل الاستحقاق:

ينقسم إلى:²

أ- **سندات قصيرة الأجل:** وهي السندات التي لا يتجاوز أجل استحقاقها السنة، وتتمتع هذه السندات بدرجة عالية من السيولة لانخفاض درجة المخاطرة المصاحبة لها لذا تصدر بمعدلات منخفضة نسبياً، يتم تداولها في سوق النقد باعتبارها تمويل قصير الأجل.

ب- **سندات طويلة الأجل:** تعتبر أداة تمويل طويل الأجل تتداول في سوق رأس المال يتجاوز تاريخ استحقاقها 7 سنوات ويتم إصدارها بمعدلات فائدة أعلى مقارنة بالسندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل مثل السندات العقارية.

ويمكن أن تصدر السندات طويلة الأجل في الإصدار الواحد بتاريخ استحقاق ومعدل فائدة موحدين، كما يمكن أن تصدر بتاريخ استحقاق مختلفة ولكنها متسلسلة وبمعدلات فائدة مختلفة أيضاً، يتزايد أجل السند ويسمى

¹ ليلي بوشنين، مرجع سبق ذكره، ص: 81

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص: 222-223

هذا النوع من الإصدارات بالسندات المتسلسلة مثلا: إصدار لمدة 25 سنة يمكن أن يضم مجموعة من السندات تستحق بعد 15 سنة ومجموعة أخرى بعد 20 سنة ومجموعة ثالثة بعد 25 سنة.

4- حسب الضمان

تنقسم إلى:¹

أ- **السندات المضمونة:** وهي التي يقرر لحاملي السند حق أو امتياز مثل رهن بعض الأصول الثابتة أو الأوراق المالية أو تكون السندات مضمونة بواسطة الحكومة أو أية مؤسسة مالية أخرى لضمان الوفاء بقيمة السندات والفوائد المستحقة عليها.

ب- **السندات غير المضمونة:** وهي السندات غير المضمونة بأصل أو جهة والضمان الوحيد لحامل هذا النوع من السندات هو سمعة الشركة ومركزها المالي وثقة المتعاملين بها.

5- حسب تاريخ الوفاء بقيمة السند :

حسب هذا المعيار يمكن تصنيفها إلى:²

أ- **سندات قابلة للتحويل:** يعطى لصاحبها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة.

ب- **سندات غير قابلة للتحويل:** لا تعطي لصاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية بإضافة إلى وجود أنواع أخرى للسندات منها محلية وأجنبية، سندات بفائدة ثابتة وأخرى بفائدة متغيرة.

الفرع الثالث: خصائص السند

للسند خصائص عديدة يمكن إيجازها فيما يلي:³

- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة دين والتزام على الجهة التي أصدرته.

- يحصل حامل السند على عائد يتكون من:

- معدل الفائدة المحدد دوريا؛
- العائد الرأسمالي الناتج عن الفرق بين القيمة السوقية عند الشراء والقيمة السوقية عند البيع؛

¹ كهينة رشام، مرجع سبق ذكره، ص: 41

² عبد القادر السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 140-142

³ سمية بن جبليّة، مرجع سبق ذكره، ص: 18

- يحصل أصحاب السندات على الفوائد في جميع الأحوال بغض النظر عن ما إذا كانت شركة حققت أرباح أو لم تحقق؛
- تعتبر الفوائد التي تدفعها الشركات لأصحاب السندات جزءاً من المصاريف التي تخصم من الأرباح قبل احتساب الضريبة؛
- يحصل أصحاب السندات على حقوقهم الكاملة في حالة التصفية؛
- تحمل السندات تاريخ استحقاق محدد يجب على الشركة المصدرة أن تستهلكها أو تسدها.

الفرع الرابع: الفرق بين السهم والسند

من خلال الجدول الموالي يمكننا توضيح الفرق بين السهم والسند:

الجدول رقم(02):الفرق بين الأسهم والسندات

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

المصدر: مجيد ضياء، البورصات(أسواق المالية وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة مصر،

2008، ص:45

المطلب الثالث: المشتقات المالية والأوراق المهجنة

لم تكن الأدوات المالية التقليدية التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية نهاية ما تم التوصل إليه في عالم المال والإعمال، لأن هناك أدوات مالية جديدة قدمتها لنا الهندسة المالية، كان لها اثر كبير في إيجاد حلولاً إبداعية لمشاكل التمويل، والتحوط من المخاطر التي تزداد تدريجياً في بيئة الاستثمار وتتمثل هذه الأدوات في مختلف أنواع المشتقات المالية والتي سنحاول التطرق لمختلف أنواعها من خلال هذا المطلب على النحو التالي:

الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية

هناك عدة تعريفات للمشتقات المالية نذكر بعضها منها:

تعرف على أنها: أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة وسميت بهذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم أو السندات، كما أنها تعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات وهي تضم مجموعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وآجاله.¹

وتعرف كذلك: عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... الخ) ينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما يصطلح عليه بالهندسة المالية.

مما سبق فإن أبرز خصائص المشتقات المالية نجيزها فيما يلي:²

- ترتبط عقود المشتقات المالية بسعر فائدة محدد، ورقة مالية، سلعة، سعر صرف أجنبي؛
- تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل تعاقد؛
- يتم تسوية المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي؛
- لا تتطلب المشتقات المالية عادة الاستثمارات المبدئية.

¹ نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد،

المجلد الخامس العدد العاشر، أيار 2013، ص:128

² نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وآثرها في تطويرا لأسواق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص:63

الفرع الثاني: أنواع المشتقات المالية

تضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من الأنواع يمكن عرضها فيما يلي:

1- عقود الخيارات Options

تعرف على أنها: عقد بين طرفين (مشتري و بائع أو المحرر) حيث يشتري المشتري من المحرر الحق بشراء أو بيع الموجودات بسعر ثابت، كما هو الحال في أي عقد، يمنح كل طرف شيئاً إلى الطرف الآخر ويدفع المشتري للبائع أجور تسمى العلاوة والتي تعود على سعر الخيار ويمنح المحرر للمشتري الحق بشراء أو بيع الموجودات بسعر ثابت.¹

فالخيار: هو عقد يضمن فيه بائع الخيار لمشتري الخيار الحق لشراء من (أو أن يبيع إلى) أداة مالية معينة بسعر معين وذلك خلال مدة زمنية معينة. ويتكون عقد الخيار من عدة أركان من بينها:²

- لمشتري الحق؛
- محرر حق الخيار؛
- سعر التنفيذ؛
- السعر في السوق؛
- تاريخ الانتهاء.

ويمكن تقسيم الخيارات وفقاً لطبيعة وشروط العقد إلى نوعين رئيسيين هما:

أ- خيار الشراء: يتيح هذا الحق لمشتريه شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد وبتاريخ لاحق نظير مكافئات يدفعها المشتري لمحرر الحق.

ب- خيار البيع: يتيح هذا الحق لمشتريه بيع عدد من الأوراق المالية وبتاريخ لاحق نظير مكافئات يدفعها المشتري لمحرر الحق.³

2- العقود المستقبلية:

تعرف على أنها: عقود تعطى لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (قد تكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم والتسلم في وقت لاحق في المستقبل، فالعقود المستقبلية هي

¹ هشام فوزي، دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص:131

² هشام فوزي، دباس العبادي، ص:95، لمزيد من التفاصيل ارجع إلى نفس المرجع

³ محمد صالح الحناوي، تحليل و تقويم الأسهم و السندات، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2003، ص:231

العقود يتم الاتفاق فيها عند إبرام العقد على الشيء المبيع، كميته وسعره على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق في المستقبل

وتتكون هاته العقود من عدة أركان نذكرها فيما يلي:¹

- السعر في المستقبل؛

- تاريخ التسليم أو التسوية؛

- محل العقد؛

- مشتري العقد؛

- بائع العقد.

3- العقود الآجلة:

تعرف على أنها: اتفاق متعاقدين على بيع أحدهما مشتري والآخر بائع له يلتزمان بموجبه بتسليم أو استلام كمية من الأصل (سلعة أو ورقة مالية أو عملة أجنبية أو أحد مؤشرات الأسهم) بتاريخ في المستقبل وفي مكان محدد يتفق عليه مسبقا بتاريخ التعاقد.²

وغالبا ما يستعمل هذا النوع من العقود من طرف الشركات والبنوك لتفادي مخاطر أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية، كما تستخدم أيضا ضد مخاطر أسعار الفائدة.

والجدول الموالي يوضح أهم الفروقات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

¹ حليلة بزاز، دروس المشتقات المالية و مخاطرها، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة وهدى بن محمد، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر،

ص ص: 23 24

² عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد الثالث، السعودية، 2014، ص:6

الجدول رقم(03): الفروقات بين العقود الآجلة والمستقبلية

الآجلة	المستقبلية
غير منظمة	المتاجرة بها تكون منظمة
تتعامل بها المؤسسات فقط	يتعامل بها البنوك والأفراد
لا تنتقل من مالك إلى آخر	تنتقل من المالك إلى آخر بفارق في الهامش
المتاجرة بها تكون عن طريق الهاتف أو الفاكس	يتاجر بها في بيئة تنافسية فعاليات العرض والطلب
التسوية تكون في تاريخ محدد	التسوية تكون يومية
سعر التسليم هو السعر الآجل	سعر التسليم هو السعر الحالي
تكون حسب طلب الزبون (غير نمطية)	هي أدوات معيارية نمطية
يتاجر بها في البورصات الموازية	يتاجر بها في البورصات المنظمة
ليس لها سوق ثانوية	تقدم لها خدمات السوق الثانوية

لمصدر: حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية عقود المستقبلية الخيارات المبادلات، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص: 344

4- عقود المبادلات

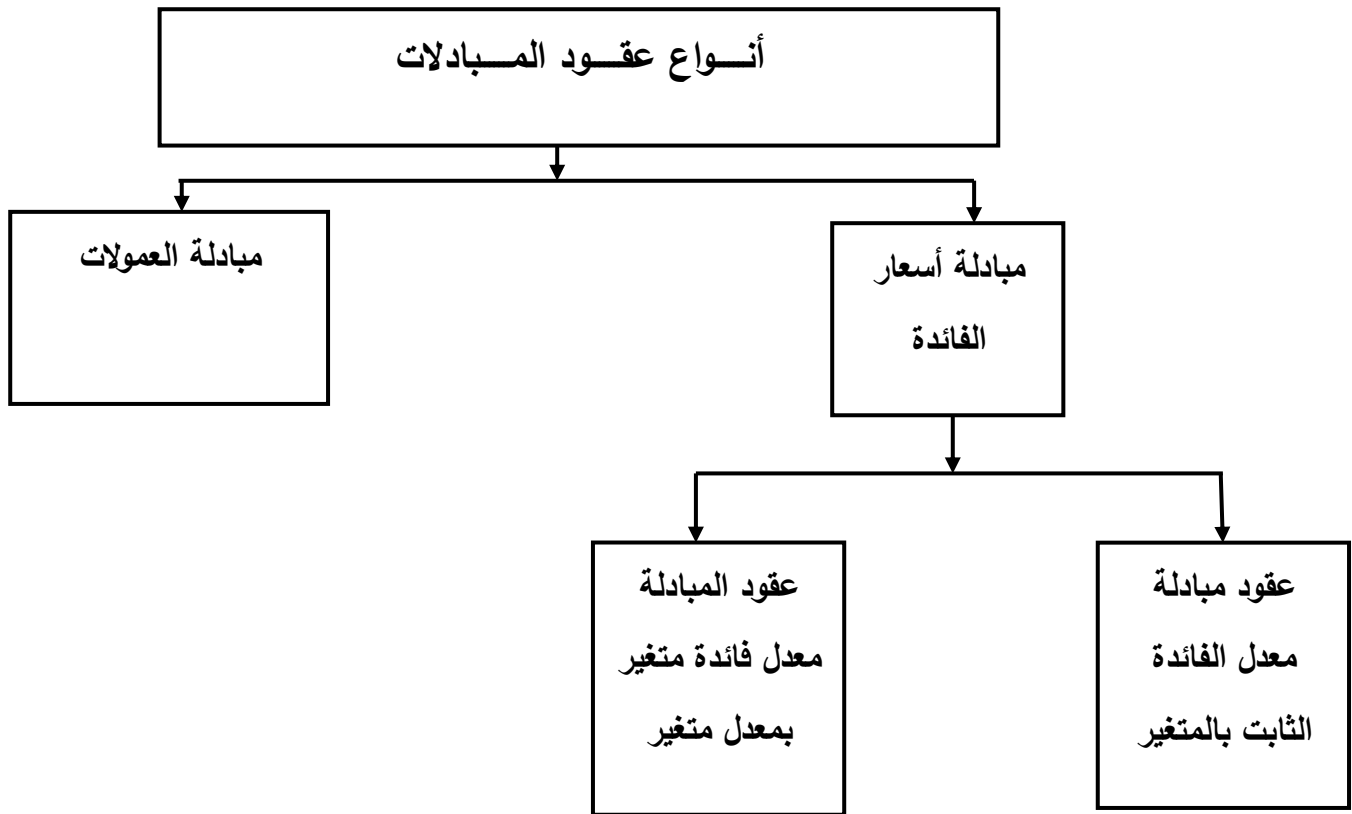
تعرف بأنها: تلك العقود المالية التي يلزم فيها كل طرف في التبادل مجموعة من المدفوعات ليست الموجودة التي يملكها مجموعة أخرى من المدفوعات التي يملكها طرف آخر فهي اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة في المستقبل ومحددة، وتسمى الأطراف التي توافق على التبادل باسم الأطراف المتقابلة¹.

وتتمثل أهم أنواع العقود المبادلات في الشكل الموالي:

¹ سهام عيساوي، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في

علوم الاقتصادية، تخصص النقود البنوك والمالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص: 161

شكل رقم (07): أنواع العقود المبادلات

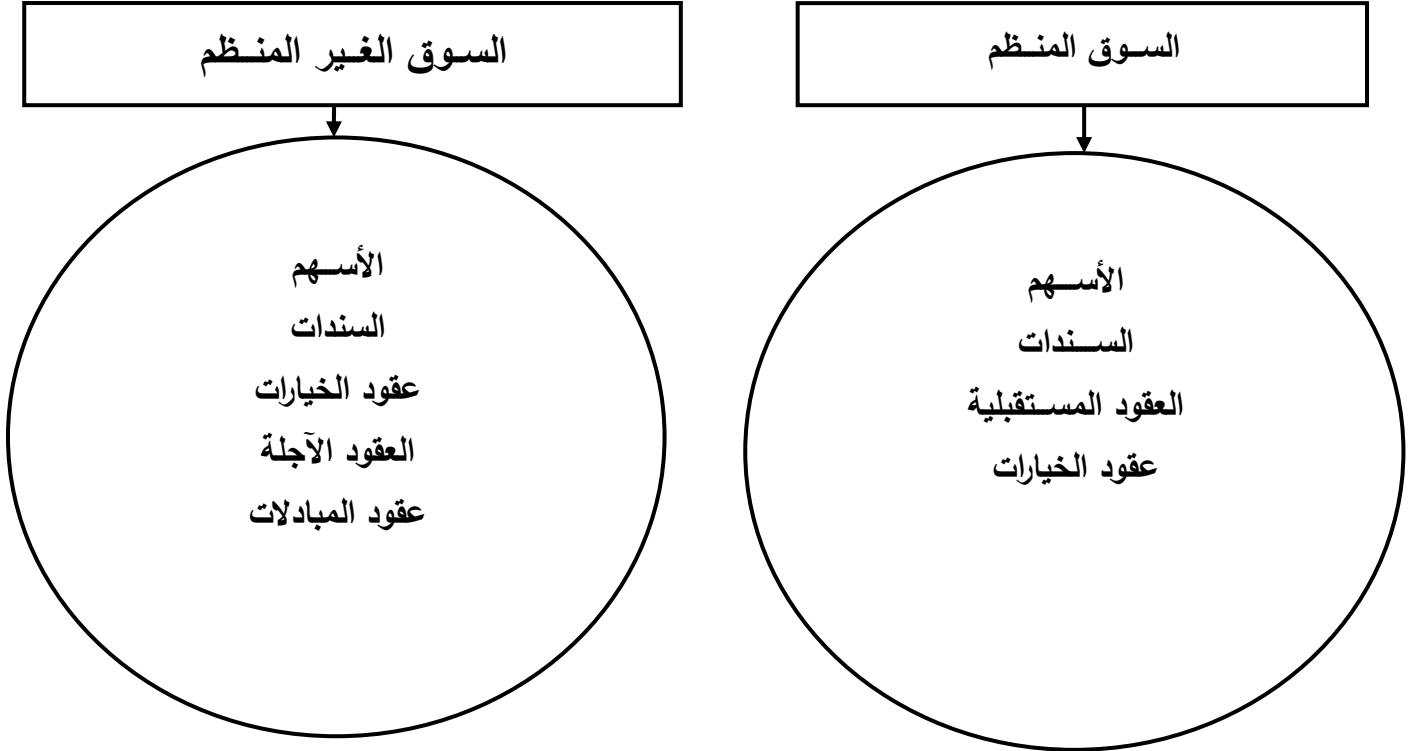


المصدر: سهام عيساوي، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في علوم الاقتصادية، تخصص: النقود البنوك والمالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص:161

5- الأدوات المالية المتداولة في سوق المنظمة والسوق الغير المنظمة

والشكل الموالي سيوضح لنا كل من الأدوات المالية المتداولة في السوق المنظم والسوق الغير المنظم

الشكل رقم(08): أدوات المالية المتداولة في السوق المنظم والسوق الغير المنظم



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية البحرين، 1993، ص:65

الفرع الثالث: تعريف الأوراق المهجنة

تعرف بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفقات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منها، فالأوراق المهجنة لها صفات ومميزات الأسهم والسندات وفي نفس الوقت لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات بل هي خليط بينهما.¹

الفرع الرابع: أنواع الأوراق المهجنة

¹منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية البحرين، 1993، ص:66

تعتبر الأوراق المالية المهجنة أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما.

1- الأسهم الممتازة:

تعرف على أنها مستند ملكية له قيمة اسمية، دفترية، سوقية شأنه في شأن السهم العادي غير إن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركات مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.¹

- أنواع الأسهم الممتازة:

هناك العديد من أنواع الأسهم الممتازة، يمكن ذكر البعض منها وفقا لما يلي:

• الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح وغير مجمعة الأرباح:

يقصد بالأسهم الممتازة المجمعة للأرباح بأنه في حالة عدم كفاية أرباح الشركة لدفع النسبة المتفق عليها لحملة الأسهم الممتازة في سنة ما، فلا يؤدي إلى سقوط حقهم في الحصول على نصيبهم من الأرباح وإنما تؤجل وتجمع مع المستحق في العام الموالي عندما تتوفر الأرباح، إما الأسهم الممتازة غير المجمعة للأرباح فإنها إذا لم تحصل على النسبة المتفق عليها من الأرباح الشركة فلا يجوز المطالبة بالجزء المتبقي من الأرباح في السنوات اللاحقة حتى عندما تتوفر الأرباح.²

• الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح وغير المشاركة في الأرباح:

تتميز الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح عادة بتحديد حد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كنت المعدلات اكبر من الحد الأدنى المقدر، بينما تستحق الأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح توزيعات أرباح سنوية بمعدلات ثابت بغض النظر عن مقدار الأرباح التي ستحققها الشركة.³

• الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:

يطلق عليهم أيضا الأسهم الممتازة القابلة للسداد، حيث تقوم الشركة بإصدارها وتحفظ بحقها في سداد قيمة هذه الأسهم لأصحابها بعد فترة زمنية معينة، عادة ما تكون لحملة هذه الأسهم نسبة عالية محددة من

¹ نفس المرجع السابق، ص:68

² محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، مرجع سبق ذكره، ص:41

³ سعيدة بن ثابت، اثر كفاءة الأسواق المالية في ترشيد القرار الاستثماري من منظور العائد والمخاطر: دراسة حالة سوق السعودية للأوراق المالية 2008-2012، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: دراسات مالية، جامعة عمار ثليجي، الأغواط،

الجزائر، 2013-2014، ص:55

الأرباح لذلك، فانه بمجرد تحسين المركز المالي للشركة، فإنها تنتهز الفرصة وتقوم بسداد هذه الأسهم لأصحابها، للتخلص من النسبة العالية من الأرباح التي تدفعها لحملة هذه الأسهم.¹

• الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:

وهي الأسهم الممتازة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد كل ثلاثة أشهر، حيث يتغير هذا العائد وفقا للتغيرات التي تطرأ على الفائدة على سندات الحكومية.²

• الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

وهي أسهم التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، إذا ما رغب حاملها بذلك، وعادة ما تكون هذه الأسهم قابلة للاستدعاء، وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها، وهذه في حالة ما تكون قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء، ويحدد في عقد الإصدار طريقة تحويل الأسهم الممتازة، ونسبتها.³

• الأسهم الممتازة التي تمنح حق الاعتراض على قرارات الجمعية العامة:

تصدر هذه الأسهم في الحالات التي يكون فيها رأس المال المحلي اقل من رأس المال الأجنبي في المشروعات المشتركة التي تنشأ حسب قوانين البلد حيث يتمكن الجانب المحلي من السيطرة على إدارة الشركة وتوجيه قرارات الجمعية العامة بما يخدم صالح البلد.⁴

• الأسهم الممتازة ذات الحق في التصويت:

في الغالب ليس للأسهم الممتازة حق التصويت في الجمعيات العمومية، غير انه قد يحدث أن يعطى حملة الأسهم الممتازة الحق في حضور الجمعيات العمومية وقد يعطى لحملة هذه الأسهم الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، وقد يكون امتيازاً في شكل حق الاعتراض على قرارات الجمعية العمومية.⁵

• الأسهم الخاصة

وهي أسهم وشهادات تصدرها شركة المساهمة بهدف الحصول على تمويل اللازم وسد النقص الملاحظ في رأس مالها، كما أن إصدار هذا النوع من الأسهم يخضع لشروط خاصة وقواعد تداولها تختلف نوعاً ما عن الأسهم العادية والممتازة، وللأسهم الخاصة عدة أنواع أهمها:

¹ محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع السابق ذكره، ص: 43

² محمد الصالح الحناوي، إبراهيم العبد، نفس المرجع السابق، ص: 43 44

³ منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص: 39

⁴ صالح الدين جودة، مرجع سبق ذكره، ص: 173

⁵ محمد الصالح الحناوي، إبراهيم العبد، نفس المرجع السابق، ص: 43

▪ **شهادات الاستثمار:**

تعرف بأنها: شهادات تمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص، وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة.¹

▪ **سندات المساهمة**

تصدر هذه الشهادات لأغراض مختلفة منها تمويل الصادرات، الواردات، الاستثمار.....، وتختلف خصائص هذه السندات من بلد لآخر فيما بينها ويكون حاملها في الولايات المتحدة الأمريكية يحصل على فائدة ثابتة إضافة إلى الأصل الذي يسدد في آخر الفترة عند الاستحقاق منقوصا من ذلك بعض المصاريف، فان حاملها في فرنسا يحصل على فائدة وان تاريخ لاستحقاق غير محدود. أما في الجزائر فحاملها يستفيد من الفوائد، جزء منها تتغير والآخر ثابت، كما أن تاريخ استحقاقها غير محدد.²

ويوجد نوع آخر يشبه هذه السندات، وتعرف بسندات الشراكة، وهي سندات يتم إصدارها عموما من طرف مؤسسات لا تهدف إلى تحقيق أرباح، مثل الجمعيات الحزبية والهيئات ذات الطابع العلمي والثقافي، ويلاحظ أن عوائد هذه السندات مماثلة لعوائد سندات المساهمة لكن بفوائد أقل.³

▪ **السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم:**

هي سندات تمتاز بحق الاكتتاب في الأسهم تصدرها الشركات في حالة زيادة رأسمالها مستقبلا، هذه الزيادة تتم عن طريق قسيمة لاكتتاب في الأسهم تكون مسعرة أو متفاوض عليها بمعزل عن السندات، إلا إذا نص عقد الإصدار على غير ذلك.⁴

▪ **الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الاجتماعي:**

تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الاجتماعي.⁵

¹Y.Simon, Encycopedie de marches financiers,Tome 1, Economica, Paris, 1997,P :3

² محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص:82

³ محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير: تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 1999-2000، ص:35

⁴ Mansour Mansouri , La bourse des valeurs mobilières d Alger, Edition distribution Houma, Alger, 2002, p :206

⁵ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص:71

خلاصة الفصل الأول:

خصص هذا الفصل الذي جاء بعنوان دراسة نظرية لأسواق الأوراق المالية، من خلال التطرق لمفهومها وموقعها في الهيكل التمويلي والتي تعبر عن المكان الذي يلتقي فيه بائع ومشتري الأوراق المالية أو مندبيهم لتبادلها بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقيتها محددة بالقانون، ومحيطة بشفافية للإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر، إذ أنها تلعب دورا كبيرا في النشاط الاقتصادي من خلال عملية الحشد وتعبئة الموارد المالية وتهيئتها للاستثمار وتخصيصها بشكل امثل، كما تم عرض اهم الأدوات المالية المتداولة فيها والتمثلة في الأسهم التي تشكل أوراق الملكية والسندات التي تمثل أوراق الدين، إضافة إلى الأوراق المهجنة التي تأخذ من خصائص الأسهم والسندات، كما عرفت فيما بعد ظهور أدوات مالية جديدة مبتكرة يتمثل الغرض الرئيسي من إصدارها تخطي المخاطر المرتفعة للأوراق المالية التقليدية.

تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي تمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى غالبا لتحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.

لقيام سوق أوراق المالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من اجله والتمثلة في المناخ الاستثماري الملائم، ومتطلبات أساسية على مستوى الكلي وضبط هذه العناصر يجب توفر متطلبات متعلقة بالجانب القانوني.

يضمن السير الحسن في سوق الأوراق المالية من خلال تنظيم آلية التعامل بها، ويتم ذلك وفقا لمجموعة من القواعد والإجراءات تحكم تصرفات المتعاملين فيها، حيث يشترط أن يتم تداول الأوراق المالية المسجلة فيها فقط، وذلك داخل قاعة التعامل عن طريق الوسطاء المرخص لهم بالعمل فيها، وفقا لأسلوب التداول المنفق عليه، إذ يلعب الوسطاء دورا أساسيا في تنفيذ توجيه المستثمر بشأن الصفقة عبر أوامر يتم إصدارها من طرف المستثمر والتي يشترط فيها الوضوح والدقة لنوع وسعر وكمية الورقة المالية موضوع الصفقة.

الأوراق المالية هي عبارة عن صكوك مالية تتداول في هذا السوق، ووجدنا أن سوق الأوراق المالية تتمتع بالتنوع في الأدوات المالية المتداولة، وتنقسم هذه الأدوات إلى أدوات ملكية وأدوات مديونية والمشتقات المالية كذلك الأوراق المهجنة، وهذا التنوع يساعد هذا السوق على تأدية وظيفتها.

إن هذه الأسواق تسعى إلى تحقيق التوازن، ويعد تطور مفهوم العام للسوق المالي كنتيجة لتطور حاصل في الوقت الراهن.

تمهيد:

مع اتساع النشاط الاقتصادي أصبح من الضروري وجود أسواق مالية (البورصة) وهي أحد أهم مجالات الاستثمار التي تحقق أرباح للمستثمرين وندفعهم إلى الاستثمار من أجل زيادة ثروتهم في ظل وجود ظروف مواتية وبيئة استثمارية تسمح بالممارسة نشاطهم بكل شفافية ونزاهة، وبذلك يقتضي توفير قدر كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة حتى تتصف السوق بالكفاءة، وبالأخص أن أسعار الأوراق المالية تتقلب قيمتها من سنة إلى أخرى، ومن فترة لفترة وكانت تتأثر في الكثير من الأحيان بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق والشركة المصدرة لتنعكس مباشرة وبسرعة في أسعار الأوراق المالية المتداولة أين تحدث حركة عشوائية في شكل تقلبات سعرية صعود ونزول وبالتالي يفترض على سوق الأوراق المالية أي البورصة القائمة على مبدأ التنافس توفير المعلومات والبيانات لمجموع المتعاملين فيها بشكل عادل وفي وقت واحد، بما لا يوفر لأي طرف إمكانية الاستفادة في الحصول على المعلومات قبل غيره من المتعاملين وتحقيقه أرباحا على حسابهم، ومن خلال هذا الفصل سنتناول ثلاث مباحث وهي:

المبحث الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: المعلومات و كفاءة أسواق الأوراق المالية

المبحث الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

يمكن اعتبار كفاءة السوق الأوراق المالية وذلك من خلال قدرتها على توظيف رؤوس أموال في المشاريع الأكثر ربحية في الاقتصاد الوطني حيث تقوم نظرية السوق الكفاء على مدى توفر المعلومات لدى المستثمرين في نفس الوقت وبدون تكلفة.

إن مصطلح الكفاءة يثير الكثير من الجدل والنقاش كما تعلق الأمر بالبورصة، على اعتبار أن وجهات النظر بخصوص هذا الموضوع تختلف باختلاف النظر إلى ما يحدث في بورصات الأوراق المالية. ووفقا لهذا المصطلح (الكفاءة) يفترض دائما أن أسعار الأوراق المالية تتغير ارتفاعا وانخفاضا مستجيبة لكل المعلومات التي ترد إلى مجموع المتعاملين في السوق، على اعتبار أن قاعدة المعلومات والبيانات التي توفرها السوق لمجموع المتعاملين من شأنها أن تغير في كثير من الأوقات نظرة هؤلاء إلى الجهة أو الشركة المصدرة للورقة المالية، ومن هنا قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى:

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

المطلب الثاني: متطلبات سوق الأوراق المالية

المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية لما له من تأثير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية بين المتعاملين في السوق والتي تترتب عليها نتائج اقتصادية يتأثر فيها المجتمع ككل، وأنها تؤثر على ثروة المتعاملين في السوق المالي بضمانها التأثير على تكلفة مصادر الأموال للشركات.

الفرع الأول: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك عدة تعريفات لكفاءة سوق الأوراق المالية سنحاول التطرق إلى بعض منها:

1- تعريف السوق الكفاء:

السوق الكفاء: هو السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات وتقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم في قيمة عادلة fair value تعكس تماما قيمته الحقيقية intrinsic value التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن ما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أي تكون القيمة المالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، أو المخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه.¹

2- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية:

تعرف كفاءة سوق الأوراق المالية على أنها: السوق التي تعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما لكافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم في قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر أو

¹ منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 489 490

بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصصة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه.¹

كما تعرف كذلك بأنها: السوق التي يتوقع فيها أن تستجيب أسعار الأسهم فيها على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين في هذا السوق، إذ يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة لأدوات الملكية، أي أن السوق الكفاء هي التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل لكل المعلومات المتاحة والمتوفرة بسرعة كبيرة وبدقة حيث أن المعلومات التي تأتي إلى السوق و في أي وقت مستقلة عن بعضها البعض، ومن المتوقع أن تتسبب في حركية عشوائية للأسعار.² فالسوق الكفاء هو السوق الذي من خلاله يمكن تحديد السعر الصحيح للأوراق المالية أي يبين القيمة الحقيقية لهذه الأوراق.

ومن هنا نستنتج أن الاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الورقة المالية صعودا أو هبوطا إنما يعني تحقيق مجموعة النتائج الهامة على النحو التالي:³

- أنه في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للأوراق المالية من القيمة الحقيقية لها وفق المعلومات المتاحة عن تلك الورقة أي أن القيمة السوقية الورقة المالية في تاريخ معين ستعتبر دالة في المعلومات المتاحة عنها في السوق.

- أن المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي لن يكون لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية فعلى سبيل المثال: فإن سعر الورقة المالية في يوم 10 من الشهر لا يتأثر كثيرا بمعلومة قد تستلمها السوق واستوعبتها قبل هذا التاريخ فالأساس هنا أن تكون السوق قد تسلمتها المعلومة واستوعبتها جيدا وتعاملت معها بإحداث تغييرات في سعر الورقة المالية بصورة فورية.

- أن المعلومات تصل إلى المتعاملين كافة في وقت واحد وأن قدرا تهم على التحليل متقاربة الأمر الذي يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية (الحوالة التي يحققها البعض على حساب البعض الآخر) بناء على معلومات خاصة التي تتوفر للمتعامل الأول لم تتوفر للمتعامل الثاني.

¹ مفتاح صالح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل دفع كفاءتها، مجلة الباحث

عدد 07، ورقة، الجزائر، ص ص: 181 182

² أيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص: 32

³ عبد القادر السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص: 102

الفرع الثاني: خصائص كفاءة السوق الأوراق المالية

وفقا لمفهوم كفاءة السوق الأوراق المالية يمكن استنتاج أهم الخصائص التي تتميز بها سوق الأوراق المالية الكفاء

1- المنافسة الكاملة في السوق: بمعنى عدالة السوق، أي يكون عدد المتعاملين في السوق كبير وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية على الأسعار.

2- كفاءة التشغيل: لا بد أن تتوفر كافة آليات التي تمكن من إصلاح أي خطأ في التسعير ويجب أن تكون تكاليف المعاملات معقولة لكل صفقة بضرائب معقولة ما يسمح لها بالدخول في أسواق المنافسة، ومن زيادة الكفاءات الاستثمارية وجودة أدوات لضبط حركات الأسعار في السوق كوجود المتخصصين مثلا.¹

3- السيولة (استمرارية السعر): تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة، وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى، إذا كانت هناك معلومات جديدة تؤثر في السعر.

4- حيوية السوق: عندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تزداد الأوامر على السوق بسبب أي تغيير طفيف في الأسعار فإن هذا يدل على حيوية سوق الأوراق المالية.²

5- السيولة: تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين، وتعني السيولة المقدرة على بيع أصول المالية بسرعة وبدون خسارة، أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا على أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغيير السعر، والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة، فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابلية التسويق وصار من المطلوب إعطاء خصومات و/أو عمولات أكبر عليه لبيعه بسرعة.³

- توفير الحماية من المخاطر سواء التجارية أو غير التجارية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر.

¹ عبد الله بن الضب، كفاءة الأسواق المالية وتكاملها دراسة قياسية بالبورصات العربية (بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة الدار البيضاء، البورصة المصرية) خلال الفترة 2001-2009، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نمذجة اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، قسم علوم الاقتصاد، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2010-2011، ص: 71

² كهينة رشام، مرجع سبق ذكره، ص: 54

³ عبد القادر متولي، مرجع سبق ذكره، ص: 107

- يجب أن يكون هدف المتعاملين في السوق هو تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختبار البديل الاستثماري الأفضل.¹

الفرع الثالث: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك نوعين رئيسيين لكفاءة سوق الأوراق المالية نذكرهما فيما يلي:

1- **الكفاءة الكاملة:** في ظل الكفاءة الكاملة بين المستثمرين لن يتمكن أي أحد منهم من الاستفادة من الفروق السعرية في تحقيق أرباح غير عادية، وهناك شروط أساسية يجب توفرها في السوق المالية الكفاء حتى تتسم هذه السوق بالكفاءة الكاملة *perfectly efficiemet market*.² وهذه الشروط كما يتضح هي نفسها شروط سوق المنافسة الكاملة ولكن في سوق المال وهي:³

أ- عدم وجود قيود على التعامل، حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها (أي قابلية الأوراق المالية للتجزئة)؛

ب- توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية وبما يسمح أن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثل؛

ج- وجود عدد كبير جدا من المتعاملين، بحيث لا يؤثر تعرف أي منهم على حركة لأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منها السعر كأمر مسلم به؛

د- تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة؛

2- **الكفاءة الاقتصادية:** وتستند إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على المعلومات والبيانات التي تساعد على تحقيق هذا الهدف،

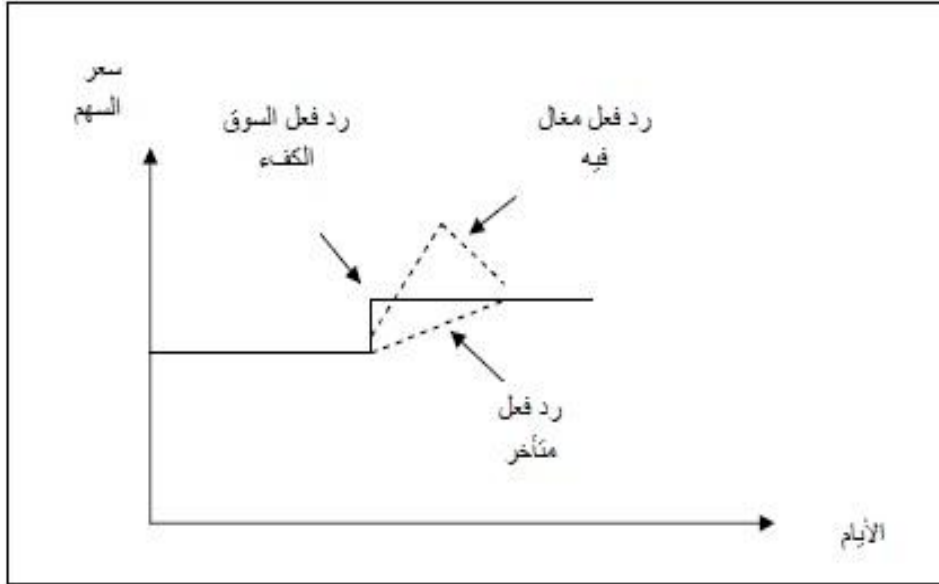
¹ جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص: 42

² عبد القادر متولي، مرجع سبق ذكره، ص: 104

³ احمد مصطفى شيرة، أهمية نظام المعلومات المحاسبية في كفاءة سوق الأوراق المالية (عرض تجارب دولية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2011-2012، ص: 26، 29

و يكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية.¹

الشكل رقم(09): الاستجابة للمعلومات في حالة الكفاءة الكاملة والاقتصادية.



المصدر: عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم سندات وثائق الاستثمار - الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 159

يلاحظ من الشكل أعلاه أن الخط المتصل يعبر عن مسار سعر السهم في السوق الكفاء ففي مثل تلك الأحوال السعر يتدخل فوراً مع ورود المعلومات الجديدة ولا يوجد أي مجال لمزيد من التغيير في سعر السهم أما الخط المتقطع فيعبر عن الاستجابة المتغيرة لسعر السهم حيث يتطلب الأمر مرور ثمانية أيام حتى يستوعب السوق هذه المعلومات ومن ثم يتعدل سعر السهم بالكامل إلى الوضع الذي كان يجب أن يكون عليه كما بين المنحنى المنقط الاستجابة المفرطة ومن تم تعديل السعر إلى الموضع الصحيح.

¹ وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية، (الواقع و الآفاق)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2002-2003، ص: 50

المطلب الثاني: متطلبات سوق الأوراق المالية الكفاءة

تعد سوق الأوراق المالية إلى التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى القطاعات والمجالات الأكثر ربحية وفي هذا الصدد يؤدي السوق الكفاء دورين أساسيين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة ينبغي أن يتوفر فيه شرطان أساسيان هما الكفاءة التسعيرية والكفاءة التشغيلية وهذان الشرطان اللذان يثبتان لنا كفاءة سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: الدور المباشر والدور الغير المباشر

من خلال هذين الدورين الأساسيين يمكننا تخصيص الموارد المتاحة بما يضمن السير الأمثل للموارد:¹

1- الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها انه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية. هذا يعني أن المؤسسات التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

2- الدور الغير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المؤسسة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المؤسسة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة مت يكون بسعر فائدة معقول.

الفرع الثاني: كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية و يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة دون فاصل زمني كبير. بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن تكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مبادرة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق أرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار الأسماء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 33

الآخرين. و إذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل للأسباب التالية:¹

1- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظرا لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل و كسل المستثمر ذاته.

2- قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على المعلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية غير أن هذا ما يحدث في عدد قليل من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات و يحققوا بسببها أرباح طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميزة في أي مجال من المجالات.

الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

الفرع الثالث: كفاءة التشغيل

يطلق عليها كذلك بكفاءة الداخلية، لا يتم التعامل بين المشتري و البائع للأوراق المالية في البورصة بطريقة مباشرة و لكن لابد من وسطاء هم السماسرة و تحصل شركات السمسرة على عمولة مقابل تنفيذ العمليات و إذا كانت تكاليف تنفيذ العمليات الكبيرة، فإن السوق لا يتوافر فيها كفاءة التشغيل، لذلك فإن كفاءة التشغيل تتضمن نجاح السوق في تخفيض تكلفة الوساطة و نقل الملكية إلى أدنى درجة ممكنة بحيث تتم بتكلفة معقولة.²

كما يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسرة.³

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر 2001، ص ص:

191 192

² حسان خيابة، مرجع سبق ذكره، ص: 128

³ طارق عبد العال حمادة، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 29

المطلب الثالث: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

كفاءة سوق الأوراق المالية ترتبط أساساً بتوافر المعلومات المناسبة بسرعة وبدون تكلفة بالنسبة لجميع المتعاملين في السوق حيث تتعلق فروض السوق الكفاء بمدى استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المتاحة وبالتالي فإن السوق قد تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات ولكنها غير كفاء بالنسبة لنظام آخر لذلك قام (FAMA 1970) بتصنيف المعلومات الواردة إلى السوق ضمن ثلاث مجموعات، وضع على أساسها ثلاث مستويات لكفاءة السوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: المستوى الضعيف لسوق الأوراق المالية

وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية المتاحة كأسعار بيع الأسهم و أرباحها و نتائج أعمال الشركات التي تعود إليها تلك الأوراق و لا يستطيع فيها أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب مستثمر آخر نتيجة عدم معرفته و تماثل وجودها معه، و يمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية أو مدى عشوائية نسبة التغير في الأسعار وذلك باستخدام الاختبارات الإشارات أو باستخدام قواعد المتاجرة في الأسهم.¹

الفرع الثاني: المستوى المتوسط لسوق الأوراق المالية

تقتضي صيغة الكفاءة المتوسطة أو الشبه قوية بأن الأسعار للأسهم لا تعكس فقط المتغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور، أو التنبؤات التي تقوم تلك المعلومات عليها سواء تمثلت تلك المعلومات في الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو الظروف الصناعية أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.²

¹ فيصل محمود الشواورن، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية و العملية مع مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية في بورصة الأوراق المالية بالتطبيق على بورصة عمان، الطبعة الأولى، دار الواصل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 50
² جمال معتوق، دور إبداعات الهندسة المالية في التقليل من المشاكل التمويل للمؤسسات الاقتصادية- دراسة تطبيقية بالشركة العربية للإيجار المالي وكالة سطيف، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد والمناجنت، كلية العلوم التجارية و الاقتصادية و علوم التسيير مدرسة الدكتوراه اقتصاد ومناجنت، التخصص إدارة مالية، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2008، 2009، ص: 46

الفرع الثالث: المستوى القوي لسوق الأوراق المالية

يعني الشكل القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية. أن تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور، إضافة إلى المعلومات الخاصة التي لم تنشر بعد، وتتوفر فقط لدى مجموعة من المستثمرين يطلق عليهم مصطلح الداخلين العاملون ببواطن الأمور في الشركة (أسرار الشركة) كأعضاء مجلس الإدارة ومسير الحوافظ المالية، صناديق الاستثمار والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية ومن بينهم صناع السوق الذين يستطيعون الحصول على المعلومات قبل نشرها ... إلخ

يفترض الشكل القوي للكفاءة أن الداخلين لا يمكنهم عوائد غير عادية على الرغم من معرفتهم للمعلومات الخاصة لأن الأسعار تعكس المعلومات العامة والخاصة.¹

الفرع الرابع: العلاقة بين مستويات كفاءة السوق الأوراق المالية

تحظى الكفاءة الضعيفة للسوق المالي بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية وجمهور المتعاملين في السوق، ويشهد الخلاف حول حقيقة افتراضات الشكل شبه القوي والقوى للكفاءة، ويعود السبب في ذلك إلى طبيعة التداخل الخاص بالمعلومات المتعلقة بكل شكل منها.

