

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان

كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير و العلوم التجارية

مدرسة الدكتوراه :التسيير الدولي للمؤسسات
تخصص مالية دولية



مذكرة تخرج لنيل شهادة المااستير

المعلومات : محرك لتطوير وتحسين نجاعة الأسواق المالية

دراسة قياسية لسوق تونس والمغرب

تحت إشراف:

أ.د محمد بن

من إعداد الطالبة

العجاج فاطمة الزهراء

بوزيان

أعضاء لجنة المناقشة :

مرثسا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ.د بلمقدم مصطفى
مشرفا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ.د بن بوزيان محمد
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ محاضر	الدكتور مليكي سمير
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ محاضر	الدكتور بيلهاشم الهادي

السنة الجامعية: 2009-2010

القرس

تشكرات

إهداء

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

مقدمة عامة

الفصل الأول : ماهية الأسواق المالية

- مقدمة الفصل

- النظام النقدي الدولي

- الأسواق المالية

- البورصة

- الأزمات المالية

- خاتمة الفصل

الفصل الثاني : المعلومات وكفاءة الأسواق المالية

- مقدمة الفصل

- المعلومات في الأسواق المالية

- كفاءة الأسواق المالية

- خاتمة الفصل

الفصل الثالث : الأسواق المالية العربية (دراسة قياسية)

- مقدمة الفصل

- الأسواق المالية العربية

- دراسة نماذج من الأسواق العربية

- دراسة قياسية لكفاءة الأسواق العربية

- خاتمة الفصل

الخاتمة العامة

قائمة المراجع

تَشْكُرَات

الحمد لله الذي شرح صدري ويسر أمري

الحمد لله الذي سدّد خطاي فالشكر أولا وأخيرا للرحمان بالعرش العظيم

كذلك لقوله صلى الله عليه وسلم "من لم يشكر الناس لم يشكر الله" صدق رسول الله

أتقدم بأحر التشكرات إلى أستاذي الموقر الذي أشرف على هذا العمل منذ البداية وساهم بجهده

ووقته لإتمامه وتقديمه في أحسن صورة البروفيسور " محمد بن بوزيان "

كما لا يفوتني أن أشكر كافة أساتذتي المحترمين في كافة الأطوار ، وأخص بالذكر الأستاذ " غربي

ناصر صلاح الدين " الذي ساعدني كثيرا لإنجاز هذا العمل المتواضع .

أعضاء لجنة المناقشة كل واحد باسمه

الأستاذة المحترمين " البروفيسور بلمقدم مصطفى ، الدكتور مليكي سمير ، الدكتور بلهاشم الهادي "

وفي الأخير إلى كل من ساهم من بعيد أو قريب في إنجاز وتقديم هذا العمل .

فاطمة الزهراء العجاج

إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

هدي هذا العمل إلى أعلى ما لدي في الوجود والدي الكريمين أطال الله في عمرهما

لى إخوتي كل واحد باسمه " محمد الأمين ، هاجر ، أحمد ، عادل "

روحي الموقر " نعيم " وكل عائلته

لى الأصدقاء والصديقات وكل الأشخاص الأعزاء على قلبي

لى كل دفعة مدرسة الدكتوراه " التسيير الدولي للمؤسسات " 2008 - 2010

لذين تشاركت معهم الحزن والفرح ، الجهد والصبر ، أتمنى لهم التوفيق - كما أتمنى أن نكون قد

رفقنا في هذا العمل الذي سيواصله طلبة آخرون إن شاء الله .