ويبين من ذلك أن سعر السهم سيكون انعكاس للمجاميع الثلاثة من المعلومات وهي معلومات (الكفاءة الضعيفة، والكفاءة شبه القوية، والكفاءة القوية)، وعليه فإذا كان السوق كفاء بالشكل القوي فلا بد ان يمر بمرحلة الكفاءة الضعيفة والكفاءة شبه القوية.

أما في حالة كون السوق بالكفاءة الضعيفة يكون هناك اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادلة.

وقد اعترف (FAMA 1971) أن الانتقادات الموجهة لفرضية كفاءة الأسواق المالية تزايدت نتيجة ظهور ما يعرف بالشواذ Anomalies في الأسواق المالية (مثل اثر الحجم)، وكذلك ظهور دراسات تتعلق بأثر نهاية الأسبوع أو اثر نهاية شهر جانفي إلخ، إلا أن عدم وجود بدائل بحثية نظرية، يؤكد على نظرية، يؤكد على نظرية كفاءة الأسواق المالية لا زالت النظرية الحاكمة للفكر المالي.

¹ ليلي بوشنين، مرجع سبق ذكره، ص: 54

وبناء عليه ولدراسة المستويات المختلفة للكفاءة بحيث تشمل جميع الانتقادات، وبناء على النتائج العلمية للدراسات التي تناولت موضوع الكفاءة في الأسواق المختلفة، اقترح (FAMA 1971) ثلاث تسميات مغايرة لتلك الواردة في دراسته عام 1970، حيث فضل تسمية الدراسات الخاصة بالمستوى الأول (المستوى الضعيف) بالدراسات الخاصة بالتنبؤ العوائد لتشمل دراسة الظواهر الشاذة واختبار نموذج تسعير الأصول، والتأثير الموسمي كأثر يناير.....الخ.

كما فضل تسمية المستوى شبه القوي بدراسة الحدث لتشمل دراسة تأثير إحداث سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية (سواء على المستوى الكلي أو على المستوى المنشأة) على الأسعار في السوق، من خلال محاولة قياس كيفية استيعاب السوق للمعلومات الناتجة عن ذلك الحدث.

فيما فضل تسمية المستوى الثالث (المستوى القوي) بدراسة المعلومات الخاصة، يشتمل هذا النوع من الدراسة تلك المتعلقة بالإجابة على السؤال الخاص فيما إذا كانت القدرة على التنبؤ بالأسعار الناتجة عن التحركات غير رشيدة في الأسعار (فقاعات) أو التحولات رشيدة وضخمة في توقعات العائد.

المبحث الثاني: المعلومات وكفاءة الأسواق الأوراق المالية

تعتبر المعلومات بمثابة عنصرا حاكما عن عناصر البيئة الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية الأمثل، وفي مجال الأوراق المالية تأخذ المعلومات دورا مهما بارزا، إذ أنه في ظل غياب هذه المعلومات أو عدم توافرها بالشكل المطلوب، يتحول سوق الأوراق المالية من مبادرة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة، وتتميز الأسواق المالية المتطورة أو سائرة في طريق النمو بتعدد مصادر المعلومات والتي تساهم بشكل كبير في توفير المعلومات بكثرة، وفي نفس الوقت الذي تكون فيه المعلومات متاحة للجميع إما بالمجان أي بدون تكلفة أو بتكلفة قليلة أي بمبلغ رمزي، وحتى في الحالات التي يعتبر فيها مصدر المعلومات مكلفا نسبيا. فبعد حصول المستثمر على المعلومات يقوم بتحليلها وقراءتها جيدا بحيث تتسم الأسواق ذات الكفاءة الاقتصادية العالية بتوفير عدد هائل من هذه المصادر التي تساعد المستثمر في زيادة أرباحه، ومن خلال هذا المبحث سوف نتطرق إلى ثلاث مطلب والتي تتمثل فيما يلي:

المطلب الأول: مفهوم المعلومات في سوق الأوراق المالية**المطلب الثاني: تحليل المعلومات في سوق الأوراق المالية****المطلب الثالث: المعلومات في سوق الأوراق المالية**

المطلب الأول: مفهوم المعلومات في سوق الأوراق المالية

تعد المعلومات من أهم الأركان الفعالة فهي تمثل دور مهم وأساسي لنجاح وتطور الأسواق المالية، وتمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفاء للمواد. فالأوراق المالية تمثل السلعة في الأسواق المالية ويستخدم المتعاملون المعلومات فقط لتحديد جودة هذه السلعة وتحديد عروض الأسعار التي تتداول بناء عليها تلك الأوراق.

الفرع الأول: تعريف المعلومات

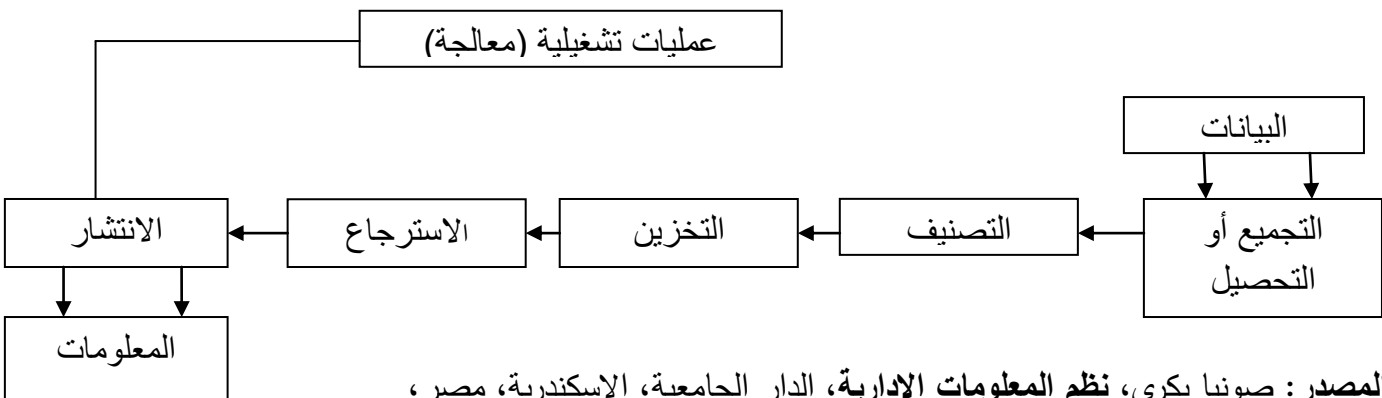
وهناك عدة تعاريف حول تعريف المعلومات و التي سنتطرق لها فيما يلي:

يعرفها: (twalam 2001) فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مفاهيمها من أجل استخدامها في صياغة القرارات.

وأیضا يعرفها: (ph pottier ,1978) بأنها مجموعة من البيانات والحقائق والدراسات الضرورية لمعرفة السوق.¹

وفي الشكل الموالي سنعرض كيفية معالجة المعلومات داخل سوق الأوراق المالية كفاءة بدا من عمليات التشغيلية وصولا إلى المرحلة الأخيرة و التي تتمثل في تحصيل البيانات

الشكل رقم (10) : كيفية معالجة المعلومات في الأسواق المالية الكفوة



المصدر: صونيا بكري، نظم المعلومات الإدارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،

2002، ص: 106

¹ عبد الله فرغلي موسى، تكنولوجيا المعلومات و دورها في التسويق التقليدي و الالكتروني، ايتراك الطباعة و النشر و التوزيع، ص: 151

- 1- **تحصيل البيانات (التجميع):** و ذلك بتسجيل البيانات الواردة من داخل أو خارج المؤسسة بواسطة المشاهدة و البحث ، انطلاقا من فواتير البيع المستندات ... إلخ و تتعلق بوقائع و أحداث.
- 2- **مراجعة البيانات:** تتضمن هذه المرحلة تقويم البيانات، بمعنى التأكد من تحصيلها و تسجيلها و مدى صحتها و ملائمتها للغرض من تجميعها من البداية.
- 3- **تطبيق البيانات:** تتم هذه العملية بوضع البيانات في قطاعات معينة وفقا لأساس معين بحيث يكون في متناول مستخدميه.
- 4- **التلخيص:** يتم تجميع البيانات بطريقة منطقية بحيث تكون مندمجة و بدرجة كافية من الدقة و الأهمية و التحديد.
- 5- **العمليات الحسابية:** تطبق على البيانات عمليات حسابية مثلا: حساب المتوسط، كما تجدر الإشارة أن هناك أساليب و طرق حديثة تساعد الإدارة في إجراء العمليات الحسابية على البيانات و إيجاد علاقات معينة.
- 6- **التخزين:** يتم حفظ البيانات التي حوت و جمعت بمختلف الوسائل بطريقة تسمح بالرجوع إليها عند الحاجة.
- 7- **الاسترجاع:** بالإمكان الحصول على العناصر المحولة و الرجوع إليها كلما دعت الضرورة انطلاقا من وسيلة التخزين و ذلك بغرض المقارنة و التصحيح.
- 8- **إعادة الإنتاج:** معنى ذلك أنه بالإمكان إجراء عمليات تشغيلية جديدة على البيانات المحولة أو تخزينها في وسائل أخرى.¹

الفرع الثاني: خصائص المعلومات

يمكن النظر إلى المعلومات من حيث خصائصها، من جوانب مختلفة حسب احتياجاتها و استخداماتها من طرف المستفيدين منها و يوضح الجد وخصائص المعلومات و التي تندرج تحت ثلاثة أبعاد:²

1- خصائص التوقيت؛

2- خصائص المحتوى؛

¹ بن امربين حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 87

² منال محمد الكردي، جلال إبراهيم العيد، إبراهيم سلطان ، نظم المعلومات الإدارية، الدار الجامعة، 2003، ص: 38

3- خصائص الهيكل أو الشكل.

والجدول الموالي سيوضح لنا خصائص المعلومات في سوق الأوراق المالية وفقا للأبعاد السابق ذكرها:

جدول رقم(04) : خصائص المعلومات في سوق الأوراق المالية

خصائص الهيكل/الشكل	خصائص المحتوى	خصائص التوقيت
- درجة التفصيل	- الاتصال بالموضوع	- ملائمة الوقت
- أسلوب العرض	- الملائمة	- الحدثة
- الوضوح	- الاكتمال	- معدل توفير المعلومات
- الترتيب	- النظافة	- الفترة الزمنية التي
- الوسائط	- الدقة	تغطيها المعلومات

المصدر: منال محمد الكردي، جلال إبراهيم العيد، إبراهيم سلطان، نظم المعلومات الإدارية، الدار الجامعية مصر، 2003 ، ص: 39

الفرع الثالث: مصادر المعلومات المالية

تتمثل مصادر المعلومات المالية فيما يلي:¹

- 1- التقارير التي تنشرها الشركات: وتتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها... إلخ بشكل سنوي، أو في شكل نشرات إخبارية.
- 2- التقارير التي تنشرها شركات السمسرة: تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء، أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.
- 3- المعلومات مدفوعة الثمن: و تتمثل في الصحف و المجلات و خدمات الإرشاد الاستشاري.

¹ مفتاح صالح، فريدة معارفي، مرجع سبق ذكره، ص: 30

4- قواعد البيانات: تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر للتعرف على التغيير في سعر الأوراق المالية المتداولة ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم دليل المستثمر الفرد للاستثمار عن طريق شبكة الكمبيوتر التي تتيح له المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة.

الفرع الرابع: تعريف المعلومات في سوق الأوراق المالية

في ظل السوق الكفاء تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين، فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر اقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فان تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق، فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر، مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة ومن ثم يترتب عن تجميع وتحليل تلك المعلومات الاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة وكذلك تعرف على أنها: مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها للمتعاملين، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حالة، وتتصف بالدقة، الملائمة، وتوفرها في الوقت المناسب، والشمول، والانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية، والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي.¹

المطلب الثاني: تحليل المعلومات في سوق الأوراق المالية

يبدل المستثمرون في الأسواق الأوراق المالية في العالم قصار جهدهم للتعرف بشكل مسبق على اتجاه تحركات الأسهم صعودا وهبوطا بغية تحقيق اكبر عائد ممكن، وفي الحقيقة هناك عدد كبير من الوسائل المتاحة التي يمكن عن طريقها التنبؤ بشكل صحيح بقيمة السوق أو قعره، او الكشف بشكل مبكر و صحيح عن قيمة سعر سهم شركة معينة أو قعره يستخدمها المحللون الاقتصاديون، ولعل ابرز هذه الوسائل ما يسمى بالتحليل الأساسي والفني للأوراق المالية.

¹ صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص: 183

الفرع الأول: التحليل الأساسي

يقوم التحليل الأساسي على دراسة تحليل كل المعلومات ومن كافة المصادر، وذلك بتحليل الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف الشركة التي تنتمي إليها السهم.

1- تعريف التحليل الأساسي

التحليل الأساسي على أن ذلك التحليل الذي يهتم بتحليل المحددات المؤثرة على سعر السهم كذلك الخاصة بالأرباح المتوقعة، الأمر الذي يتطلب دراسة مستقبلية للظروف الاقتصادية الدولية والمحلية وتأثيرها على الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة وتحليل ظروف الصناعة وتحليل المؤسسة ذاتها.¹

كما يعرف التحليل الأساسي أيضا على أنه التحليل الذي يقوم على أسعار الأوراق المالية التي تعكس صورة النشاط الاقتصادي على مستوى كل من الاقتصاد الكلي ثم اقتصاديات القطاع أو الصناعة الذي تنتمي إليه الشركة مصدرة السهم والسند وانتهاء بظروف ونشاط الشركة نفسها.²

2- أهمية التحليل الأساسي

يمكن أن تبرز أهمية هذا التحليل في تحديد المعلومات المالية وقياسها وتوفيرها للمستثمرين والمحللين، حيث تمكنهم من الإجابة عن التساؤلات التي يواجهونها عند شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأصول المالية، وذلك بتحديد الأصول المالية التي ينبغي شرائها أو بيعها أو التوقيت الملائم لذلك. ففي ظل هذا التحليل، يهتم المستثمر بالأرباح المستقبلية ونصيب السهم من الربح الموزع والمخاطر المنتظمة وغير المنتظمة من وراء العائد، ومن ذلك يتم القيام بدراسة وتحليل التقارير المالية للمؤسسة التي يستثمر فيها أمواله وذلك عن طريق التحليل المالي لتلك التقارير التي تصدر في نهاية السنة أو التقارير الدورية، وإيجاد العلاقة والاتجاهات والمؤشرات بين بنود القوائم المالية خلال سلسلة زمنية معينة، وذلك بهدف التعرف على درجة نمو المشروع وقدرته على تحقيق أرباح مستقبلية وأثر ذلك على سعر السهم.

حيث يقوم المستثمر في الأخير بدراسة النشاط الاقتصادي الكلي وتحليل السياسة المالية و النقدية التي تتبعها الدولة والخاصة بفرض الضرائب وأسعار الفائدة وعليه، فإن أهمية هذا التحليل تبرز من خلال تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة. تحديد الأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 159

² محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، عمان، 2005، ص: 133

الحقيقية وذلك لضمها إلى المحفظة الاستثمارية، وذلك فإن هذا التحليل بمستوياته الثلاث فإنه يهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للاستثمار.¹

3- مضمون التحليل الأساسي

يمر التحليل الأساسي بثلاث مراحل، يهتم أولاً بتحليل الظروف الاقتصادية، ثم يبدأ بتحليل ظروف الصناعة وذلك من أجل معرفة الصناعة الناجحة، وأخيراً يهتم بتحليل ظروف المؤسسة لمعرفة أفضل المؤسسات داخل الصناعة الناجحة، وبناء على هذا سوف نتطرق لكل مرحلة من هذه المراحل.²

أ- تحليل الظروف الاقتصادية

في هذا الإطار فإن المحلل يقوم بالبحث واكتشاف حالة الظروف الاقتصادية (رواج أو انكماش) كذلك تتبع نتائج السياسة الاقتصادية وذلك من خلال السياستين المالية والنقدية ومدى تأثيرهما على المجتمعات الكبرى والحسابات الوطنية كحجم الإنفاق، معدلات البطالة معدلات التضخم، الضرائب أسعار الفائدة، أسعار الصرف، معدل النمو.... إلخ وبعدها يحاول المحلل معرفة التأثيرات الحاصلة على وضعية ومؤشرات الاقتصاد الكلي على توقعات الأرباح ومعدلات المردودية والمخاطرة للمؤسسات، لأن وضعية الاقتصادي الكلي تؤثر على حالة الأعوان الاقتصاديين بما فيهم المؤسسات.

حيث نجد المحلل المالي يستعمل عدة مؤشرات اقتصادية تفيد في أخذ صورة عن تغير السلوك

الاقتصادي وتبين له الحالة الاقتصادية وكمثال على ذلك نجد:

- تغير الناتج الداخلي الخام.
- الدخل الوطني ونصيب الفرد منه.
- معدلات البطالة والتضخم.
- تحقيق الأرباح والخسائر للمؤسسات.... إلخ.

حيث نجد أن هذه المؤشرات مهمة في تشخيص وضعية الاقتصاد فعلى سبيل المثال نجد أن تغير الناتج الداخلي الخام من فترة إلى أخرى يعتبر مقياس لمعدل نمو الاقتصاد وذلك فإن نموه بشكل مستقر دلالة على صحة الاقتصاد والعكس صحيح، كذلك تعتبر معدلات البطالة دليل على حالة الرواج والانكماش في الاقتصاد كما تفيد معدلات التضخم في كشف الوضع الاقتصادي و تفيد التنبؤ بسلوك البنك المركزي بشأن

¹ أمين السيد، أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض التقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص: 438

² الداوي خيرة، مرجع سبق ذكره، ص: 55

معدلات الفائدة الموافقة لحالة معدل التضخم، كما نجد مؤشرات أخرى تفيد في تشخيص الوضعية الاقتصادية، كذلك تفيد التنبؤ بالسياسة النقدية والمالية وما لها من تأثير على بعض المؤشرات الهامة للمتعاملين في بورصات القيم كأسعار الفائدة ومعدلات الضرائب.

ب- تحليل ظروف الصناعة

تعتبر تحليل ظروف الصناعة الخطوة الثانية في التحليل الأساسي حيث تكمن أهمية تحليل ظروف الصناعة في التباين بين أداء الصناعات المختلفة، وبالتالي يوضح التحليل الصناعات المتميزة التي يمكن الاستثمار في المؤسسات التي تنتمي إليها.¹

ج- تحليل وضعية المؤسسة

يعد تحليل وضعية المؤسسة الخطوة الأخيرة في التحليل الأساسي، حيث يهتم المحلل بتحليل المؤشرات المالية للمؤسسة نفسها لاختيار أفضل المؤسسات وذلك من خلال تقدير القيمة الحقيقية لسعر الورقة المالية للمؤسسة، حيث يساعد تحليل المتغيرات المالية للمؤسسة على اتخاذ القرار الاستثماري لأنه يوفر معلومات عن ربحية المؤسسة و مستقبلها.

ففي حالة أن سعر التداول كان أعلى من القيمة الحقيقية للسهم، فإن قيمته السوقية تكون مرتفعة وبالتالي يكون قرار الاستثمار هنا التخلّص من هذا السهم، والعكس صحيح.²

4- أدوات التحليل الأساسي

يوجد العديد من الأدوات التي يعتمد عليها التحليل الأساسي، فمنها الأدوات التي تخص تحليل الظروف الاقتصادية ومنها التي تخص تحليل ظروف المؤسسة، وعليه سيتم ذكر هذه الأدوات المتمثلة في:³

أ- المتغيرات والمؤشرات الاقتصادية؛

ب- تحليل دورة حياة الصناعة؛

¹ إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 87 89

² إيهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص: 58

³ خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص: 56

ج- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة؛

د- التنبؤ بمعدل نمو وربحية الصناعة؛

هـ- النسب المالية؛

و- تحليل ربحية السهم.

الفرع الثاني: التحليل الفني

يهتم التحليل الفني بالمعلومات الماضية للأوراق المالية بعيد عن الاهتمام بتطور السوق، فهو يهدف بالدرجة الأولى إلى التعريف اتجاه الأسعار وكشف عن مخاطر تقلبات الأسعار بهدف التقليل المخاطر وتعظيم الأرباح.

1- تعريف التحليل الفني

يعرف التحليل الفني على أنه ذلك الأسلوب لتسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية (عادة في شكل خرائط ورسومات) وذلك من خلال متابعة تغيرات الأسعار، حجم المعاملات وغيرها لسهم معين أو المتوسط العام يقوم بعد ذلك باستنتاج الاتجاه المحتمل للمستقبل من خلال الصورة التاريخية للماضي.¹

ويعرف أيضا على أنه التحليل الذي يقوم بدراسة المعلومات الماضية للأوراق المالية، دون الاهتمام بتطور السوق الداخلية أو الخارجية وذلك مثل تتبع حركة الأسعار في الماضي أو حركة التداول.²

ويعرف كذلك على أنه المدخل الآخر في المفاضلة والاختيار للأوراق المالية، والذي يعتبر من أقدم المداخل التي يستخدمها المستثمرون.³

ويعرف أيضا على أنه دراسة حركة السوق، من خلال استخدام الرسوم البيانية، لغرض التنبؤ باتجاهات الأسعار مستقبلا.⁴

¹ ليلي بوشنين، مرجع سبق ذكره، ص: 88

² إيهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص: 48

³ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 243

⁴ johny. Murphy, technical analsis, of the finanical markets(institute finance), London,1999, p 01

2- الافتراضات التي يقوم عليها التحليل الفني

يقوم هذا المدخل على جملة من الافتراضات تتمثل فيما يلي:¹

- أ- تتخذ القيمة السوقية للسهم على أساس قوى السوق ممثلة في العرض والطلب؛
- ب- تحكم العرض و الطلب عوامل متعددة بعضها موضوعي والبعض الآخر غير موضوعي حيث أن العوامل الموضوعية نجدها تدخل في نطاق اهتمامات التحليل الأساسي، بينما العوامل غير الموضوعية التي لا تتفق مع التحليل الأساسي على سبيل المثال في مزاج المستثمرين (الحالة النفسية) والتخمين؛
- ج- يتيح السوق بصفة آلية ومستمرة وزنا لكل من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب، سواء الموضوعية منها أو غير الموضوعية ليتم بشكل تجديد الأسعار الملائمة؛
- د- باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر فإن الحالة العامة تقتضي بأن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر لفترة زمنية طويلة؛
- هـ- يرجع التغيير في اتجاه أسعار الأسهم في الأساس إلى التغيير في العلاقة بين العرض والطلب، إذ يمكن أسباب ذلك من خلال تتبع ما يجري داخل السوق نفسه آجلا أو عاجلا.

3- أدوات التحليل الفني

إن التحليل الفني يمكن المستثمر من تحديد الورقة المالية التي ينبغي أن يشتريها أو يبيعها، مع التوقيت الزمني لذلك، حيث يكون المستثمر على دراية باتجاه الأسعار السوق من حيث الصعود و الهبوط إضافة إلى تتبع حركة التغيير في سعر الورقة المالية.²

أ- أدوات تحليل أسعار السوق:

ويقصد بها مؤشرات السوق و هي أدوات تستعمل لقياس القوة النسبية للسوق كما تمكن من تحديد اتجاه الأسعار الصعود أو النزول من أبرزها.

¹ هواري سويبي، تقييم المؤسسة و دورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية الجزائر، أطروحة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008، ص:ص 161 162

² بن أعمار بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 101

- مقياس ميل أو اتجاه المستثمرين: تعتبر هذه المقاييس مؤشرات عن الاتجاه المستقبلي لحركة أسعار الأسهم وهي تنقسم إلى:¹
- مؤشر بارون: حيث ينشر هذا المقياس أسبوعين في مجلة بارون ويتم حسابه حسب المعادلة.

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عائد السندات مرتفعة الجودة}}{\text{عائد السندات متوسطة الجودة}}$$

تتراوح قيمة هذا المؤشر بين 85 بالمائة و 98 بالمائة وذلك لأن عائد السند المرتفعة الجودة يكون عادة أقل من عائد السندات متوسطة الجودة، أما فكرة المؤشر فتقوم على أساس أنه عندما تكون ثقة المستثمرين في السوق كبيرة حينئذ يتوقع أن يزداد الطلب على السندات التي تتطوي على مخاطر أكبر والنتيجة المتوقعة هي ارتفاع القيمة السوقية لتلك السندات وانخفاض عائدها. بالتبعية ليقترب من عائد السندات مرتفعة الجودة لتقترب نسبة المؤشر من 100 بالمائة والعكس يصبح صحيحاً، لو أن ثقة المستثمر في السوق ضعيفة.

- النسبة المئوية لعائد سندات الخزينة إلى عائد سندات منشآت الأعمال الموضحة بالمعادلة التالية:

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{سندات عائد الخزينة}}{\text{عائد سندات منشآت الأعمال}}$$

- النسبة المئوية لعائد سندات منشآت الخدمات العامة إلى عائد الأسهم الممتازة، الموضحة بالمعادلة التالية:

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{متوسط عائد سندات منشآت الخدمات العامة}}{\text{متوسط عائد الأسهم الممتازة}}$$

- مؤشرات المستويات العليا و الدنيا (high-low index):

حيث يتم من خلال هذا المؤشر مقارنة عدد الأسهم التي بلغ سعرها مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل وذلك حسب المعادلة التالية:

$$\text{مؤشر المستويات العليا و السفلى} = \frac{د}{د + ذ}$$

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 430 432

حيث:

د: تمثل عدد الأسهم التي حققت أسعارها مستوى مرتفع لم تصل له من قبل.

ذ: تمثل عدد الأسهم التي انخفضت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل.

أما قيمة هذا المؤشر فهي تتحصر بين الواحد الصحيح والصفير، وكلما كانت قيمة المؤشر قريبة من الواحد كان هذا دليل على أن هناك عدد كبير من الأسهم ارتفعت أسعارها إلى حد لم تصل له من قبل والعكس، فإن كانت قيمة المؤشر قريبة من الصفر كان هذا دليل على أن عدد الأسهم التي انخفضت أسعارها إلى حد أدنى لم تصل من قبل كبير.¹

- نسبة عدد الأسهم التي ارتفعت قيمتها السوقية إلى عدد الأسهم التي انخفضت قيمتها السوقية:

تأخذ هذه النسبة أشكالاً مختلفة من أهمها النسبة المعطاة بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة الارتفاع و الانخفاض} = \frac{\text{عدد الأسهم التي حققت صعودا}}{\text{عدد الاسهم التي حققت صعودا أو هبوطا}}$$

ويدعي أنصار هذا المقياس أنه عندما تكون النسبة 0,6 أو أكثر فإن هذا يعد مؤشراً على أن الاتجاه صعودي للسوق يقترب من نهاية وإذا ما بلغت النسبة 0.35 فإن هذا يعني أن الاتجاه النزولي بلغ نهايته وأن الأسعار السوق تتجه حالاً نحو الارتفاع.²

ب- أدوات التحليل الفني لأسهم المنشآت:

يهدف التحليل الفني لتحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه والتوقيت الملائم لإتمام هذه العملية، ويعتمد في ذلك على دراسة التغيير في مستويات الأسعار في السوق، وتحديد نمط هذه التغييرات من خلال الرسومات البيانية، لذلك يعرف الفنيون برسمي الخرائط.³

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 432

² عيد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 250

³ سمية بن جبليبة، مرجع سبق ذكره، ص: 122

- أساسيات التحليل الفني

تتكون من خمسة أنواع أساسية وهي:¹

- الأنماط و الرسوم البيانية الخرائط؛
- اتجاه حركة الأسعار؛
- القوة النسبية؛
- العلاقة بين حجم التعامل واتجاه حركة الأسعار؛
- المستويات المساعدة والمقاومة؛

- الخرائط و أشكالها:

توجد أربع أنواع أساسية من الخرائط وهي:²

- خرائط المنحنيات؛
- خرائط الأعمدة؛
- خرائط النقط والأشكال؛
- خرائط الشمعدان؛

الفرع الثالث: الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

يوجد فرق واضح وكبير بين التحليلين ويتضح لنا ذلك من حيث التعريف والأهداف والافتراضات وكذلك من حيث مصادر البيانات الخاضعة للتحليل وأيضا من خلال أدوات التحليل الرئيسية.

¹ منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 141 142
² بن جبالية سمية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 123، 125

جدول رقم (05) : أوجه الاختلاف بين التحليل الفني و التحليل الأساسي

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها)
الهدف	تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ القرارات الاستثمار والاقتراض. تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظه المستثمر	دراسة متغيرات السوق الماضي و الدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية
الافتراضات	أن سوق رأس المال كفاء. يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.	تتخذ القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب . العوامل التي تحكم العرض بعضها منطقي والبعض الآخر غير منطقي. أن السوق أفضل متنبئ لنفسه. أن السوق رأس المال غير كفاء
مصادر البيانات الخاضعة للتحليل	عوامل اقتصادية مثل الناتج القومي، أسعار الفائدة ، أسعار الصرف، النفقات الرأس مالية، عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج اتجاهات الصناعة المنافسة. الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية: عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية و تقارير مجلس الإدارة و تقرير مراقب الحسابات.	عوامل السوق نفسه مثل: أسعار الأوراق المالية حجم التداول عدد الصفقات وحجمها سلوك المستثمرين عمليات البيع على المكشوف التوقيت الزمني اتساع السوق الجو النفسي
أدوات التحليل الرئيسية	المؤشرات الاقتصادية العامة. دورة حياة الصناعة. التنبؤ بحالات النمو تحليل ظروف المنافسة تحليل التطورات التكنولوجية	مؤشرات ميول المستثمرين (نفسية) مؤشرات تدفقات الأموال مؤشرات هيكل السوق

	<p>القوائم المالية المقارنة تحليل السلاسل الزمنية التحليل الرأسي للقوائم المالية تحليل النسب التحليلات الخاصة</p>	
<p>كثرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب. يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ. تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير للتناسب والظروف البيئية المتغيرة.</p>	<p>تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني. توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة صعوبة متابعة عدد أكبر من الساهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.</p>	<p>حدود استخدامها</p>

المصدر: حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، فلسطين)، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2004-2005، ص ص: 133 134

المطلب الثالث: دور وأثر المعلومات في سوق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها، كما تؤدي المعلومات دور أساسي في اتخاذ القرارات التي ينبغي على المستثمر اتخاذها، لكن هناك بعض المعلومات التي تكون لا تصل إلى صغار المستثمرين بل تصل إلى كبار المستثمرين الذين يكتسبون معلومات مهنية والتي تحجب عن صغار المستثمرين بهدف تحقيق عوائد غير متساوية.

الفرع الأول: دور المعلومات في سوق الأوراق المالية

تؤدي المعلومات دوراً هاماً في سوق الأوراق المالية، إذ تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية وقد تبين مما سبق أن من أهم خصائص سوق رأس المال الكفاء أن يعكس أسعار توازن الأسهم وهي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة المخاطر المرتبطة بالاستثمار فيها ويتوقف ذلك على مدى توفر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين وكذلك على قدرة هؤلاء المستثمرين على تحليل تفسير هذه المعلومات.

وخلصه مما سبق أن كفاءة سوق الأوراق المالية سوف تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يتوقف على ما يلي:¹

- 1- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة المخاطر المرتبطة بها على نحو يلي احتياجات المستثمرين.
- 2- توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في السوق رأس المال بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها.
- 3- إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
- 3- كما يحتاج المستثمرين في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير النفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلاً والمتمثلة في توزيعات الأرباح أو الأرباح الرأسمالية وأيضاً تقدير درجة المخاطرة المتعلقة بالأسهم ويتكويّن محافظ استثمارية ملائمة.²

¹ مصطفى يوسف سبيسي، دور المعلومات المالية المستقبلية للشركة في اتخاذ القرارات (دراسة ميدانية على عدد من شركات القطاع الخاص) ، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير المحاسبية، كلية الاقتصاد قسم محاسبية، جامعة حلب، سورية، 2011، ص: 87

² <https://www.shamra..sy.adademia.show.heurs.20h30min date 15-02-2018>

الفرع الثاني: أثر عدم تماثل المعلومات

تبين أهمية ودور نظام المعلومات عن أن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلبا على قرارات المستثمرين من جهة وعلى كفاءة سوق الأوراق المالية ذاتها من جهة أخرى أي أن عدم تماثل المعلومات بمعنى امتلاك بعض المتعاملين للمعلومات لا يمتلكها الآخرون مثل (كبار العاملين في الشركات الذين يكتسبون معلومات مهنية يتم حجبها عن المستثمرين insiders الشركات بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية)، فشعور أحد المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة كفيل بأن يؤدي إلى أحجام المستثمرين عن التعامل فيها مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في السوق و تناقص حجم السوق كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة في لحظة ما، وبالإضافة إلى ذلك فإن عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات و تناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق، أي عدم توفير المعلومات أو توافرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين أو عدم توافر الأشخاص القادرين على تحليلها سوف يحول سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية تقود إلى تسعير خاطئ لا تبرره أساسيات الاستثمار في الشركة المصدرة للأسهم مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفاء للموارد المالية المتاحة.¹

وقد ترجع عدم الكفاءة في نظام المعلومات إلى التأخر في نشر المعلومات والبيانات مما يقلل من فائدة ما تتضمنه من معلومات للمتعاملين ويتوقع في هذه الحالة أن تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي تؤدي إلى تحقيق البعض لفوائد زائدة يمكن أن تسبب حدوث ظواهر سلبية للغاية، أما العامل الآخر الذي يمكن أن يكون وراء عدم كفاءة نظام المعلومات المالية فيتمثل في نوعية المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشور، بحيث يفشل المتعاملون في اتخاذ قرارات استثمارية ناضجة بسبب عدم حصولهم على جميع المعلومات الضرورية أو لإغفالها بعض التغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.²

¹ <https://www.asjp.crist.dz.article>, heurs 13h48min date 17-02-2018

² <https://www.researchgate.net> 3.heurs 14h05min : date 17-02-2018

المبحث الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية

ظهرت المؤشرات سوق الأوراق المالية لغرض تحركات السوق من أجل التنبؤ باتجاهاته، فأداة من أدوات تحليل السوق من جهة و أداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية، فهي تعبر عن اتجاهات أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية في وقت معين، لذلك يمثل المؤشر مستوى مرجعي للمستثمرين في سوق الأوراق المالية، إذ تستخدم لتحديد اتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق. وقد صاحب التطور السريع في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ظهور العديد من المؤشرات لقياس أداء أسواق الأوراق المالية والتي يتم نشرها بواسطة أسواق الأوراق المالية ذاتها عن طريق المؤسسات الصناعية أو المعاهد الإحصائية أو المؤسسات المالية، وتقوم كل جهة من هذه الجهات بتصميم مؤشراتنا لتنفق مع الحاجات المتنوعة للمستفيدين منها، إضافة إلى هذا هناك مؤشرات كثيرة لقياس جودة الأسهم في سوق الأوراق المالية من أجل اختيار الأسهم ذات العوائد الجيدة والتي تتمتع شركاتها بمركز مالي جيد. وهذا ما سيتم تناوله من خلال المطالب الآتية:

المطلب الأول: مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية

المطلب الثاني: بعض المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية

المطلب الثالث: المتغيرات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية

المطلب الأول: مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعد مؤشرات سوق مقياسا حقيقيا لأداء سوق الأوراق المالية، سواء في البلدان المتقدمة أو في البلدان النامية، حيث أنها تلخص الأداء الإجمالي للسوق. ونظرا لكون المؤشر يتكون من شركات في قطاعات الاقتصادية مختلفة، فضلا عن انه يعد أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، فإنه يمكن أن يمثل مرجعا واضحا للمستثمر في سوق الأوراق المالية والذي سنحاول دراسته على النحو التالي:

الفرع الأول: تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية

نظرا لكثرة التعاريف التي سيقت لبيان مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية، واختلاف تلك التعاريف من جهة شموليتها و وضوحها، فإن من المناسب تقديم بعض هذه التعاريف فيما يلي:

مؤشر السوق: هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين مؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق لأعلى أو الأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.

يمثل مؤشر السوق: مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية أو مجموعة معينة من

الأسهم.¹

مؤشر البورصة أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة بطريقة مستمرة

ومنظمة.²

مؤشر السوق: هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في السوق المالية، إذ يتم تكوين هذا المؤشر وتحديد قيمته في البداية وتتم بعد ذلك مقارنة قيمة المؤشر عند أي نقطة زمنية، مما يتيح إمكانية معرفة تحركات السوق بالارتفاع أو الانخفاض إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهات ويعد مؤشر السوق أو مجموعة المؤشرات مقياسا حقيقيا لأداء الإجمالي للسوق ونظرا لكون المؤشر يتكون من شركات في قطاعات

¹ محمد صلاح الحناوي جلال، إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 251

² commissoin d'organisation et des oprération de bourse (cosob) guide de l'investisseur novembre 1997, p 21

اقتصادية مختلفة، فضلا عن أنه يعد أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، فإنه يمكن أن يمثل مرجعا واضحا للمستثمر في سوق الأوراق المالية.¹

وطالما أن نشاط الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يتمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حالة اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة لدولة، كما يمكن المؤشرات أسعار الأسهم، فضلا عن ذلك أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية.

كما تساعد مؤشرات البورصات في عملية التقييم الاقتصادي للأصول والثروات القومية على مستوى الاقتصاد الكلي، ومثال على ذلك استخدام جداول العمليات المالية في المحاسبة القومية لتلك المؤشرات وذلك عند تقييم أصول الشركات غير المدرجة بقوائم أسعار الأسواق المالية.²

الفرع الثاني: أهمية مؤشرات سوق الأوراق المالية

تؤدي مؤشرات الأسواق المالية دورا فعالا في عمليات تداول الأوراق المالية في الأسواق المالية كونها تعكس الأسعار وحركتها وتأتي أهمية المؤشرات فيما يلي:

1- يعد تلخيص الأداء الأسواق المالية كونه يعكس أسعار أسهم الشركات في جميع القطاعات الاقتصادية ويلخص أداءها بمعايير ومؤشرات رقمية قابلة للمقارنة، كما أن المؤشر يكشف العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية للبلد ونتائج التداول في السوق المالي.

2- يساعد المؤشر القائمين على الأسواق المالية والمشاركين فيها بإعادة تنظيم السوق، من خلال عمليات المراجعة التي تحدد العناصر التي أدت إلى انحراف الأسعار وتصويبها باتجاه يعكس الأسعار بدقة.

3- أداء فعال للمقارنة مع أسعار السهم أو القطاع أو السوق ومع المعايير المختارة الأخرى أو مع مؤشرات الأسواق المالية في الدول الأخرى.

¹ حيد يونس الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية، الأردن و السعودية حالة تطبيقية للمدة من 1990 - 2007، أطروحة نيل درجة دكتوراه، فلسفة في العلوم الاقتصادية، قسم الاقتصاد، جامعة الكوفة العراق، 2009، ص: 57
² سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية- دراسة بعض الدول العربية، اطروحة دكتوراه في التجارة، تخصص: تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص: 65

- 4- تعد إحدى الأدوات لتحديد سعر السهم من خلال خصم التدفقات النقدية المستقبلية، ويعكس المؤشر توقعات المساهمين والمستثمرين في السوق.
- 5- المؤشرات أدوات مفيدة في البحوث المالية.¹

الفرع الثالث: مزايا مؤشر سوق الأوراق المالية

تبرز أهمية المؤشر من خلال المزايا التي يحققها للسوق، والتي تتمثل في:

- 1- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، إذ يتكون من مجموعة من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل الأداء الاقتصادي إلى صورة كمية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في السوق الساهم، وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.
- 2- تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمراجحين في السوق تحديد العوامل التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تغيير اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس استعار الأوراق المالية بشكل دقيق.
- 3- أحد الاتجاهات تحدد سعر السهم، خصم خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو بالنقصان) فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين.
- 4- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر السوق الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد تنتج عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية، وخاصة في حالة ما إذا كانت السوق من الأسواق الواعدة.

¹ منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص: 238

الفرع الرابع: أنواع المؤشرات وطرق تكوينها

في الأساس يوجد نوعان شائعان للمؤشرات كل نوع يقوم بمهمة خاصة تختلف عن النوع الآخر بالإضافة لاختلاف طرق تكوينها.

1- المؤشرات العامة:

تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعينة، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي، الإجمالي وفي هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة.¹

2- المؤشرات القطاعية:

تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة عن هذه المؤشرات مؤشر داوجونز للصناعة ومؤشر شرستا ندروبر للخدمات العامة.²

و بشكل عام تتمثل أنواع المؤشرات أساسياً فيما يلي:

أ- مؤشر **downjones**: هو مؤشر مبني على أساس السعر ينسب إلى صحافيان كانا يتابعان حركة نشاط البورصة.³ فهو عبارة عن متوسط 30 سهم من الأسهم المسجلة لدى بورصة نيويورك، وبذلك يمثل داونجونز 30 ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك.⁴

$$DJIA = \sum^{30} = 1 \quad Pi/Dadj$$

¹ frank k reilly et keith c brown, **investment analysis and portfolio management**, 7th australia thomson south wester 2003 p 150

² حيدر يونس الموسوي، اثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية، الأردن و السعودية حالة تطبيقية للمدة من 1990-2007، أطروحة نيل درجة دكتوراه، فلسفة في العلوم الاقتصادية، قسم الاقتصاد، جامعة الكوفة العراق، 2009، ص: 58

³ dider vitra: **tout savoir sur la bourse**, edition 2004 p 601

⁴ خولة مناصرية، اثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية- دراسة حالة الأردن (خلال الفترة 1990-2014)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص: 153

DJIA: قيمة المؤشر في الفترة T

pi: سعر السهم في الفترة T

Dadj: قيمة المؤشر في فترة الأساس

المؤشر يضم 30 مؤسسة صناعية الأولى (مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة، المؤشر يضم 65 شركة هي 30 لمتوسط الصناعة و 20 شركة نقل و 15 شركة منافع.

ب- مؤشر ستاند أند بورز: يحتوي على 500 ورقة مالية تمثل 80 بالمائة من القيمة السوقية للسهم المتداول في بورصة نيويورك، يضم 500 شركة (400 صناعية ، 40 منافع عامة، 20 نقل، 40 مجال البنوك والتأمين).

$$S \& P500 = \frac{\sum p_{it} Q_{it}}{\sum P_{ib} Q_{ib}}$$

حيث:

P_{ib}: سعر السهم i في الفترة b

Q_{it}: عدد وحدات السهم i في الفترة t

Q_{ib}: عدد وحدات السهم i في الفترة b

b: فترة الأساس

k: رقم الأساس

ج- مؤشر NAS DAQ: هو مؤشر متعلق متعلق بـ 2900 عينة خارج البورصة وأساسها هو 100 لفترة الأساس 5 فيفري 1971 ويشمل العديد من الشركات حوالي 5000 شركة.

د- مؤشر ACA40: في بورصة باريس يضم 40 مؤسسة الأولى ويحسب على أساس 1000 من فترة 31-1987.

هـ- مؤشر FT 100: يحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 7 بالمائة من إجمالي رسملة البورصة.

المطلب الثاني: بعض مؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية بارومتر لقياس درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص، كما يلخص المؤشر أداء السوق لأوراق مالية إجمالي حيث يكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد لذلك فهو يمثل أسلوب سهلا لتحويل أداء الاقتصادي على صورة كمية حيث تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأوراق المالية وتشخيص المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار من أجل تصحيحها و تصويب اتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية

الفرع الأول: استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية

نظرا لاختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق من قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلاف اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظرا للدور الذي تؤديه و من بين تلك الاستخدامات نذكر:¹

1- متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية:

يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة و بالتالي حتى تعكس أداة مؤشر أسهم أداء المحافظ الاستثمارية المالية المنوعة تنوعا جيدا فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالبورصة ويعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي، وإذا ما رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات تكافئ محفظة الاستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر.

ويجب مراعاة أن هناك مؤشرات يتم حسابها على أساس قطاعات مثل مؤشر ستاند أند بور لشركات المنافع العامة ومؤشر داوون جونز لشركات النقل وفي هذه الحالة لا يجب الاعتماد على هذه المؤشرات كمؤشرات لكل الأسهم المتداولة بالسوق بل تعتبر هذه المؤشرات مقياس جيد لمحافظ الاستثمارات التي تشمل أسهم الشركات المنافع العامة وشركات النقل.

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، مصر، 2001، ص ص 233 234

2- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بسوق الأوراق المالية:

يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة و بالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وتغيرات أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط و التي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، و تفيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترتيب عملية اتخاذ القرار.¹

3- الحكم على أداء المديرين:

وفقا لفكرة التنوع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة زمن أوراق مالية مختارة عشوائيا، يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون إلزاميا عليه أن يحقق عائد جيد والذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيه.

4- التنبؤ بالحالة الاقتصادية:

يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه إذا أمكن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية و بعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات هو ما يشاء عليه عادة بالتحليل الأساسي الذي يمكن من التنبؤ مقدما بما يكون عليه حال السوق في المستقبل وهذا من شأنه اتخاذ القرار السليم.

يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر الأسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بالأسواق الأخرى مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة.²

هناك عدة مؤشرات مستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية والتي تساعد المستثمر في اتخاذ قرارات مناسبة وذلك من خلال مجموعة المؤشرات منها المتمثلة في مؤشر حجم سوق الأوراق المالية وكذلك بالنسبة إلى السيولة.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 247

² محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 84

الفرع الثاني: المؤشر العام للأسعار كأداة لتقييم أداء سوق الأوراق المالية

إن تقييم أداء الأسواق المالية يقتضي الوقوف على مجموعة من المؤشرات يحكم من خلالها على نشاط هذه الأسواق تتمثل إجمالي في:¹

1- مؤشر حجم سوق الأوراق المالية.

حيث يندرج تحت هذا المؤشر مؤشران فرعيان هما:²

أ- الرسملة السوقية: وهو عبارة عن نسبة قيمة الأوراق المالية المتداولة إلى قيمة الناتج الداخلي الخام، ويعبر هذا المؤشر على قدرة الاقتصاد إجمالاً على تعبئة رؤوس الأموال، فكلما ارتفع هذا المؤشر كلما دل ذلك على زيادة الطلب على الأوراق المالية، وهذا ما يعكس أداء جيد للسوق المالي، وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي للدولة.

$$\text{الرسملة السوقية} = \frac{\text{قيمة الأسهم المدرجة في السوق}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتوزيع المخاطر.³ ويعتبر مؤشر رسملة السوق مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، إذ كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق، سواء من حيث زيادة عدد الأسهم، وعدد الشركات المدرجة فيه، أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاساً لاتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معاً، وبالتالي يكون ذلك انعكاساً لارتفاع النشاط الاقتصادي،⁴ وتعزى الزيادة في القيمة السوقية إلى العديد من الأسباب، من أبرزها:⁵

¹ حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، مارس آذار 2004، السنة الثالثة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص:6

² سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية- دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012، ص:55

³ عباس كاظم جاسم الدعيمي، اثر السياسة النقدية و المالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2008، ص:109

⁴ يونس حيدر كاظم الموسوي، اثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2009، ص:56

⁵ عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية، بيت الحكمة، بغداد، 2002، ص:62

- درجة تطور السوق نفسه، ولا سيما بعد ادخار العديد من الارتكازات المالية الحديثة وهو ما يعرف بالمشنقات المالية (المستقبليات، الخيارات، المبادلات)، الأمر الذي سيحفز العديد من المستثمرين على طلب التمويل وذلك من خلال إصدار أنواع مختلفة من أدوات المالية التقليدية والحديثة والتشبع رغبة المدخر والمستثمر في إن واحد، الأمر الذي ينعكس على زيادة عدد الأسهم المدرجة، وبالتالي القيمة السوقية للأسهم.

- تعد زيادة الطلب على الأوراق المالية ناجمة عن زيادة التحرر المالي وتمتع السوق بالشفافية والاستقرار وهي عوامل تؤدي إلى ارتفاع مؤشرات أسعار السوق، وهي من الأسباب المهمة لزيادة القيمة السوقية.

- التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات والثورة التكنولوجية والابتكارات الالكترونية، لاسيما بعد إدخال نظام التداول الالكتروني.

ب- عدد الشركات المدرجة : وتدل على عمق السوق من حيث عدد الشركات المسجلة فيه، حيث كلما ارتفع هذا المؤشر كلما دل ذلك على دخول اغلب قطاعات الاقتصاد للحصول على التمويل من السوق المالي، ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة، حيث يدلنا هذا المؤشر على حجم السوق.

وتشير الزيادة في عدد في عدد الشركات إلى تطور السوق المالية في البلد المعني، لما له من دلالة مهمة على التطور السريع، إلا أن هذا المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحب استخدام مؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً، بينما إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير.¹

2- السيولة:

تعبر السيولة السوق عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعاً أو شراءً، وتعتبر مؤشر هاماً لأغراء المستثمرين للتعامل في البورصة، كما تسمح بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحويل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة إلى ذلك، هذا من جهة، ومن جهة أخرى يكون في وسع الشركات رفع رأس مالها عن طريق الإصدارات الجديدة من أجل تجاوز الأجل الطويلة التي تتطلبها الاستثمارات المنتجة، مما ينعكس بالإيجاب على التخصيص الأمثل للموارد.²

¹ عيسى محمد الغزالي، تحليل الأوراق المالية، إصدارات المعهد العربي للتخطيط، السنة الثالثة، العدد 27، الكويت، 2003، ص: 8

² عماد محمد علي العاني، مرجع سبق ذكره، ص: 63

وتحدد السيولة عن طريق مؤشرا فرعيان هما:¹

أ- **معدل التداول:** يقيس نسبة مجموع الأسهم المتداولة إلى الناتج الداخلي الخام، ومنه فهو يعكس سيولة الاقتصاد ككل، وعليه فانه كلما ارتفعت هذه النسبة كلما كان الأداء المالي جيد.

ب- **معدل الدوران:** يقيس إجمالي الأسهم المتداولة إلى إجمالي رسملة السوق، وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما دل ذلك على أداء جيد للسوق المالي.

3- تقلبات العائد:

سبق وان تم ذكر أن صانع السوق يحدد الهامش الذي يطلبه تبعا لدرجة الخطر التي يواجهها في سبيله الاستقرار السوق، ويرتبط ذلك الخطر بمدى تغير أو تقلب السعر، والذي بدوره يقاس بدرجة تشتت العائد على مر الزمن معبرا عنها بالانحراف المعياري، ومع تزايد درجة التشتت يزيد احتمال تعرض المستثمر للخسائر خلال الفترة الزمنية بين عملية الشراء وعملية البيع مما يعكس على عدم استقرار أسعار.

يمكن قياس درجة الخطر باستخدام معامل الاختلاف الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة معينة، أو باستخدام الانحراف المعياري.²

4- درجة تركيز السوق:

يعد تقسيم رسملة البورصة على عدد متنوع من الشركات مؤشرا هاما للأصحاب الحوافظ لما يمنحه لهم من تنوع للمخاطر، وهي الحلة السائدة في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، كندا وبريطانيا، حيث تكون درجة تركيز القيمة السوقية للبورصة على عدد كبير من الشركات. وعلى العكس من ذلك، تهيمن بعض الشركات متعددة الجنسيات على بورصتي سويسرا وهولندا، مما يعني تركيز نشاط البورصة في عدد محدد من الشركات. وبالتالي، يفسر هذا المؤشر ما إذا كانت القيمة السوقية مركزة في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعة على عدد كبير من الشركات، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي القيمة السوقية.³

¹ يونس حيدر كاظم الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص: 80

² حسان خضر، مرجع سبق ذكره، ص: 7

³ فطوم حوجو، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية دراسة حالة السوق السعودي، مطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص: 40

5- المؤشر العام للأسعار:

في كل سوق مالي نجد عدد هائل من الأوراق المالية المقيدة، تتطور باتجاهات مختلفة. ولأجل قياس اتجاه السوق عامة لجأت بعض المنظمات كالمراكز الاقتصادية والإحصائية الرسمية، الصحافة، الوسطاء الماليون... الخ، إلى خلق مؤشرات خاصة بقياس الاتجاه العام لأداء السوق المالي. بمعنى اتجاه حركة جميع الأسهم في سوق المالي.

إن أهمية المؤشر العام للأسعار تتبع من كونها أداة تعبر عن الأداء العام للسوق المالي، وذلك من خلال قياس تطور أسعار الأصول المالية المسجلة فيه بطريقة مستمرة و منظمة، فالمؤشر المصمم تصميما جيدا، والممثل تمثيلا جيدا للعينة، يمكنه قياس الأداء المالي بدقة، ذلك انه يعكس الوضع الحالي والمستقبلي للمنشآت المكونة له، و التي تعبر بدورها عن الاتجاه العام للسوق، وهذا طبعا بشرط توفير قدر معين من الكفاءة. فانتعاش المؤشر وارتفاع مستواه معناه إن المستثمرين قاموا بتوجيه أموالهم للاستثمار في الأوراق المالية المكونة له، وعليه فان مؤشر أسعار الأسهم يعطى لنا بيان يوميا وعماما عن حركة أسهم الشركات المقيدة بالسوق المالي.

كذلك فان المؤشرات المصممة بعناية لقياس حالة السوق المالي ككل، يمكن إن تكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة. (فمثلا مؤشر Standard & poors 500) في الولايات المتحدة الأمريكية يعتبر مند سنة 1968 كأحد أهم إحدى عشر مؤشرا الأوائل الأكثر دقة في قياس الوضع الاقتصادي العام. وذلك انه طالما إن النشاط المنشآت التي تتداول أوراقها المالية في السوق المالي تمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي العام في المجتمع، فانه وإذا اتسم السوق المالي بقدرة معينة من الكفاءة، فان أسعار الأوراق المالية تعكس التوقعات المتعلقة بالربحية المستقبلية للمنشآت. وهذه الأخيرة التي تتأثر بالظروف الاقتصادية التي تسود،¹ وعليه فان أسعار الأوراق المالية معبرا عنها بالمؤشر العام للأسعار سوف تعكس الوضع الاقتصادي العام.

للتأكد على مدى أهمية المؤشرات العامة للأسعار كأدوات لتقييم أداء السوق المالي، نستدل بأمثلة عن بعض المؤسسات المالية الدولية كالبنك الاستثماري الأمريكي "مورغان ستانلي"، ومؤسسة التمويل الدولي "TEC". حيث صاغت بعض المؤسسات الشاملة، محسوبة عن عين كبيرة من الأسهم المقيدة لعدد من الأسواق

¹ سليمة حشايشي، دراسة العلاقة بين أداء السوق المالي و الوضع الاقتصادي العام في ظل نظرية كفاءة الأسواق المالية: دراسة مقارنة بين حالة فرنسا و حالة مصر، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2004-2005، ص ص: 101 102

المالية بنفس طريقة حساب المؤشرات الخاصة بسوق واحد، أو صناعة واحدة، وهذا من أجل تقييم أداء مجموعة من الأسواق المالية الناشئة.

طبق لمتطلبات دراستنا، فإننا سنعتمد على المؤشر العام لأسعار الأسهم كمؤشر على أداء السوق المالي وذلك انه يعكس إقبال المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية بمعنى انه يعكس سعر السوق واتجهه في أن واحد، وبالتالي فانه يشمل ضمناً مؤشري الرسملة والسيولة. حيث انه كلما ارتفعت قيمة المؤشر كلما دل ذلك على ارتفاع أسعار الأسهم، وهذا ما يدل من جهة على زيادة إقبال المستثمرين على طرح المزيد من الأوراق المالية (زيادة رسملة السوق)، ومن جهة أخرى إقبال المتعاملين على التداول عليها (زيادة السيولة).¹

المطلب الثالث: أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية وطرق حسابه

يتعرف المستثمر على اتجاهات أسعار الأوراق المالية عن طريق ما يعرف بمؤشرات السوق أو متوسطات السوق، وذلك من خلال وسائل الإعلام المختلفة والتي تهتم بالنواحي المالية، وتعتبر مؤشرات السوق عن اتجاهات أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية في وقت معين، إذ تتغير في كل وقت طالما هناك عمليات بيع وشراء للأسهم في سوق الأوراق المالية، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر بورصة الأوراق المالية ورغم التفاوت بين تلك المؤشرات من حيث كيفية بناءها، فإنها جميعاً تقوم على أسس التالية:

عينة الملائمة، تحديد واضح للأوزان لكل سهم داخل العينة وطريق واضحة و بسيطة لحساب قيمة المؤشر.

الفرع الأول: كيفية بناء المؤشر

يقيس المؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة والغير المنظمة أو كلاهما. وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق الأوراق المالية، والتي يستهدف المؤشر قياسها.²

¹ منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 102

² عصام حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 35

وعلى الرغم من الاختلافات في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تقوم جميعا على ثلاثة أسس هي:

1- ملائمة العينة:

تعتبر العينة من الناحية الإحصائية، جزء من مجتمع موضع الدراسة، ويقصد بالعينة، فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر. وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي:

- **حجم العينة:** فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق.¹
- **اتساع العينة:** يعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف قطاعات المختلفة في سوق، أي انه إذا كان المؤشر يهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل صناعة أو قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي، لكن إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة هنا تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة.²
- **مصدر العينة:** فيقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، إذ ينبغي إن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق، فمثلا: إذا كانت الأسهم المسجلة في البورصة نيويورك ينبغي إن يكون حساب قيمة المؤشر على أساس الأسعار المعلنة في تلك البورصة، ولكن سعر الإقفال مثلا.

رغم ما قيل مسبقا فان الواقع يؤكد أن المؤشر الذي يقوم على عينة صغيرة قد لا يقل كفاءة عن مؤشرات تقوم على عينة اكبر مثل مؤشرات داو جونز و مؤشرات ستاندر اند بور، ويرجع ذلك إلى أن:

- القيمة السوقية للأسهم التي تتضمنها مثل تلك العينات الصغيرة تمثل نسبة عالية من القيمة السوقية للأسهم التي يتضمنها المجتمع الذي سحبت منه.

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص: 235

² حسان خضر، مرجع سبق ذكره، ص: 8

- أسعار الأسهم عادة ما تسير في نفس الاتجاه صعودا أو هبوطا وهذا يعني أن العينة الصغيرة يمكن أن تعكس حالة السوق بصفة عامة.¹

الفرع الثاني: الأوزان النسبية لمفردات العينة

يقصد بها القيمة النسبية المعطاة لكل سهم بين الأسهم العينية المكونة للمؤشر، وهناك ثلاثة ترجيحات شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهذه الترجيحات تتمثل في:²

1- الترجيح على أساس أسعار الأسهم الفردية:

يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموعة أسعار الأسهم الفردية للمؤشر فإذا كان هناك مؤشر معين يتكون من ثلاث أسهم وكانت أسعار الأسهم على الترتيب 80 و ن و 70 و ن، 50 و ن، فإنه يتم تحديد الوزن النسبي للسهم بقسمة سعر سهم الفردي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر والتي تمثل في هذه الحالة القيمة المطلقة للمؤشر ويكون الوزن النسبي للأسهم الثلاث على النحو التالي على سبيل المثال:

الجدول رقم (06): تحديد الوزن النسبي للسهم

السهم	سعر السهم (و. ن) وحدة نقدية	الوزن النسبي لأسهم المؤشر
أ	80	$80/200 = 0,40$
ب	70	$70/200 = 0,35$
ج	50	$50/200 = 0,25$
المجموع	200	1

المصدر: رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005-2006، ص:11

¹ منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص:251
² بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره ص ص: 115 116

- هناك مجموعة من الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة نذكر منها:

أن سعر السهم لا يعتبر من قيمة المنشأة فقد تساوي القيمة الإجمالية السوقية لأسهم شركتين على سبيل المثال ولتكن 1000000 و ن ، وأن عدد الأسهم للشركة الأولى و الثانية على الترتيب 10000، 40000 سهم، وفي هذه الحالة يكون سعر السهم للشركتين على الترتيب 100 و ن 25 و ن ، ويترتب الترجيح على أساس السعر أن يكون وزن النسبي لأسهم الشركة الأولى معادلا لأربعة أضعاف الوزن الشركة الثانية ويكون الوزن النسبي الأعلى ناتجا عن انخفاض عدد الأسهم المصدرة رغم تساوي القيمة الاقتصادية للشركتين. بالإضافة إلى أن قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأسهم دون أن يكون هناك تغير حقيقي في الأسعار.

2- الترجيح على أساس تساوي الأوزان:

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح المؤشر باستخدام وزن متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر أي معامل الترجيح، يتم حساب هذا المعامل على أساس سعر السهم الذي يعادل مقلوب سعر السهم ومن ثم فإن الوزن النسبي المتساوي للأسهم: سعر السهم \times معامل الترجيح من الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر حيث يقتصر الترجيح على أساس سعر السهم دون النظر في عدد الأسهم المتداولة بالإضافة إلى تغير الوزن النسبي للسعر مع تغير الوزن النسبي في البورصة.¹

3- الترجيح على أساس القيمة الإجمالية لأسهم المؤشر:

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لها ورغم معالجة هذه الطريقة لعيوب الترجيح على أساس السعر الأسهم الفردية للمؤشر إلا أنها تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر. ويتضح من خلال التحليل السابق أنه: اختلاف قيمة وعائد الناتج عن تغيير أسعار أسهم المؤشر يتم الوصول إلى العائد الكافي للمؤشر عن طريق إضافة توزيعات أرباح على الأسهم المؤشر إلى بسط معادلة العائد لتحديد العائد الكلي لمحفظه الأوراق المالية المكونة للمؤشر.²

الفرع الثالث: طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة

¹ حسان خضر، مرجع سبق ذكره، ص: 8

² عبد الغفار الحنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 75

تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر، فمنها من تحسب على أساس الأرقام القياسية، ومنها من تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.¹

استنادا لكيفية حساب المؤشرات، يمكن التمييز بين نوعين من المؤشرات:²

1- مؤشرات تعتمد في حسابها على متوسط الحسابي: وعادة ما تكون محل مقارنة بأداء محافظ الأوراق المالية التي يقوم بتكوينها المستثمرون، ويتم حساب العائد على هذه المحافظ على أساس المتوسط الحسابي.

2- مؤشرات تعتمد في حسابها على متوسط الهندسي: وتتصف هذه المؤشرات تقبلها بسرعة شديدة بالمقارنة بالمؤشرات التي يتم على أساس المتوسط الحسابي، مما يجعلها اقل استخداما. بالإضافة إلى ما سبق هناك هناك طريقة أخرى تعتمد في حسابها على المؤشر داو جونز والتي تتمثل معادتها فيما يلي:

$$\text{Index}_t = \frac{\sum p_t Q_t}{\sum p_b Q_b} * \text{Beginning Index Value}$$

حيث:

Index_t: قيمة المؤشر في الفترة t.

P_t: إقبال أسعار الأسهم في الفترة t.

Q_t: عدد وحدات الأسهم في الفترة t.

p_b: إقبال أسعار الأسهم في يوم الأساس.

Q_b: عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس

خلاصة الفصل الثاني:

¹ منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص: 254

² عيد اللطيف احمد سعد، مرجع سبق ذكره، ص: 242

خصص هذا الفصل لعرض الدراسة تحليلية لكفاءة سوق الأوراق المالية، من خلال التطرق إلى المعلومات الأساسية اللازمة للمستثمر ومصادر الحصول عليها، فالمستثمر في سوق الأوراق المالية ينبغي أن يتوفر لديه جميع المعلومات التي يتحمل أن تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية المراد الاستثمار فيها، فهذه المعلومات تكتسب أهمية كبيرة كونها ترتبط بحركة أسعار الأوراق المالية وكفاءة سوق الأوراق المالية. هذه الأخيرة يكون فيها سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات المتاحة. ويمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة، كفاءة كاملة تتحقق عندما لا يوجد فاصل زمني بين صدور المعلومة وانعكاسها على سعر الورقة المالية، وكفاءة اقتصادية تقتضي وجود فارق زمني بين صدور المعلومة وانعكاسها على سعر الورقة المالية.

كما يمكننا تصنيف صيغ هذه الكفاءة إلى ثلاثة فرضيات هي فرضية الصيغة الضعيفة ومتوسطة وقوية، بحيث أن الصيغة الضعيفة والتي تؤكد أن الأسعار الحالية للأوراق المالية مستقلة تماما عن أسعارها في الماضي، أما الصيغة المتوسطة تكون فيها الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس المعلومات العامة والتاريخية عن الأسعار.

يعتبر التحليل الفني المدخل الثاني لتحليل الأوراق المالية، فهو يهتم بتتبع حركة الأسعار قصد تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ قرار الشراء أو البيع، وذلك من خلال دراسة حركة أسعار الأسهم وأحجام التداول واتجاهات السوق للتنبؤ بالحركة السعرية المستقبلية، ومن أشهر نظرياته المفسرة لحركة الأسعار في البورصة هناك نظرية داو التي اهتمت بدراسة اتجاهات الأسعار، بينما توجد أدوات تحليلية أخرى مستخدمة لغرض التنبؤ بحركة أسعار الأسهم، ومن أهمها الرسوم البيانية، خط المتوسط المتحرك، خريطة القوة النسبية،... ومعظمها يركز على تحليل اتجاه الأسعار بواسطة أشكال وأنماط متنوعة، ومن ثم تحديد التوقيت المناسب لبيع أو شراء الورقة المالية.

بعد دراسة كفاءة سوق الأوراق المالية وأثرها على الأسواق المالية، مكننا ذلك من استخلاص أن سوق سوق تكون كفاءة عندما تكون المعلومات متوفرة للجميع وذات أهمية وجودة عالية وبأقل التكاليف الممكنة مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليلها وقراءة الاستثمار قليل جدا باعتبار أن المعلومات هي الركيزة الأساسية والمادة الأولية لقرار الاستثمار ولكي تحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيها خاصيتين أساسيتين وهما:

كفاءة التسعير والتي يقصد بها المعلومات الجديدة التي تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير.

كفاءة التشغيلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية.

ولقياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية يتم استخدام مؤشرات تربط بين القيمة السوقية للورقة المالية وعوائدها المتوقعة ولهذا نقدر تصور تحليليا للمتعاملين في سوق الأوراق المالية والإطراف المهمة به.

تمهيد:

تعتبر البورصات الخليجية بشكل عام بورصات ناشئة وذات هيكلية متواضعة، إذا ما قورنت بالبورصات الناشئة الأخرى في البلدان النامية الكبيرة نسبياً، وأداء البورصات في دول مجلس التعاون الخليجي يتفاوت بطبيعة وشدة الهزات التي تتعرض لها هذه البورصات بين فترة أخرى، ولاشك أن هناك عوامل مشتركة تؤثر في أداء البورصات الخليجية الست، فتقلبات أسعار النفط في الأسواق الدولية تجد انعكاساتها بصورة مباشرة في أسواق المال الخليجية كما أن تذبذب مؤشر الأسهم في أي بلد منها يجد له صدى في بقية بورصات دول المجلس، بالإضافة إلى العوامل السابقة هناك العديد من الصعوبات والمعوقات المشتركة التي تحول دون القيام بدورها المنشود في التمويل التتمية الاقتصادية والاجتماعية بحيث مازال الجزء الأكبر من الاحتياجات التمويلية لكافة الأنشطة الإنتاجية بشكل خاص المشاريع الجديدة يتم استقطابه عبر المؤسسات المالية والمصرفية المحلية الأجنبية إضافة إلى الموارد المالية الحكومية والذاتية، ومن أهم المعوقات التي تواجه البورصات الخليجية هي عدم تنوع الأدوات الاستثمارية المالية حيث يقتصر معظم نشاط التداول في الأسواق المالية الخليجية على الأسهم فقط. ضعف الأطر المؤسسية اللازمة لتفعيل أسواق الأسهم في دول المجلس وضعف نشاط السوق المالي وصغر حجم أسواق المالية الخليجية ومحدودية عدد الشركات المدرجة فيها والتي لا تتناسب القدرات المالية الكبيرة المتوفرة لدى القطاع الخاص الخليجي، ومن خلال هذا الفصل سنحاول التطرق إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي

المبحث الثاني: المؤشرات العامة لدول مجلس التعاون الخليجي

المبحث الثالث: تقييم كفاءة أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي

المبحث الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي

يعد بروز أسواق الأوراق المالية في مجلس التعاون الخليجي أمراً حديث العهد في الغالب الشيء الذي جعلها تتصف بالتطور المستمر من خلال التشريعات وعمليات إعادة التنظيم كما زاد الاهتمام بها في الآونة الأخيرة لعدة عوامل داخلية وأخرى خارجية والتنافس على جلب رؤوس الأموال لاسيما المهاجرة في ظل التحرير المالي والتوجه نحو العولمة المالية وتنوع الأدوات الاستثمارية في البيئة الخارجية، إلى زيادة الفوائض المالية وهشاشة الاقتصاديات، ونهدف من خلال هذا المبحث إلى عرض نشأة ومراحل تطور بورصات دول مجلس التعاون الخليجي الستة المتمثلة في كل من قطر والإمارات والسعودية والكويت وعمان والبحرين والجهود المبذولة في تطوير ونمو كل بورصة في وقت مازالت بعض الدول تفتقر لها بسبب ضعف النشاط الاقتصادي وقلة الموارد وعوامل أخرى، ومن هنا قسمنا هذا المبحث إلى ستة مطالب وهي:

المطلب الأول: سوق الإمارات للأوراق المالية

المطلب الثاني: سوق عمان للأوراق المالية

المطلب الثالث: سوق البحرين للأوراق المالية

المطلب الرابع: سوق الكويت للأوراق المالية

المطلب الخامس: سوق قطر للأوراق المالية

المطلب السادس: سوق السعودية للأوراق المالية

المطلب الأول: سوق الإمارات للأوراق المالية

يسعى سوق الإمارات للأوراق المالية من خلال سوقيه الأساسيين دبي وأبوظبي أن يصبح سوقاً مالياً إقليمياً بمقاييس عالمية وهي الرؤية التي يطمح إلى تحقيقها، كما يهدف إلى إتاحة خدمة مبتكرة للمتعاملين في إطار تنفيذ عمليات تداول وتفاصيل وتسوية وإيداع الأوراق المالية، من خلال بيئة تتسم بالكفاءة والشفافية والسيولة. كما يدعم السوق علامته التجارية من خلال نشر ثقافة العمل وكيفية التفاعل مع المستثمرين والمتعاملين في السوق والموظفين وفق القيم المؤسسية والتي تتمثل في النزاهة والشفافية والإبداع والسرية والكفاءة.

الفرع الأول: نشأة سوق الإمارات للأوراق المالية

أسست دولة الإمارات هيئة الأوراق المالية والسلع (SCA) عام 2000 لتحقيق الأهداف التالية:

- 1- إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية والسلع بما تخدم مصلحة الاقتصاد الوطني، ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد الأسعار وحماية المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم العادل بين مختلف المستثمرين؛
- 2- تنمية الوعي الاستثماري عن طريق إجراء الدراسات وتقديم التوصيات؛
- 3- العمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي.

ويعمل تحت نطاق هيئة الأوراق المالية والسلع SCA سوقين رئيسيين للأوراق المالية هما:¹

الفرع الثاني: سوق أبوظبي للأوراق المالية

تم تأسيس سوق أبوظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000 وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله بشأن مراكز وفروع خارج إمارة أبوظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15.²

¹www.gouvernement.ae, 01/05/2018, à 15h15

²www.odx.ae, 01/05/2018, à 15h45

يهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوي العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعاقل وإحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة ويساهم في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي.

1- إدارة سوق أبوظبي للأوراق المالية:

تتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أمري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم 8 لسنة 2000، وتتمثل مهمة السوق في تطوير سوق رأس المال في إطار بنية قانونية تضمن الإفصاح والشفافية والمصداقية والقيم.

كما إن إدراج الشركات المساهمة العامة يوفر لها العديد من المزايا والايجابيات، وفيما يلي أهم المزايا لإدراج الشركات في سوق أبوظبي للأوراق المالية:¹

- **الترويج والدعاية:** يعتبر الإدراج فرصة ترويجية ودعائية للشركات المدرجة من خلال الظهور في نشرات التداول اليومية وفي كافة مطبوعات السوق وبالتالي تزداد المعرفة الوثيقة بها والمتابعة المستمرة لنشاطها ومنتجاتها المختلفة من جمهور المستثمرين والمتعاملين.
- **التقييم العادل:** توفر السوق تفاعل آلية العرض والطلب على أسعار الشركات المدرجة بما يعكس القيمة السوقية الحقيقية للأسهم كما أن الضوابط القانونية والفنية التي تحكم عمليات التداول بما تتضمنه من حدود دنيا وعليا للأسعار اليومية تحد من المضاربات الضارة بالشركات المدرجة.
- **كفاءة نظام التداول والمقاصة والتسوية الالكترونية:** إن سوق أبو ظبي للأوراق المالية بما يوفره من نظام الكتروني للتداول والمقاصة يقدم أفضل الخدمات في هذا المجال من خلال اعتماده على أحدث الأنظمة الالكترونية التي جلبت من كبريات الشركات العالمية في هذا المجال بحيث يستطيع المستثمرون تسهيل أسهمهم بسهولة ويسر من خلال تجميع عروض البيع وطلبات الشراء لدى السوق وتفاعلها الكترونيا ومن تم تنفيذها ونقل الملكية من حسابات المشتري إلى حسابات البائعين في نفس اللحظة كما يتم إنهاء التسويات المالية بين الوسطاء في اليوم التالي وهو زمن قياسي مقارنة بغيره من

¹ www.odx.ae, 07/05/2018, à 11h50

- الأسواق المالية، وقد حل هذا الأسلوب بدلا من الأسلوب التقليدي الذي كان يتم فيه تجميع الأوامر من خلال الوسطاء بشكل يستغرق فترة زمنية طويلة لتداول وتسوية والمقاصة.
- **فرص الحصول على التمويل الإضافي للشركات المدرجة:** تستطيع الشركات من خلال معرفة الجمهور بها وإطلاع المتعاملين على أخبارها وإنجازاتها وتقييم السوق لأسعارها أن تحصل على زيادات التي تحتاجها لرؤوس أموالها بطريقة يسهل توزيعها مما يوفر لها فرص تمويل نشاطها الإنتاجية والتوسعية بتكاليف تقل كثيرا عن تكاليف الاقتراض من الجهات الممولة.
 - **فرص التملك والاندماج:** تستطيع الشركات المدرجة أن تستفيد من مزايا السوق في تسهيل وتنظيم عمليات الاندماج والتملك من خلال إجراءاته التنظيمية والفنية والتشريعات التي تحكم التداول والمقاصة ونقل التسجيلات الملكية، حيث يتم معالجة هذه العمليات وفق نظام الكتروني حديث ووفق تشريعات قانونية تراعي العدالة وتوفر الحماية لكافة الأطراف ذات العلاقة.

الفرع الثالث: سوق دبي للأوراق المالية

تأسست سوق دبي للأوراق المالية كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لعام 2000، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000 وفي 27 ديسمبر 2005 قرار المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات سهم وتم طرح نسبة 20 بالمائة من رأسمال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام. وقد شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا ومتميزا فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي برمز تداول (DEM).

1- أهم مميزات سوق دبي للأوراق المالية:

- يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط الأمر الذي يعكس زيادة حكومة دبي في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة؛
- كما أن سوق دبي المالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها وهو ما يعبر عن الرؤية الطموحة لصاحب السمو الشيخ بن راشد آل مكتوم نائب رئيس الدولة رئيس مجلس الوزراء وحاكم دبي؛
- يخضع سوق دبي المالي تنظيميا إلى هيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة والتي لديها السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبل سوق دبي المالي. يتعاون سوق دبي المالي

بشكل وثيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع لحماية المستثمرين وتوفير أفضل بيئة للتداول عبر مبادرات عديدة مثل التداول بالهامش وآلية التسليم مقابل الدفع (DVP)؛

- أنجز سوق دبي المالي بنجاح في العام 2010 تكامل العمليات مع ناسداك دبي بهدف إجلاء قوة وحيوية في أسواق رأس المال في المنطقة وقد سهلت تلك العملية وصول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي عن طرق رقم مستثمر واحد مما يتيح للمستثمرين التداول بسلامة عبر البورصتين وبالرغم من ذلك تحافظ البورصتان على العمل تحت مظلتين تنظيميتين مختلفتين حيث يخضع سوق دبي المالي لهيئة الأوراق المالية والسلع وناسداك دبي للخدمات المالية.

2- قواعد سوق دبي للأوراق المالية:

- يجب على سوق دبي المالي أن يحقق المتطلبات الواردة تفصيلا ضمن قواعد وأنظمة هيئة الأوراق المالية و السلع كما تقوم إشعارات البورصة بنشر التعديلات على قواعد وإرشادات السوق؛

- هدف الأساسي لسوق دبي المالي هو توفير بيئة فعالة وجيدة التنظيم للجهات التي تصدر الأوراق المالية والوسطاء والمستثمرين لزيادة رأس المال والوفاء بمتطلبات الاستثمار ومتطلبات التداول التجاري.

3- هيئة الأوراق المالية والسلع، الهيئة المنظمة لسوق دبي المالي:

يخضع سوق دبي المالي لقوانين هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة ولها صلاحية فرض القوانين والمعايير التي يجب على سوق دبي المالي الالتزام بها يعمل سوق دبي المالي بالتحضير المسبق مع هيئة الأوراق المالية والسلع على حماية المستثمرين وتوفير المنصة الأمثل للتداول تشمل مبادرات من قبل تطوير آليات التداول بالهامش والدفع مقابل التسليم.¹

المطلب الثاني: سوق عمان للأوراق المالية

خطا سوق عمان المالي منذ إنشائه خطوات هامة على صعيد سوق رأس المال المحلي، حيث حقق تقدما كبيرا في تحقيق أهدافه التي وضعت له مما جعله يحتل مكانة مرموق بين الأسواق الناشئة.

¹www.dfm.ae, 05/05/2018, à 07h00

وفيما يتعلق بالتطور الكمي لسوق الأسواق المالية العماني شهد هو الآخر تطوراً ملحوظاً، ومن أجل الوقوف على تطور أداء سوق الأوراق المالية العماني لابد من تتبع مؤشرات أداء السوق التي تتضمن المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية، مؤشر القيمة السوقية، ومعدل الدوران، وحجم التداول.

الفرع الأول: نشأة سوق عمان للأوراق المالية

تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

وفي 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة مملوكة بالكامل للحكومة و تعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام و الواقعي لبورصة عمان، وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة.

تهدف شركة بورصة عمان إلى ممارسة جميع أعمال سوق الأوراق المالية السلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم الواضح والعاقل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها ولتحقيق غاياتها تضع الشركة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق أفضل الممارسات العالمية المتبعة، ولها إنشاء واحتساب المؤشرات المالية الخاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها، والدخول في اتفاقيات أو تحالفات إستراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق أخرى ذات علاقة بعملها والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والإشرافية على الأسواق المالية ذات الصلة والسلطات الحكومية وغير الحكومية وغيرهم من الجهات والأشخاص داخل المملكة وخارجها.

ومن المتوقع أن يساهم تحويل البورصة إلى شركة في تعزيز المنفعة الاقتصادية التي تقدمها البورصة للاقتصاد الوطني، وسيتمكنها من تقديم خدمات أفضل واستقطاب شركات جديدة ومتعاملين جدد والدخول في اتفاقيات إقليمية ودولية مع جهات مختلفة لزيادة الحصة السوقية لها إقليمياً ودولياً.¹

¹www.ase.com, 30/04/2018, a 21h00

الفرع الثاني: التطورات المتعلقة بأداء سوق عمان للأوراق المالية

هناك عدة تطورات طرأت على سوق الأوراق المالية بعمان سنحاول التطرق إلى البعض منها:¹

- 1- **المؤشر:** لقد سجل المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لبورصة عمان ارتفاع بلغت نسبته 1.3 في المائة، وذلك بنهاية الربع الثاني من 2009 مقارنة بالربع السابق ليصل إلى 407.7 نقطة، وبالمقارنة مع الربع الثاني من عام 2008، انخفض المؤشر بنسبة بلغت 28.2 بالمائة.
- 2- **القيمة السوقية:** لقد سجلت القيمة السوقية ارتفاعا وذلك في نهاية الربع الثاني من عام 2009 وذلك بنسبة 4.98 في المائة لتبلغ 34.337 مليار دولار مقارنة مع 32.709 مليار دولار نهاية الربع الأول من العام الجاري، وبالمقارنة مع الربع الثاني من عام 2008 انخفضت القيمة السوقية بنسبة 39.8 بالمائة.
- 3- **حجم التداول:** لقد سجلت القيمة السوقية ارتفاعا وذلك نهاية الربع الثاني من عام 2009 وذلك بنسبة 4.98 بالمائة لتبلغ 34.337 مليار دولار مقارنة مع 32.709 مليار دولار نهاية الربع الأول من العام الجاري وبالمقارنة مع الربع الثاني من عام 2008 انخفضت القيمة السوقية بنسبة 39.8 في المائة.
- 4- **عدد الأسهم المتداولة:** بلغ المعدل اليومي لحجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة من 22/04 - 2018/26/04 حوالي (6.3) مليون دينار مقارنة مع (4.0) مليون دينار للأسبوع السابق ونسبة ارتفاع (56.5 بالمائة)، وقد بلغ حجم التداول.

المطلب الثالث: سوق البحرين للأوراق المالية

استطاعة دولة البحرين بحكم موقعها الاستراتيجي الذي مكنها من أن تلعب دورا حيويا في تجارة ترانزيت وإعادة تصدير البضائع المستوردة إلى دول الإقليم الخليج العربي أن تشكل مركز جذب للشركات والبنوك الأجنبية التي سعت إلى افتتاح فروع لها في دولة البحرين بفرض تمويل عمليات تجارة الاستيراد والتصدير وذلك من بداية القرن العشرين.

¹www.ase.com, 30/04/2018, a21H09

الفرع الأول: نشأة سوق البحرين للأوراق المالية

يعود تاريخ تأسيس أول شركة مساهمة بحرينية إلى عام 1957 ليتواصل بعدها تأسيس الشركات المساهمة لتصل ذروتها في الثمانينات من القرن الماضي وهي الفترة التي شهدت نشاط كبيراً في تداول أسهم الشركات المساهمة العامة في سوق غير رسمي عرف آن ذاك بسوق الجوهرة ثم ما لبث أن شهد انهيار حاد متزامناً مع الانهيار الذي شهده سوق المناخ في الكويت عام 1983 لجأت بعدها الحكومة البحرينية إلى تأسيس سوق رسمي بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية عام 1987 لبيّاشر هذا السوق عمله عام 1989 بعدد شركات لا يتجاوز 29 شركة فقط وفي عام 2010 تم تأسيس بورصة البحرين لتحل محل سوق البحرين للأوراق المالية وقد بلغ عدد الشركات المدرجة فيها حتى تاريخ هذه الدراسة 42 شركة بحرينية وقد بدأت الدراسة بتجميع بيانات الضرورية لتقدير متغيرات الدراسة من جميع هذه الشركات جميعها و لفترة 13 عاما تمتد من 2002 إلى 2014 مع استبعاد شركات التي أدمجت أو قفلت.

كما تحتل البورصة مناصب قيادية في عدد من المنظمات الإقليمية والدولية من ضمنها اتحاد البورصات العربية الاتحاد الأوربي الآسيوي للبورصات الاتحاد العالمي للبورصات جمعية إفريقيا و الشرق الأوسط للتسوية والإيداع والجمعية الوطنية للتقييم مما يمكن البورصة من تقرير مكانتها في أسواق المال العالمية.¹

الفرع الثاني: إجراءات التداول

هناك جملة من الإجراءات تتبعها سوق البحرين للأوراق المالية خلال عملية التداول:²

- قرار رقم 20 لسنة 2001 بشأن قواعد التسوية والتقاض والإيداع المركزي؛
- دليل إصدار و تسجيل وإدراج السندات والصكوك الصادرة عن مصرف البحرين المركزي؛
- دليل نظم و إجراءات تداول اذونات الخزينة؛
- دليل تعاملات الأشخاص الرئيسيين في الأوراق المالية المقبولة للتداول في بورصة البحرين؛
- دليل نظم وإجراءات التداول في سوق صناديق الاستثمار وصناديق الاستثمار العقارية.

¹Ug journal of economics and business(islamicuniversity of gaza)/ccby40

²www.bahrainbourse.com, 20/04/2018, a05H05

الفرع الثالث: إدارة سوق البحرين للأوراق المالية

يقوم بإدارة سوق البحرين للأوراق المالية مجلي إدارة برئاسة وزير التجارة والزراعة ويتم تشكيل إدارة السوق على النحو التالي:¹

- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة ويكون نائب للرئيس؛

- عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد؛

- عضو يمثل مؤسسة النقد البحرين؛

- ثلاث أعضاء تختارهم غرفة التجارة والصناعة البحرينية من ذوي الخبرة والكفاءة؛

عضوان من البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهما رئيس المجلي ويقوم المجلس بوضع سياسات إستراتيجية عامة للسوق والقواعد التنظيمية الخاصة بالتداول في الأوراق المالية وتحديد القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بإصدار وإدراج وتداول أدوات الدين في السوق والنظر في طلبات قيد الوسيطاء وصافي السوق وإدراج أسهم الشركات.