فاطمة الزهراء العجاج

الصفحة	العنوان	
	حساب المؤشرات على اساس مدخل القيمة	الجدول رقم 01
	حساب المؤشر على اساس الاوزان المتساوية	الجدول رقم 02
	اهم الاختلافات بين التحليلين الفنى و الاساسى	الجدول رقم 03
	الدول العربية التى شهدت تراجعا فى معدلات نمو السيولة المحلية 2008-2007	الجدول رقم 04
	الدول العربية التى شهدت ارتفاعا فى معدلات نمو السيولة المحلية 2008-2007	الجدول رقم 05
	اختبار الاستقرار بالنسبة للسهم -تونس- X1	الجدول رقم 06
	اختبار الاستقرار بالنسبة للسهم -تونس- X2	الجدول رقم 07
	اختبار التفضيلات الاولى -تونس-	الجدول رقم 08
	اختبار الاستقرار بالنسبة للسهم -تونس- X3	الشكل رقم 09
	التفضيلات من الدرجة الاولى -تونس-	الشكل رقم 10
	اختبار الاستقرار بالنسبة للسهم -المغرب- X1	الشكل رقم 11
	اختبار الاستقرار بالنسبة للسهم -المغرب- X2	الشكل رقم 12
	اختبار الاستقرار بالنسبة للسهم -المغرب- X3	الشكل رقم 13

الصفحة	العنوان	
15	سوق المال و المؤسسات العاملة به	الشكل رقم 01
28	الأسواق المالية	الشكل رقم 02
29	التمويل المباشر	الشكل رقم 03
30	التمويل شبه المباشر	الشكل رقم 04
31	التمويل غير المباشر	الشكل رقم 05
79	Dax (2000/2005) منحنى	الشكل رقم 06
80	S and p (2000/2005) منحنى	الشكل رقم 07
97	مدخلات متسلسلة	الشكل رقم 08
98	مدخلات عشوائية	الشكل رقم 09
99	مدخلات عن طريق التغذية العكسية	الشكل رقم 10
103	نظام معالجة البيانات	الشكل رقم 11
105	دورة حياة البيانات	الشكل رقم 12
106	النموذج التغييري للمعلومات	الشكل رقم 13
123	خريطة المتوسط المتحرك و سعر الإقفال لأسهم إحدى الشركات	الشكل رقم 14
124	خريطة الأعمدة	الشكل رقم 15
125	خريطة المستويات المساندة لأسهم إحدى الشركات	الشكل رقم 16
126	خريطة الرأس والأكتاف لأسهم إحدى الشركات	الشكل رقم 17
128	خريطة النقطة و الشكل لأسهم إحدى الشركات	الشكل رقم 18
134	وظائف السوق في ظل نظام المعلومات	الشكل رقم 19
142	الهرم التمويلي...	الشكل رقم 20
144	علاقة الإشارة بكفاءة الأسواق المالية	الشكل رقم 21
150	رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة	الشكل رقم 22

الصفحة	العنوان	
150	رد فعل السوق بعد وصول معلومات محبطة	الشكل رقم 23
169	مستويات صيغ الكفاءة	الشكل رقم 24
211	اجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال 2008	الشكل رقم 25
212	الحجم النسبي للأسواق العربية	الشكل رقم 26
249	العقار مؤشر masi	الشكل رقم 27

مقدمة عامة

المالية الدولية هي الفرع الذي يدرس التدفقات المالية بين الدول في العلوم الاقتصادية والتي تعنى بكل ما ينبثق عن التبادل الدولي من تسوية لمدفوعات أثمان الصادرات و الواردات إلى تدفق الأموال بشكل قروض أو استثمارات من الدول المتقدمة و الشركات المتعددة الجنسيات إلى الدول النامية. و يستقطب موضوع المالية الدولية و التعامل بالعملات الأجنبية و المشتقات المالية بصفة عامة جل الاقتصاديين و صانعي السياسة على المستوى الدولي و هذا راجع إلى حدة المنافسة و التطور الدائم الحاصل في أسواق الأوراق المالية و ارتفاع أدواتها و التقنيات المعمول بها أين يتم تدويلها بشكل يزيد من تدفق رؤوس الأموال الأجنبية الباحثة عن فرص أكثر ربحية ، كما يؤدي اختلاف العرض و الطلب على عملة ما إلى اختلاف سعر صرفها من حين إلى آخر وبالتالي يؤدي إلى تنوع الأسواق المالية.