الفرع الرابع: الشروط الواجب توفرها لإدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة

فيما يخص شروط ومتطلبات الإدراج يمكن تلخيص من خلال المادة رقم 39 التي تبرز الشروط الواجب توفرها لإدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة وذلك على أن:²

- تكون شركة مساهمة؛

- يكون قد مضى على تأسيسها سنتين على الأقل و أصدرت ميزانيتها مدققتين؛

- لا تقل رأس المال للشركة المدفوع عن 500000 دينار أو ما يعادلها بالعملات الأخرى وأن لا تقل الأسهم المدفوعة بنسبة 50 بالمائة على الأقل؛

¹ خليل حسن خليل، دور رؤوس الأموال الأجنبية في تنمية الاقتصاديات المختلفة مع دراسة خاصة بإقليم مصر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة القاهرة، مصر، 2000، ص: 51

² خليل حسن خليل، مرجع سبق ذكره، ص: 52

- تكون الشركة قد حققت أرباحاً في السنتين السابقتين المتتاليتين عند تاريخ طلب الإدراج وكذلك تقارير المالية السنوية والحسابات الختامية المدققة تقدمها لمصلحة البورصة وأن تكون حققت أرباحاً؛
- تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها.

1- معلومات السوق

- تمنح بورصة البحرين تراخيص لمزودي المعلومات المتخصصين بإعادة نشر وتوزيع معلومات السوق ضمن عقود واتفاقيات محددة.¹

2- منتجات بيع المعلومات

- **بيانات السوق الشاملة:** يوفر هذا المنتج تغطية شاملة لبيانات السوق من خلال توفير بيانات لحظية أو بيانات متأخرة عن جميع الأدوات المالية في بورصة البحرين؛
- **البيانات التاريخية وبيانات نهاية اليوم:** يشمل هذا المنتج بيانات تاريخية وبيانات نهاية اليوم يشمل ترخيص حقوق إعادة التوزيع؛
- **إعلانات الشركات توفر البورصة بيانات يومية:** لإعلانات الشركات يشمل جميع إعلانات الشركات وأخبار السوق؛
- **معلومات الشركات المدرجة:** توفر البورصة بيانات محدودة للشركات والأدوات المالية المدرجة بغرض عرضها على الموقع الإلكتروني للشركة. هذا المنتج متوفر حصرياً للشركات المدرجة؛
- **شريط الأسعار:** توفر البورصة خدمة البيانات المتأخرة (معلومات متأخرة لأكثر من 15 دقيقة) لاستخدامها من قبل المواقع الإلكترونية في شريط الأسعار، الترخيص لا يشمل تصريح استخدام من قبل الشركات المدرجة؛
- **ترخيص إعادة بيع المعلومات:** (استخدام تجاري محدود) يوفر هذا المنتج بيانات شاملة للسوق من خلال توفير بيانات لحظية يخول الترخيص مزودي المعلومات إلى الاستخدام الداخلي، بالإضافة يخول مزودي إعادة توزيع المعلومات إلى 50 مستخدم بغرض الاستخدام التجاري؛

- ترخيص إعادة بيع المعلومات (استخدام تجاري غير محدود): ويوفر هذا المنتج بيانات شاملة للسوق من خلال توفير بيانات لحظية يخول الترخيص مزودي المعلومات إلى الاستخدام الداخلي، وبالإضافة يخول مزودي المعلومات إلى إعادة توزيع المعلومات إلى عدد غير محدود من المستخدمين (بغرض الاستخدام التجاري)؛

- ترخيص إعادة بيع المعلومات (استخدام غير محدود): يوفر هذا المنتج بيانات شاملة للسوق من خلال توفير بيانات لحظية يخول الترخيص مزودي المعلومات الاستخدام الداخلي وبالإضافة يخول مزودي المعلومات إلى إعادة توزيع المعلومات في عدد غير محدود من المستخدمين (بغرض الاستخدام التجاري أو الاستخدام الخاص)؛

- ترخيص بيع المعلومات لشركات الوساطة: يوفر هذا المنتج بيانات شاملة للسوق من خلال توفير بيانات لحظية لاستخدامها و إعادة توزيعها من قبل أعضاء البورصة للبحرين فقط بغرض تداول من قبل المشتركين. ومن الترخيص شركات الوساطة إلى الاستخدام الداخلي. وبالإضافة يخول الشركات إلى إعادة التوزيع المعلومات إلى عدد غير محدود من المستخدمين (بغرض الاستخدام الخاص).

- ترخيص بيع المعلومات للمؤسسة المالية: يتضمن هذا المنتج تغطية شاملة لبيانات السوق من خلال توفير بيانات لحظية للمشاركين للاستخدام الداخلي ولا يشمل التصريح حقوق إعادة التوزيع.

الفرع الخامس: مزايا الإدراج

اختيار بورصة البحرين كمنصة لإدراج أعمالك يضعك في طليعة مشهد أسواق رأس المال وذلك مع طبيعة البحرين وباختيارها كأبرز المحطات التجارية وأكثرها نضجا من الناحية الاقتصادية والاستثمارية كما يتبع الإدراج في بورصة البحرين للشركات المصدرة للاستفادة من الاعتراف الدولي والمصادقية بالقانون مع الإطار التنظيمي الأكثر في الشرق الأوسط، وبالتالي سوق نتناول أهم مزايا الإدراج في النقاط التالية:¹

- إطار تنظيمي متطور: تمتاز مملكة البحرين بإطار تنظيمي صلب يتعلق بأسواق المال، مما يوفر أسس قوية للشركات لإدراج و يقوي ثقة المستثمرين تمتاز البحرين أيضا بقوانين متينة لحكومة الشركات مما يوفر ضمانات أقوى للمستثمرين في الحصول على المعلومات في الوقت المناسب وشفافية تامة؛

¹www.bahrainbours.com, 19/04/2018, a 16H58

- منصة تداول ذات أصول متعددة: توفر بورصة البحرين للمستثمرين فرص تداول في عدة أصول تحت منصة موحدة والتي تتضمن الأسهم السندات والصكوك وأدوات الخزينة الصناديق الاستثمارية صناديق الاستثمار العقارية، وأي أدوات مالية أخرى تتم الموافقة عليها من قبل مصرف البحرين المركزي من وقت لآخر؛
- نظام تداول متطور: توفر بورصة البحرين نظام تداول متطور x-stream من شركة ناسداك الذي يعد من أكثر أنظمة التداول تطوراً واستخداماً من قبل البورصات في مختلف دول العالم يوفر نظام عدة مزايا من ضمنها سرعة تنفيذ وتسوية الصفقات في السوق وتعزيز المستويات الثقافية في البورصة؛
- فرص أعمق للتوسع: توفر البورصة فرص أعمق لتداول الأدوات المالية المدرجة عن طريق وسيط محلي أو خارجي مما يوفر نطاق أوسع لتداول الأدوات المالية؛
- التدفق الحر لرأس المال: تعد البحرين من أهم المراكز المالية مشجعة للاستثمار التي تتضمن غياب القيود على حركة رؤوس الأموال للشركات المدرجة والمستثمرين؛
- مزايا الإدراج المزدوج: توفر بورصة البحرين فرصة الإدراج المزدوج مما يوفر للشركات فرص أعمق للتسويق وفرص لتغطية الأسهم في عدة أسواق.

المطلب الرابع: سوق الكويت للأوراق المالية

تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في أوت 1972 حيث تولى العاملون فيها تجميع ما يتم تداولها يوميا من أسهم تم إصدار النشرة اليومية بعدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات وفي نوفمبر 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية وفي شهر أفريل من عام 1977 تم الافتتاح بورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بسوق الكويت للأوراق المالية حيث ظل هذا السوق يعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية أوت 1983.

الفرع الأول: نشأة سوق الكويت للأوراق المالية

تأسست بورصة الكويت في 21 أبريل 2014 بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة أسواق المال رقم 37/2013 الصادر بتاريخ 20 نوفمبر 2013 وقانون هيئة أسواق المال رقم 71 2010 وتتولى شركة بورصة الكويت إدارة عمليات سوق الأوراق المالية وتعود ملكيتها بالكامل إلى هيئة أسواق المال التي تتولى المسؤولية عن رقابة جميع جوانب أسواق المال الكويتي.

ويعتبر تأسيس بورصة الكويت الخطوة الأولى في خصخصة سوق الكويت للأوراق المالية، الذي تأسس عام 1983 فقد بدأت المرحلة الانتقالية في 25 أبريل 2016 بتولي شركة بورصة الكويت رسمياً عمليات سوق الكويت للأوراق المالية، وتضمن ذلك قيام شركة بورصة الكويت بتطوير البنية التحتية وبيئة العمل وفقاً للمعايير الدولية حيث بدأت عملية إنشاء منصة قوية وشفافة ونزيهة لأسواق المال تخدم جميع فئات الأصول مع التركيز المستمر على مصالح العملاء.

وفي 05 أكتوبر 2016، منحت هيئة أسواق المال بورصة الكويت الترخيص الرسمي كبورصة أوراق مالية رسمية لتحل محل سوق الكويت للأوراق المالية الذي انتهت شخصيته الاعتبارية وتحقق ذلك بعد استكمال المرحلة الانتقالية بنجاح واستيفاء مجموعة من شروط ومتطلبات الترخيص وفق لقانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010.

ومن أجل ضمان مرحلة انتقالية ناجحة، قامت بورصة الكويت بالاستعانة بالعديد من الخبراء لوضع إستراتيجية انتقالية. لم ترتكز الإستراتيجية فقط على ضمان نجاح المرحلة الانتقالية بل على تعزيز وضع السوق بشكل عام وعلى تلبية احتياجاته من خلال طرح منتجات وأدوات جديدة، تحسين البيئة التحتية للبورصة وبيئة العمل لتتوافق مع المعايير العالمية ولبناء قاعدة قوية وشفافة وعادلة لسوق مالي يخدم جميع فئات المدخرات والتركيز على مصالح العملاء.

ومن شأن تنفيذ هذه الإستراتيجية بنجاح تعزيز المستوى الحالي للأداء المالي وتسهيل الوصول إلى وضع الأسواق الناشئة، وتمكين السوق الكويتي من المنافسة بشكل أفضل من الأسواق الإقليمية المماثلة.

أو سوق يساعد ذلك أيضا في إيجاد سوق قوي قادر على تعزيز قوة وعمق القطاع الخاص الكويتي ونموه على المدى الطويل وسوق تستمر بورصة الكويت في تطوير المنتجات والخدمات الجديدة، سواء بالنسبة للعملاء المصدرين أو المستثمرين وذلك بالتوازي مع الموافقات الرقابية من هيئة أسواق المال.

الفرع الثاني: أدوات التداول

جميع عمليات التداول في الأوراق المالية المدرجة سوف يتم تنفيذها على نظام التداول التالي:¹

1- عبر نظام التداول: يتم إدخال أوامر التداول (البيع الشراء) على القنوات المتوفرة عبر شركات الوساطة المرخصة لبعض الأساسيات عن التداول هي كالتالي:

- عملة التداول: الدينار الكويتي؛

- الحدود السعرية: 20 بالمائة من السعر المرجعي؛

- السعر المرجعي: هو سعر الإقفال لآخر يوم تم فيه تداول الورقة المالية ولا يتغير السعر المرجعي خلال ساعات التداول، ويجوز تعديله بناء على استحقاقات الأسهم (الإجراءات المؤسسية)؛

- وحدات التغيير السعري وفقا لسعر المرجعي.

2- بيع الكميات الكبيرة من الأوراق المالية: والتي لا تقل عن 5 بالمائة أو أكثر من أسهم شركة مدرجة عمليات تداول التي تمثل 5 بالمائة أو أكثر من أسهم شركة مدرجة واحدة يتم تنفيذها عبر مزاد يتم في شركة بورصة الكويت بالتنسيق مع شركات الوساطة المعينة ويجب على الطرف الشاري إيداع 10 بالمائة من قيمة الصفقة قبل بدء المزاد وتتم عملية المزاد في مبنى البورصة.

3- صفقات ذات الطبيعة الخاصة: عمليات التداول التي تمثل أقل من 5 بالمائة من أسهم شركة مدرجة واحدة ولا تقل قيمة الصفقة عن 150 000 دينار كويتي ويتم إتباع دليل البورصة المعتمد للضوابط والإجراءات لتنفيذ الصفقات ذات الطبيعة الخاصة.²

¹www.gulfbase.com, 15/04/2018, a15H30

²www.boursakuwait.com, 15/04/2018, a 15H15

4- التداول في الشركات الغير المدرجة (سوق خارج المنصة): توفر شركة بورصة الكويت منصة (يدوية أو آلية) لتداول الأسهم غير المدرجة والسندات والصكوك واتفاقيات إعادة الشراء، تختلف قواعد التداول عن تلك التي تخص الأسهم المدرجة في شركة بورصة الكويت يتم تنفيذ الصفقات يدويا من قبل البورصة عند استلام الوثائق المطلوبة من كل من وسطاء المشتري والبائع ولا توجد قيود على تداولات السوق خارج المنصة بعد موافقة شركة بورصة الكويت يتم التسوية النقدية بين المشتري والبائع وتسوية الأوراق المالية من خلال وكالة مقاصة.

الفرع الثالث: إدارة سوق الكويت للأوراق المالية

يتولى إدارة السوق لجنة تتشكل برئاسة المالية والاقتصاد وعضوية كل من:¹

- مدير السوق ويكون نائب للرئيس؛
- عضو من وزارة المالية والاقتصاد؛
- عضو يمثل بنك الكويت المركزي؛
- اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارهما مجلي الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد؛
- أربعة أعضاء تختارهم غرفة التجارة والصناعة الكويتية بينهم أحد الوسطاء.

ويصدر بتشكيل لجنة السوق قرار مجلس الوزراء بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد كما يحدد مجلس الوزراء بقرار منه مقدار مكافأتهم ويكون تعيين مدير السوق بمرسوم بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة أربع سنوات قابلة للتجديد وتحدد مكافأته وجميع حقوق المالية بقرار من مجلس الوزراء.

وتمارس لجنة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق وتكون المسؤولية بصفة خاصة كما

يلي:²

- وضع القواعد التشغيلية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق والرقابة على اتخاذ ما يلزم من إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها ذلك طبقاً لأحكام اللائحة الداخلية؛

¹ www.ubarablaws.org, 15/04/2018, a20H16

² www.boursakuwait.com, 15/04/2018, a 2H15

- النظر في طلبات قيد الوسط وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى في السوق والبت فيها؛
 - وقف العمل مؤقتا في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل أو انتظامه؛
 - الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية على الحسابات الختامية وتعيين مراقبي حسابات.
- كما يقدم رئيس هذه اللجنة إلى مجلس الوزراء تقريراً مفصلاً كل ثلاثة أشهر عن أعمال السوق وأوضاع المستثمرين يتضمن ما تحقق من أداء في ضوء السياسة العامة للدولة على المدى الطويل.

الفرع الرابع: أهداف سوق الكويت للأوراق المالية

يهدف سوق الكويت للأوراق المالية لتحقيق جملة من الأهداف هي:¹

- ترشيد التعامل في الأوراق المالية؛
- تنمية التعامل في الأوراق المالية، واتخاذ الإجراءات الضرورية لتنمية واستقرار التعامل والعمل على السير الجيد لنفادي الأزمات؛
- تقييم الرأي والمشورة إلى الأجهزة الحكومية المختصة؛
- العمل على تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري والعمل على حماية المدخرات.

¹ علي بن الصب، محمد شبيخي، الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2017، ص: 128

المطلب الخامس: سوق قطر للأوراق المالية

سوق الأوراق المالية مثل سوق أي سلعة أخرى تعني المكان أو الآلية التي يتعرض من خلالها بيع الأوراق المالية وشراءها (أسهم سندات مشتقات و غيرها) وتتكون من مجموعة من المستثمرين (يمثلون جانب الطلب في حين يمثل البائعون جانب العرض) ويسمى المكان أو الآلية التي يتم فيها التبادل بـ "السوق المالية أو البورصة" ولم يكن قبل عام 1990 ثمة مكان (بورصة) يتم فيه تبادل الأوراق المالية وبخاصة أن عدد الشركات المساهمة العامة في قطر كان محدودا.

الفرع الأول: نشأة سوق قطر للأوراق المالية

بعد عام 1990 ومع زيادة التوقعات بانتعاش الاقتصاد القطري وظهور الغاز الطبيعي في دولة قطر وبدأ انتشار الشركات المساهمة العامة تأسست بورصة قطر (سوق الدوحة سابقا) بموجب القانون رقم 14 لسنة 1990 وبأشرت أعمالها في 26 أيار مايو 1997 وذلك من أجل استقطاب المدخرات القطرية في دولة قطر وخارجها وتشجيع الاستثمارات الأجنبية في قطر بهدف توفير التمويل طويل الأجل لمشروعات اقتصادية تنهض بالاقتصاد الوطني القطري.

ومن هنا وتلافيا لأي التباس التشديد على أهمية التمييز بين سوق الأوراق المالية في دولة قطر وسوق الدوحة للأوراق المالية (أو البورصة القطرية) ففي حين تشير الأخيرة إلى كيان قانوني محدد له مالكون وعملاء ومرخص له من قبل هيئة رسمية معينة (في هذه الحالة هيئة قطر للأسواق المالية) فإن الأولى سوق الأوراق المالية لقطر هي مفهوم أوسع بكثير ولنشير إلى مجموعة من الفاعلين الرئيسيين من بينهم سوق الدوحة للأوراق المالية (البورصة) والشركات المدرجة في البورصة وشركات الوساطة وهيئة سوق رأس المال والمستثمرون والمساهمون وغيرهم.¹

وما يميز بورصة قطر عن البورصات الأخرى أن لديها العضوية الكاملة في الاتحاد الدولي للبورصات واتحاد البورصات العربية وتمت ترقيتها من قبل أم أس سي إي و أس أند بي مؤشرات داوجونز.

وتتكون البورصة حاليا من 43 شركة وتعرف تحت اسم سوق الدوحة للأوراق المالية.

¹ محمد كمال أبوعمشة، الاستثمار في أوراق المال الخليجية و دورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، دراسة حالة بورصة قطر، أكاديمية في الجامعة الأمريكية، باحث و كاتب في مجال التمويل و الاستثمار، خبير بالأسواق المالية، بحوث اقتصادية عربية، العددان 61-62، شتاء- ربيع 2013، ص: 38

وفي يونيو 2009 قامت شركة قطر القابضة وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYCE EURONEXT من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة NYCE EURONEXT في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط كما أعيت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة، تسعى بورصة قطر أن تكون سوقاً رائدة في منطقة مجلس التعاون الخليجي وسوق جاذبة للمستثمرين و الجهات المصدرة على الصعيد المحلي وفي جميع أنحاء أوروبا وآسيا وأمريكا كما تشكل البورصة أداة هامة لتعزيز الثروة المستدامة في دولة قطر والمنطقة، كذلك تسعى إلى إضافة مؤشرات جاذبة للمستثمرين في قطر وأسواق مجلس التعاون الخليجي تعتبر قطر أول بورصة قامت بتنفيذ مشروع ربط الشركات من خلال الانترنت ليصبح الأول من نوعه في ذلك الوقت بمنطقة الخليج.¹

الفرع الثاني: خصائص سوق قطر للأوراق المالية

تتشارك غالبية البورصات العربية في بعض الميزات على الرغم من تباينها في ما يتعلق ببعض المؤشرات ويشير ميشل و آخرون إلى بعض هذه الخصائص كما يلي:²

1- ضيق السوق: تتميز بورصة قطر بضيقها سواء من حيث عدد شركاء المدرجة أو من حيث القيمة الإجمالية للأسهم المسجلة فيها، مقارنة بالنتائج المحلي الإجمالي للدولة، والذي يعبر عنه بمعدل الرسملة $taxu$ de capitalisation حيث تحسب هذه النسبة بين قيمة الأسهم المسجلة في البورصة وقيمة الناتج المحلي الإجمالي ويصل هذا المعدل إلى أكثر من واحد في دولة قطر بينما يصل المعدل إلى 0.06 في دول مثل المغرب ومصر والأردن أو ما يمكن قوله أنه كلما اتصفت السوق بالضيق فلا يمكنها في أي حال أن تقوم بدورها في تمويل الاقتصاد.

2- التركيز (concentration): يقيس هذا المؤشر قيمة مساهمة مجموعة من الشركات مقيدة في البورصة يصل عددها إلى 67 شركة، الأولى من حيث ترتيبها في الرسملة الإجمالية للبورصة، وتمتاز بورصة قطر بتسجيل معدل يصل إلى 60 بالمئة، بينما لا تتعدى نسبة الأسواق المتطورة 20 بالمئة.

¹www.qe.com.qa/ar/about.gse,28/04/2018,a 19h33

² محمد كمال أبوعمشة، مرجع السابق، ص: 77 78

3- التذبذب (volatility): يقيس هذا المؤشر مدى تدبب وعدم استقرار عائدات البورصة القطرية و يقاس باحتساب النسبة بين سعر السهم إلى أرباحه وهي النسبة التي تسجل ارتفاعات كبيرة في معظم الأسواق الناشئة ومنها بورصة قطر، ما جعلها سوق تتميز بدرجة مخاطرة كبيرة، وقد سجلت هذه النسبة في بورصة دبي ومصر وتونس ما مقداره ثماني مرات النسبة المسجلة في بورصة هولندا.

الفرع الثالث: أهمية الأدرج في سوق قطر للأوراق المالية

تتمثل أهمية إدراج الأوراق المالية في البورصة والتي تشمل الأسهم والسندات والصكوك في توفير مكان موحد يسهل على المستثمرين والجهات المصدرة تنفيذ وإتمام صفقاتهم.

وفي حين تعتمد أسواق التداول خارج نطاق البورصة OTC MARKET وهي أسواق التداول عبر شبكات الاتصال على ترتيبات ثنائية لا مركزية فإن المنتج (الورقة المالية) الذي يتم تداوله عن طريق البورصة يمتاز بالآتي:¹

- تدني نسبة المخاطر التي يمثلها الطرف المقابل بالنظر إلى أن المشاركين في السوق خاضعون لرقابة الجهات المنظمة وهم أعضاء في السوق؛
- ارتفاع السيولة نتيجة مركزية التداول؛
- السعر الموحد والجودة في تنفيذ الصفقات؛
- الرقابة التنظيمية ذات الأهمية.

الفرع الرابع: تطوير سوق قطر للأوراق المالية

يجري العمل على تطوير بورصة قطر لتكون بورصة عالمية مبنية على أسس محلية راسخة حيث تلقت الجهات المصدرة والمستثمرين معا وسط المجتمع المالي في الشرق الأوسط الذي تتزايد فيه تجمعات رؤوس الأموال بشكل ملحوظ.

¹www.qe.com.qa/ar/about.qse, 21/04/2018, a 20H05

وبشكل عام فقد تم تصميم البورصة القطرية لتلبية احتياجات ومتطلبات الجهات المصدرة والمستثمرين على حد سواء وسوق توفر مع مرور الوقت خيارات متعددة من حيث الأسواق والمنتجات وتتوقع البورصة اكتمال سلسلة المنتجات الحالية التي تقتصر على الأسهم لتشمل السندات والصكوك ومن ثم توسيع نطاقها لتشمل صناديق الاستثمار وصناديق المتداولة في البورصة ETF's

بذلك تكون بورصة قطر بوابتك نحو قاعدة متنوعة من المستثمرين القطريين والدوليين وكجزء من شراكتها الإستراتيجية لمجموعة بورصة نيورك يوروك نكست العالمية فإن هذا الخيار يوفر الآتي:¹

- الانضمام لمجموعة شركات قطرية رائدة **Qatari peer group**: حيث أن العديد من الشركات الرائدة في دولة قطر هي شركات مدرجة في البورصة؛

- تنوع المنتجات: حيث ستوفر بورصة قطر مكان يتيح للجهات المصدرة والمستثمرين خيار لتتبع مصادر تمويلهم ومحافظهم الاستثمارية من خلال الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة وبالمستقبل في السندات أو الصكوك وكذلك في صناديق المتداولة في البورصة والأدوات الاستثمارية الأخرى؛

- السيولة: حيث تتوفر سوق تتسم بالسيولة منتجات كلا السوقيين الأولية والثانوية، بالإضافة إلى كونها جزء من مجموعة البورصات الأكثر سيولة في العالم؛

- منصة تكنولوجية رائدة: توفر البورصة منصة تكنولوجية رائدة تعمل وفق معايير عالمية مستخدمة في مجال الأسواق المالية؛

المطلب السادس: سوق السعودية للأوراق المالية

تعد السوق المالية السعودية التي تعرف باسم تداول أكبر الأسواق المالية في العالم العربي بلا منازع" وفي منتصف ديسمبر كان القيمة الرأسمالية للسوق حوالي 313 مليار دولار وتأتي بعدها في المركز الثاني بفارق كبير سوق الكويت، التي تبلغ قيمتها الرأسمالية 94 مليار دولار ونسبة من إجمالي الناتج المحلي في عام 2008 أو 82 بالمائة من الناتج الذي نتوقه لعام 2009، والجدير بالذكر أن بورصة تداول على درجة عالية

¹www.qe.com.qa/ar/about.qse, 20/04/2018, a 20H00

من التطور التكنولوجي إذ أنها بدأت تعمل كأول سوق الكترونية كاملة في التسعينيات وتشمل عملياتها الالكترونية التداول والمقاصة والتسوية والإيداع.

الفرع الأول: نشأة سوق السعودية للأوراق المالية

قد ظلت سوق السعودية للأوراق المالية غير رسمي حتى أوائل الثمانينات عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظمة للتداول ويجاد الأنظمة الأزمة لذلك، إذ تم في عام 1974 تشكيل لجنة وزارية من وزارة المالية والاقتصاد الوطني، ووزارة التجارة، ومؤسسة النقد العربي السعودي، بهدف تنظيم وتطوير السوق والإشراف عليها.¹ وكان من نتائج عملها تأسيس الشركة السعودية لتجديد الأسهم في العام نفسه للقيام بمهام التسوية والمقاصة لعمليات التداول. وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تأسست هيئة السوق المالية، بتاريخ 2003/08/31 بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم 30 التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق.²

وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) مسؤولة عن ممارسة الرقابة على السوق من 1984 إلى 2003 وفي يونيو 2003 نقلت هذه السلطة إلى هيئة السوق المالية والتي تقوم الآن بدور المنظم والمراقب الوحيد لأسواق المال السعودية وتصدر القواعد والأنظمة الضرورية لحماية المستثمرين وضمان الإنصاف والكفاءة في تشغيل الأسواق.³

كما تعتبر سوق الأوراق المالية السعودية الأكبر والأكثر نمواً بين أسواق الشرق الأوسط بالرغم من عدم وجود سوق رسمية فقد صدرت في وقت لاحق المرسوم الملكي رقم 1230 8 في 17 01 1984 إذ تم إنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم في 28 05 1984 وتحت إشراف النقد العربي السعودي وتتولى هذه الشركة إدارة سجلات مساهمي معظم الشركات المساهمة وتمثل أسهمها المتداولة 80 بالمائة من إجمالي حجم التداول في السوق.

¹ www.tadawul.com, 19/04/2018, a 17H02

² عمار صافي، محددات الاستثمار المحفظي في السوق المالية السعودية، باحث دكتوراه، السنة السادسة اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة احمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، ص:3

³ السوق المالية السعودية، أداء السوق في الآونة الأخيرة، و التوقعات للفترة المقبلة، مكتب مدير عام الدائرة الاقتصادية، السعودية، 2009، ص: 4

الفرع الثاني: شروط ومتطلبات الإدراج في سوق السعودية للأوراق المالية

وفيما يلي سنقوم بعرض شروط ومتطلبات إدراج في سوق السعودية للأوراق المالية:¹

- أن تكون شركة مساهمة عامة وتكون أسهمها قابلة للتداول طبقاً لنظام الشركات السعودية؛
- أن تقدم الشركة طلب الإدراج مرفقاً بصورة من النظام الأساسي وقائمة بأعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية أسهمها؛
- سوق الأوراق المالية السعودية هي سوق متنوعة كما تتميز بنظام تعاملها الإلكتروني المتطور وبالتسوية التي تتم بعد إتمام الصفقة ليوم واحد فقط ورغم ذلك تفنقر إلى مقاييس ومعايير محاسبية دولية؛
- فيما يخص الأسهم النقدية التي تكتب بها المؤسسون أو الأسهم العينية أو حصص التأسيس فلا يجوز تداولها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليّتين كاملتين.

الفرع الثالث: أهداف سوق السعودية للأوراق المالية

تعمل السوق السعودية للأوراق المالية بكفاءة وتقديم الخدمة المتميزة من أجل:²

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية؛
- إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة وذات جودة عالية؛
- ضمان جودة وكفاءة وعدالة السوق؛
- دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين؛
- تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية لعملائها (الوسطاء، المستثمرين، المصدرين، مزودي خدمات البيانات وغيرهم)؛
- تطوير إمكانات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.

¹ رمضان علي شراح، مستقبل الأسواق المالية في دول المجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها و تطورها، مجلة آفاق اقتصادية العدد 86، 2001، ص: 21

² www.tadwawul.com, 20/04/2018, a 09H22

المبحث الثاني: المؤشرات العامة لدول مجلس التعاون الخليجي

حققت السوق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تطورا ملحوظا منذ أن باشرت عملها حتى الوقت الحاضر نهاية 2017 حيث قامت بوضع مؤشر خاص لكل دولة من دول مجلس التعاون الخليجي يتم من خلاله احتساب رقم قياسي مبني على أسعار الأسهم الحرة، معتمدة بذلك على قواعد المتبعة في شركة داو جونز، هذه الأخيرة تعتبر من الشركات الرائدة في احتساب الأرقام القياسية إذ تقوم باحتساب رقم لكل بورصات على أساس الرمز الموضوع لها، وتتميز هذه الرموز بأنها تعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في كل سوق من هذه الدول، والحكم على أداء السوق. من ناحية أخرى يقوم صانع السوق بدور بالغ الأهمية في عملية المحافظة على استقرار الأسعار وحجم التداول داخل سوق الأوراق المالية، إذ يهدف إلى إيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب، مما يحد من تقلبات الأسعار صعودا وهبوطا ويؤدي إلى استقرارها واقتربها من السعر العادل. وبناء على هذا، يجب أن تكون علاقة صناع السوق عكسية مع اتجاه السوق، وذلك لان صناعة السوق هي إحداث استقرار واضح للسوق.

ولغرض الوقوف عند تطورات حاصلة في سوق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، لابد من إلقاء الضوء على التطورات التي لحقت بالمؤشرات العامة لهذه الأسواق المالية، والتركيز على مؤشر كل سوق مالي، ووقفا على مدى مساهمة صناع السوق في تحديد طريقة مناسبة لاحتساب هذا المؤشر، من خلال المطالب الآتية:

المطلب الأول: مؤشر سوق الإمارات للأوراق المالية

المطلب الثاني: مؤشر سوق عمان للأوراق المالية

المطلب الثالث: مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية

المطلب الرابع: مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية

المطلب الخامس: مؤشر سوق قطر للأوراق المالية

المطلب السادس: مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية

المطلب الأول: مؤشر سوق الإمارات للأوراق المالية

يحتوى سوق الإمارات للأوراق المالية على سوقين رئيسيين هما سوق دبي للأوراق المالية وسوق ابوظبي للأوراق المالية ويتم التعامل فيما على أساس أنهما يمثلان سوق الإمارات للأوراق المالية ومن خلال هذا نظرنا لكل مؤشر سوق الأوراق المالية على حدى وفيما يلي سنتضح الرؤية أكثر.

الفرع الأول: مؤشر سوق دبي للأوراق المالية

تم استخدام في 2003/12/31 كنقطة بداية للمؤشر حيث يتم استخدام أسعار ذلك اليوم لتحديد القيمة السوقية الأساسية للمؤشر كما تم استخدام نقطة قياسية مقدارها 1000 نقطة كبداية لقراءة المؤشر في ذلك اليوم، كما يتم مراجعة المؤشر مرتين سنويا في شهر جانفي وجويلية.

ويتم قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول وذلك من خلال استبعاد أسهم الحكومة ومجموع الملكيات التي تبلغ 5 بالمائة أو أكثر في رأس مال الشركة يعتمد المؤشر في احتساب القيمة السوقية على أساس آخر سعر تداول للسوق المالية الأمر الذي سوف يضمن أو يعبر المؤشر عن آخر اتجاه لحركة الأسعار في السوق حيث تم وضع حد أقصى لوزن الشركة الوحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 20 بالمائة وهو ما سوف يعمل على الحد من تأثير حركة الأسعار للشركة ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر.

يشتمل المؤشر الجديد على الأسهم العادية للشركة المدرجة في سوق دبي المالي كسوق رئيسي فقط، وبالتالي لا يتضمن أسهم الشركات المدرجة في سوق دبي كسوق فرعي كذلك يتم تحديد عدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول للشركات المدرجة في المؤشر عند 20 بالمائة فقط للشركات التي تصنف بالأقل تداولاً.¹

ويتم استخدام النسب المعيارية التالية على الشركات الأكثر تداولاً لتحديد القيمة السوقية لكل شركة في المؤشر.

¹Dubaifinancialmarket, Operation/Listing and disclosuresdeptdepartement, DFM GeneralIndex«DFMGI»Rules, DFM Report, July 2017, P:02

25 بالمائة من أقيمة السوقية للشركة إذ تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين 5 بالمائة إلى 25 بالمائة.

50 بالمائة من القيمة السوقية للشركة إذ تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين 25 بالمائة وال 50 بالمائة.

75 بالمائة من القيمة السوقية للشركة إذ تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين 50 بالمائة إلى 75 بالمائة.

100 بالمائة من القيمة السوقية للشركة إذ تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 75 بالمائة إلى 100 بالمائة.

يتم استبعاد الشركة من المؤشرات إذ قلت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول عن 5 بالمائة من 1 جمالي رأس مالها.

الفرع الثاني: طريقة حساب مؤشر سوق دبي للأوراق المالية DFM

يتم احتساب مؤشر سوق دبي للأوراق المالية على النحو التالي:¹

$$DFM \text{ index} = \frac{\text{sum}(\text{newindexcapitalizationofcompany})}{\text{sum}(\text{startindexcapitalizationofcompany})} \times FFF \times 100$$

حيث:

FFF: عامل التعويم الحر التي تستخدم للعوامل القياسية.

Index capitalization of company: مؤشر السوق للشركة: السعر x الأسهم x RF

RF: عامل التصنيف الذي يستخدم لخفض سقف السوق لأي شركة في حدود 20 بالمائة من سقف السوق للمؤشر العام.

Base index أي 100: قيمة المؤشر 1000 نقطة.

¹ www.tadawul.com, 12/05/2018, a15h16min

الفرع الثالث: مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية ADSM

المؤشر العام adsm لسوق أبو ظبي للأوراق المالية هو كل مؤشرات أسهم لسوق أبوظبي لأوراق المالية ADSM يتضمن الشركات المسجلة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية كسوق رئيسي إضافة إلى الشركات المسجلة في سوق أبوظبي للأوراق المالية كسوق ثانوي والشركات الأوراق المالية الخاصة المشتركة لا تدرج ضمن مؤشر العام والتالي المؤشر يمثل أداء الشركات المحلية ذات إدراج الرئيسي في سوق أبو ظبي للأوراق المالية.¹

-المؤشر العام يحسب في وقت حقيقي وينشر خلال ساعات التداول؛

-القاعدة نقدية أساسية لسوق أبو ظبي للأوراق المالية هو درهم الإماراتي؛

-المؤشر العام لسوق ابو ظبي يحسب على أساس القيمة السوقية.

الفرع الرابع: طريقة حساب مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية²

يحسب ADSM وفق المعادلة التالية:

$$ADSMIndex = \sum = \frac{\text{price}(pi) \times \text{Number of free float shares}(FFi) \times \text{base Index}}{\text{Index Divisor}}$$

حيث:

n: عدد الأوراق المالية.

i: مؤشر الأوراق المالية.

p: آخر سعر حالي للأوراق المالية.

FFi: الأسهم المالية للتداول مؤشر أسواق الأوراق.

¹ Abu Dabisecurities exchange, **ADSM Indices Rules**, ADSM Rport, date: 27/05/2017, P: 03

² MSCI Index strategy index, **MSCI Index Calculation methodology**, MSCI report, May 2012, P:22

Index division: هو رقم عشوائي الذي يتم تعريفه عندما ينتشر المؤشر لأول مرة استخدامه أولي هو بتقسيم القيمة الإجمالية للمؤشر لإنتاج قيمة المؤشر المبدئي وهو ما يسهل التعامل معه مثل الرقم 10000 الذي هو أساس للمقارنة عبر الزمن، ونقطة البداية لإجراء التعديلات الضرورية لإحداث التغيرات في تركيبة الأسهم للشركات الأساسية في المؤشر.

Base index: 10000 نقطة.

المطلب الثاني: مؤشر سوق عمان للأوراق المالية ASE

بدأ سوق عمان المالي باحتساب رقم قياسي جديد مرجع بالقيمة السوقية و نتيجة التطورات العالمية في مجالات احتساب الأرقام القياسية ويهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق قامت البورصة بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة المتاحة للتداول بحيث يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ويخفف حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالمية بحيث يخفض ثقلها.

الفرع الأول: نشأة المؤشر سوق عمان للأوراق المالية

بدأ سوق عمان المالي عم 1980 باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم وتم اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات وذلك لاحتساب الرقم القياسي العام وقد تم تحديد أسعار افتتاح تداول الأول من كانون الثاني 1980 كفترة أساس بحيث تكون قيمة الرقم القياسي 100 نقطة وفي عام 1992 قام سوق عمان المالي بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية TFC بمراجعة مؤشر أسعار الأسهم وتعديله بهدف الوصول إلى رقم قياسي لأسعار الأسهم يكون أكثر تمثيلا لحركة أسعار الأسهم في السوق.¹

فقد تم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول free flat في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة وهذا الأسلوب معتمد من قبل عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم وتعتبر من أكبر الشركات العالمية في خدمات التزويد بالأرقام القياسية مثل مؤسسة ستاندر اند بورز s&p و ftse groupe وستوكس stoxxdowjonesindexes

¹ www.ase.com 08/05/2018 à 14h00

and وقد تم تطبيق معايير شركة داوجونز في اختيار عينة الشركات التي يتم احتساب هذا الرقم على أساسها ويشتمل نطاق المؤشر على جميع الشركات المحلية والمدرجة في بورصة عمان فيما يتم استثناء الشركات التي تمثل بمجموعتها أقل من 1 بالمائة من القيمة السوقية الإجمالية للبورصة والشركات التي لا تزيد نسبة أيام تداولها على 33.33 بالمائة من أيام التداول الكلية في كل ربع، ويتكون المؤشر من أكبر 100 شركة من الشركات التي استوفت شروط من حيث القيمة السوقية في المؤشر الجديد، ويحددون المؤشر بالقيمة السوقية للأسهم الحرة فما تحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10 بالمائة كحد أقصى بهدف منع هيمنة الأسهم الفردية على المؤشر كما تم اختيار الرقم كقيمة أساس للرقم القياسي كما في نهاية العام 1999.¹

ويتميز هذا الرقم بأنه يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق كذلك فإنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة إضافة لذلك فإنه يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته، ويتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناء على آخر أسعار الإغلاق متوفرة للشركات التي ضمن العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي ولتتمكن الرقمة القياسية من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة بحيث تضاف الشركات النشيطة إلى العينة ويتم سحب الشركات غير النشيطة ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات.² يتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد أثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم وذلك لكي تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط.³

الفرع الثاني: طريقة حساب المؤشر العام لسوق عمان:

تقوم بورصة عمان باحتساب رقم قياسي مرجح بالأسهم الحرة، بحيث يتم احتساب القيمة السوقية لكل شركة عن طريق العدد الكلي للأسهم المدرجة مضروباً بآخر سهم إغلاق سهم الشركة مضروباً في رقم يسمى المعامل. وهذا المعامل هو عبارة عن نسبة الأسهم الحرة في الشركة والتي تمثل الأسهم الكلية للشركة مطروحاً

¹ فاروق رفيق التهموني، فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق المالية (دراسة مقارنة بين أنواع مؤشرات السوق من 2003-2007) على الموقع doc بحث - د - فاروق - التهموني

08/05/2018 à 14h30 www.kantaki.com

² سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص: 132

³ www.ase.com 08/05/2018 à 15h

منها الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة والمساهمون الذين يمتلكون 5 بالمائة فأكثر وملكيّات الحكومات ومن ثم ضربها بمعامل الوزن المعدل والذي يعتمد على وزن الشركة من عينة الرقم القياسي قبل وبعد تحديد وزن 10 بالمائة للشركات التي يزيد وزنها عنها.¹

ويتم تغيير هذا المعامل بناء على المراجعة التي تقوم بها البورصة لعينة الرقم القياسي وتعديل قيمة هذا المعامل بناء على الأسهم الحرة للشركة في وقت عمل المراجعة.

ومما ذكر أيضا أنه يتم تعديل قيمة المعامل لأي شركة يزيد وزنها عن 10 في المائة من القيمة السوقية لشركات المؤشر بحيث يتم تخفيض قيمته للمحافظة على نسبة 10 بالمائة حيث تقوم منهجية احتساب الرقم القياسي على أساس عدم تجاوز وزن أي شركة بالعينة عن 10 بالمائة من قيمة المؤشر السوقية.

ومن مميزات الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة هو إعطاء تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق بحيث لا يتحيز بشكل كبير للشركات ذات القيمة السوقية العالمية وبذلك يوفر التنوع في مكونات عينة الرقم القياسي من خلال إعطاء فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته. كما تم اختيار الرقم (1000) نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي كما في نهاية العام 1999.²

ويستند احتساب هذه الرقم على التوزيع بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة.

يتم استخدام الصيغة التالية لاحتساب الرقم القياسي العام: index:

$$ASEIndex = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{ti} \times S_{ti} \times F_{ti})}{Dt}$$

حيث:

P_{ti} : سعر إغلاق سهم الشركة في الزمن اليوم t .

S_{ti} : عدد الأسهم المدرجة للشركة كما هي في الزمن اليوم t .

F_{ti} : المعامل للشركة كما هي في الزمن اليوم t .

¹ www.ase.com 08/05/2015 à 15h15

² صبري الخصيب، أداء بورصة عمان خلال العامين 2004 و2005، غرفة تجارة عمان، جويلية 2006، ص:3

Dt: مقام الرقم القياسي في الزمن t.

وهذا المعامل هو عبارة عن رقم أكبر من صفر وأقل من واحد ويتم احتسابه بناء على نسبة الأسهم الحرة في الشركة والتي تمثل الأسهم الكلية مطروحا منها الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة والمساهمون الذين يمتلكون 5 بالمائة فأكثر وملكيات الحكومات ويتم تغيير هذا المعامل في كل ربع بناء على المراجعة التي تقوم بها البورصة لعينة الرقم القياسي وتعديل قيمة هذا المعامل بناء على الأسهم الحرة للشركة في وقت عمل المراجعة.¹

المطلب الثالث: مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية BSE

يقيس مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية الأداء السعري للأسهم المكونة وسيقوم سوق البحرين للأوراق المالية بحساب هذا المؤشر لتبين العائد الكلي وتعكس الدخل المستلم من خلال دفعات أرباح الأسهم خمسة عشر في يوم إعطاء سعر للورقة المالية السابق لتوزيع الأرباح (اليوم الذي يلي انعقاد الجمعية العامة العادية) ويمثل مؤشر العائد الإجمالي مجموعة العائدات المحققة في محفظة التي تتعقب مؤشرات الأسعار الأساسية وتعيد استثمار أرباح الأسهم في المؤشر العام وليس في الأوراق المالية التي أعطت الأرباح.

الفرع الأول: تعريف مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية

مؤشر البحرين هو مقياس أداء السوق البحرين للأوراق المالية وقد صمم هذا المؤشر ليكون المقياس الرائد للاقتصاد البحرين وليتبع أداء السوق البحرين للأوراق المالية ككل مما يعكس أقصى حالة ممكنة لوضع التداول بغرض تسهيل تداول المشتقات في السوق.²

¹ مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان، المادة 72 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 ولأحكام المادة (1/ب/24) من النظام الداخلي لبورصة عمان لسنة 2004 والمقرة بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 2015/295 تاريخ 2018/05/4

² www.bahrainbourse.com, 10/06/2018, a05H05

الفرع الثاني: طريقة حساب مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية

يحسب مؤشر سوق الأوراق المالية كل خمسة عشر يوم حسب التعويم الحر وذلك حسب العلاقة التالية:¹

$$Index BES t = 1000 \times \frac{\sum_{i=1}^N Q_{i,t} F_{i,t} f_{i,t} C_{i,t}}{K_t \sum_{i=1}^N Q_{i,0} C_{i,0}}$$

حيث:

t: يوم إجراء الحساب؛

N: عدد المؤسسات المكونة للمؤشر؛

Q_{i,t}: عدد أسهم المؤسسة i في اليوم t؛

F_{i,t}: التعويم الحر للمؤسسة i؛

f_{i,t}: المعامل الحر للمؤسسة؛

C_{i,t}: سعر السهم للمؤسسة i في اليوم t؛

Q_{i,t}: عدد أسهم المؤسسة i في آخر السنة؛

C_{i,0}: عدد أسهم المؤسسة i في آخر السنة

K_t: معامل التعديل في نفس اليوم.

الفرع الثالث: إدارة مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية

يشرف على إدارة مؤشر البحرين مجلس خاص يجتمع أربعة مرات في السنة للاضطلاع بالمهام التالية:²

- التأكد أن المؤسسات المكونة للمؤشر تطابق معايير الانضمام للمؤشر؛
- تحديد معاملات التعويم الحر لكل مؤسسة؛
- تحديد عامل السقف الذي لا يتجاوز أكثر من 15 من القيمة السوقية للمؤسسات الداخلة للمؤشر والمؤسسات الخارجية منه: اختبار 15 أول مؤسسة على أساس معيارين هما:
 - 1- معامل التعويم الحر على أساس القيمة السوقية؛
 - 2- سرعة حركة السهم.

¹ www.bahrainbourse.com, 10/06/2018, a05H05

² www.bahrainbourse.com, 20/04/2018, a05H05

المطلب الرابع: مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية KSE

يعتبر المؤشر سوق الكويت للأوراق المالية كأداة لقياس الأداء السعري لسوق الأوراق المالية ويكون بصفة دائمة ويومية فمؤشر KSE عبارة عن مجموعة لأسعار الأسهم مضروبا في حجم الشركة في سوق المال الكويتي، بحيث يكون موجبا عندما يكون عدد الأسهم التي شهدت أسعارها ارتفاع أكثر من عدد الأسهم التي شهدت أسعارها انخفاضا خلال اليوم نفسه وبالمثل يكون المؤشر سالبا عندما يكون عدد الأسهم التي شهدت أسعارها انخفاضا أكثر من عدد الأسهم التي شهدت أسعارها ارتفاعا خلال اليوم ذاته.

الفرع الأول: تعرف مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية KSE

مؤشر الكويت هو مقياس أداء السوق الكويت للأوراق المالية وقد صمم هذا المؤشر ليكون المقياس الرائد للاقتصاد الكويتي وليتابع أداء السوق الكويت للأوراق المالية ككل مما يعكس أقصى حالة ممكنة لوضع التداول بغرض تسهيل تداول المشتقات في السوق.¹

1- معلومات عامة عن مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية:²

- رمز المؤشر: KSE؛
- نوع المؤشر: مؤشر كافة الأسهم في السوق؛
- القيمة الأساسية: 1000؛
- العملة: دينار كويتي؛
- تواريخ المراجعة: ماي نوفمبر كل سنة.

الفرع الثاني: خصائص المؤشر KSE

يتمتع مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية بمجموعة من الخصائص نذكر منها:³

- هو مؤشر وزني للقيمة الرأس مالية قابل للتداول؛
- يتضمن أكبر 15 شركة في السوق من حيث السيولة والحجم؛

¹ www.kwaitse.com le 10/05/2018 à 15h00

² www.kwaitse.com le 10/05/2018 à 15h00

³ www.kwaitse.com le 10/05/2018 à 15h00

- تتم مراجعة مكونات المؤشر بشكل نصف سنوي حيث يتم اختيار الشركات ذات السيولة والقيمة الرأس مالية الأعلى؛
- يساهم المؤشر كأساس لأدوات المرتبطة بالمؤشرات مثل مؤشر المشتقات ومؤشر الصناديق والصناديق القابلة للتداول وغيرها من الأدوات؛
- مؤشر الكويت ارتباط وثيق بمؤشر السوق الوزني الكليا للقيمة.

الفرع الثالث: طريقة حساب مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية KSE

تقوم بورصة الكويت باحتساب مؤشرات ذات العائد السعري والكلي بناء على وزن قيمتها السوقية بالنسبة والتناسب مع إجمالي القيمة السوقية للمؤشر.¹

(market capitalisation weighed price return and total return methodology)

معادلات المؤشرات.

المؤشر الوزني ذو العائد السعري:

يتم احتساب المؤشر الوزني ذو العائد السعري وفق المعادلة التالية:

$$PriceReturnIndexValeur = \frac{\sum_{i=1}^n Price \times Quantity}{IndexDivisor}$$

$$IndexDivisor = \frac{(\sum_{i=1}^n Price_i \times Quantity_i)t - 1}{IndexValeur_{t-1}}$$

حيث:

السعر (pris): سعر السهم الحالي.

الكمية (quantity): عدد السهم القائمة.

¹ بورصة الكويت، قواعد البورصة، الإصدار الأول، الفصل 4، 2018، ص ص: 55 56

Index value: قيمة المؤشر.

مقسم المؤشر (index divisor) عامل حسابي يساهم في استقرار دقة المؤشر عبر تغيير مكوناته دون التأثير بمعامل الزمن.

المؤشر الوزني ذو العائد الكلي:

يتم حساب المؤشر الوزني ذو العائد الكلي وفق المعادلة التالية:

$$TotalReturnIndex_t = i \times \frac{(PriceReturnIndex_t + IndexDividendPoints)}{PriceReturn - Index_t}$$

$$IndexDividendPoints_t = \frac{IndexDividendMarketValeur_t}{PriceReturnIndexDividor_t}$$

$$IndexDividendMarketValeur_t = \sum_{i=1}^n DividendRate_i \times Quantity_i$$

حيث:

t = Total or ex-date (اليوم الحالي أو أول يوم تداول).

t - 1 = Previousday (اليوم السابق).

Dividend rate is fils per share = (نسبة التوزيع تعادل).

1- أسعار المؤشر:

تقوم سوق الأوراق المالية باحتساب ونشر أسعار المؤشرات بشكل فوري وتقوم بتحديثها بناء على الصفقات التي تتم في السوق كما تقوم باستخدام سعر الإغلاق الرسمي لاحتساب مؤشرات سوق الكويت للأوراق

المالية الوزنية في نهاية التداول ويعتبر سعر الإغلاق هو سعر السهم الرسمي وفي حال عدم تداول السهم فينظر إلى السعر المرجعي للسهم عند احتساب المؤشر.¹

2- عملة المؤشر:

لا يجوز ضم الشركات المدرجة في البورصة التي تتداول بعملة غير الدينار الكويتي في أي من المؤشرات.

أدنى قيمة الصفقة لحساب المؤشر:

يجوز للبورصة أن تحدد القيمة الدنيا للصفقة التي يتم حسابها ضمن أي من مؤشراتنا.

المطلب الخامس: مؤشر سوق قطر للأوراق المالية QSE

يقيس مؤشر سوق قطر للأوراق المالية الأداء السعري للأسهم المكونة وسيقوم سوق قطر للأوراق المالية بحساب هذا المؤشر لتبين العائد الكلي وتعكس الدخل المستلم من خلال دفعات أرباح الأسهم العشرين في يوم إعطاء سعر للورقة المالية السابق لتوزيع الأرباح (اليوم الذي يلي انعقاد الجمعية العامة العادية) ويمثل مؤشر العائد الإجمالي مجموعة العائدات المحققة في محفظة التي تتعقب مؤشرات الأسعار الأساسية وتعيد استثمار أرباح الأسهم في المؤشر العام وليس في الأوراق المالية التي أعطت الأرباح.²

الفرع الأول: نشأة مؤشر سوق للأوراق المالية

بتاريخ 1 أبريل 2012، قامت بورصة قطر بإطلاق عدد من مؤشرات الأسهم الجديدة لتضاف بذلك إلى جانب البورصة الحالي (المؤشر العام) ففي هذا الصدد، أطلق مؤشر العائد الإجمالي الذي يشابه مؤشر البورصة بحيث يتم قياس كل من أداء السعر والدخل الناتج عن الأرباح للأسهم العشرين التي يتكون منها

¹ التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، سبتمبر 2000، ص: 182

² www.qe.com.qa 20/04/2018 à 06h45

المؤشر العام وهي الأسهم الأكثر سيولة كما قامت البورصة بنشر مؤشر جميع الأسهم و 7 مؤشرات قطاعية بهدف قياس مجمل أداء السوق وتزويد المستثمرين بأدوات إضافية لتقييم أداء القطاع في الوقت الفعلي له.¹

الفرع الثاني: مهام مؤشر سوق قطر للأوراق المالية

يقوم مؤشر سوق قطر للأوراق المالية بقياس أكبر 20 سهما في السوق القطري وأكثرها سيولة وفي أول يوم تداول من شهري أبريل وأكتوبر، يتم إعادة تقييم المؤشر ليحدد بذلك ما إذا كانت المكونات القائمة لا زالت تستوفي معايير المؤشر ويتم ترتيب جميع الشركات المدرجة من خلال رسملة سوق الأسهم المتاحة للتداول حيث يتم إعطاء هذا العامل وزنا قدره 50 بالمائة أما العامل الثاني وهو متوسط قيمة التداول اليومية فيتم إعطائه وزن قدره 50 بالمائة أيضا أن الشركات التي يبلغ نعدل دوران أسهمها أقل من 5 بالمائة فيتم استبعادها من المواجهة السنوية كما هو الحال بالنسبة للشركات التي لا يملك فيها المساهم الواحد سوى أقل من 1 بالمائة من الأسهم القائمة وعلى هذا الأساس يتم تحديد وزن كل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر وفي حال كان وزن السهم أكثر من 15 بالمائة عندها يتم توزيع الترجيح الزائد بشكل متناسب على مكونات المؤشر المتبقية وفي مثل هذه الحالات فإن تغيير أوزان مكونات المؤشر يحدث في أوقات المراجعة فقط.²

الفرع الثالث: طريقة احتساب مؤشر سوق قطر للأوراق المالية

يتم ترجيح مؤشرات الأسهم من خلال رسملة سوق الأسهم المتاحة للتداول لكل شركة (الأسهم المتاحة للتداول x سعر السهم) ولهذا فإن حركة سعر الشركة الأكبر (التي تمثل 5 بالمائة من قيمة المؤشر) يكون لها تأثير أكبر على المؤشر من الشركة الأصغر (التي تمثل 1 بالمائة من قيمة المؤشر) كما أن قيمة المؤشر بحد ذاتها هي عدد يمثل إجمالي القيمة السوقية لكافة الشركات ضمن المؤشر عند نقطة زمنية معينة مقارنة بعملية حسابية عند نقطة الانطلاق.

ويتم احتساب قيمة المؤشر اليومية عبر تقسيم إجمالي القيمة السوقية لكافة الشركات المكونة للمؤشر على عدد يسمى المقسوم عليه وهو عد يتم اختياره عند نقطة انطلاق المؤشر لتثبيت القيمة الابتدائية

¹ www.qe.com.qa 09/04/2018 à 13h55

² www.gulfbase.com /ar 20/04/2018 06h05

للمؤشر (عند 100) ويتم تعديل المقسوم عليه عند القيام بالتعديلات على مكونات المؤشر، مما يسمح لقيمة المؤشر أن تبقى قابلة للمقاومة مع الوقت.¹

إضافة إلى ما تقدم يتم تعديل الرسملة السوقية للشركة للأحد بعين الاعتبار إجراءات الشركة المختلفة والحوادث دون تغيير قيمة المؤشر بسبب هذه العمليات فإن كافة إجراءات الشركات التي تؤثر على الرسملة السوقية للمؤشر تقتضي تعديل المقسوم عليه من خلال هذا التعديل تبقى قيمة المؤشر ثابتة قبل إجراءات الشركات وبعدها.²

المطلب السادس: مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية tasi

مؤشر يختص بقياس أسعار الأسهم في السوق السعودية بشكل عام و يكون على إطار زمني يومي والمؤشر تاسي عبارة عن مجموع سعر الأسهم مضروباً في حجم الشركة في سوق المال السعودي، بحيث يكون موجبا عندما يكون عدد الأسهم التي شهدت أسعارها ارتفاعاً أكثر من عدد الأسهم التي شهدت أسعارها انخفاضاً خلال اليوم نفسه و بالمثل يكون المؤشر سالبا عندما يكون عدد الأسهم التي شهدت أسعارها انخفاضاً أكثر من عدد الأسهم التي شهدت أسعارها ارتفاعاً خلال اليوم ذاته.

الفرع الأول: تعريف مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية tasi

ويعتبر مؤشر السوق السعودية تاسي بمثابة جهاز لقياس أداء السوق السعودي وتحركات الأسعار في كل القطاعات وتسيطر الشركات المدرجة في قطاع المصارف و قطاع الخدمات المالية والصناعات البتروكيمياوية على مكونات المؤشر، كما يظهر من خلاله إذا كان مستوى السوق يوجد به ارتفاع وانخفاض، ويتم حساب الارتفاع والانخفاض بسوق المال على أساس حدوث تغيير في مستوى المؤشر بالنقطة حيث يتم احتساب المستوى المبدئ للمؤشر عن طرق معروفة التغيير بالنسبة لنقاط المؤشر.

¹ www.qe.com.qa 20/04/2018 à 06h45

² www.tadawul.com 20/04/2018 à 06h30

وتقيس المؤشرات في أسواق في سوق الأوراق المالية مستوى أسعار الأسهم والسلع وتقوم في الأساس بالاعتماد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداول أسهمها في سوق المال مع ملاحظة أنه يتم اختبار العينة بطريقة تجعل المؤشر يعكس حالة السوق السعودي و التي يهدف المؤشر إلى قياسها.

ويبلغ الحد الأدنى للقيمة السوقية في السوق السعودي الرئيسي مائة مليون ريال سعودي ويصل الحد الأدنى النسب المطروحة من أسهم الشركات المدرجة أو القابلة للإدراج تصل إلى ثلاثين بالمائة أما عن عدد المساهمين فحسب القوانين يجب أن يبدأ بحوالي مائتي مساهم في كل شركة يتم إدراجها في السوق الرئيسية.

كما أنه يجب أن تقوم الشركات المدرجة في تاسي بالإفصاح عن البيانات المالية الربع سنوية خلال مدة لا تتجاوز ثلاثين يوماً، والبيانات المالية السنوية خلال تسعين يوماً وبخصوص نسب التذبذب المسموح بها في السوق الرئيسية والتي يشير لها المؤشر تاسي تكون نسبة حوالي عشرة بالمائة تقريباً.¹

الفرع الثاني: صياغة مؤشر tasi وطرق حسابه

لمؤشر سوق السعودية للأوراق المالية صياغة خاصة وطريقة حساب واضحة تتمثل في:

1- صياغة مؤشر tasi:

تقوم تداول بصياغة المؤشرات بناهية كل ربع سنة لمواكبة المستجدات أدناه:²

- التغييرات التي تطرأ على عدد الأسهم الحرة؛
- إضافة الشركات الجديدة المدرجة في المؤشرات التي أكملت 20 يوم تداول في السوق؛
- استبعاد الشركات المعلقة من التداول.

2- طريقة حساب مؤشر tasi:

يعتبر المؤشر العام للأسهم السعودية من المؤشرات الفنية الوزنية أو الموزونة أي التي تأخذ وزن كل شركة في الحسبان عند احتساب قيمة المؤشرات وطريقة حسابه بسيطة للغاية، حيث يتم أولاً اختبار رقم عشوائي

¹ www.trend-cast.com le 15/05/2018 à 15h00

² www.tadawl.com 09/05/2018 à 00h00

يكون هو أول سعر للمؤشر وكان هذا الرقم 100 نقطة للسوق السعودي عند انطلاق في عام 1985 وتغير بعد ذلك إلى 1000 نقطة عام 1999.¹

والمعادلة أدناه توضح آلية حساب المؤشر العام والمؤشر القطاعات.²

المؤشر = مجموع (مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم/مجموعة القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم السابق).

حيث:

مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة = القيمة السوقية "أ" القيمة السوقية للشركة "ب" + وهكذا لجميع الشركات المشمولة في المؤشر.

القيمة السوقية للشركة "أ" = (سعر آخر صفقة عادية لسهم الشركة "أ" عدد الأسهم الحرة للشركة "أ")

- سعر آخر صفقة عادية للسهم هو سعر الصفقة التي تجاوزت قيمتها 000.15 ريال.

- الأسهم الحرة هي أسهم المتاحة للتداول.

تقوم تداول بصيانة المؤشرات بنهاية كل ربع سنة لمواكبة المستجدات أدناه:

- التغييرات التي تطرأ على عد الأسهم الحرة؛
- إضافة الشركات الجديدة المدرجة في المؤشر والتي أكملت 20 يوم تداول في السوق؛
- استبعاد الشركات المغلقة من التداول.

¹فهد الحويمان، المال والاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الثانية، فهد عبد الله الحويمان الرياض، السعودية، 2006، ص:488

²www.tadawl.com 09/05/2018 à 01h15

المبحث الثالث: تقييم كفاءة أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي

إن الأزمات المالية التي ضربت الأسواق المالية العالمية والعربية جعلت التفكير أكثر جدية بوضع نموذج جديد يأتي محل كفاءة الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، ومن ثم اختبار الكفاءة باختبار عينة من كل سوق الخليجية على حدى لمعرفة مدى كفاءتها عند المستوى الضعيف حيث يستوجب ذلك دراسة سلوك أسعار الشهرية لمؤشر أسعار أسهم المدرجة في كل سوق من الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، والمعبر عنها بالمؤشر العام للسوق، وذلك خلال فترة الدراسة الممتد من 01جانفي 2014 إلى غاية 31 ديسمبر 2017 مما يعطينا 84 مشاهدة شهرية لكل دولة خليجية على حدى، حيث سنتطرق إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: أساليب اختبار كفاءة الأسواق المالية

المطلب الثاني: اختبار التوزيع الطبيعي

المطلب الثالث: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) وفيليبس بارون (PP)

المطلب الرابع: اختبار BDS للاستقلالية

المطلب الخامس: اختبار السير العشوائي باستخدام دالة الارتباط الذاتي

المطلب السادس: اختبار تجانس التباين الشرطي للعوائد (ARCH)

المطلب الأول: أساليب اختبار كفاءة الأسواق المالية

لقد عمد أغلب الاقتصاديين الماليون إلى استخدام عدة أساليب لاختبار كفاءة السوق عند المستوى الضعيف إلا أن أفضل الأساليب المستخدمة لاختبار كفاءة السوق المالية عند المستوى الضعيف هما اختباري جدر الوحدة لديكي فولر الموسع واختبار نسبة التباين لأن نتائجها تكون الأفضل ولا تشترط التوزيع الطبيعي للسلاسل الزمنية، وفيما يلي نتطرق إلى أساليب وخطوات اختبار كفاءة الأسواق المالية:

الفرع الأول: اختبار إحصائية **skewness**:

صيغة هذا الاختبار تكون بالشكل التالي:

$$V_1 = \frac{\left| B_1^{\frac{1}{2}} - 0 \right|}{\sqrt{\frac{6}{n}}}$$

$$B_1^{\frac{1}{2}} \rightarrow N\left(0; \sqrt{\frac{6}{n}}\right) : B_1^{1/2} = \frac{U_3}{U_2^{3/2}}$$

الفرضيات:

H_0 : هناك تناظر طبيعي.

H_1 : ليس هناك تناظر طبيعي.

فإذا كان:

$V_1 > 1.96$ هذا يعني عدم وجود تناظر طبيعي.

$V_1 < 1.96$ هذا يعني وجود تناظر طبيعي.

الفرع الثاني: اختبار إحصائية Kurtosis:

صيغة هذا الاختبار تكون بالشكل التالي:

$$V_2 = \frac{|B_2 - 0|}{\sqrt{\frac{24}{n}}}$$

$$U_k = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^k; B_1^{1/2} = \frac{U_3}{U_2^{1/2}}, B_2 \rightarrow N\left(3; \sqrt{\frac{24}{n}}\right); B_2 = \frac{U_4}{U_2}$$

الفرضيات:

H_0 : هناك تسطح طبيعي

H_1 : ليس هناك تسطح طبيعي

فإذا كان:

$V_2 > 1.96$ هذا يعني عدم وجود تسطح طبيعي.

$V_2 < 1.96$ هذا يعني وجود تسطح طبيعي.

الفرع الثالث: اختبار إحصائية jarque-bera

صيغة هذا الاختبار تكون بالشكل التالي:

$$J - B = \frac{n}{6} \times B_1^{1/2} + \frac{n}{24} \times (B_2 - 3)^2$$

الفرضيات:

H_0 : هناك توزيع طبيعي

H_1 : لا يوجد توزيع طبيعي

فإذا كان:

$$J-B > (1-6)(2) > 1.96X^2 V_2 > \text{هذا يعني أن التوزيع طبيعي.}$$

$$J-B < (1-6)(2) < 1.96X^2 V_2 > \text{هذا يعني أن التوزيع غير طبيعي.}^1$$

الفرع الرابع: اختبار جذر الوحدة

من أجل اختبار سيكون السلاسل الزمنية يتم استخدام اختبار ديكي فولر الموسع واختصار ADF المقترح من قبل granner and engle سنة 1987 والذي يعتمد على ثلاث نماذج:

$$R_t = \alpha_{t-1} + \Sigma_t(\text{عام} \text{ ولا تجاه عام})$$

$$R_t = U + \alpha_{t-1} + \Sigma_t(\text{عام} \text{ وبدون اتجاه عام})$$

$$R_t = U + B(t - T) + \alpha_{t-1} + \Sigma_t(\text{عام} \text{ باتجاه عام})$$

حيث أن:

R_t : عوائد الأسهم في اليوم t.

R_{t-1} : عوائد الأسهم في اليوم السابق t-1.

U: ثابت معامل الانحدار الذاتي.

α : ثابت معامل اتجاه معادلة الانحدار الذاتي.

T: العدد الكلي للمشاهدات.

Σ_t : الخطأ العشوائي.

¹ أحمد بن احمد، النمذجة القياسية للاستهلاك الوطني للطاقة الكهربائية في الجزائر خلال الفترة (1988-2007)، مذكرة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير جامعة الجزائر ن الجزائر، 2008 ص 76-78

ويعتمد اختبار ديكي فولر الموسع على إحصائية t لمعامل معادلة الانحدار الذاتي α من أجل الفرضية التالية:

سلسلة العوائد تحتوي على جذر وحدة وبالتالي هي غير ساكنة أي

$$H_0: \alpha = 0 \text{ (تسير بشكل عشوائي).}$$

سلسلة العوائد لا تحتوي على جذر وحدة وبالتالي هي ساكنة أي

$$H_1: \alpha < 0 \text{ (لا تسير بشكل عشوائي).}$$

في حال قبلت الفرضية الصفرية فإن سلسلة العوائد ستكون غير ساكنة، وذلك يعني أن السلسلة الزمنية المتمثلة بالعوائد (تغيرات الأسعار) تسير بشكل عشوائي، أي أن السوق كفاءة عند المستوى الضعيف. وفي حال تم رفض الفرضية الصفرية فإن سلسلة العوائد ستكون ساكنة وذلك يعني أن السلاسل الزمنية لا تسير بشكل عشوائي أي أن السوق غير كفاءة عند المستوى الضعيف.¹

الفرع الخامس: اختبار الارتباط الذاتي

هذا الاختبار يستخدم لدراسة كفاءة الأسواق المالية في المستوى الضعيف، حيث يهدف لإظهار العلاقة بين المشاهدة الحالية والمشاهدات السابقة، فإذا كانت عوائد الأسهم غير مرتبطة ذاتيا فهذا دليل على أن السلسلة المدروسة تتبع السير العشوائي وعليه فإننا نقبل الفرضية وأن السوق المالي كفاءة عند المستوى الضعيف.

في هذا الإطار يستخدم $liung\text{-}box$ والذي يرمز بـ (OLB) فإذا كانت القيمة الاحتمالية المقابلة لكل قيمة محسوبة (OLB) أصغر من 5% فإنه يتم لفض فرضية عدم القائلة بأن كل معاملات الارتباط مساوية الصفر وبالتالي هناك ارتباط بين المشاهدات المدروسة.

الفرضيات:

$$H_0: \text{معاملات الارتباط الذاتي مساوية للصفر.}$$

¹ سليمان مرصلي، حازم السمان، مرجع سبق ذكره، ص: 162: 163

H_1 : معاملات الارتباط الذاتي تختلف عن الصفر.

فإذا كان:

$stat > 1.96$ هذا يعني أن معاملات الارتباط الذاتي تختلف عن الصفر.

$stat < 1.96$ هذا يعني أن معاملات الارتباط الذاتي مساوية للصفر.

الفرع السادس: اختبار BDS الاستقلالية

يستعمل هذا الاختبار للكشف عن الاستقلالية غير خطية للسلاسل المترابطة خطيا ويعتبر اختبار غير معلمي.

الفرضيات:

H_0 : مشاهدات السلسلة محل الدراسة مستقلة فيما بينها.

H_1 : مشاهدات السلسلة محل الدراسة غير مستقلة فيما بينها.

فإذا كان:

$BDS > 1.96$ هذا يعني أن مشاهدات السلسلة محل الدراسة غير مستقلة فيما بينها.

$BDS < 1.96$ هذا يعني أن مشاهدات السلسلة محل الدراسة مستقلة فيما بينها.¹

الفرع السابع: اختبار نسبة التباين

اقترح اختبار نسبة التباين واختصاره VAR من قبل 1988 Lo and Mackinlay ويعتبر هذا الاختبار مكافئ لقوة اختبار جذر الوحدة ولذلك استخدم بشكل واسع في الدراسات الحديثة التي اختبرت الكفاءة على المستوى الضعيف ويقوم الاختبار على فرضية تباين السلسلة الزمنية التي تسير عشوائيا يزيد بصورة خطية مع

¹ بن العنب، محمد شيخي، الاقتصاد القياسي والمالي و تطبيقاته في الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص:333

الزمن لتحديد إذا كانت سلسلة العوائد تتبع السير العشوائي فإن تباين الفروقات للسلسلة يجب أن يكون مرة من التباين الفروقات الأولى أي أن:

$$Var(R_{i,t} - R_t - q) = q Var(R_{i,t} - R_{t-1})$$

حيث أن:

R_t : العائد في الفترة t .

R_{t-1} : العائد في الفترة $t-1$.

q : أي عدد موجب.

ويمكن صياغة الفرضية التي يتم من خلالها اختبار السير العشوائي على النحو الآتي:

$$H_0: Var(q)=1$$

$$H_1: Var(q) \neq 1$$

حسب (Squalli, 2006)، إذا تم رفض فرضية السير العشوائي وكانت $1 < var(q)$ فإن العوائد ستكون ذات ارتباط متسلسل إيجابي وتكون السوق كفاءة عند المستوى الضعيف، أما إذا كانت $1 > var(q)$ فإن العوائد ستكون ذات ارتباط متسلسل سلبي وعندها تكون السوق غير كفاءة عند المستوى الضعيف.¹

الفرع الثامن: اختبار أثر التباين الشرطي غير المتجانس ARCH

تتميز السلاسل الزمنية بخصائص أساسية وهي متوسط الأخطاء معدوم، تباين عشوائي ثابت مع تغير الزمن واستقلاليتها عند بعضها البعض، لكن لوحظ أن السلاسل المالية تتميز بتباين غير ثابت، يتغير بتغير الزمن، وهو يعبر عنه بالتقلب أو التطاير ويتم اختباره وفق فرضيتين:

¹Squalli, amon-para ,eticassess, ent of leak-for , efficiency in the UAE financial, arlets, appliedfinancialEconomics, 16, 2006,p69

الفرضيات:

H_0 : عوائد المؤشر ذات تباين شرطي متجانس.

H_1 : عوائد المؤشر ذات تباين شرطي غير متجانس.

المطلب الثاني: اختبار التوزيع الطبيعي

إن التوزيع الطبيعي لعوائد الأسهم ذو أهمية كبيرة في نظرية كفاءة أسواق الأوراق المالية فالتوزيع الطبيعي لعوائد الأسهم يعتبر شرطا من شروط السير العشوائي، سنقوم بتطبيق الاختبار المعلمي للتوزيع الطبيعي، وهم Jarque-Bera, Kurtosis, Skewness على مجموع من الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

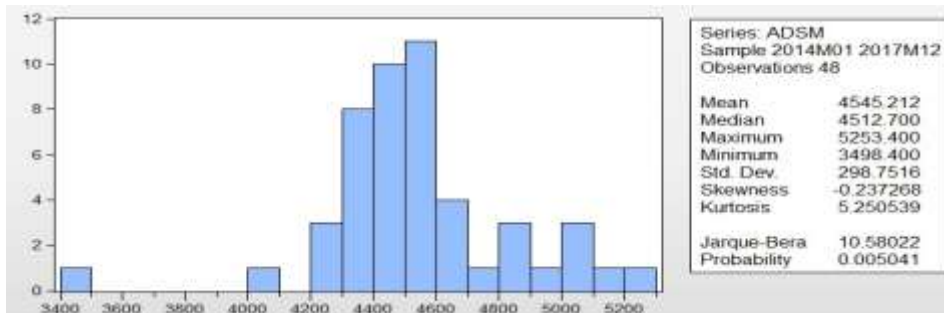
الفرع الأول: سوق الإمارات للأوراق المالية

يحتوي سوق الإمارات للأوراق المالية على سوقين رئيسيين وهما سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي للأوراق المالية، وسنقوم بدراسة كفاءة كل سوق على حدى.

1- سوق أبو ظبي للأوراق المالية:

سنقوم باختبار كفاءة سوق أبو ظبي للأوراق المالية بالاعتماد على برنامج Eviews والشكل البياني التالي يوضح طبيعة عوائد الأسهم لهذا الاختبار.

الشكل رقم (11): اختبارات التوزيع الطبيعي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أن معامل skewness سالب وبالتالي نقبل الفرضية القائلة بأن هناك تناظر طبيعي، ومنه يكون توزيع عوائد مؤشر سوق ابوظبي للأوراق المالية متناظر كذلك بما أن معامل kurtosis أكبر من 5 فإن التوزيع هو توزيع متفلطح التجانف، وإثبات فرضية التناظر والتسطح حسابيا نستعين بالمعادلتين التاليتين:

- اختبار التناظر skewness:

$$V_1 = \frac{|B_1^{\frac{1}{2}} - 0|}{\sqrt{\frac{6}{n}}} = \frac{|-0.327268 - 0|}{\sqrt{\frac{6}{48}}} = 0.92563$$

بما أن $0.92563 < 1.96$ فإننا نقبل الفرضية القائلة بوجود تناظر طبيعي و بالتالي مؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية يتبع السير العشوائي، مما بين لنا كفاءة سوق أبو ظبي عند المستوى الضعيف.

- اختبار التسطح kurtosis:

$$V_2 = \frac{|B_2 - 3|}{\sqrt{\frac{24}{n}}} = \frac{|5.2 < 0 < 39 - 3|}{\sqrt{\frac{24}{48}}} = 1.00789$$

بما أن $1.00789 < 1.96$ فإننا نقبل الفرضية القائلة بوجود تسطح طبيعي.

- اختبار jarque bera:

من خلال هذا الاختبار سوف نتأكد فيما إذا كانت السلسلة تحمل خصائص التوزيع الطبيعي أو لا ويكون ذلك باستخدام إحصائية jarquebera إذا أننا سوف نقوم بحساب إحصائية JB كما يلي:

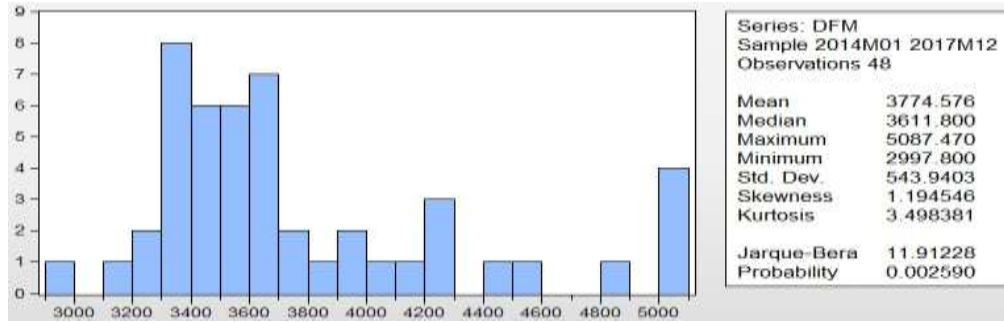
$$J - B = \frac{48}{6} \times (-0.327268) + \frac{48}{24} \times (5.250539 - 3)^2 = 7.51170$$

بما أن $7.51170 > 5.99$ فإننا نقبل فرض البديل القائل بأن التوزيع غير طبيعي أي بما أن إحصائية jarque bera المحسوبة 7.51170 أكبر تماما من القيمة الجدولية لـ $0.05X^2$ والتي تساوي 5.99 فإننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) وبالتالي السلسلة لا تتبع التوزيع الطبيعي وهو ما يثبت فرضية السير الغير العشوائي.

2- سوق دبي للأوراق المالية:

سنقوم باختبار كفاءة سوق أدبي للأوراق المالية بالاعتماد على برنامج Eviews والشكل البياني التالي يوضح طبيعة عوائد الأسهم لهذا الاختبار.

الشكل رقم (12): اختبارات التوزيع الطبيعي لسوق دبي للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أن معامل skewness موجبة وبالتالي نرفض فرضية عدم القائلة بأن هناك تناظر طبيعي، ومنه يكون توزيع سلسلة عوائد مؤشر سوق دبي للأوراق المالية غير متناظرة كذلك بما أن معامل kurtosis أكبر من 3 فإن التوزيع هو توزيع متقلح التجانف، وبالتالي نرفض فرضية التسطح الطبيعي للسلسلة.

ولإثبات فرضية التناظر والتسطح حسابيا نستعين بالمعادلتين التاليتين:

- اختبار skewness:

$$V_1 = \frac{\left| B_1^{\frac{1}{2}} - 0 \right|}{\sqrt{\frac{6}{n}}} = \frac{|1.194546 - 0|}{\sqrt{\frac{6}{48}}} = 3.37868$$

بما أن $3.37868 > 1.96$ فإننا نرفض فرضية عدم القائلة بوجود تناظر طبيعي.

- اختبار التسطح الطبيعي **kurtosis**:

$$V_2 = \frac{|B_2 - 3|}{\sqrt{\frac{24}{n}}} = \frac{|3.498381 - 3|}{\sqrt{\frac{24}{48}}} = -0.74425$$

بما أن $-0.74425 < 1.96$ فإننا نقبل الفرضية القائلة بوجود تسطح طبيعي.

- اختبار **jarque bera**:

سوف نقوم بحساب إحصائية JB كما يلي:

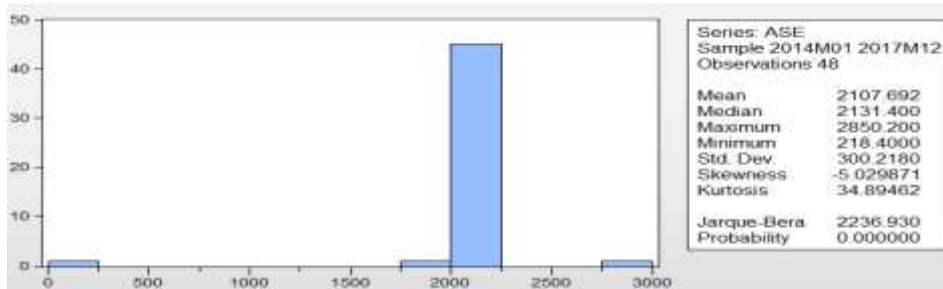
$$J - B = \frac{48}{6} \times 1.194546 + \frac{48}{24} \times (3.498381 - 3)^2 = 11.4429$$

بما أن $11.4429 > 5.99$ فإننا نقبل فرض البديل القائل بأن التوزيع غير طبيعي أي بما أن إحصائية jarque bera المحسوبة 11.4429 أكبر تماماً من القيمة الجدولية لـ $0.05X^2$ و التي تساوي 5.99 فإننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) وبالتالي السلسلة لا تتبع التوزيع الطبيعي وهو ما يثبت فرضية السير الغير العشوائي.

الفرع الثاني: سوق عمان للأوراق المالية

سنقوم باختبار كفاءة سوق عمان للأوراق المالية بالاعتماد على برنامج Eviews والشكل البياني التالي يوضح طبيعة عوائد الأسهم لهذا الاختبار.

الشكل رقم (13): اختبارات التوزيع الطبيعي لسوق عمان للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أن معامل skewness سالب وبالتالي نقبل فرضية القائلة بأن هناك تناظر طبيعي، ومنه يكون توزيع عوائد مؤشر سوق عمان للأوراق المالية متناظرة. كذلك بما أن معامل kurtosis أكبر من 5 فإن التوزيع هو توزيع متفلطح التجانف، ولإثبات فرضية التناظر والتسطح حسابيا نستعين بالمعادلتين التاليتين:

- اختبار skewness:

$$V_1 = \frac{|-5.029871 - 0|}{\sqrt{\frac{6}{48}}} = 14.2260$$

بما أن $14.2260 > 1.96$ فإننا نرفض الفرضية القائلة بوجود تناظر طبيعي.

- اختبار التسطح الطبيعي kurtosis:

$$V_2 = \frac{|34.89462 - 3|}{\sqrt{\frac{24}{48}}} = 30.65197$$

بما أن $30.65197 > 1.96$ فإننا نرفض الفرضية القائلة بوجود تسطح طبيعي.

- اختبار jarque bera:

سوف نقوم بحساب إحصائية JB كما يلي:

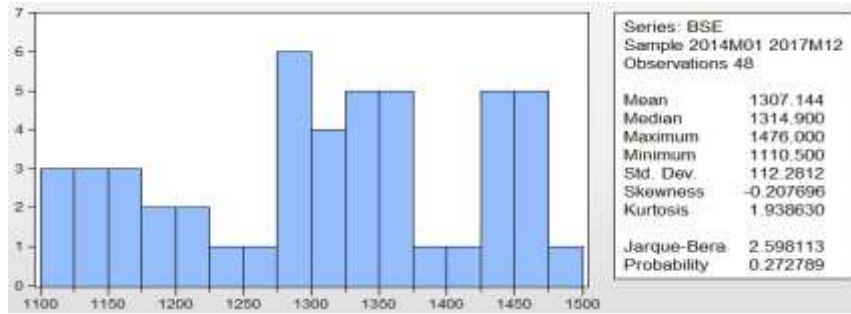
$$J - B = \frac{48}{6} \times (-5.029871) + \frac{48}{24} \times (34.89462 - 3)^2 = 1994.2946$$

بما أن $1994.2946 > 5.99$ فإننا نقبل فرض البديل القائل بأن التوزيع غير طبيعي بما أن إحصائية jarque bera المحسوبة 1994.2946 أكبر تماما من القيمة الجدولية لـ $0.05X^2$ والتي تساوي 5.99 فإننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) وبالتالي السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي وهو ما يثبت السير الغير العشوائي.

الفرع الثالث: سوق البحرين للأوراق المالية

سنقوم باختبار كفاءة سوق البحرين للأوراق المالية بالاعتماد على برنامج Eviews والشكل البياني التالي يوضح طبيعة عوائد الأسهم لهذا الاختبار.

الشكل رقم (14): اختبارات التوزيع الطبيعي لسوق البحرين للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أن معامل skewness سالب وبالتالي نقبل فرضية الفائلة بأن هناك تناظر طبيعي، ومنه يكون توزيع عوائد مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية متناظرة. كذلك بما أن معامل kurtosis أكبر من 3 فإن التوزيع هو توزيع متفطح التجانف، ولإثبات فرضية التناظر والتسطح حسابيا نستعين بالمعادلتين التاليتين:

- اختبار skewness:

$$V_1 = \frac{|-0.207696 - 0|}{\sqrt{\frac{24}{48}}} = 0.5874$$

بما أن $0.5874 < 1.96$ فإننا نقبل الفرضية القائلة بوجود تناظر طبيعي.

- اختبار التسطح الطبيعي kurtosis:

$$V_2 = \frac{|1.938630 - 3|}{\sqrt{\frac{24}{48}}} = -2.30401$$

بما أن $-2.30401 < 1.96$ فإننا نقبل الفرضية القائلة بوجود تسطح طبيعي.

- اختبار jarque bera:

سوف نقوم بحساب إحصائية JB كما يلي:

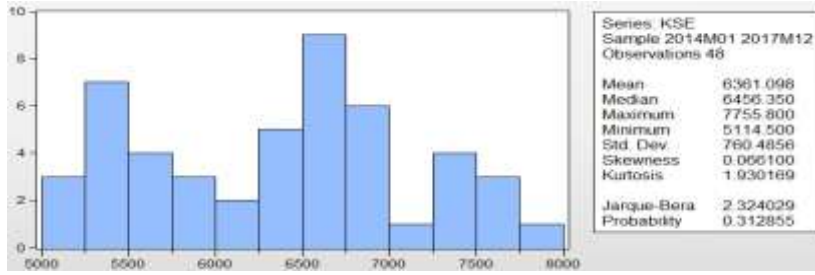
$$J - B = \frac{48}{6} \times (-0.207696) + \frac{48}{24} \times (1.938630 - 3)^2 = 0.5914$$

بما أن $0.5914 < 5.99$ فإننا نقبل الفرضية القائلة بأن التوزيع طبيعي و بما أن إحصائية jarqu ebera المحسوبة 0.5914 أقل تماما من القيمة الجدولية لـ $0.05X^2$ والتي تساوي 5.99 فإننا نرفض الفرضية البديلة (H_1) ونقبل (H_0) وبالتالي السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي وهذا ما يثبت فرضية السير العشوائي.