فالسوق المالي هو كأي سوق عادي يتم فيه بيع و شراء كل ما يمكنه الحصول على أرباح من أدوات مالية كالأسهم و السندات، أذونات الخزنة...الخ و أدوات مادية كالبتروال العقارات، الذهب...الخ فهو يمثل مجال التعامل في الأسواق المتوسطة و طويلة الأجل كما أنه "وسيلة (ينتهي فيها شرط المكان) يلتقي خلالها (المشترون و البائعون و الوسطاء و المتعاملون الآخرون و الايداريون) من ذوي الاهتمامات المادية أو المهتمة بالأدوات الرأسمالية و النقدية أو بالصرف الأجنبي بغرض تداول توثيق و تعزيز الأصول المختلفة

(الحقيقية، المالية، النقدية) لفترات متباينة طويلة و قصيرة الأجل اعتمادا على قوانين و أنظمة و تعليمات محددة و إلى حد ما عادات و تقاليد و أعراف معتمدة محليا أو دوليا.¹

و يمكن لنا تصنيف الأسواق المالية إلى أسواق نظامية و أسواق غير نظامية أسواق أولية و أسواق ثانوية، أسواق حالية و أسواق مستقبلية، أسواق رأس المال و أسواق نقدية أسواق الصرف الأجنبي، أسواق محلية و أسواق دولية.²

فالسوق المالية تقوم بمهمة أساسية تتمثل في تخصيص و حشد الموارد نحو الاستثمارات المنتجة و هي بهذا تمثل قناة تضمن تمويل الاستثمارات و آلية لتسويق و تسعير الأوراق المالية و تأسيسا على ذلك حتى تقوم السوق بوظائفها على أفضل وجه يجب أن تتصف بالكفاءة ، فالسوق الكفأة هي السوق التي تعكس أسعارها المعلومات المتاحة في أي وقت، حيث تعد المعلومات أهم المقومات السائدة لتطوير الأسواق المالية بصفة عامة والحصول على هذه الأخيرة يمكن أن يكون من مصادر داخلية يجب أن تظهرها المؤسسة او مصادر خارجية. و عليه يمكن تعريف نظام المعلومات كمايلي:

1970 f.Kelly "نظام المعلومات هو ترتيب و توفيق لمجموعة من الأفراد

و الوسائل المعلوماتية لحجز و تخزين و معالجة المعلومات و ايصالها لمستعملها".³

¹- الدكتور هوشيار معروف، "الاستثمارات و الأسواق المالية"، ص 58.

²- هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 58.

³- peaucelle(jl) « les systèmes d'information la représentation (édition economica paris, p50

أما بالنسبة لـ 1992 S.alter فنظام المعلومات هو تركيب لممارسات و أعمال و معلومات و أفراد و تكنولوجيا المعلومات للوصول إلى أهداف معينة.⁴

نظام المعلومات هو النظام الذي يتكون من مجموعة من الأجزاء المترابطة و التي تعمل معا بشكل مناسب من خلال مجموعة من العمليات المنظمة لتجميع، تخزين، معالجة، تحليل عرض المخرجات بحيث تزود المستفيدين من هذا النظام بطريقة تخدم قراراتهم.⁵

إن توفير المعلومات للمستثمرين في السوق المالي ينبغي أن يصحب بالإفصاح التام عنها، و يعني الإفصاح إتباع سياسة الوضوح الكامل و إظهار جميع الحقائق التي تعتمد عليها جميع الأطراف المهتمة بالمعلومة، كما أن الإفصاح عن المعلومات بطريقة سليمة عادلة و دقيقة من شأنه تزويد السوق بالمعلومات التي تساعد المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري السليم، حيث أن من أهم المشاكل التي تواجهها الأسواق المالية و تحد كفاءتها هو مشكل عدم تماثل المعلومة لدى كل المتعاملين في السوق المالية *asymétrie d'information*، حيث تعرف على أنها عدم إلمام أحد أطراف الصفقة بالمعلومات الكافية عن الطرف الآخر مما لا يمكنه من اتخاذ القرار الصحيح.⁶ هذا ما يسبب نوعين

⁴ - Harcimiar (R) et Rowe (F) "Système d'information dynamique, organisation", édition economica Paris

1997 p07

⁵ - دربال أمينة، "كفاءة الأسواق المالية، دراسة احالة الأسواق المالية القديمة"، ص 73.