الفرع الرابع: سوق الكويت للأوراق المالية

سنقوم باختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية بالاعتماد على برنامج Eviews والشكل البياني التالي يوضح طبيعة عوائد الأسهم لهذا الاختبار.

الشكل رقم (15): اختبارات التوزيع الطبيعي لسوق الكويت للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أن معامل skewness موجب وبالتالي نرفض فرضية عدم القائلة بأن هناك تناظر طبيعي، ومنه يكون توزيع سلسلة عوائد مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية غير متناظر. كذلك بما أن معامل kurtosis أقل من 5 فإن التوزيع هو توزيع غير منقطع التجانف، ولإثبات فرضية التناظر والتسطح حسابياً نستعين بالمعادلتين التاليتين:

- اختبار skewness:

$$V_1 = \frac{|0.066100 - 0|}{\sqrt{\frac{24}{48}}} = 0.18695$$

بما أن $0.18695 < 1.96$ فإننا نقبل الفرضية القائلة بوجود تناظر طبيعي.

- اختبار التسطح الطبيعي kurtosis:

$$V_2 = \frac{|1.930169 - 3|}{\sqrt{\frac{24}{48}}} = -2.3124$$

بما أن $-2.30401 < 1.96$ فإننا نقبل الفرضية القائلة بوجود تسطح طبيعي.

- اختبار jarque bera:

سوف نقوم بحساب إحصائية JB كما يلي:

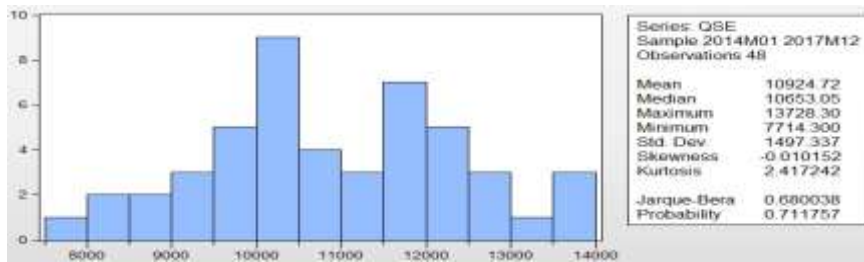
$$J - B = \frac{48}{6} \times 0.066100 + \frac{48}{24} \times (1.930169 - 3)^2 = 2.8178$$

بما أن $2.8178 < 5.99$ فإننا نقبل الفرضية القائلة بأن التوزيع طبيعي وبما أن إحصائية jarque bera المحسوبة 2.8178 أقل من القيمة الجدولية لـ $0.05X^2$ والتي تساوي 5.99 فإننا نرفض الفرضية البديلة (H_1) ونقبل (H_0) وبالتالي السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي وهذا ما يثبت فرضية السير العشوائي.

الفرع الخامس: سوق قطر للأوراق المالية

سنقوم باختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية بالاعتماد على برنامج Eviews والشكل البياني التالي يوضح طبيعة عوائد الأسهم لهذا الاختبار.

الشكل رقم (16): اختبارات التوزيع الطبيعي لسوق قطر للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أن معامل skewness سالب وبالتالي نرفض الفرضية القائلة بأن هناك تناظر طبيعي، ومنه يكون توزيع عوائد مؤشر سوق قطر للأوراق المالية غير متناظرة. كذلك بما أن معامل kurtosis أقل من 5 فإن التوزيع هو توزيع غير متقلطح التجانف، ولإثبات فرضية التناظر والتسطح حسابيا نستعين بالمعادلتين التاليتين:

- اختبار skewness:

$$V_1 = \frac{|-0.010152 - 0|}{\sqrt{\frac{24}{48}}} = 0.02810$$

بما أن $0.0280 < 1.96$ فإننا نقبل الفرضية القائلة بوجود تناظر طبيعي.

- اختبار التسطح الطبيعي kurtosis:

$$V_2 = \frac{|2.417242 - 3|}{\sqrt{\frac{24}{48}}} = 1.82539$$

بما أن $1.82539 < 1.96$ فإننا نقبل الفرضية القائلة بوجود تسطح طبيعي.

- اختبار jarque bera:

سوف نقوم بحساب إحصائية JB كما يلي:

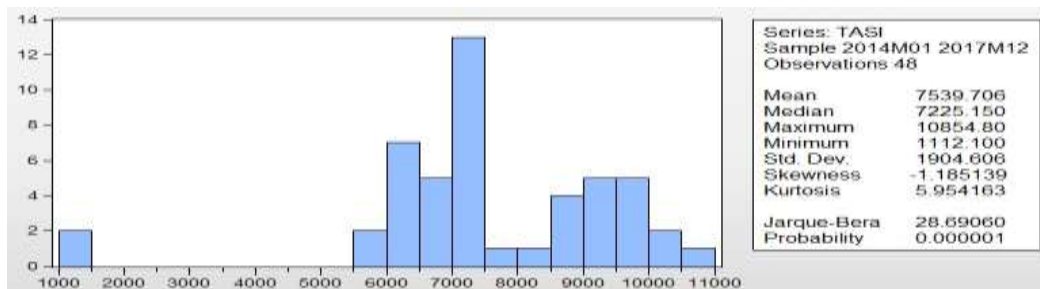
$$J - B = \frac{48}{6} \times (0.010152) + \frac{48}{24} \times (2.417242 - 3)^2 = 0.5979$$

بما أن $0.5979 < 5.99$ فإننا نقبل الفرضية القائلة بأن التوزيع طبيعي وبما أن إحصائية jarque bera المحسوبة 0.5979 أقل من القيمة الجدولية لـ $0.05X^2$ والتي تساوي 5.99 فإننا نرفض (H_1) ونقبل (H_0) القائلة بان هناك توزيع طبيعي وبالتالي السلسلة تتبع السير عشوائي.

الفرع السادس: سوق السعودية للأوراق المالية

سنقوم باختبار كفاءة سوق السعودية للأوراق المالية بالاعتماد على برنامج Eviews والشكل البياني التالي يوضح طبيعة عوائد الأسهم لهذا الاختبار.

الشكل رقم (17): اختبارات التوزيع الطبيعيالسعودية للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أن معامل skewness سالب وبالتالي نقبل فرضية العدم القائلة بأن هناك تناظر طبيعي، ومنه يكون توزيع عوائد مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية متناظر. كذلك بما أن معامل kurtosis أكبر من 5 فإن التوزيع هو توزيع متقلطح التجانف، وإثبات فرضية التناظر والتسطح حسابيا نستعين بالمعادلتين التاليتين:

- اختبار skewness:

$$V_1 = \frac{|-1.185139 - 0|}{\sqrt{\frac{6}{48}}} = 3.3520$$

بما أن $3.3520 > 1.96$ فإننا نرفض الفرضية القائلة بوجود تناظر طبيعي.

- اختبار التسطح الطبيعي kurtosis

$$V_2 = \frac{|5.954163 - 3|}{\sqrt{\frac{24}{48}}} = 1.7115$$

بما أن $1.7115 < 1.96$ فإننا نقبل الفرضية القائلة بوجود تسطح طبيعي.

- اختبار jarque bera:

سوف نقوم بحساب إحصائية JB كما يلي:

$$J - B = \frac{48}{6} \times (-1.185139) + \frac{48}{24} \times (5.954163 - 3)^2 = 7.973046$$

بما أن $7.97304 > 5.99$ فإننا نقبل فرض البديل القائلة بأن التوزيع غير طبيعي و بما أن إحصائية jarque bera المحسوبة 7.973 أكبر تماما من القيمة الجدولية لـ $0.05X^2$ والتي تساوي 5.99 فإننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) وبالتالي السلسلة تتبع التوزيع غير الطبيعي وهذا ما يثبت فرضية السير الغير العشوائي.

المطلب الثالث: اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) وفيليبس بارون (PP)

سنقوم بإجراء اختبارات كل من ديكي فولر وفيليبس بارون على مدى من أجل معرفة الأسواق المالية التي تتميز بالكفاءة عند المستوى الضعيف من غيرها كالتالي:

1- اختبار ديكي-فولر ADF

يتم استخدام اختبار جذر الوحدة للتعرف على درجة تكامل السلسلة الزمنية للمتغيرات الاقتصادية محل الدراسة لمعرفة ما إذا كانت المتغيرات مستقرة أم لا وسوف تعتمد هذه الدراسة على اختبار فرضية العدم ديكي فولر الموسع القائلة بوجود جذر الوحدة أي عدم استقرار السلاسل الزمنية.

الفرع الأول: سوق الإمارات للأوراق المالية

يحتوي سوق الإمارات للأوراق المالية على سوقين رئيسيان وهما سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي للأوراق المالية وسوق نختر كل سوق على حدى.

1- سوق أبو ظبي للأوراق المالية:

نتائج اختبارات جذر الوحدة لسلسلة مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية، أبرزت بأن سلسلة مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية غير ساكنة إذا كانت الإحصائية المحتسبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم الحرجة عند جميع المستويات (1 % 5 % و 10%) وهذه النتيجة تعني رفض الفرضية البديلة للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق أبو ظبي للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

والجدول رقم(07) يوضح نتائج اختبار جذر الوحدة لسلسلة مؤشر السوق أبوظبي للأوراق المالية:

الجدول رقم (07): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر (ADF) لسلسلة العوائد الشهرية لسوق

أبوظبي للأوراق المالية

Prob	None	Prob	Tren and intercept	Prob	Interept		ADF	خصائص المتغيرات
0.3528	0.826043	0.05	-3,507434	0.3789	-1.794121	I	0	ADSM

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج 8 EViews

2- سوق دبي للأوراق المالية:

نتائج اختبارات جذر الوحدة لسلسلة مؤشر سوق دبي للأوراق المالية، أبرزت بأن سلسلة مؤشر سوق دبي للأوراق المالية غير ساكنة إذا كانت الإحصائيات المحتسبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم الحرجة عند جميع المستويات (1% و 5% و 10%) وهذه النتيجة تعني رفض الفرضية البديلة للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق دبي للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

والجدول رقم (08) يوضح نتائج اختبار جذر الوحدة لسلسلة مؤشر سوق دبي للأوراق المالية:

الجدول رقم (08): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر (ADF) لسلسلة العوائد الشهرية لسوق دبي للأوراق المالية:

Prob	None	Prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		ADF	خصائص المتغيرات
0.1104	1.560191	0.00938	3.215682	0.2787	2.017184	I	0	DFM

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

الفرع الثاني: سوق عمان للأوراق المالية

نتائج اختبارات جذر الوحدة لسلسلة مؤشر سوق عمان للأوراق المالية، أبرزت بأن سلسلة مؤشر سوق عمان للأوراق المالية غير ساكنة إذا كانت الإحصائية المحتسبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم الحرجة عند المستوى 10% وهذه النتيجة تعني رفض الفرضية الصفرية للسير العشوائي وهذا دليل على عدم كفاءة سوق عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

والجدول رقم (09) يوضح نتائج اختبار جذر الوحدة لسلسلة مؤشر سوق عمان للأوراق المالية:

الجدول رقم(09):نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر (ADF) لسلسلة العوائد الشهرية لسوق عمان للأوراق المالية:

Prob	None	Prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		ADF	خصائص المتغيرات
0.5684	0.309940	0.000	6.246561	0.000	6.315904	I	0	ASE

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

الفرع الثالث: سوق البحرين للأوراق المالية

نتائج اختبارات جذر الوحدة لسلسلة مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية، أبرزت بأن سلسلة مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية غير ساكنة إذا كانت الإحصائية المحتسبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم الحرجة عند جميع المستويات (1 % 5 % و10%) وهذه النتيجة تعني رفض الفرضية البديلة للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق البحرين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

والجدول رقم (10) يوضح نتائج اختبار جذر الوحدة لسلسلة مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية:

الجدول رقم(10): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر (ADF) لسلسلة العوائد الشهرية لسوق البحرين للأوراق المالية

Prob	None	Prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		ADF	خصائص المتغيرات
0.5718	0.301073	0.9285	1.036668	0.5911	1.364958	I	0	BSE

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

الفرع الرابع: سوق الكويت للأوراق المالية

نتائج اختبارات جذر الوحدة لسلسلة مؤشر سوق البحرينيين للأوراق المالية أبرزت بأن سلسلة مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية غير ساكنة إذ الإحصائيات المحتسبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم الحرجة عند جميع

المستويات (1% 5% 10%) وهذه النتيجة تعني رفض الفرضية البديلة للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

والجدول رقم(11) يوضح نتائج اختبار جذر الوحدة لسلسلة مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية:

الجدول رقم(11): نتائج اختبار الوحدة لديكي فولر (ADF) سلسلة العوائد الشهرية لسوق الكويت للأوراق المالية:

Prob	None	Prob	Trend and intarce pt	Prob	Intercept		ADF	خصائص المتغيرات
0.2403	1.105359	0.8552	1.376115	0.3291	1.900932	t	0	KSE

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

الفرع الخامس: سوق قطر للأوراق المالية

نتائج اختبار جذر الوحدة لسلسلة مؤشر سوق قطر للأوراق المالية أبرزت بأن سلسلة مؤشر سوق قطر للأوراق المالية غير ساكنة، إذ كانت الإحصائية المحتسبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم الحرجة عند جميع المستويات (1% 5% 10%) وهذه النتيجة تعني رفض الفرضية البديلة للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق قطر لأوراق المالية عند المستوى الضعيف. والجدول رقم(12) يوضح نتائج اختبار جذر الوحدة قطر للأوراق المالية:

الجدول رقم(12): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر ADF لسلسلة العوائد الشهرية لسوق قطر للأوراق

المالية

Prob	None	prob	Trend and intarce pt	Prob	Intercept		ADF	خصائص المتغيرات
0.3988	0.721430	0.0227	3.843289	0.7197	1.070822	I	0	QSE

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

الفرع السادس: سوق السعودية للأوراق المالية

نتائج اختبارات جذر الوحدة لسلسلة مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية، أبرز أن سلسلة مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية غير ساكنة إذ كانت الإحصائية المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل من القيمة الحرجة عند جميع المستويات (1% 5% و 10%) وهذه النتيجة تعني رفض الفرضية الصفرية للسير العشوائي وهذا دليل على عدم كفاءة سوق السعودية للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

والجدول رقم (13) يوضح نتائج اختبار جذر الوحدة لسلسلة مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية.

الجدول رقم (13): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر (DAF) سلسلة العوائد الشهرية لسوق السعودية للأوراق المالية

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		ADF	خصائص المتغيرات
0.1828	1.277799	0.000	6.114202	0.0014	4.277674	I	0	TASI

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على برنامج Eviews8

2- اختبار فيليبس بارون (PP)

يتم استخدام اختبار آخر لأول فحص وجود جذر الوحدة في السلسلة الزمنية وهو إحصاء فيليبس بارون إذا أنه يختلف عن ديكي - فولر الموسع بأنه يأخذ بعين الاعتبار التباينات غير المتجانسة عن طرق تصحيح غير معلمي الإحصاء ديكي فولر حيث قام كل من فيليبس بارون 1988 بتقدير التباين طول الأجل والمستخرج من خلال التباينات المشتركة لبواقي نماذج القاعدية ديكي فولر.

الفرع الأول: سوق الإمارات للأوراق المالية

يحتوي سوق الإمارات للأوراق المالية على سوقين أساسيين هما سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي للأوراق المالية وستقوم بدراسة كل سوق على حدى.

1- سوق أبو ظبي للأوراق المالية:

نتائج الجدول رقم (14) تشير إلى أن قيم اختبار (PP) لسلسلة مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية، عند جميع مستويات المعنوية (01% 05% 10%) كانت جميع قيم إحصائية الاختبار أقل من القيم الحرجة للاختبار عند كل المستويات المعنوية وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق أبو ظبي للأوراق المالية عند المستوى الضعيف. ظهور جذر الوحدة يدعم فرضية كفاءة السوق عند المستوى الضعيف، حيث أن ظهوره هو شرط ضروري، ولكنه غير كافي للسير العشوائي ولذلك فإن هناك حاجة إلى إجراء اختبار أكثر تحديدا للتنبؤ بالعوائد.

الجدول رقم (14): نتائج اختبار فيليبس بارون (PP) لجذر الوحدة لسلسلة العوائد الشهرية لسوق أبو ظبي للأوراق المالية

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		PP	خصائص المتغيرات
0.3029	0.943814	0.0456	3.549419	0.5510	1.447604	I	T(0)	ADSM

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على برنامج Eviews8

2- سوق دبي للأوراق المالية:

نتائج الجدول رقم (15) تشير إلى أن قيم اختبار (PP) لسلسلة مؤشر سوق دبي للأوراق المالية، عند جميع مستويات المعنوية (01% 05% 10%) كانت جميع قيم إحصائية الاختبار أقل من القيم الحرجة للاختبار عند كل المستويات المعنوية وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق دبي للأوراق المالية عند المستوى الضعيف. ظهور جذر الوحدة يدعم فرضية كفاءة السوق عند المستوى الضعيف، حيث أن ظهوره هو شرط ضروري، ولكنه غير كافي للسير العشوائي ولذلك فإن هناك حاجة إلى إجراء اختبار أكثر تحديدا للتنبؤ بالعوائد.

الجدول رقم (15): نتائج اختبار فيليبس بارون (PP) لجذر الوحدة لسلسلة العوائد الشهرية لسوق دبي للأوراق المالية.

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		PP	خصائص المتغيرات
0.5194	0.437749	0.0730	3.35848	0.3051	1.955154	I	0	DFM

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على برنامج Eviews8

الفرع الثاني: سوق عمان للأوراق المالية

نتائج الجدول رقم (16) تشير إلى أن قيم اختبار (PP) لسلسلة مؤشر سوق عمان للأوراق المالية، عند جميع مستويات المعنوية (01% 05% 10%) كانت جميع قيم إحصائية الاختبار أكبر من القيم الحرجة للاختبار عند كل المستويات المعنوية وهذه النتيجة تعني رفض الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم هذه الفرضية أن سوق عمان للأوراق المالية ليست كفاءة عند المستوى الضعيف.

الجدول رقم (16): نتائج اختبار فيليبس بارون (PP) لجذر الوحدة لسلسلة العوائد الشهرية لسوق عمان للأوراق المالية.

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		PP	خصائص المتغيرات
0.5486	0.362767	0.0000	6.245733-	0.0000	6.315270	I	0	ASE

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على برنامج Eviews8

الفرع الثالث: سوق البحرين للأوراق المالية:

نتائج الجدول رقم (17) تشير إلى أن قيم اختبار (PP) لسلسلة مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية، عند جميع مستويات المعنوية (01% 05% 10%) كانت جميع قيم إحصائية الاختبار أقل من القيم الحرجة للاختبار عند كل المستويات المعنوية و هذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق البحرين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف. ظهور جذر الوحدة يدعم فرضية كفاءة السوق عند

المستوى الضعيف، حيث أن ظهوره هو شرط ضروري، ولكنه غير كافي للسير العشوائي ولذلك فإن هناك حاجة إلى إجراء اختبار أكثر تحديدا للتنبؤ بالعوائد.

الجدول رقم (17): نتائج اختبار فيليبس بارون (PP) لجذر الوحدة لسلسلة العوائد الشهرية لسوق البحرين للأوراق المالية.

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		PP	خصائص المتغيرات
0.6806	0.009018	0.7905	-1.568140	0.6021	1.342312	I	0	BSE

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على برنامج Eviews8

الفرع الرابع: سوق الكويت للأوراق المالية

نتائج الجدول رقم (18) تشير إلى أن قيم اختبار (PP) لسلسلة مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية، عند جميع مستويات المعنوية (01% 05% 10%) كانت جميع قيم إحصائية الاختبار أقل من القيم الحرجة للاختبار عند كل المستويات المعنوية وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف. ظهور جذر الوحدة يدعم فرضية كفاءة السوق عند المستوى الضعيف، حيث أن ظهوره هو شرط ضروري، ولكنه غير كافي للسير العشوائي ولذلك فإن هناك حاجة إلى إجراء اختبار أكثر تحديدا للتنبؤ بالعوائد.

الجدول رقم (18): نتائج اختبار فيليبس بارون (PP) لجذر الوحدة لسلسلة العوائد الشهرية لسوق الكويت للأوراق المالية.

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		PP	خصائص المتغيرات
0.3474	0.838427	0.0227	-3.843289	0.7823	-0.891737	I	0	KSE

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على برنامج Eviews8

الفرع الخامس: سوق قطر للأوراق المالية

نتائج الجدول رقم (19) تشير إلى أن قيم اختبار (PP) لسلسلة مؤشر سوق قطر للأوراق المالية، عند جميع مستويات المعنوية (01% 05% 10%) كانت جميع قيم إحصائية الاختبار أقل من القيم الحرجة للاختبار عند كل المستويات المعنوية وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق قطر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف. ظهور جذر الوحدة يدعم فرضية كفاءة السوق عند المستوى الضعيف، حيث أن ظهوره هو شرط ضروري، ولكنه غير كافي للسير العشوائي ولذلك فإن هناك حاجة إلى إجراء اختبار أكثر تحديدا للتنبؤ بالعوائد.

الجدول رقم (19): نتائج اختبار فيليبس بارون (PP) لجذر الوحدة لسلسلة العوائد الشهرية لسوق قطر للأوراق المالية.

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		PP	خصائص المتغيرات
0.3474	0.838427	0.0227	-3.843289	0.7823	-0.891737	I	0	QSE

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على برنامج Eviews8

الفرع السادس: سوق السعودية للأوراق المالية

نتائج الجدول رقم (20) تشير إلى أن قيم اختبار (PP) لسلسلة مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية، عند جميع مستويات المعنوية (01% 05% 10%) كانت جميع قيم إحصائية الاختبار أقل من القيم الحرجة للاختبار عند كل المستويات المعنوية و هذه النتيجة تعني رفض الفرضية الصفرية للسير العشوائي وهذا دليل على عدم كفاءة سوق السعودية للأوراق المالية عند المستوى الضعيف. ظهور جذر الوحدة يدعم فرضية كفاءة السوق عند المستوى الضعيف، حيث أن ظهوره هو شرط ضروري، ولكنه غير كافي للسير العشوائي ولذلك فإن هناك حاجة إلى إجراء اختبار أكثر تحديدا للتنبؤ بالعوائد.

الجدول رقم (20): نتائج اختبار فيليبس بارون (PP) لجذر الوحدة لسلسلة العوائد الشهرية لسوق السعودية للأوراق المالية.

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		PP	خصائص المتغيرات
0.2297	1.134956	0.000	-6.139039	0.0009	-4.434503	I	0	TASI

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

المطلب الرابع: اختبار BDS للاستقلالية

إذا كانت إحصائية BDS أكبر تماما من القيمة الحرجة للتوزيع الطبيعي، عند مستوى معنوية فإننا نرفض فرضية الاستقلالية H_0 ومنه تكون السلسلة ذات الارتباط المستقل.

الفرع الأول: سوق الإمارات للأوراق المالية

يحتوي سوق الإمارات على سوقين رئيسيان هما سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي للأوراق المالية وسنقوم باختبار كل سوق على حدى.

1- سوق أبو ظبي للأوراق المالية:

الجدول الآتي يبين نتائج الاختبار للسلسلة محل الدراسة:

الشكل رقم (18): نتائج اختبار BDS لسلسلة سوق أبو ظبي للأوراق المالية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.040521	0.014185	2.856449	0.0043
3	0.128926	0.022988	5.608970	0.0000
4	0.190397	0.027919	6.819746	0.0000
5	0.225481	0.029690	7.594399	0.0000
6	0.244985	0.029224	8.383061	0.0000

Dimension	C(m,n)	s(m,n)	C(1,n-(m-1))	s(1,n-(m-1))	s(1,n-(m-1))^k
2	627.0000	0.580019	794.0000	0.734505	0.539499
3	540.0000	0.521739	758.0000	0.732367	0.392814
4	467.0000	0.471717	721.0000	0.728283	0.281320
5	403.0000	0.428004	686.0000	0.725199	0.200823
6	348.0000	0.385382	651.0000	0.720930	0.140398

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال نتائج اختبار BDS على سلسلة مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية نلاحظ أن السلسلة لا تتميز بارتباط غير خطي قوي باعتبار أنه من أجل البعد Dimension $m = 2, 3, 4, \dots, 6$ إحصائية BDS أصغر تماما من القيمة الجدولية للتوزيع الطبيعي 1.96 عند مستوى معنوي 5% بمعنى أن سلسلة مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية مستقلة وغير متماثلة التوزيع، أي أننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بأن سلسلة مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية مستقلة فيما بينها خلال فترة الدراسة، ونرفض الفرضية البديلة القائلة بأن سلسلة مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية غير مستقلة فيما بينها خلال فترة الدراسة.

وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق أبو ظبي للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

2- سوق دبي للأوراق المالية:

بعد إجراء اختبار BDS حصلنا على النتائج للسلسلة محل الدراسة:

الشكل رقم (19): نتائج اختبار BDS لسلسلة سوق دبي للأوراق المالية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.109981	0.013875	7.928530	0.0000
3	0.203010	0.022451	9.042488	0.0000
4	0.275482	0.027230	10.11899	0.0000
5	0.319794	0.028916	11.05951	0.0000
6	0.343510	0.028420	12.08704	0.0000

Raw epsilon	789.8603	V-Statistic	0.709201
Pairs within epsilon	1834.000	V-Statistic	0.550528
Triples within epsilon	60884.00		

Dimension	$C(m,n)$	$c(m,n)$	$C(1,n-(m-1))$	$c(1,n-(m-1))$	$c(1,n-(m-1))^k$
2	649.0000	0.600370	757.0000	0.700278	0.490389
3	560.0000	0.541063	721.0000	0.696618	0.338053
4	497.0000	0.502020	693.0000	0.689899	0.226539
5	443.0000	0.469288	648.0000	0.682876	0.149493
6	396.0000	0.438538	610.0000	0.675526	0.095028

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال نتائج اختبار BDS على سلسلة مؤشر سوق دبي للأوراق المالية نلاحظ أن السلسلة لا تتميز بارتباط غير خطي قوي باعتبار أنه من أجل البعد Dimension $m = 4, 3, 2, \dots, 6$ إحصائية BDS أصغر تماما من القيمة الجدولية للتوزيع الطبيعي 1.96 عند مستوى معنوي 5% بمعنى أن سلسلة مؤشر سوق دبي للأوراق المالية مستقلة وغير متماثلة التوزيع، أي أننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بأن سلسلة مؤشر سوق دبي للأوراق المالية مستقلة فيما بينها خلال فترة الدراسة.

وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق دبي للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

الفرع الثاني: سوق عمان للأوراق المالية

بعد إجراء اختبار BDS حصلنا على النتائج التالية:

الشكل رقم (20): نتائج اختبار BDS لسلسلة مؤشر سوق عمان للأوراق المالية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	Z-Statistic	Prob.
2	-0.000885	0.005465	-0.162054	0.8713
3	-0.002590	0.011873	-0.226594	0.8207
4	-0.005444	0.019313	-0.281082	0.7780
5	-0.009172	0.027491	-0.333548	0.7386
6	-0.013895	0.036207	-0.382372	0.7011

Raw epsilon	1315.900	V-Statistic	0.959201
Pairs within epsilon	2210.000	V-Statistic	0.938802
Triples within epsilon	103824.0		

Dimension	$G(m,n)$	$g(m,n)$	$G(1,n-(m-1))$	$g(1,n-(m-1))$	$G(1,n-(m-1))^2$
2	990.0000	0.915819	1035.000	0.957447	0.916704
3	903.0000	0.872464	990.0000	0.956529	0.875154
4	820.0000	0.828283	946.0000	0.955556	0.833727
5	741.0000	0.783298	903.0000	0.954545	0.782470
6	666.0000	0.737542	861.0000	0.953488	0.761437

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال نتائج اختبار BDS على سلسلة مؤشر سوق عمان للأوراق المالية نلاحظ أن السلسلة لا تتميز بارتباط غير خطي قوي باعتبار أنه من أجل البعد Dimension $m = 4, 3, 2, \dots, 6$ إحصائية BDS أصغر تماما من القيمة الجدولية للتوزيع الطبيعي 1.96 عند مستوى معنوي 5% بمعنى أن سلسلة مؤشر سوق عمان للأوراق المالية غير مستقلة وغير متماثلة التوزيع، أي أننا نقبل الفرضية البديلة القائلة بأن سلسلة مؤشر سوق عمان للأوراق المالية غير مستقلة فيما بينها خلال فترة الدراسة.

وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية البديلة للسير العشوائي وهذا دليل على عدم كفاءة سوق عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

الفرع الثالث: سوق البحرين للأوراق المالية

بعد إجراء BDS للسلسلة محل الدراسة حصلنا على النتائج التالية:

الشكل رقم (21): نتائج اختبار BDS لسلسلة مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	Z-Statistic	Prob.
2	0.151979	0.005556	23.14506	0.0000
3	0.358722	0.010598	24.41169	0.0000
4	0.320254	0.012812	24.98560	0.0000
5	0.352126	0.013557	26.04878	0.0000
6	0.363620	0.013273	27.39530	0.0000

Raw epsilon	173.9221	V-Statistic	0.710938
Pairs within epsilon	1638.000	V-Statistic	0.527941
Triples within epsilon	58355.00		

Dimension	$\hat{C}(m,n)$	$\hat{c}(m,n)$	$\hat{C}(1,n-(m-1))$	$\hat{c}(1,n-(m-1))$	$\hat{c}(1,n-(m-1))^k$
2	693.0000	0.641073	756.0000	0.699352	0.489094
3	609.0000	0.568406	715.0000	0.690621	0.329663
4	531.0000	0.538364	675.0000	0.681818	0.216110
5	464.0000	0.490486	626.0000	0.672304	0.137250
6	403.0000	0.446290	596.0000	0.666022	0.082671

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال نتائج اختبار BDS على سلسلة مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية نلاحظ أن السلسلة لا تتميز بارتباط غير خطي قوي باعتبار أنه من أجل البعد Dimension 6, 5, 4, 3, 2, 1, 0 إحصائية BDS أصغر تماما من القيمة الجدولية للتوزيع الطبيعي 1.96 عند مستوى معنوي 5% بمعنى أن سلسلة مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية مستقلة وغير متماثلة التوزيع، أي أننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بأن سلسلة مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية مستقلة فيما بينها خلال فترة الدراسة.

وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق البحرين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

الفرع الرابع: سوق الكويت للأوراق المالية

بعد إجراء BDS للسلسلة محل الدراسة حصلنا على النتائج التالية:

الشكل رقم (22): نتائج اختبار BDS لسلسلة مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.168804	0.006181	27.30909	0.0000
3	0.279839	0.009974	28.05643	0.0000
4	0.352353	0.012054	29.23070	0.0000
5	0.390075	0.012750	30.59298	0.0000
6	0.401651	0.012480	32.18449	0.0000

Raw epsilon	1179.110	V-Statistic	0.710938
Pairs within epsilon	1638.000	V-Statistic	0.526620
Triples within epsilon	58240.00		

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))*k
2	707.0000	0.654024	753.0000	0.696577	0.485220
3	628.0000	0.605763	713.0000	0.688889	0.326925
4	559.0000	0.554646	672.0000	0.678788	0.212293
5	501.0000	0.529598	638.0000	0.674419	0.139524
6	446.0000	0.493909	607.0000	0.672204	0.092258

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال نتائج اختبار BDS على سلسلة مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية نلاحظ أن السلسلة لا تتميز بارتباط غير خطي قوي باعتبار أنه من أجل البعد Dimension $m = 4, 3, 2, \dots, 6$ إحصائية BDS أصغر تماما من القيمة الجدولية للتوزيع الطبيعي 1.96 عند مستوى معنوي 5% بمعنى أن سلسلة مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية مستقلة وغير متماثلة التوزيع، أي أننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بأن سلسلة مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية مستقلة فيما بينها خلال فترة الدراسة. وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

الفرع الخامس: سوق قطر للأوراق المالية

بعد إجراء BDS للسلسلة محل الدراسة حصلنا على النتائج التالية:

الشكل رقم (23): نتائج اختبار BDS لسلسلة مؤشر سوق قطر للأوراق المالية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.114903	0.007670	14.98059	0.0000
3	0.184779	0.012314	15.00542	0.0000
4	0.219147	0.014810	14.79770	0.0000
5	0.249495	0.015589	16.00431	0.0000
6	0.272627	0.015185	17.96636	0.0000

Raw epsilon	2213.519	V-Statistic	0.706597
Pairs within epsilon	1628.000	V-Statistic	0.525571
Triples within epsilon	59124.00		

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))*k
2	667.0000	0.617021	766.0000	0.708603	0.602118
3	593.0000	0.672947	755.0000	0.729469	0.388168
4	526.0000	0.631313	740.0000	0.747475	0.312188
5	481.0000	0.608457	722.0000	0.753214	0.258959
6	444.0000	0.491694	701.0000	0.776301	0.218868

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال نتائج اختبار BDS على سلسلة مؤشر سوق قطر للأوراق المالية نلاحظ أن السلسلة لا تتميز بارتباط غير خطي قوي باعتبار أنه من أجل البعد Dimension $m = 4, 3, 2, \dots, 6$ إحصائية BDS أصغر تماما من القيمة الجدولية للتوزيع الطبيعي 1.96 عند مستوى معنوي 5% بمعنى أن سلسلة مؤشر سوق قطر للأوراق المالية مستقلة وغير متماثلة التوزيع، أي أننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بأن سلسلة مؤشر سوق قطر للأوراق المالية مستقلة فيما بينها خلال فترة الدراسة. وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق قطر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

الفرع الثاني: سوق السعودية للأوراق المالية

بعد إجراء BDS للسلسلة محل الدراسة حصلنا على النتائج التالية:

الشكل رقم (24): نتائج اختبار BDS لسلسلة مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.079090	0.011712	6.752850	0.0000
3	0.160693	0.018786	8.553658	0.0000
4	0.211254	0.022583	9.354482	0.0000
5	0.251487	0.023788	10.58084	0.0000
6	0.273347	0.023147	11.80910	0.0000

Raw epsilon	2558.013	V-Statistic	0.703993
Pairs within epsilon	1622.000	V-Statistic	0.535753
Triples within epsilon	59250.00		

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	C(1,n-(m-1))^k
2	657.0000	0.607771	785.0000	0.727105	0.528681
3	557.0000	0.538164	748.0000	0.722705	0.377471
4	474.0000	0.478788	712.0000	0.719192	0.267534
5	409.0000	0.432347	672.0000	0.710359	0.180880
6	355.0000	0.383134	634.0000	0.702104	0.119787

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال نتائج اختبار BDS على سلسلة مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية نلاحظ أن السلسلة لا تتميز بارتباط غير خطي قوي باعتبار أنه من أجل البعد Dimension $m = 4, 3, 2, \dots, 6$ إحصائية BDS أصغر تماما من القيمة الجدولية للتوزيع الطبيعي 1.96 عند مستوى معنوي 5% بمعنى أن سلسلة مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية مستقلة وغير متماثلة التوزيع، أي أننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بأن سلسلة مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية مستقلة فيما بينها خلال فترة الدراسة. وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق السعودية للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

المطلب الخامس: اختبار السير العشوائي باستخدام دالة الارتباط الذاتي

تكون السلسلة مستقرة إذا كانت معاملات دالة الارتباط الذاتي معدومة أي تقع داخل مجال ثقته من أجل كل قيمة لK أكبر من صفر ويمكن من خلال الإشكال الآتي إبراز دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئية لسلسلة الدراسة

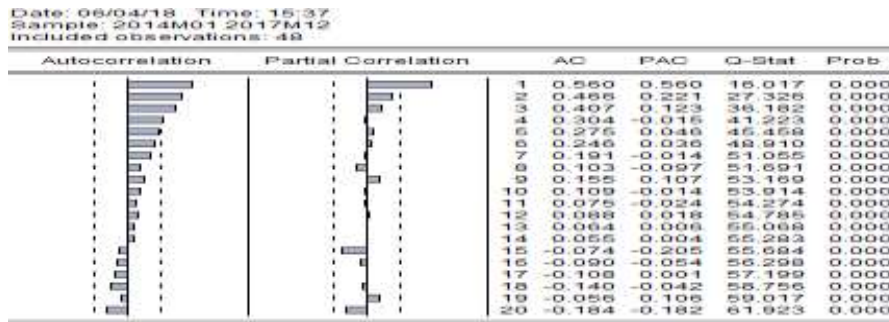
الفرع الأول: سوق الإمارات للأوراق المالية

تحتوي الإمارات على سوقين رئيسيين هما سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي للأوراق المالية وسنقوم باختبار كفاءة كل سوق على حدى.

1- سوق أبو ظبي للأوراق المالية:

بعد إجراء الاختبار تحصلنا على الشكل رقم (25) الذي يبين نتائج الارتباط الذاتي.

الشكل رقم (25): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه لدالة الارتباط الذاتي أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوة k تقريبا كلها معنوية وتختلف عن الصفر، إلا أننا سوف نلجأ إلى اختبار liung-box لتأكيد نتائج الشكل أو نفيها كما يلي:

يستعمل اختبار liung-box لدراسة المعنوية الكلية لدالة الارتباط الذاتي حيث اخر قيمة في عمود Q-STAT تمثل احصائية liung-box وعليه فان:

$$Q-STAT = 61.923 > 1.96$$

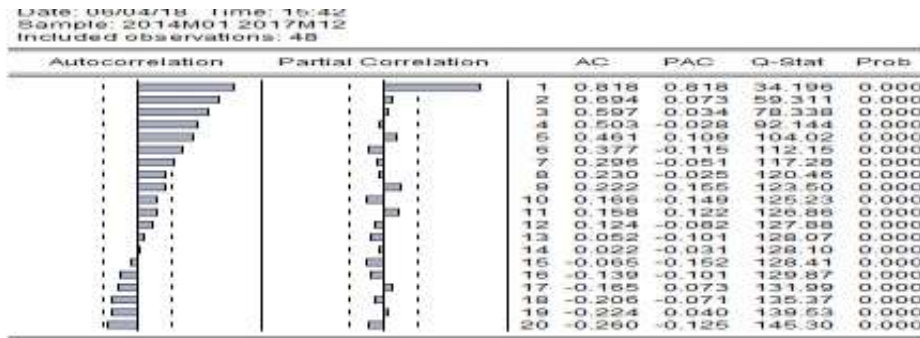
وبالتالي نرفض فرضية العدم القائلة بان كل المعاملات دالة الارتباط الذاتي مساوية الصفر، ونقبل الفرضية البديلة القائلة بأن معاملات دالة الارتباط الذاتي تختلف عن الصفر، وبالتالي فإن سلسلة مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية غير مستقرة.

وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق أبو ظبي للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

2- سوق دبي للأوراق المالية:

يمكننا من خلال الشكل رقم (26) إبراز دالة الارتباط الذاتي البسيطة والجزئية لسلسلة الدراسة كما يلي:

الشكل رقم (26): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر سوق دبي للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه لدالة الارتباط الذاتي أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوة k كلها معنوية وتختلف عن الصفر، إلا أننا سوف نلجأ إلى اختبار liung-box لتأكيد نتائج الشكل كما يلي: يستعمل اختبار liung-box للدراسة المعنوية الكلية لدالة الارتباط الذاتي حيث أن آخر قيمة في عمود -stat Q تمثل إحصائية liung-box وعليه فإن:

$$Q\text{-stat} = 145.30 > 1.96$$

وبالتالي نقبل الفرضية البديلة القائلة بأن معاملات دالة الارتباط الذاتي تختلف عن الصفر وعليه فإن سلسلة مؤشر سوق دبي للأوراق المالية غير مستقرة.

وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق دبي للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

الفرع الثاني: سوق عمان للأوراق المالية

يمكننا من خلال الشكل رقم (27) إبراز دالة الارتباط الذاتي البسيطة والجزئية لسلسلة الدراسة كما يلي:

الشكل رقم (27): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر سوق عمان للأوراق المالية

Date: 06/04/18 Time: 15:39 Sample: 2014M01 2017M12 Included observations: 48						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.061	0.061	0.1921	0.661
		2	0.018	0.014	0.2084	0.901
		3	0.040	0.038	0.2940	0.961
		4	-0.002	-0.007	0.2943	0.990
		5	0.000	-0.000	0.2943	0.998
		6	0.029	0.028	0.3435	0.999
		7	-0.000	-0.003	0.3435	1.000
		8	0.005	0.005	0.3450	1.000
		9	-0.041	-0.044	0.4465	1.000
		10	-0.335	-0.333	7.5517	0.673
		11	-0.035	0.001	7.6317	0.746
		12	-0.052	-0.043	7.8113	0.800
		13	-0.025	0.006	7.8547	0.852
		14	-0.042	-0.045	7.9780	0.890
		15	-0.060	-0.059	8.2384	0.914
		16	-0.054	-0.033	8.4572	0.934
		17	-0.035	-0.027	8.5523	0.953
		18	-0.031	-0.020	8.6300	0.968
		19	-0.014	-0.024	8.6451	0.979
		20	-0.004	-0.127	8.6463	0.987

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه لدالة الارتباط الذاتي أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوة k كلها معنوية وتختلف عن الصفر، إلا أننا سوف نلجأ إلى اختبار liung-box لتأكيد نتائج الشكل كما يلي: يستعمل اختبار liung-box لدراسة المعنوية الكلية لدالة الارتباط الذاتي حيث أن آخر قيمة في عمود Q-stat تمثل إحصائية liung-box وعليه فإن:

$$Q-stat = 8.6463 > 1.96$$

وبالتالي نقبل الفرضية البديلة القائلة بأن معاملات دالة الارتباط الذاتي تختلف عن الصفر وعليه فإن سلسلة مؤشر سوق عمان للأوراق المالية غير مستقرة.

وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

الفرع الثالث: سوق البحرين للأوراق المالية

يمكننا من خلال الشكل رقم (28) إبراز دالة الارتباط الذاتي البسيطة والجزئية لسلسلة الدراسة كما

يلي:

الشكل رقم (28): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية

Date: 06/04/18 Time: 15:40
Sample: 2014M01 2017M12
Included observations: 48

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.957	0.957	46.800	0.000
		2	0.895	-0.263	88.550	0.000
		3	0.813	-0.210	123.84	0.000
		4	0.723	-0.091	152.33	0.000
		5	0.632	0.017	174.84	0.000
		6	0.523	-0.301	190.25	0.000
		7	0.409	-0.069	209.02	0.000
		8	0.288	-0.102	204.99	0.000
		9	0.179	0.125	206.96	0.000
		10	0.077	-0.090	207.33	0.000
		11	-0.027	-0.149	207.38	0.000
		12	-0.124	-0.028	208.40	0.000
		13	-0.215	0.015	211.57	0.000
		14	-0.292	-0.037	217.59	0.000
		15	-0.351	0.044	226.55	0.000
		16	-0.392	0.057	238.10	0.000
		17	-0.423	-0.043	251.93	0.000
		18	-0.449	-0.124	268.04	0.000
		19	-0.459	0.064	285.49	0.000
		20	-0.462	-0.060	303.77	0.000

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوة k كلها معنوية وتختلف عن

الصفير، إلا أننا سوف نلجأ إلى اختبار liung-box لتأكيد نتائج الشكل كما يلي:

يستعمل اختبار liung-box لدراسة المعنوية الكلية لدالة الارتباط الذاتي حيث أن آخر قيمة في عمود

statQ تمثل احصائية liung-box وعليه فإن:

$$Q\text{-stat} = 303.77 > 1.96$$

وبالتالي نقبل الفرضية البديلة القائلة بأن معاملات دالة الارتباط الذاتي تختلف عن الصفير وعليه فإن

سلسلة مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية غير مستقرة.

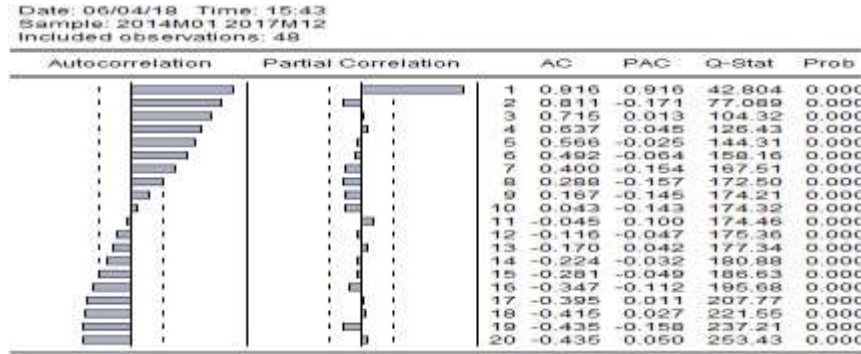
وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفيرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق البحرين للأوراق

المالية عند المستوى الضعيف.

الفرع الرابع: سوق الكويت للأوراق المالية

يمكننا من خلال الشكل رقم (29) إبراز دالة الارتباط الذاتي البسيطة والجزئية لسلسلة الدراسة من خلال الشكل أدناه:

الشكل رقم (29): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوة k كلها معنوية وتختلف عن الصفر، إلا أننا سوف نلجأ إلى اختبار liung-box لتأكيد نتائج الشكل كما يلي:

$$Q\text{-stat} = 253.43 > 1.96$$

وبالتالي نقبل الفرضية البديلة القائلة بأن معاملات دالة الارتباط الذاتي تختلف عن الصفر وعليه فإن سلسلة مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية غير مستقرة

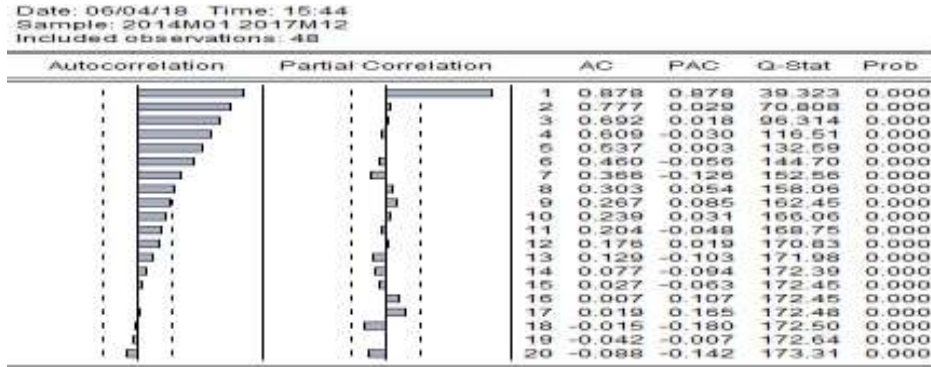
وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

الفرع الخامس: سوق قطر للأوراق المالية

يمكننا من خلال الشكل رقم (30) إبراز دالة الارتباط الذاتي البسيطة والجزئية لسلسلة الدراسة كما

يلي:

الشكل رقم (30): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر سوق قطر للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوة k كلها معنوية وتختلف عن

الصفير، إلا أننا سوف نلجأ إلى اختبار liung-box لتأكيد نتائج الشكل كما يلي:

$$Q\text{-stat} = 173.31 > 1.96$$

وبالتالي نقبل الفرضية البديلة القائلة بأن معاملات دالة الارتباط الذاتي تختلف عن الصفير وعليه فإن

سلسلة مؤشر سوق قطر للأوراق المالية غير مستقرة.

وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفريّة للسير العشوائي وعليه سوق قطر للأوراق المالية كفاءة عند

المستوى الضعيف.

الفرع السادس: سوق السعودية للأوراق المالية

يمكننا من خلال الشكل رقم (31) إبراز دالة الارتباط الذاتي البسيطة والجزئية لسلسلة الدراسة كما

يلي:

الشكل رقم (31): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية

Date: 06/04/18 Time: 15:45
Sample: 2014M01 2017M12
Included observations: 48

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.232	0.232	2.7379	0.098
		2	0.268	0.226	6.4758	0.039
		3	0.267	0.185	10.267	0.016
		4	0.257	0.148	13.879	0.008
		5	0.209	0.069	16.306	0.005
		6	0.157	0.003	17.719	0.007
		7	0.192	0.058	19.875	0.006
		8	0.149	0.017	21.210	0.007
		9	0.112	-0.015	21.981	0.009
		10	0.096	-0.017	22.560	0.012
		11	0.050	-0.054	22.724	0.019
		12	0.100	0.034	23.390	0.025
		13	0.074	0.021	23.761	0.033
		14	0.082	0.032	24.233	0.043
		15	0.034	-0.026	24.317	0.060
		16	-0.016	-0.080	24.336	0.082
		17	-0.013	-0.054	24.349	0.110
		18	-0.042	-0.052	24.491	0.140
		19	-0.059	-0.050	24.783	0.168
		20	-0.111	-0.087	25.841	0.171

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوة k كلها معنوية وتختلف عن

الصفري، إلا أننا سوف نلجأ إلى اختبار liung-box لتأكيد نتائج الشكل كما يلي:

$$Q-stat = 25.841 > 1.96$$

وعليه نقبل الفرضية البديلة القائلة بأن معاملات دالة الارتباط الذاتي تختلف عن الصفر وبالتالي فإن

سلسلة مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية غير مستقرة.

وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وعليه سوق السعودية للأوراق المالية كفاءة

عند المستوى الضعيف.

المطلب السادس: اختبار تجانس التباين الشرطي للعوائد (ARCH)

إن عدم تجانس التباين الشرطي للأخطاء والذي يعبر عن التقلبات الشديدة في العوائد أو وجود بنية

مشوشة، فإنه يجب اختبار تجانس التباين الشرطي للأخطاء وهو أخذه إحدى إصدارات نموذج السير العشوائي

الذي يأخذ بعين الاعتبار خاصية التقلب في عوائد الأسهم.

الفرع الأول: سوق الإمارات للأوراق المالية

يحتوي سوق الإمارات للأوراق المالية على سوقين أساسيين هما سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي للأوراق المالية وسوف نقوم باختبار كفاءة كل بورصة على حدى.

1- سوق أبو ظبي للأوراق المالية:

تظهر نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد سوق أبو ظبي للأوراق المالية في الشكل الموالي:

الجدول رقم (21): نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED:Untitled\				
View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	2.877752	Prob. F(1,45)	0.0967	
Obs*R-squared	2.824993	Prob. Chi-Square(1)	0.0928	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 06/04/18 Time: 14:16				
Sample (adjusted): 2014M02 2017M12				
Included observations: 47 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	60958.94	31009.15	1.965837	0.0555
RESID^2(-1)	0.423821	0.249836	1.696394	0.0967
R-squared	0.060108	Mean dependent var	88904.51	
Adjusted R-squared	0.039220	S.D. dependent var	183747.5	
S.E. of regression	180108.2	Akaike info criterion	27.08212	
Sum squared resid	1.46E+12	Schwarz criterion	27.16085	
Log likelihood	-634.4299	Hannan-Quinn criter.	27.11176	
F-statistic	2.877752	Durbin-Watson stat	1.313862	
Prob(F-statistic)	0.096720			

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال قراءتنا للجدول تبين لنا أن قيمة ARCH معنوية أي أقل من 10% وهذا يعني أن أثر ARCH موجود في سلسلة عوائد مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية مما يوحي بوجود تقلبات شرطية تتغير بتغير الزمن و بعدم تناظر لا يؤخذ بعين الاعتبار في التوقع الشرطي حيث تتميز السلاسل المالية بتباين شرطي غير متجانس مما يبين السير العشوائي لسلسلة المؤشر وهذا دليل كفاءة سوق لأبوظبي للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

2- سوق دبي للأوراق المالية:

بعد إجراء اختبار أثر ARCH على سلسلة عوائد سوق دبي للأوراق المالية تبين لنا:

الجدول رقم (22): نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق دبي للأوراق المالية

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED::Untitled\				
Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	28.76049	Prob. F(1,46)		0.0000
Obs*R-squared	18.32611	Prob. Chi-Square(1)		0.0000
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 06/04/18 Time: 14:54				
Sample (adjusted): 2014M02 2017M12				
Included observations: 47 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	113924.6	53479.48	1.794558	0.0794
RESID^2(-1)	0.622272	0.116033	5.362881	0.0000
R-squared	0.389917	Mean dependent var		295870.7
Adjusted R-squared	0.376380	S.D. dependent var		485771.7
S.E. of regression	357024.1	Akaike info criterion		28.51022
Sum squared resid	6.09E+12	Schwarz criterion		28.58895
Log likelihood	-667.9901	Hannan-Quinn criter.		28.53984
F-statistic	28.76049	Durbin-Watson stat		1.810202
Prob(F-statistic)	0.000003			

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال الجدول تبين لنا أن قيمة ARCH معنوية أي أقل من 5% وهذا يعني أن أثر ARCH موجود في سلسلة عوائد مؤشر سوق دبي للأوراق المالية، وهذا يبين بوجود تقلبات شرطية تتغير بتغير الزمن وبعدم تناظر لا يؤخذ بعين الاعتبار في التوقع شرطي، حيث تتميز السلاسل المالية بتباين شرطي غير متجانس مما يبين السير العشوائي لسلسلة المؤشر وهذا دليل كفاءة سوق دبي للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

الفرع الثاني: سوق عمان للأوراق المالية

تظهر نتائج اختبار ARCH لسلسلة عوائد سوق عمان للأوراق المالية في الجدول الموالي:

الجدول رقم (23) نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق عمان للأوراق المالية

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED::Untitled\				
Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.038351	Prob. F(1,46)		0.8456
Obs*R-squared	0.040021	Prob. Chi-Square(1)		0.8414
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 06/04/18 Time: 14:58				
Sample (adjusted): 2014M02 2017M12				
Included observations: 47 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	82651.06	78508.63	1.178856	0.2446
RESID^2(-1)	-0.029193	0.149017	-0.195934	0.8456
R-squared	0.000852	Mean dependent var		89821.02
Adjusted R-squared	-0.021252	S.D. dependent var		524722.4
S.E. of regression	530294.7	Akaike info criterion		29.24187
Sum squared resid	1.27E+13	Schwarz criterion		29.32060
Log likelihood	-695.1941	Hannan-Quinn criter.		29.27150
F-statistic	0.038351	Durbin-Watson stat		2.001620
Prob(F-statistic)	0.845622			

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال الجدول أعلاه تبين لنا أن قيمة ARCH غير معنوية أي أكبر من 10% وهذا يعني أن أثر ARCH غير موجود في سلسلة عوائد مؤشر سوق عمان للأوراق المالية مما يوحي بوجود تقلبات غير شرطية تتغير بتغير الزمن وبالتالي عوائد مؤشر سوق عمان للأوراق المالية ذو تباين شرطي متجانس وهذا دليل على السير الغير عشوائي لسلسلة مما يبين لنا أن سوق عمان للأوراق المالية غير كفاءة عند المستوى الضعيف.

الفرع الثالث: سوق البحرين للأوراق المالية

تظهر نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد سوق البحرين للأوراق المالية في الجدول التالي:

الجدول رقم (24): نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية

Equation: UNTITLED - Workfile: UNTITLED:Untitled\				
Heteroskedasticity Test ARCH				
F-statistic	135.4733	Prob. F(1,45)	0.0000	
Obs*R-squared	35.28061	Prob. Chi-Square(1)	0.0000	
Test Equation				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/04/18 Time: 14:56				
Sample (adjusted): 2014M02 2017M12				
Included observations: 47 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1700.546	1291.909	1.316306	0.1947
RESID^2(-1)	0.665714	0.074379	11.63930	0.0000
R-squared	0.750656	Mean dependent var	12603.55	
Adjusted R-squared	0.745115	S.D. dependent var	12091.31	
S.E. of regression	6099.392	Akaike info criterion	20.31439	
Sum squared resid	1.67E+09	Schwarz criterion	20.39012	
Log likelihood	-475.2176	Hannan-Quinn criter.	20.34101	
F-statistic	135.4733	Durbin-Watson stat	1.613703	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال نتائج الجدول أعلاه تبين لنا أن قيمة ARCH معنوية أي أقل من 5% وهذا يعني أن أثر ARCH موجود في سلسلة عوائد مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية مما يبين لنا وجود تقلبات شرطية تتغير بتغير الزمن وبعدم تناظر لا يؤخذ بعين الاعتبار في التوقع شرطي حيث تتميز السلاسل المالية بتباين شرطي غير متجانس مما يبين السير العشوائي لسلسلة المؤشر وهذا دليل على كفاءة سوق البحرين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

الفرع الرابع: سوق الكويت للأوراق المالية

تظهر نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية في الجدول التالي:

الجدول رقم (25): نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED:Untitled\				
View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	126.1346	Prob. F(1,45)		0.0000
Obs*R-squared	24.79407	Prob. Chi-Square(1)		0.0000
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/04/15 Time: 14:52				
Sample (adjusted): 2014M02 2017M12				
Included observations: 47 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	69094.77	56825.91	1.215902	0.2304
RESID^2(-1)	0.809043	0.071472	11.31956	0.0000
R-squared	0.740087	Mean dependent var		536951.3
Adjusted R-squared	0.734311	S.D. dependent var		518686.3
S.E. of regression	267262.2	Akaike info criterion		27.07222
Sum squared resid	3.22E+12	Schwarz criterion		27.95095
Log likelihood	-652.9971	Hannan-Quinn criter.		27.90184
F-statistic	126.1346	Durbin-Watson stat		1.351351
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال الجدول أعلاه تبين لنا أن قيمة ARCH معنوية أي أقل من 5% وهذا يعني أن أثر ARCH موجود في سلسلة عوائد مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية مما يبين لنا وجود تقلبات شرطية تتغير بتغير الزمن وعدم تناظر لا يؤخذ بعين الاعتبار في التوقع شرطي حيث تتميز السلسلة المالية بتباين شرطي غير متجانس مما يبين السير العشوائي لسلسلة المؤشر وهذا دليل كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

الفرع الخامس: سوق قطر للأوراق المالية

تظهر لنا نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق قطر للأوراق المالية في الجدول التالي:

الجدول رقم (26): نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق قطر للأوراق المالية

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED::Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Heteroskedasticity Test: ARCH									
F-statistic		48.56037	Prob. F(1,45)					0.0000	
Obs*R-squared		24.39427	Prob. Chi-Square(1)					0.0000	
Test Equation:									
Dependent Variable: RESID^2									
Method: Least Squares									
Date: 06/04/18 Time: 14:50									
Sample (adjusted): 2014M02 2017M12									
Included observations: 47 after adjustments									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
C	893956.3	350385.2	1.980553	0.0538					
RESID^2(-1)	0.729913	0.104744	6.968527	0.0000					
R-squared	0.519027	Mean dependent var		2240884.					
Adjusted R-squared	0.508339	S.D. dependent var		2650536.					
S.E. of regression	18585.18	Akaike info criterion		31.75008					
Sum squared resid	1.55E+14	Schwarz criterion		31.82881					
Log likelihood	-744.1268	Hannan-Quinn criter.		31.77870					
F-statistic	48.56037	Durbin-Watson stat		2.021938					
Prob(F-statistic)	0.000000								

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال نتائج الجدول أعلاه تبين لنا أن قيمة ARCH معنوية لأنها أقل من 5% وهذا يعني أن أثر ARCH موجود في سلسلة عوائد مؤشر سوق قطر للأوراق المالية مما يبين لنا وجود تقلبات شرطية تتغير بتغير الزمن وبعدم تناظر لا يؤخذ بعين الاعتبار في التوقع شرطي حيث تتميز السلسلة المالية بتباين شرطي غير متجانس مما يبين السير العشوائي لسلسلة المؤشر. وهذا دليل على كفاءة سوق قطر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

المطلب السادس: سوق السعودية للأوراق المالية

تظهر لنا نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية في الجدول

التالي:

الجدول رقم (27): نتائج اختبار ARCH لسلسلة عوائد مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED:Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Heteroskedasticity Test: ARCH									
F-statistic		2.832000		Prob. F(1,45)					0.0993
Obs*R-squared		2.792739		Prob. Chi-Square(1)					0.0953
Test Equation:									
Dependent Variable: RESID^2									
Method: Least Squares									
Date: 05/04/19 Time: 14:40									
Sample (adjusted): 2014M02 2017M12									
Included observations: 47 after adjustments									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
C	2701986	1270711	2.126358	0.0390					
RESID^2(-1)	0.318366	0.189182	1.682855	0.0993					
R-squared	0.059207	Mean dependent var		2595808					
Adjusted R-squared	0.038301	S.D. dependent var		8070109					
S.E. of regression	7814055	Akaike info criterion		34.64780					
Sum squared resid	2.92E+15	Schwarz criterion		34.72653					
Log likelihood	-612.2233	Hannan-Quinn criter.		34.67743					
F-statistic	2.832000	Durbin-Watson stat		1.550881					
Prob(F-statistic)	0.099320								

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

من خلال نتائج الجدول أعلاه تبين لنا أن قيمة ARCH معنوية لأنها أقل من 10% وهذا يعني أن أثر ARCH موجود في سلسلة عوائد مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية مما يبين لنا وجود تقلبات شرطية تتغير بتغير الزمن وبعدم تناظر لا يؤخذ بعين الاعتبار في التوقع شرطي حيث تتميز السلسلة المالية بتباين شرطي غير متجانس مما يبين السير العشوائي لسلسلة المؤشر. وهذا دليل على كفاءة سوق السعودية للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

خاتمة الفصل الثالث:

نتيجة لتطورات العالمية قامت دول مجلس التعاون الخليجي بإقامة أسواق للأوراق المالية بموجب صدور قانون الأوراق المالية لكل دولة خليجية على حدى، والذي احدث تغييرات جذرية في هيكل سوق المال حيث باشرة معظم هذه الدول عملها في الألفينات وقد شهدت تطورات كثيرة، ولعل أهمها تطبيق نظام التداول الالكتروني والذي يعتبر نقلة نوعية لمواكبة التطورات التي تمر بها البورصات العالمية، إذ أن الأنظمة والقوانين الحكومية تسعى دائما لإدخال التطوير المطلوب ورفع درجة الكفاءة، وإطفاء طابع المرونة على هذه البورصات.

وعليه قامت بورصات دول مجلس التعاون الخليجي بإنشاء رقم قياسي خاص بكل دولة خليجية، كما عملت على تطوير هذا الرقم القياسي الجديد المبني على الأسهم الحرة المتاحة للتداول والذي أطلق عليها بإسم المؤشر، بحيث أن لكل دولة خليجية مؤشر خاص بها والذي يعطي أفضل تمثيل لتحركات الأسهم في السوق، كما تعتبر مؤشرات الأسواق المالية الأداة الأكثر تعبيراً عن حالة السوق، وتتوقف كفاءتها على كفاءة المعلومات التي بنيت على أساسها، فهي تستخدم من قبل جميع الأطراف العاملة في أسواق الأوراق المالية من أجل إعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد من محفظة الأوراق المالية للمستثمر، والحكم على مستوى أداء كل سوق، وهذا إلى جانب استخدامها كأساس لقياس المخاطر المنتظمة.

واستناداً إلى اختبارات حول كفاءة أسواق الأوراق المالية حسب نظرية السير العشوائي لحركة مؤشرات أسعار الأسهم وهو ما يعرف بالصيغة الضعيفة لكفاءة الأسواق المالية في بورصات أوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، باعتبارها بورصات الناشئة أو في طريق النمو، توصلنا إلى أن معظم هذه الأسواق المالية تتبع حركة السير العشوائي وهذا ما يثبت كفاءة بورصات دول مجلس التعاون الخليجي عند المستوى الضعيف، ما عدا بورصة عمان التي أظهرت نتائجها السير الغير عشوائي لمؤشرات أسعار الأسهم السوق، وهذا ما يثبت عدم كفاءتها عند المستوى الضعيف، مما دليل على وجود عوامل أخرة خفية تتحكم في حركة أسعار الأسهم.

تعتبر أسواق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفاتها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتهم كما تسهل للمنشآت إيجاد مصادر تمويل متنوعة.

إذ يتم تداول في هذا السوق العديد من الأدوات المالية، منها التقليدية كأسهم والسندات بمختلف أنواعها ومنها الحديثة التي تم ابتكارها تماشياً مع المستجدات والتطورات في القطاع المالي كالمشتقات والأوراق المهجنة، كما ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين وهما السوق الأولى الذي تصدر فيه الأوراق المالية المتداولة لأول مرة، والسوق الثانوي الذي تتداول فيه الأوراق المالية، ويتيح السيولة لأصحاب الأوراق المالية عند الحاجة.

باعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار، فإن ذلك يقتضي أن تتيح قدرًا كافيًا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان، وعليه إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المعلومات توصف السوق في هذه الحالة بالسوق الكفاءة، ويعتمد المهتمون من خبراء ومستثمرين في متابعة أداة أسواق الأوراق المالية على المؤشرات باعتبارها بارومتر قياس الأداء، وأداة التنبؤ بحركة تطور الأسعار بالسوق، خاصة في ظل العولمة والاتجاه المتزايد نحو تحرير الخدمات المالية، فإن تدفقات رؤوس الأموال أصبحت كبيرة وسريعة تبحث دائماً على العائد المرتفع.

ومن خلال دراستنا للكفاءة السعرية أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي باعتمادنا على عدة اختبارات لقياس الكفاءة توصلنا إلى أن معظم دول مجلس التعاون الخليجي تتصف أسعار أسهمها بالكفاءة عند المستوى الضعيف، إلا سوق عمان للأوراق المالية لا تتصف بالكفاءة عند المستوى الضعيف، أي أن هناك بعض المتعاملون في السوق يحصلون على معلومات قبل باقية المتعاملون مما يتيح لهم فرص تحقيق أرباح أكبر، وهذا ما يفقد السوق كفاءتها.

استنتاجات الدراسة:

خلصت هذه الدراسة بمجموعة من الاستنتاجات، وقد تبلورت كالتالي:

- 1) انه على الرغم من الإصلاحات التشريعية والتنظيمية التي أجرتها دول مجلس التعاون الخليجي لأسواقها المالية إلا أنها مازالت تعاني من اختلالات بنيوية وتنظيمية أدت إلى انحراف هذه الأسواق عن مسار تحقيق أهدافها الاقتصادية والتنمية التي أنشأت من أجلها.

(2) كفاءة معظم أسواق المالية الخليجية وفقا لفرضية المستوى الضعيف وهذا ما أكدته الاختبارات الإحصائية والقياسية التي تم إجراؤها. وهذا ناتج عن أن اغلب الأسواق الخليجية المدروسة في طريق النمو وقد بلغت شوط مهم في تطوير هيكلها التنظيمي وبنيتها الجزئية.

(3) أثبتت الدراسة من خلال اختبار ديكي-فولر أن معظم سلاسل العوائد الشهرية لمؤشرات الأسواق الأوراق المالية الخليجية (عينة الدراسة) كانت غير ساكنة عند جميع مستويات المعنوية أي أن الإحصائية المحتسبة بالغيمة المطلقة في حالة الثابت وفي حالة الثابت و الاتجاه العام اقل من القيمة الحرجة عند جميع المستويات، وهذا إنما يدل على أن أسواق كل من الإمارات بسوقها ابوظبي ودبي البحرين الكويت قطر تتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف وبالتنظيم والإدارة الجيدة والبنية المؤسسية المتطورة، أما بالنسبة لسوق عمان والسعودية حيث كانت سلسلة عوائدهما ساكنة، فكانت جميع قيم الإحصائية الاختبار أكثر سلبية بكثير من القيم الجدولية الحرجة للاختبار عند كل مستويات المعنوية (1%، 5% و 10%)، أن هذه النتيجة تعني أخيرا رفض الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل عدم كفاءة الأسواق عند المستوى الضعيف.

(4) تشير قيم اختبار فيليبس بارون p.p التي تم احتسابها، أن معظم سلاسل العوائد الشهرية لمؤشرات الأسواق المالية الخليجية غير ساكنة عند جميع مستويات المعنوية حيث كانت جميع قيم إحصائية الاختبار موجبة، أي اكبر من القيمة الحرجة للاختبار عند معظم مستويات المعنوية، وهذه النتيجة تعني قبول الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة الأسواق المالية عند المستوى الضعيف، إلا أننا عند إجرائنا للاختبارات تبين لنا أن سوق عمان ساكنة عند جميع المستويات المعنوية وهذه النتيجة تعني رفض الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل عدم كفاءة سوق عمان عند المستوى الضعيف.

(5) إن نتائج اختبار BDS للاستقلالية لعوائد مؤشرات الأسواق المالية الخليجية تظهر أن معظم السلاسل تتميز بالارتباط الخطي القوي، وان إحصائية BDS اصغر تماما من القيم الجدولية عند مستوى معنوية 5% بمعنى أن سلاسل مؤشرات أسواق الأوراق المالية الخليجية مستقلة وغير متماثلة التوزيع، أي أننا نقبل الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتدعم دليل كفاءة أسواق الخليجية عند المستوى الضعيف، إلا أن سوق عمان أثبت علنا عكس نتائج السابقة، أي أنها غير مستقلة وغير متماثلة التوزيع، وعليه نقبل الفرضية البديلة للسير العشوائي وهذا دليل على عدم كفاءة سوق عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.

(6) خلال قيامنا باختبار تجانس التباين الشرطي للعوائد ARCH لعوائد مؤشرات الأسواق المالية الخليجية، حيث اظهر النتائج وجود تقلبات شرطية تتغير بتغير الزمن وعدم تناظر لا يؤخذ بعين الاعتبار في التوقع الشرطي، حيث تتميز السلاسل المالية لدول الخليج بتباين شرطي غير متجانس مما يبين لنا أن السير عشوائي لهذه السلسلة وهذا دليل على كفاءة أسواق المالية الخليجية عند المستوى الضعيف، إلا أن سوق عمان تبين لنا عكس نتائج الأسواق الخليجية السابقة، أي أنها تظهر وجود تباين شرطي متجانس مما يبين لنا أن السير غير عشوائي وهذا دليل على عدم كفاءة سوق عمان عند المستوى الضعيف.

(7) إن كفاءة أسواق الأوراق المالية الخليجية المدروسة يرجع لأسباب تكمن في إدارة السوق نفسها وتحديث البنية التحتية المؤسساتية التشريعية والتنظيمية وهذا ما أكدته النتائج التي توصلنا إليها.

اختبار الفرضيات:

- اختبار الفرضية الأولى: نرفض الفرضية القائلة بأن "لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تغيرات أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، أي أنها تتصف بالكفاءة عند المستوى الضعيف"، بحيث عند قيمنا بالاختبارات حول كفاءة الأسواق المالية تبين لنا أن هناك بعض الدول لا تتميز بالكفاءة السعرية عند المستوى الضعيف وذلك عند جميع الاختبارات، أي أنها لا تتبع السير العشوائي وبالتالي فهي غير كفاءة.

- اختبار الفرضية الثانية: نرفض الفرضية القائلة بأن "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تغيرات أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، أي أنها لا تتصف بالكفاءة عند المستوى الضعيف"، من خلال أجرائنا للاختبارات الكفاءة الأسواق المالية تبين لنا أن هناك بعض الدول لا تتميز بالكفاءة عند المستوى الضعيف، أي أنها تتبع السير العشوائي وبالتالي فهي كفاءة.

- اختبار الفرضية الثالثة: نقبل الفرضية القائلة بأن "بعض مؤشرات أسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي يتبع السير العشوائي والبعض الآخر لا يتبع السير العشوائي"، من خلال اختبارات كفاءة الأسواق المالية التي قمنا بها استنتجنا بأن هناك بعض الدول تتبع أوراقها المالية السير العشوائي، وبالتالي هي كفاءة عند المستوى الضعيف كما أننا وجدنا بعض الدول التي لا تتبع السير العشوائي وبالتالي فإنها غير كفاءة والمتمثلة في سوق عمان للأوراق المالية.

التوصيات والاقتراحات:

- لتعزيز كفاءة الأسواق المالية محل الدراسة وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب، نقدم مجموعة من الاقتراحات التي من شأنها أن تعمل على رفع مستوى كفاءتها:
- ضرورة تحقيق الشفافية الكاملة للمعلومات ووصولها بشكل سريع لكافة المتعاملين في نفس الوقت، وذلك ضرورة تطوير نظم الاتصال التقنية والمعلومات لنشر المعلومات في السوق المالي، وأيضاً من قوانين تشجيع الاستثمار وتحميه في سوق؛
 - توفير البيئة التشريعية والاستثمارية للتقريب بين قوى الأسواق المالية الخليجية من مستثمرين ومتعاملين ووسطاء وصناع السوق، وخلق البيئة الاستثمارية والاقتصادية المحفزة لهذا التقارب، خاصة من خلال توحيد لوائح وأنظمة الاكتتاب والإدراج والتداول والمقاصة والتسويات، ربط البورصات العربية إلكترونياً.
 - تعزيز التعاون مع البورصات الدولية للاستفادة من الخبرات العالمية، وهو ما يسمح بتطبيق معايير دولية في التعامل على مستوى أسواق رأس المال؛
 - وضع تحفيزات تشجع المؤسسات على فتح رأسمالها وطرح أوراقها المالية في البورصة، من أجل تعزيز دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية؛
 - يتطلب الارتقاء بكفاءة السوق المالي ورفع مستوى الأداء بتدريب العاملين فيه وتحسين مهارات وتطوير مستوى أدائهم؛
 - تحسين سيولة الأسواق بإتباع إستراتيجيات تستهدف خفض القيمة السوقية للأوراق المالية المقيدة، وتشجيع إنشاء صناديق الاستثمار، وتنظيم نشاط الوساطة المالية ورفع كفاءة العاملين فيها وتحسين الخدمات؛
 - تشجيع إنشاء شركات التقييم الائتماني وتصنيف الأوراق المالية وتوفير الضوابط التي تكفل لها مستوى مرتفعاً من المصداقية،
 - نشر ثقافة البورصات في الدول العربية بصفة عامة والجزائر بصفة خاصة وحث الجمهور على التعامل مع هذه الأسواق حيث إن توفر درجة عالية من الوعي لدى الشركات والأفراد بالفرص والمزايا الادخارية والاستثمار التي يوفرها سوق الأوراق المالية عامل مهم في تعزيز دور السوق ودفعه نحو الاتجاه الصحيح للقيام بالدور المنشور منه كقناة لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الأنشطة والقطاعات المنتجة.

- تشجيع قيام شركات وساطة ذات كفاءة وقادرة على المنافسة والابتكار حيث تقوم بدور حيوي في زيادة نشاط سوق الأوراق المالية وتنميته في إطار تنافسي يساعد على تحسين مستوى الخدمات المالية وتخفيض تكاليف الوساطة، ما ينعكس بصورة ايجابية على نشاط السوق؛
- ينبغي إعطاء مزيد من الاهتمام للدراسات الأكاديمية والبحثية في البلدان النامية لموضوع كفاءة وفاعلية الأسواق المالية واستخدام أساليب كمية أعمق وحدث، سيما وان الأسواق المالية اكتسبت طابعا دوليا لتعكس على اقتصاديات دول العالم المختلفة في ظل علاقات الانفتاح والاندماج والتبعية، والتي يتم من خلالها وبسبب انفتاح أسواق المال نقل أعباء الأزمات وتحويلها على الصعيد العالمي وخاصة إلى الدول النامية؛
- إعطاء المزيد من الاهتمام إلى موضوع العلاقة بين المؤشرات السوق المالية والدورات الاقتصادية، ومن خلال دراسات لاحقة تستند إلى مؤشرات أخرى تتعلق بالجانبين الاقتصادي والمالي؛
- نتيجة لتضارب النتائج بين الاختبارات التقليدية والاختبارات اللاحقة لها، قد يكون في استخدام نماذج أكثر تقدما، مثل نموذج ARCH و GARCH، اللذان يمثلان مجال عمل خصب لدراسات لاحقة.

آفاق الدراسة:

- في الأخير نستطيع القول أن هذه الدراسة هي محاولة منا لمعالجة هذا الموضوع، وهي تفتح مجالا للبحث في بعض المواضيع الأخرى:
- دراسة نظرية لأسواق الأوراق المالية العربية عند المستوى الشبه الضعيف.
 - قياس درجة كفاءة الأسواق المالية في البورصات.
 - تطوير الآليات والأساليب الهادفة إلى رفع كفاءة البورصة لتخفيف من حدة التقلبات السعرية.
 - دور كفاءة الأسواق المالية في الحد من الأزمات المالية في البورصات العالمية.
 - دور التاجر الصاخب في تنشيط وتفعيل البورصات.

أولاً: المراجع باللغة العربية.

1 المعاجم.

- (1) ابن منظور جمال الدين محمد مكرم أبو الفضل، لسان العرب، الطبعة الأولى، دار المعارف، القاهرة، مصر.
- (2) محمود علي عطوان، معجم العلوم المالية والمحاسبية و المصرفية، دار الأسامة للنشر والتوزيع.

2: الكتب.

- (1) أبوطربوش رائد محمود، أسرار الفوركس عملات - أسهم - عقود مستقبلية، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العملية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- (2) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، مصر، 2001.
- (3) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعة، مصر، 1998.
- (4) آل فوزان نبيل بن سلمان، الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)، الطبعة الأولى، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2010.
- (5) البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، نظرة معاصرة، كلية التجارة، جامعة منصور، مصر، 1997.
- (6) البراوي شعبان محمد إسلام، بورصة الأسواق المالية من المنظور الإسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، سورية، 2002.
- (7) التميمي أرشد فؤاد، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة، طبعة الأولى، دار للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004.
- (8) التميمي أرشد فؤاد، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر وتوزيع، عمان، الاردن، 2010.
- (9) الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صنعاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
- (10) الحناوي محمد صالح، العبد جلال إبراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
- (11) الحناوي محمد صالح، تحليل وتقويم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2003.

- (12) الحناوي محمد صلاح، العبد إبراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- (13) الحويمان فهد، المال والاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الرياض، السعودية، 2006.
- (14) الدسوقي إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2000.
- (15) الدسوقي إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000.
- (16) الربيعي حاكم وآخرون، المشتقات المالية عقود المستقبلات الخيارات المبادلات، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- (17) السيد أمين، أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض التقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- (18) السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
- (19) الشديفات محمد إبراهيم، الأسواق المالية والنقدية، دار الحامد، الطبعة الأولى الأردن، 2006.
- (20) الشوارون فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية و العملية مع مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية في بورصة الأوراق المالية بالتطبيق على بورصة عمان، الطبعة الأولى، دار الوائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- (21) العرييد عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا، 2006.
- (22) العمراني عبد الله بن محمد، التلاعب في الأسواق المالية-دراسة فقهية الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقد في مكة، السعودية، في الفترة من 25-29 ديسمبر 2010.
- (23) الكردي محمد منال، العيد إبراهيم، سلطان إبراهيم، نظم المعلومات الإدارية، الدار الجامعة، 2003.
- (24) الموسوي ضياء الدين مجيد، بورصات أسواق رأي المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات image، 1998.
- (25) الهندي منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية البحرين، 1993.

- (26) الهندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 2002.
- (27) بن العنب، محمد شيخي، الاقتصاد القياسي والمالي وتطبيقاته في الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- (28) براق محمد، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير: تخصص مالية، - المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 1999-2000.
- (29) برايان كويل، أسواق المال، دار الفاروق للنشر والتوزيع، 2008.
- (30) بكري صونيا، نظم المعلومات الإدارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
- (31) جبار محفوظ، إدارة البورصة - سلسلة التعريف بالبورصة، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، الجزء الثالث، 2002.
- (32) جودة صالح الدين، بورصة الأوراق المالية، مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000.
- (33) حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- (34) حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار الأسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- (36) حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- (37) حنفي عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية: (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- (38) حنفي عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية، (أسهم سندات، وثائق الاستثمار والخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003.
- (39) زويل محمود أمين، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء، لندنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000.
- (40) شمعون شمعون، "بورصة الجزائر"، الطبعة الثانية، دار هومة، الجزائر، 1999.
- (41) ضياء مجيد، البورصات (الأسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008.

- 42) ضياء مجيد، البورصات (أسواق المالية وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة مصر، 2008.
- 43) طارق عبد العال حمادة، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية لنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 44) عبد الباسط حسين وفاء محمد، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996.
- 45) عبد الجواد محمد عوض، استثمار في البورصة، دار الحامد، الطبعة الأولى، الأردن، 2006.
- 46) عطوان مروان، الأسواق النقدية والمالية للبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.
- 47) علي العاني عماد محمد، اندماج الأسواق المالية الدولية، بيت الحكمة، بغداد، 2002.
- 48) فرغلي موسى عبد الله، تكنولوجيا المعلومات ودورها في التسويق التقليدي والإلكتروني، ايتراك الطباعة والنشر والتوزيع.
- 49) قرياقص رسيمة، أسواق المال، الدار الجامعة لطباعة ونشر والتوزيع، مصر، 1999.
- 50) محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارية المالية، جامعة عين الشمس، مصر، 1993.
- 51) محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقي العلمية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
- 52) محمود صبري هارون، أحكام الأسواق المالية الأسهم وسندات، الطبعة الثانية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 53) مستجير رمزي شاكور، دور سوق المال وبورصة الأوراق المالية في تشجيع الاستثمارات، دون طبعة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2010.
- 54) مطر محمد، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2005.
- 55) هشام فوزي، دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

- (56) بن الضب علي، شيخي محمد، الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2017.
- 3: المذكرات.
- (1) الدعي عباس كاظم جاسم، اثر السياسة النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2008.
- (2) الموسوي حيد يونس، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية، الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة من 1990 - 2007، أطروحة نيل درجة دكتوراه، فلسفة في العلوم الاقتصادية، قسم الاقتصاد، جامعة الكوفة العراق، 2009.
- (3) الموسوي يونس حيدر كاظم، اثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2009.
- (4) بن احمد أحمد، النمذجة القياسية للاستهلاك الوطني للطاقة الكهربائية في الجزائر خلال الفترة (1988-2007)، مذكرة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير جامعة الجزائر ن الجزائر، 2008.
- (5) بن ثابت سعيدة، اثر كفاءة الأسواق المالية في ترشيد القرار الاستثماري من منظور العائد والمخاطر: دراسة حالة سوق السعودية للأوراق المالية 2008-2012، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: دراسات مالية، جامعة عمار، تليجي، الأغواط، الجزائر، 2013-2014.
- (6) بن جبيلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير قسم علوم التسيير جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009-2010.
- (7) بن حاسين بن أعر، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012 - 2013.
- (8) بن عزوز عبد الرحمان، الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تسجل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011-2012.

- 9) بن لخضر مسعودة، عقود الخيار ودورها في التقليل من المخاطر اسواق راس المال- دراسة تطبيقية على بورصة باريس 2009-2014، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الاسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- 10) بن محياوي سميحة، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية- دراسة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه في التجارة، تخصص: تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- 11) بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة، دراسة لواقع التجربة المغربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- 12) بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2007.
- 13) بوعبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013-2014.
- 14) بومدين نورين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حبيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2014.
- 15) حوحو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية دراسة حالة السوق السعودي، مطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- 16) رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005-2006.
- 17) زيد حياة، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، فلسطين)، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2004-2005.

- 18) سبسي مصطفى يوسف، دور المعلومات المالية المستقبلية للشركة في اتخاذ القرارات (دراسة ميدانية على عدد من شركات القطاع الخاص) ، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير المحاسبة، كلية الاقتصاد قسم محاسبة، جامعة حلب، سورية، 2011.
- 19) سعدوني محمد، الوحدة النقدية وإشكالية تكامل أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014 - 2015.
- 20) شيرة احمد مصطفى، أهمية نظام المعلومات المحاسبية في كفاءة سوق الأوراق المالية (عرض تجارب دولية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2011-2012.
- 21) عبد الله بن الضب، كفاءة الأسواق المالية وتكاملها دراسة قياسية بالبورصات العربية (بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة الدار البيضاء، البورصة المصرية) خلال الفترة 2001-2009، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نمذجة اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، قسم علوم الاقتصاد، جامعة قاصدي مباح، ورقلة، الجزائر، 2010-2011.
- 22) عبدلي سارة، أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية - دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم منقولة لسنة 2011، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسية، 2011-2012.
- 23) عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار-دراسة تجارب دولية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2015-2016.
- 24) عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في علوم الاقتصادية، تخصص النقود البنوك والمالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- 25) محمد علي وليد احمد محمد، دروس أسواق رؤوس الأموال في تمويل التنمية الاقتصادية، دراسة حالة موريتانيا، مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص: دراسات مالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2005.

- 26) معتوق جمال، دور إبداعات الهندسة المالية في التقليل من المشاكل التمويل للمؤسسات الاقتصادية-دراسة تطبيقية بالشركة العربية للإيجار المالي وكالة سطيف، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد والمناجمنت، كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير مدرسة الدكتوراه اقتصاد ومناجمنت، التخصص إدارة مالية، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2008-2009.
- 27) الداوي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين فترة 2005-2009، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012.
- 28) المهدي ناصر، مكانة وآفاق المالية العربية من الأسواق المالية الدولية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص النقود المالية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011-2012.
- 29) بوشنين ليلي، أثر نشاط صناديق الاستثمار على أداء الأسواق المالية - دراسة حالة بعض الصناديق الخليجية، مذكر مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2007-2008.
- 30) جابو سليم، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية- دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012.
- 31) حشايشي سليمة، دراسة العلاقة بين أداء السوق المالي والوضع الاقتصادي العام في ظل نظرية كفاءة الأسواق المالية: دراسة مقارنة بين حالة فرنسا وحالة مصر، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2004-2005.
- 32) حميدة مختار، الأسواق وخصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية ودور العملية في إحداث التنمية، دراسة حالة بعض الشركات العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010-2011.
- 33) خباية حسان، دور الخصخصة وبورصة الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد، دراسة حالة الاقتصاد الجزائري، رسالة دكتوراه في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2004 - 2005.