⁶ - السيد البدوي عبد الحافظ، "إدارة الأسواق المالية، نظرية معاصرة"، ص 17.

من المشاكل التي تحد من كفاءة الأسواق المالية و المتمثلة في مشكلة الاختيار السيئ و مشكلة سوء النية.

بين m. kandal أن الأسواق المالية المتسمة بالكفاءة هي الأسواق التي فيها تتقلب أسعار الأدوات بشكل عشوائي حول قيمها الطبيعية المقبولة و التي تعكس بدورها بشكل عقلاي كافة المعلومات المتوفرة لجميع الأطراف بصورة ملائمة و تتعدل هذه الأسعار بسرعة حسب المعلومات الجديدة⁷.

كما حاول e.f.faune (1985) بناء نظرية للسوق الكفؤ من خلال تطوير نموذج عرفه ب (a fair game) نموذج العائد المتوقع.

و يعتمد على المعلومات المتوفرة عن اسعار اسهم ما في نقطة زمنية معينة والتي يتم من خلال ربطها بعلاقة العائد بالمخاطرة فقط اقترحت الصيغة الآتية:

$$P^*(t+1)=p_{t+1}- E(p_{t+1}p_t^p)$$

حيث:

P_{t+1}^* : الفرق بين السعر الفعلي في الزمن (t+1) و السعر المتوقع في نفس

الزمن كقيمة سوقية فائضة.

⁷- هوشيل معروف، مرجع سابق، ص 73 / 74.

P_t^p : السعر المتوقع للأداة عند توفر كافة المعلومات في (t) و هذا السعر يساوي السعر الجاري للأداة في السوق مضروباً في (1+ العائد المتوقع للأداة عند المعلومات الكاملة).

مما سبق ذكره فإن السوق المالية الكفاء يقوم على 3 فرضيات:

(1) كفاءة التخصيص allocational efficiency و تعتمد على توجيه الأموال المتاحة نحو الأصول المتسمة بأعلى قيمة صافية مقارنة.

(2) كفاءة المعلومات: information efficiency و تتحقق هذه الكفاءة من خلال إعداد و تحليل و تطوير المعلومات المتسمة بالدقة و الشمولية و تمثل هذه المعلومات جوهر السوق المالية الكفاء.

(3) كفاءة العمليات operational efficiency: و هي تركز على تخصيص الأموال و متابعة المعلومات من خلال إعداد و تنفيذ الصفقات فتكون هذه الكفاءة في النهاية العامل الحاسم في تعظيم كفاءة السوق ككل.⁸

و بموجب نظرية سوق رأس المال الكفؤ efficient capital market التي طورها الاقتصاديون الماليون و النقديون يجري التمييز بين معدل العائد التوازني equibrium rate of return ERRI و معدل التنبؤ الأمثل للعائد optimum

⁸ - sandine lardic et valerie migron (l'efficience informationnelle des marchés financiers (p20/21).

actual rate of (ARR) معدل العائد الفعلي و pradiet ratecef return oprr
reurn و هذا من خلال تطبيق نظرية التوقعات العقلانية التي سنتطرق لها بالتفصيل
خلال بحثنا هذا.

كما ان لسلوك المستثمرين تأثير مباشر على فعالية السوق و حركة رؤوس الأموال
فيه حيث أن العقلانية لها دور مهم في تطوير النظرية المالية المعاصرة بصفة عامة
و هو ما يعرف بالمالية السلوكية و التي تعرف على أنها أحد القطاعات الجديدة في
الاقتصاد (تطبيق البيكولوجيا على الاقتصاد) الهدف الرئيسي منها هو معرفة و دراسة
سلوك المستثمرين (المضاربيين) في اتخاذ قراراتهم. فالمالية السلوكية تعتبر نوع من أنواع
الدراسات التي تسلط الضوء على الحالات الشاذة في الأسواق غير الفعالة و تحاول تحليل
سلوك المستثمرين الذي يؤثر على هذه الأسواق أثناء اتخاذ قرارات غير صائبة.

أثبتت الأسواق المالية خلال فترات طويلة دور فعال في كافة الاقتصاديات التي
تؤثر في تطويرها و تنميتها و مما لاشك فيه أن تجارب الدول المتقدمة تتميز بالكفاءة
العالية نتيجة توفر الأنظمة القوية و الفعالة للمعلومات المتاحة عن الشركة وعن السوق
نفسه، و هو ما يجعل أسعار أسهمها تعكس كافة المعلومات المتاحة التي تعبر عنه فرضية
السوق الفعال و ضمن هذا السياق سنخصص جانباً من دراستنا للتساؤل عن مكانة
الأسواق المالية العربية و العقبات التي تحول دون كفاءتها و كذا أهم خصائصها و هذا

في ظل اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي و توسع حركة التحرر المالي و زيادة نشاطات الأسواق المالية.

مما سبق و وفقا لهذا السياق تبرز إشكالية بحثنا كما يلي:

هل تتوفر الكفاءة المعلوماتية في الأسواق العربية (سوق تونس و المغرب) ؟

للإجابة على هذه الإشكالية وضعنا الفرضيات التالي:

- المعلومات المتوفرة في السوقين الماليين ل (تونس و المغرب) تعكس كافة

الأسعار المتوفرة.

- عدم وجود علاقة وطيدة بين أسعار الأسهم في السوقين (تونس و المغرب)

و قدرتها على تحديد ما إذا كان السوق كفاء أم لا.

دوافع اختيار البحث:

أصبحت دراسة كفاءة الأسواق المالية موضوع مهم في بعض الملتقيات

و المؤتمرات و رسائل الماجستير و الدكتوراه نظرا لما تقدمه من عوائد للاقتصاد و كذا

اعتبارها كأحد أسباب الأزمات المالية الحاصلة في العديد من المرات، فالإمام بنظرية

الأسواق المالية الكفاءة يعتبر مطلبا ضروريا و شرطا أساسيا لأية محاولة لفهم آلية عمل

هته الأسواق كونها ستظل محور النقاش في المراحل المقبلة فالإطار التفسيري لأية عملية

تنمية تستهدف الأخذ بعين الاعتبار السوق المالية كسبيل لتجسيد أهدافها التنموية، كل هذه الملاحظات تعتبر أحد الدوافع التي شجعتنا على اختيار هذا الموضوع.

أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية الدراسة في إعطاء صورة حقيقية عن الأسواق المالية و تحديد أهم هذه الأسواق على المستوى الدولي من جراء الاعتماد على شبكة المعلومات في تحسينها و تطويرها و كذا تسليط الضوء على هذه الأخيرة باعتبارها المحرك الأساسي المساعد على هذا التطور.

أثارت فكرة الأسواق المالية الكفوءة الكثير من الاهتمام و الجدل و النقاش في كافة الاقتصاديات المعاصرة بينما لم تلق نفس الاهتمام في الجانب الآخر من نظيرتها في الدول العربية.

منهج الدراسة:

للإجابة عن إشكالية البحث و إثبات صحة أو نفي الفرضيات اعتمدنا على المنهج الوصفي و المنهج التحليلي بالاعتماد على الكتب و رسائل التخرج و مجلات علمية باللغتين العربية و الفرنسية إضافة إلى استعمال مواقع الانترنت.

أما الجانب الميداني فقد استخدمت الدراسة المنهج القياسي باستعمال تقنية التكامل المتزامن قصد عرض النتائج المحصل عليها و تحليلها و تتمثل البيانات المطلوبة في

استعمال