- 34) خليل حسن خليل، دور رؤوس الأموال الأجنبية في تنمية الاقتصاديات المختلفة مع دراسة خاصة بإقليم مصر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة القاهرة، مصر، 2000.
- 35) سويسي هوارى، تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008.
- 36) شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر (3)، الجزائر، 2011-2012.
- 37) صافي وليد أحمد، الأسواق المالية العربية، (الواقع و الآفاق)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2002-2003.
- 38) عاملي ياسين، الخصوصية ودور السوق المالية في تفعيلها، دراسة بعض التجارب المغاربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص التحليل والإشراف الاقتصادي، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2009-2010.
- 39) لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، دراسة حالة مجموعة من الأسواق رأس المال العربية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009-2010.
- 40) مناصرية خولة، اثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية- دراسة حالة الأردن (خلال الفترة 1990-2014)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015-2016.

4: المجالات والدوريات.

- 1) الحناوي محمد صالح، العبد جلال إبراهيم، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية، تعنى بقضايا التنمية في الأقطار.
- 2) الغزالي عيس محمد، تحليل الأوراق المالية، إصدارات المعهد العربي للتخطيط، السنة الثالثة، العدد 27، الكويت، 2003.
- 3) حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، مارس 2004، السنة الثالثة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت.

4) شراح رمضان علي، مستقبل الأسواق المالية في دول المجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها، مجلة آفاق اقتصادية العدد 86-2001.

5) عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز العدد الثالث، السعودية، 2014.

6) معارفي صالح فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2009-2010.

7) مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل دفع كفاءتها، مجلة الباحث عدد 07، ورقلة، الجزائر.

8) موصللي سلمان، السمان حازم، دراسة الكفاءة السعريّة لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانون - المجلد 29 العدد 02، 2013.

9) نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد الخامس العدد العاشر، أيار 2013.

5: التقارير والقوانين.

1) الخصيب صبري، أداء بورصة عمان خلال العامين 2004 و2005، غرفة تجارة عمان، جويلية 2006.
2) مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان، المادة 72 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 ولأحكام المادة (1/ب/24) من النظام الداخلي لبورصة عمان لسنة 2004 والمقرة بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 2015/295.

3) التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، سبتمبر، 2000.

4) السوق المالية السعودية، أداء السوق في الآونة الأخيرة، والتوقعات للفترة المقبلة، مكتب مدير عام الدائرة الاقتصادية، السعودية، 2009.

5) بورصة الكويت، قواعد بورصة، الإصدار الأول، الفصل 4، 2018.

6: المحاضرات.

1) بزاز حليلة، دروس المشتقات المالية ومخاطرها، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة وهدى بن محمد، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر.

- (2) كهينة رشام، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة الماستر، علوم المالية والمحاسبية والعلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة أكلي محند اولحاج، بويرة، الجزائر، 2015-2016.
- (3) محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير: تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 1999-2000.
- 7: المنشورات.

- (1) أبو النصر عصام عبد الهادي، طبيعة أسواق الأوراق المالية، أستاذ ورئيس قسم المحاسبة والمراجعة، مستشار الهيئة الشرعية العالمية للشركات، كلية التجارة، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر.
- (2) أبوعمشة محمد كمال، الاستثمار في أوراق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، دراسة حالة بورصة قطر، أكاديمية في الجامعة الأمريكية، باحث وكاتب في مجال التمويل والاستثمار، خبير بالأسواق المالية، بحوث اقتصادية عربية، العددان 61-62، شتاء- ربيع 2013.
- (3) التهتموني فاروق رفيق، فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق المالية (دراسة مقارنة بين أنواع مؤشرات السوق من 2003-2007) على الموقع doc بحث - د - فاروق - التهتموني.
- (4) صافي عمار، محددات الاستثمار المحفظي في السوق المالية السعودية، باحث دكتوراه، السنة السادسة اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة احمد بوقرة، بومرداس، الجزائر.

ثانيا: مراجع باللغة الأجنبية.

1: Livres.

- 1) Dider Vitra, **tout savoir sur la bourse**, edition 2004.
- 2) Erank k Reilly et keith Cabrown, **investment analysis and portfolio management** , 7th australiathomson south wester, 2003.
- 3) johny. Murphy, **technical analisis, of the finanicalmarkets(institute finance)**, London, 1999.
- 4) Squali, Amon-para , eticassess, ent of leak-for , **efficiency in the UAE financial**, arlets, applied financial Economics, 16, 2006.

2:Rapport et Lois.

- 1) Abu Dabi securitie exchange, **ADSM Indices Rules**, ADSM Rport, date: 27/05/2017.
- 2) commisoin d'organisation et des oprération de bourse (cosob) guide de l'investisseur novembre 1997.
- 3) Dubai financial market, Operation/Listing and disclosures dept departement, **DFM General Index«DFMGI»Rules**, DFM Report, July 2017.
- 4) IUg journal of economics and business(islamicuniversity of gaza)/ccby40
- 5) MSCI Index strategy index, **MSCI Index Calculaon methodology**, MSCI repoet, May 2012.

ثالثا: المواقع الإلكترونية.

- 1) www.ase.com الموقع الرسمي لبورصة عمان
- 2) www.asjp.crist.dz.article
- 3) www.boursakuwait.com الموقع الرسمي لبورصة الكويت
- 4) www.dfm.ae الموقع الرسمي لبورصة دبي
- 5) www.gouvernement.ae الموقع الرسمي لبورصة الإمارات
- 6) www.gulfbase.com الموقع الرسمي للبورصات العربية
- 7) www.kantaki.com
- 8) www.odx.ae
- 9) www.qe.com.qa الموقع الرسمي لبورصة الكويت
- 10) www.researchgate.net
- 11) www.shamra..sy.adademia.show
- 12) www.tadawul.com
- 13) www.trend-cast.com
- 14) www.ubarablaws.org

الملحق رقم(01): مؤشرات العامة لدول مجلس التعاون الخليجي ل2014

	ASE	TASI	BSE	KSE	ADSM	DFM	QE
M ₁ 2014	2207.0	8760.6	1294.3	7755.8	4673.1	3770.4	11155.7
M ₂ 2014	2178.2	9106.6	1372.7	7692.8	4958.7	4220.5	11771.8
M ₃ 2014	2148.9	9473.7	1356.9	7572.8	4894.4	4451.0	11639.8
M ₄ 2014	2124.2	9585.2	1427.3	7407.7	5044.6	5058.95	12677.6
M ₅ 2014	2130.9	9823.4	1459.3	7291.1	5253.4	5087.47	13694.2
M ₆ 2014	2113.0	9513.0	1427.6	6971.4	4551.0	3942.82	11488.9
M ₇ 2014	2136.6	10214.7	1471.7	7130.9	5055.0	4833.2	12877.3
M ₈ 2014	2131.9	1112.1	1472.2	7430.5	5082.7	5063.0	13596.7
M ₉ 2014	2115.0	10854.8	1476.0	7621.5	5106.3	5042.9	13728.3
M ₁₀ 2014	2106.1	10034.9	1444.1	7361.6	4861.5	4545.4	13498.9
M ₁₁ 2014	2132.5	8624.9	1428.7	6752.9	4675.0	4281.4	12760.5
M ₁₂ 2014	2165.5	8333.3	1426.6	6535.7	4528.9	3774.0	12285.8

المصدر: أداء أسواق المالية العربية، صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية، العدد 27، 2014، ص:17

الملحق رقم(02): مؤشرات العامة لدول مجلس التعاون الخليجي ل2015

	ASE	TASI	BSE	KSE	ADSM	DFM	QE
M ₁ 2015	2169.6	8878.5	1424.4	6572.3	4456.8	3674.4	11899.8
M ₂ 2015	2195.5	9313.5	1474.8	6601.4	4686.2	3864.7	12445.3
M ₃ 2015	2185.2	8778.9	1450.0	6282.5	4467.9	3514.4	11711.4
M ₄ 2015	2115.5	9834.5	1390.6	6377.0	4647.1	4229.0	12164.5
M ₅ 2015	2183.6	9688.7	1363.7	6292.5	4527.6	3923.2	12048.3
M ₆ 2015	2115.6	9086.9	1367.8	6203.0	4723.2	4086.8	12201.0
M ₇ 2015	2125.7	9098.3	1331.7	6253.7	4834.2	4143.2	11785.2
M ₈ 2015	2097.6	7522.5	1299.2	5820.6	4493.9	3662.6	11563.6
M ₉ 2015	2045.2	7404.1	1275.9	5726.0	4502.8	3593.3	11465.2
M ₁₀ 2015	2034.4	7124.8	1250.4	5775.4	4322.0	3503.8	11604.6
M ₁₁ 2015	1993.7	7239.9	1232.6	5802.4	4236.4	3204.3	10090.8
M ₁₂ 2015	2136.3	6911.8	1215.9	5615.1	4307.3	3151.0	10429.4

المصدر: أداء أسواق المالية العربية، صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية، العدد 80، 2015، ص:17

الملحق رقم(03): مؤشرات العامة لدول مجلس التعاون الخليجي ل2016

	ASE	TASI	BSE	KSE	ADSM	DFM	QE
M ₁ 2016	2147.0	5996.6	1187.1	5114.5	4054.4	2997.8	9481.3
M ₂ 2016	2116.3	6092.5	1178.2	5207.4	4351.4	3239.7	9892.3
M ₃ 2016	2151.9	6223.1	1131.1	5228.8	4390.4	3355.5	10376.2
M ₄ 2016	2094.7	6805.8	1110.5	5391.8	4543.5	3491.9	10186.2
M ₅ 2016	218.4	6448.4	1111.6	5400.3	4250.2	3313.7	9538.8
M ₆ 2016	2091.4	6499.9	1118.4	5364.6	4497.6	3311.1	9885.2
M ₇ 2016	2102.1	6302.2	1155.6	5451.0	4575.3	3484.3	10604.0
M ₈ 2016	2076.8	6079.5	1142.2	5419.7	4471.0	3504.4	10989.8
M ₉ 2016	2120.5	5623.3	1150.0	5398.4	4476.3	3474.4	10435.5
M ₁₀ 2016	2107.6	6012.2	1148.8	5401.1	4300.2	3332.4	10173.0
M ₁₁ 2016	2171.0	7000.2	1174.1	5554.5	4308.8	3360.9	9794.8
M ₁₂ 2016	2170.3	7210.4	1220.5	5748.1	4546.4	3530.9	10436.8

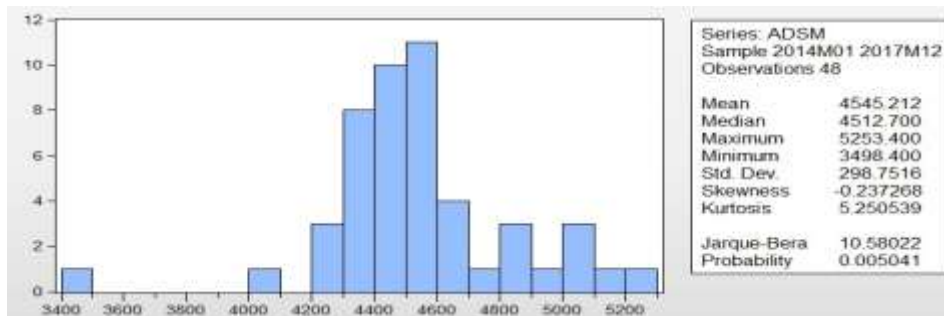
المصدر: أداء أسواق المالية العربية، صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية، العدد 27، 2016، ص:17

الملحق رقم(04): مؤشرات العامة لدول مجلس التعاون الخليجي ل2017

	ASE	TASI	BSE	KSE	ADSM	DFM	QE
M ₁ 2017	2161.5	7101.9	1303.7	6701.0	4548.8	3642.9	10597.2
M ₂ 2017	2212.8	6972.4	1349.7	6709.0	4552.1	3630.3	10702.1
M ₃ 2017	2850.2	7001.6	1356.0	6680.0	4443.5	3480.4	10390.6
M ₄ 2017	2185.3	7013.5	1335.7	6762.1	4522.6	3414.9	10064.4
M ₅ 2017	2175.2	6871.2	1319.8	6735.2	4427.3	3339.4	9901.4
M ₆ 2017	2167.4	7425.7	1310.0	6764.1	4327.3	3392.0	9430.4
M ₇ 2017	2139.8	7094.2	1327.8	6886.4	4566.2	3633.2	9406.1
M ₈ 2017	2157.3	7258.6	1302.5	6850.4	4468.4	3637.6	8800.6
M ₉ 2017	2121.5	7283.0	1283.5	6679.8	4397.4	3564.0	8312.4
M ₁₀ 2017	2093.2	6934.4	1276.7	6540.2	4479.6	3635.9	8165.1
M ₁₁ 2017	2122.5	7004.0	1283.3	6187.3	4283.1	3420.2	7714.3
M ₁₂ 2017	2126.8	1331.7	1331.7	6310.4	3498.4	3370.1	8523.4

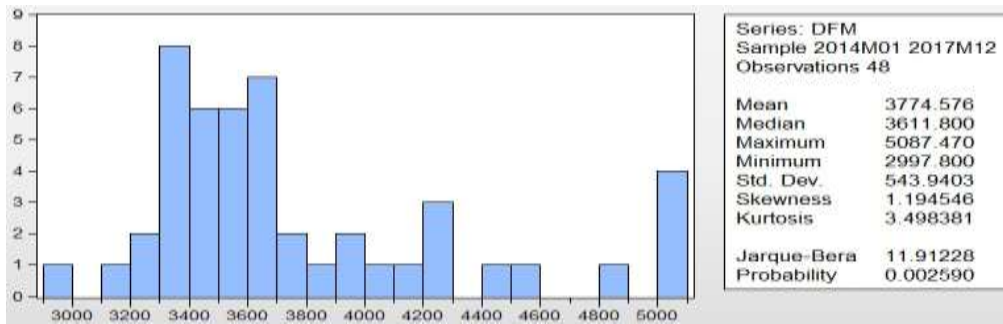
المصدر: أداء أسواق المالية العربية، صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية، العدد 88، 2017، ص:17

الملحق رقم (05): اختبارات التوزيع الطبيعي لسوق أبوظبي للأوراق المالية



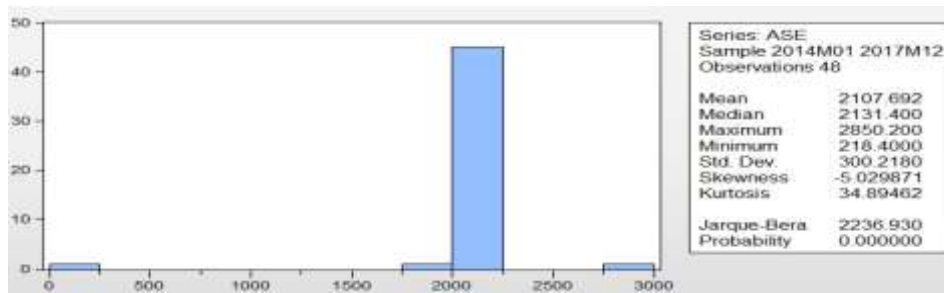
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (06): اختبارات التوزيع الطبيعي لسوق دبي للأوراق المالية



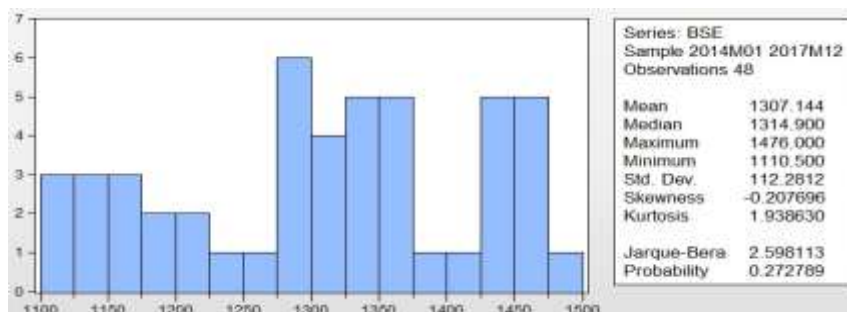
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (07): اختبارات التوزيع الطبيعي لسوق عمان للأوراق المالية



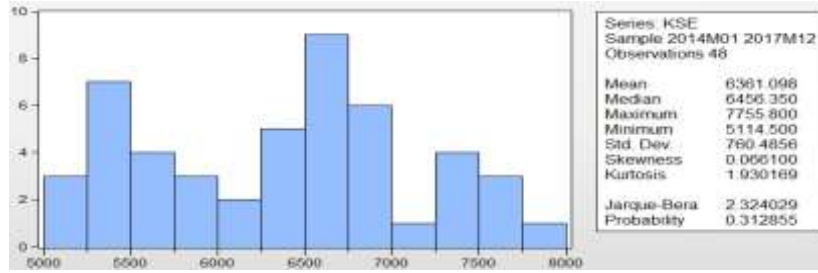
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (08): اختبارات التوزيع الطبيعي لسوق البحرين للأوراق المالية



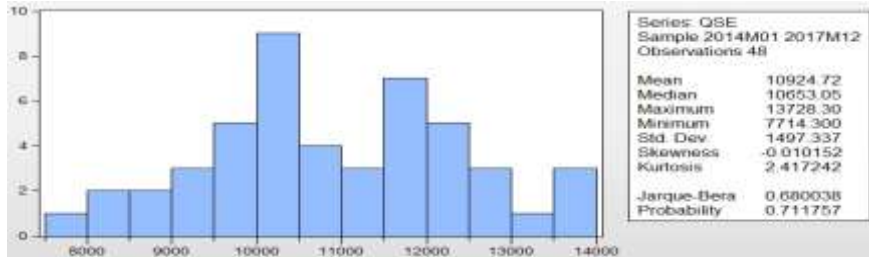
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (09): اختبارات التوزيع الطبيعي لسوق الكويت للأوراق المالية



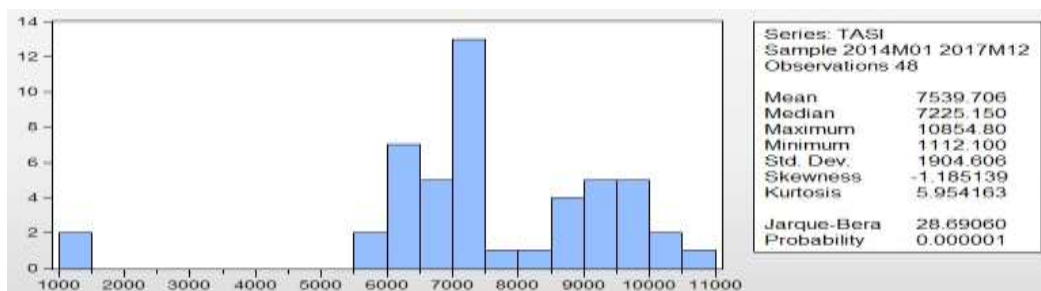
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (10): اختبارات التوزيع الطبيعي لسوق قطر للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج Eviews8

الملحق رقم (11): اختبارات التوزيع الطبيعي للسعودية للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (12): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر (ADF) لسلسلة العوائد الشهرية لسوق

أبوظبي للأوراق المالية

Prob	None	Prob	Tren and intercept	Prob	Interept		ADF	خصائص المتغيرات
0.3528	0.826043	0.05	-3,507434	0.3789	-1.794121	I	0	ADSM

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (13): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر (ADF) لسلسلة العوائد الشهرية لسوق دبي

للأوراق المالية:

Prob	None	Prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		ADF	خصائص المتغيرات
0.1104	1.560191	0.00938	3.215682	0.2787	2.017184	I	0	DFM

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (14): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر (ADF) لسلسلة العوائد الشهرية لسوق عمان

للأوراق المالية:

Prob	None	Prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		ADF	خصائص المتغيرات
0.5684	0.309940	0.000	6.246561	0.000	6.315904	I	0	ASE

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم(15): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر (ADF) لسلسلة العوائد الشهرية لسوق البحرين للأوراق المالية

Prob	None	Prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		ADF	خصائص المتغيرات
0.5718	0.301073	0.9285	1.036668	0.5911	1.364958	I	0	BSE

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم(16): نتائج اختبار الوحدة لديكي فولر (ADF) سلسلة العوائد الشهرية لسوق الكويت للأوراق المالية:

Prob	None	Prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		ADF	خصائص المتغيرات
0.2403	1.105359	0.8552	1.376115	0.3291	1.900932	I	0	KSE

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم(17): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر ADF لسلسلة العوائد الشهرية لسوق قطر للأوراق المالية

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		ADF	خصائص المتغيرات
0.3988	0.721430	0.0227	3.843289	0.7197	1.070822	I	0	QSE

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (18): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر (DAF) لسلسلة العوائد الشهرية لسوق السعودية للأوراق المالية

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		ADF	خصائص المتغيرات
0.1828	1.277799	0.000	6.114202	0.0014	4.277674	I	0	TASI

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (19): نتائج اختبار فيليبس بارون (PP) لجذر الوحدة لسلسلة العوائد الشهرية لسوق أبو ظبي للأوراق المالية.

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		PP	خصائص المتغيرات
0.3029	0.943814	0.0456	3.549419	0.5510	1.447604	I	T(0)	ADSM

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (20): نتائج اختبار فيليبس بارون (PP) لجذر الوحدة لسلسلة العوائد الشهرية لسوق دبي للأوراق المالية.

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		PP	خصائص المتغيرات
0.5194	0.437749	0.0730	3.35848	0.3051	1.955154	I	0	DFM

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (21): نتائج اختبار فيليبس بارون (PP) لجذر الوحدة لسلسلة العوائد الشهرية لسوق عمان للأوراق المالية.

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		PP	خصائص المتغيرات
0.5486	0.362767	0.0000	6.245733-	0.0000	6.315270	I	0	ASE

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (22): نتائج اختبار فيليبس بارون (PP) لجذر الوحدة لسلسلة العوائد الشهرية لسوق البحرين للأوراق المالية.

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		PP	خصائص المتغيرات
0.6806	0.009018	0.7905	-1.568140	0.6021	1.342312	t	0	BSE

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (23): نتائج اختبار فيليبس بارون (PP) لجذر الوحدة لسلسلة العوائد الشهرية لسوق الكويت للأوراق المالية.

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		PP	خصائص المتغيرات
0.3474	0.838427	0.0227	-3.843289	0.7823	-0.891737	I	0	KSE

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (24): نتائج اختبار فيليبس بارون (PP) لجذر الوحدة لسلسلة العوائد الشهرية لسوق قطر للأوراق المالية.

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		PP	خصائص المتغيرات
0.3474	0.838427	0.0227	-3.843289	0.7823	-0.891737	I	0	QSE

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (25): نتائج اختبار فيليبس بارون (PP) لجذر الوحدة لسلسلة العوائد الشهرية لسوق السعودية للأوراق المالية.

Prob	None	prob	Tren and intercept	Prob	Intercept		PP	خصائص المتغيرات
0.2297	1.134956	0.000	-6.139039	0.0009	-4.434503	I	0	TASI

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (26): نتائج اختبار BDS لسلسلة سوق أبو ظبي للأوراق المالية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.040521	0.014188	2.856449	0.0043
3	0.128925	0.022988	5.608970	0.0000
4	0.190397	0.027919	6.819746	0.0000
5	0.225481	0.029690	7.594399	0.0000
6	0.244985	0.029224	8.383061	0.0000

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1)) ^{2k}
2	627.0000	0.580019	794.0000	0.734505	0.539498
3	540.0000	0.521739	759.0000	0.732367	0.392914
4	467.0000	0.471717	721.0000	0.728283	0.281320
5	403.0000	0.428004	686.0000	0.725159	0.200523
6	348.0000	0.385382	651.0000	0.720930	0.140398

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (27): نتائج اختبار BDS لسلسلة سوق دبي للأوراق المالية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.109981	0.013875	7.928530	0.0000
3	0.203010	0.022451	9.042485	0.0000
4	0.275482	0.027230	10.11698	0.0000
5	0.319794	0.029916	11.05951	0.0000
6	0.342510	0.028420	12.08764	0.0000

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1)) ^{2k}
2	649.0000	0.600370	757.0000	0.700278	0.490389
3	560.0000	0.541063	721.0000	0.696618	0.339053
4	497.0000	0.502020	683.0000	0.689899	0.226539
5	443.0000	0.468288	646.0000	0.682875	0.148493
6	396.0000	0.438538	610.0000	0.676528	0.095028

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (28): نتائج اختبار BDS لسلسلة مؤشر سوق عمان للأوراق المالية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	-0.000886	0.005465	-0.162054	0.8713
3	-0.002690	0.011873	-0.226584	0.8207
4	-0.005444	0.019313	-0.281892	0.7780
5	-0.009172	0.027491	-0.333648	0.7386
6	-0.013895	0.036207	-0.383772	0.7011

Raw epsilon	1315.900			
Pairs within epsilon	2210.000	V-Statistic	0.959201	
Triples within epsilon	103924.0	V-Statistic	0.939802	

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))^k
2	990.0000	0.915819	1035.000	0.957447	0.916704
3	803.0000	0.872464	990.0000	0.858522	0.875154
4	820.0000	0.829293	946.0000	0.855558	0.833727
5	741.0000	0.783298	903.0000	0.854545	0.792470
6	666.0000	0.737542	861.0000	0.853488	0.751437

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (29): نتائج اختبار BDS لسلسلة مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.151979	0.006566	23.14506	0.0000
3	0.258722	0.010598	24.41160	0.0000
4	0.320254	0.012812	24.99560	0.0000
5	0.353136	0.013557	26.04978	0.0000
6	0.363620	0.013273	27.39530	0.0000

Raw epsilon	173.9324			
Pairs within epsilon	1638.000	V-Statistic	0.710938	
Triples within epsilon	58385.00	V-Statistic	0.527941	

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))^k
2	693.0000	0.641073	756.0000	0.699352	0.469094
3	589.0000	0.588408	715.0000	0.680821	0.329683
4	631.0000	0.536364	676.0000	0.681818	0.218110
5	464.0000	0.490486	636.0000	0.672304	0.137350
6	403.0000	0.446290	596.0000	0.660022	0.082671

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (30): نتائج اختبار BDS لسلسلة مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.168804	0.008181	27.30909	0.0000
3	0.279839	0.009874	28.05843	0.0000
4	0.352353	0.012054	29.23070	0.0000
5	0.390075	0.012750	30.59298	0.0000
6	0.401651	0.012480	32.18449	0.0000

Dimension	C(m,n)	s(m,n)	C(1,n-(m-1))	s(1,n-(m-1))	s(1,n-(m-1))^k
2	707.0000	0.654024	753.0000	0.696577	0.485220
3	628.0000	0.608763	713.0000	0.688889	0.326925
4	559.0000	0.564646	672.0000	0.678788	0.212293
5	501.0000	0.529598	638.0000	0.674419	0.139524
6	446.0000	0.493909	607.0000	0.672204	0.092258

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (31): نتائج اختبار BDS لسلسلة مؤشر سوق قطر للأوراق المالية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.114903	0.007670	14.98059	0.0000
3	0.184779	0.012314	15.00542	0.0000
4	0.219147	0.014810	14.79770	0.0000
5	0.249498	0.015589	15.90431	0.0000
6	0.272627	0.015185	17.96636	0.0000

Dimension	C(m,n)	s(m,n)	C(1,n-(m-1))	s(1,n-(m-1))	s(1,n-(m-1))^k
2	667.0000	0.617021	766.0000	0.708603	0.602118
3	593.0000	0.572947	755.0000	0.729469	0.388168
4	526.0000	0.531313	740.0000	0.747475	0.312186
5	481.0000	0.508457	722.0000	0.763214	0.258959
6	444.0000	0.491694	701.0000	0.776301	0.218668

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (32): نتائج اختبار BDS لسلسلة مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.079090	0.011712	6.752850	0.0000
3	0.160693	0.018786	8.553658	0.0000
4	0.211254	0.022583	9.354482	0.0000
5	0.251467	0.023766	10.58084	0.0000
6	0.273347	0.023147	11.80910	0.0000

Dimension	C(m,n)	s(m,n)	C(1,n-(m-1))	s(1,n-(m-1))	s(1,n-(m-1))^k
2	657.0000	0.607771	786.0000	0.727105	0.528681
3	557.0000	0.538164	748.0000	0.722705	0.377471
4	474.0000	0.478788	712.0000	0.719192	0.267534
5	409.0000	0.432347	672.0000	0.710359	0.180880
6	355.0000	0.393134	634.0000	0.702104	0.119787

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (33): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية

Date: 06/04/18 Time: 16:37
Sample: 2014M01 2017M12
Included observations: 48

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.560	0.560	16.017	0.000
		2	0.488	0.221	27.328	0.000
		3	0.407	0.123	36.182	0.000
		4	0.304	-0.016	41.223	0.000
		5	0.275	0.046	45.458	0.000
		6	0.246	0.036	49.610	0.000
		7	0.191	-0.014	51.055	0.000
		8	0.103	-0.097	51.691	0.000
		9	0.155	0.107	53.169	0.000
		10	0.109	-0.014	53.914	0.000
		11	0.377	-0.024	54.274	0.000
		12	0.068	0.018	54.785	0.000
		13	0.064	0.006	55.068	0.000
		14	0.055	0.004	55.293	0.000
		15	-0.074	-0.205	55.684	0.000
		16	-0.090	-0.054	56.298	0.000
		17	-0.108	0.001	57.199	0.000
		18	-0.140	-0.042	58.756	0.000
		19	-0.056	0.106	59.017	0.000
		20	-0.184	-0.182	61.623	0.000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (34): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر سوق دبي للأوراق المالية

Date: 06/04/18 Time: 16:42
Sample: 2014M01 2017M12
Included observations: 48

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.818	0.818	34.196	0.000
		2	0.694	0.073	59.311	0.000
		3	0.597	0.034	78.338	0.000
		4	0.503	-0.028	92.144	0.000
		5	0.461	0.109	104.02	0.000
		6	0.377	-0.115	112.15	0.000
		7	0.296	-0.051	117.28	0.000
		8	0.230	-0.025	120.46	0.000
		9	0.222	0.155	123.60	0.000
		10	0.188	-0.149	125.23	0.000
		11	0.188	0.122	126.86	0.000
		12	0.124	-0.062	127.88	0.000
		13	0.052	-0.101	128.07	0.000
		14	0.022	-0.031	128.10	0.000
		15	-0.065	-0.152	128.41	0.000
		16	-0.139	-0.101	129.87	0.000
		17	-0.185	0.073	131.99	0.000
		18	-0.206	-0.071	135.37	0.000
		19	-0.224	0.040	139.53	0.000
		20	-0.260	-0.125	145.30	0.000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

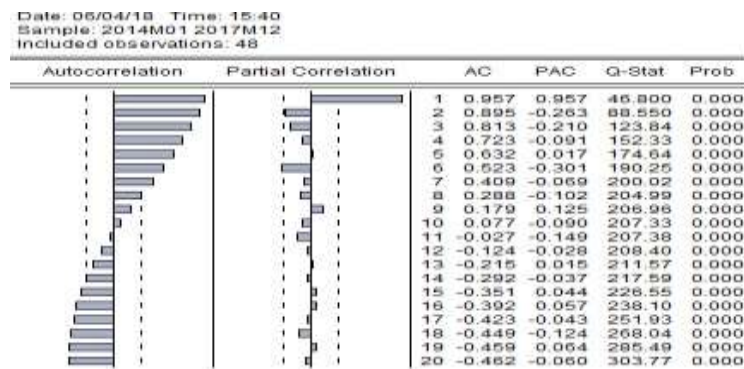
الملحق رقم (35): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر سوق عمان للأوراق المالية

Date: 06/04/18 Time: 15:39
Sample: 2014M01 2017M12
Included observations: 48

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.061	0.061	0.1921	0.661
		2	0.019	0.014	0.2084	0.901
		3	0.040	0.038	0.2940	0.961
		4	-0.002	-0.007	0.2943	0.990
		5	0.000	-0.000	0.2943	0.998
		6	0.029	0.028	0.3435	0.999
		7	-0.000	-0.003	0.3435	1.000
		8	0.005	0.006	0.3450	1.000
		9	-0.041	-0.044	0.4465	1.000
		10	-0.335	-0.333	7.5517	0.673
		11	-0.035	0.001	7.6317	0.746
		12	-0.052	-0.043	7.9113	0.800
		13	-0.025	0.006	7.8547	0.853
		14	-0.042	-0.045	7.9780	0.890
		15	-0.080	-0.059	8.2384	0.914
		16	-0.064	-0.033	8.4572	0.934
		17	-0.035	-0.027	8.5523	0.953
		18	-0.031	-0.020	8.6300	0.968
		19	-0.014	-0.024	8.6451	0.979
		20	-0.004	-0.127	8.6463	0.987

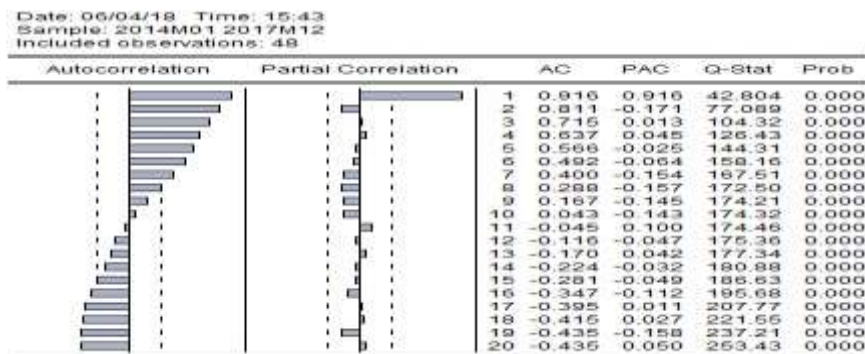
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (36): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية



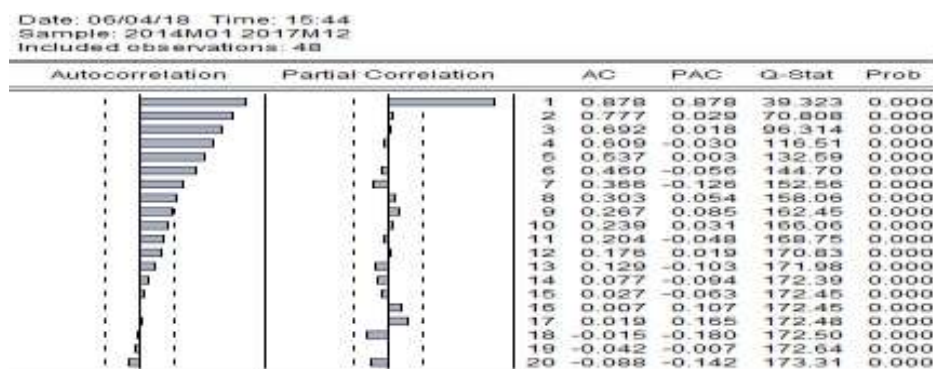
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (37): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (38): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر سوق قطر للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (39): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية

Date: 06/04/18 Time: 15:45
Sample: 2014M01 2017M12
Included observations: 48

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.232	0.232	2.7379	0.098
		2	0.268	0.226	6.4758	0.039
		3	0.267	0.185	10.267	0.016
		4	0.257	0.146	13.879	0.008
		5	0.209	0.069	16.306	0.005
		6	0.167	0.003	17.719	0.007
		7	0.192	0.058	19.875	0.006
		8	0.149	0.017	21.210	0.007
		9	0.112	-0.015	21.981	0.009
		10	0.095	-0.017	22.560	0.012
		11	0.050	-0.054	22.724	0.019
		12	0.100	0.034	23.390	0.025
		13	0.074	0.021	23.761	0.033
		14	0.062	0.032	24.233	0.043
		15	0.034	-0.026	24.317	0.060
		16	-0.016	-0.080	24.336	0.082
		17	-0.013	-0.054	24.349	0.110
		18	-0.042	-0.052	24.491	0.140
		19	-0.059	-0.050	24.763	0.168
		20	-0.111	-0.067	25.841	0.171

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (40): نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED::Untitled\

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	2.877752	Prob. F(1,45)	0.0967
Obs*R-squared	2.624993	Prob. Chi-Square(1)	0.0928

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 06/04/18 Time: 14:16
Sample (adjusted): 2014M02 2017M12
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	60956.94	31009.15	1.965837	0.0555
RESID^2(-1)	0.423821	0.249836	1.696394	0.0967

R-squared: 0.060106 Mean dependent var: 88904.51
Adjusted R-squared: 0.039220 S.D. dependent var: 183747.5
S.E. of regression: 180.1082 Akaike info criterion: 27.08212
Sum squared resid: 1.46E+12 Schwarz criterion: 27.16085
Log likelihood: -634.4299 Hannan-Quinn criter.: 27.11175
F-statistic: 2.877752 Durbin-Watson stat: 1.313062
Prob(F-statistic): 0.096720

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (41): نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق دبي للأوراق المالية

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED::Untitled\

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	28.76049	Prob. F(1,45)	0.0000
Obs*R-squared	18.32611	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 06/04/18 Time: 14:54
Sample (adjusted): 2014M02 2017M12
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	113924.6	63479.48	1.794668	0.0784
RESID^2(-1)	0.622272	0.116033	5.362881	0.0000

R-squared: 0.388917 Mean dependent var: 295870.7
Adjusted R-squared: 0.376350 S.D. dependent var: 485771.7
S.E. of regression: 367824.1 Akaike info criterion: 28.51022
Sum squared resid: 6.09E+12 Schwarz criterion: 28.58895
Log likelihood: -667.9901 Hannan-Quinn criter.: 28.53984
F-statistic: 28.76049 Durbin-Watson stat: 1.810202
Prob(F-statistic): 0.000003

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (42): نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق عمان للأوراق المالية

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED:Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Heteroskedasticity Test: ARCH									
F-statistic		0.038351		Prob. F(1,45)				0.8456	
Obs*R-squared		0.040021		Prob. Chi-Square(1)				0.8414	
Test Equation:									
Dependent Variable: RESID^2									
Method: Least Squares									
Date: 06/04/18 Time: 14:58									
Sample (adjusted): 2014M02 2017M12									
Included observations: 47 after adjustments									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
C	82651.05	78508.63	1.178865	0.2446					
RESID^2(-1)	-0.029183	0.149017	-0.195834	0.8456					
R-squared	0.000852				Mean dependent var			89921.02	
Adjusted R-squared	-0.021352				S.D. dependent var			524722.4	
S.E. of regression	530294.7				Akaike info criterion			20.24187	
Sum squared resid	1.27E+13				Schwarz criterion			29.32080	
Log likelihood	-595.1841				Hannan-Quinn criter.			29.27150	
F-statistic	0.038351				Durbin-Watson stat			2.001620	
Prob(F-statistic)	0.845622								

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (43): نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED:Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Heteroskedasticity Test: ARCH									
F-statistic		135.4733		Prob. F(1,45)				0.0000	
Obs*R-squared		35.26081		Prob. Chi-Square(1)				0.0000	
Test Equation:									
Dependent Variable: RESID^2									
Method: Least Squares									
Date: 06/04/18 Time: 14:56									
Sample (adjusted): 2014M02 2017M12									
Included observations: 47 after adjustments									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
C	1700.546	1201.908	1.316308	0.1947					
RESID^2(-1)	0.865714	0.074379	11.63930	0.0000					
R-squared	0.750658				Mean dependent var			12603.55	
Adjusted R-squared	0.745115				S.D. dependent var			12091.31	
S.E. of regression	6099.392				Akaike info criterion			20.31139	
Sum squared resid	1.67E+09				Schwarz criterion			20.39012	
Log likelihood	-475.2176				Hannan-Quinn criter.			20.24101	
F-statistic	135.4733				Durbin-Watson stat			1.613702	
Prob(F-statistic)	0.000000								

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (44): نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED:Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Heteroskedasticity Test: ARCH									
F-statistic		128.1346		Prob. F(1,45)				0.0000	
Obs*R-squared		24.78407		Prob. Chi-Square(1)				0.0000	
Test Equation:									
Dependent Variable: RESID^2									
Method: Least Squares									
Date: 06/04/18 Time: 14:52									
Sample (adjusted): 2014M02 2017M12									
Included observations: 47 after adjustments									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
C	69094.77	56825.91	1.215902	0.2304					
RESID^2(-1)	0.809043	0.071472	11.31956	0.0000					
R-squared	0.740087				Mean dependent var			526951.3	
Adjusted R-squared	0.734311				S.D. dependent var			818686.3	
S.E. of regression	267262.2				Akaike info criterion			27.87222	
Sum squared resid	3.22E+12				Schwarz criterion			27.95095	
Log likelihood	-622.9971				Hannan-Quinn criter.			27.90184	
F-statistic	128.1346				Durbin-Watson stat			1.361351	
Prob(F-statistic)	0.000000								

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (45): نتائج اختبار ARCH على سلسلة عوائد مؤشر سوق قطر للأوراق المالية

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Heteroskedasticity Test: ARCH									
F-statistic		48.56037		Prob. F(1,45)		0.0000			
Obs*R-squared		24.39427		Prob. Chi-Square(1)		0.0000			
Test Equation:									
Dependent Variable: RESID^2									
Method: Least Squares									
Date: 06/04/18 Time: 14:50									
Sample (adjusted): 2014M02 2017M12									
Included observations: 47 after adjustments									
Variable		Coefficient		Std. Error		t-Statistic		Prob.	
C		893956.3		350385.2		1.980553		0.0538	
RESID^2(-1)		0.729913		0.104744		6.968527		0.0000	
R-squared		0.519027		Mean dependent var		2240884.			
Adjusted R-squared		0.508339		S.D. dependent var		2650536.			
S.E. of regression		1858518.		Akaike info criterion		31.75008			
Sum squared resid		1.55E+14		Schwarz criterion		31.82881			
Log likelihood		-744.1268		Hannan-Quinn criter.		31.77970			
F-statistic		48.56037		Durbin-Watson stat		2.021938			
Prob(F-statistic)		0.000000							

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8

الملحق رقم (46): نتائج اختبار ARCH لسلسلة عوائد مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Heteroskedasticity Test: ARCH									
F-statistic		2.832600		Prob. F(1,45)		0.0993			
Obs*R-squared		2.782739		Prob. Chi-Square(1)		0.0953			
Test Equation:									
Dependent Variable: RESID^2									
Method: Least Squares									
Date: 06/04/18 Time: 14:40									
Sample (adjusted): 2014M02 2017M12									
Included observations: 47 after adjustments									
Variable		Coefficient		Std. Error		t-Statistic		Prob.	
C		2701966		1270711.		2.126359		0.0399	
RESID^2(-1)		0.318366		0.189182		1.682855		0.0993	
R-squared		0.059207		Mean dependent var		2595909.			
Adjusted R-squared		0.038301		S.D. dependent var		8070109.			
S.E. of regression		7914066.		Akaike info criterion		34.64780			
Sum squared resid		2.92E+15		Schwarz criterion		34.72653			
Log likelihood		-812.2233		Hannan-Quinn criter.		34.67743			
F-statistic		2.832600		Durbin-Watson stat		1.560681			
Prob(F-statistic)		0.099320							

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews8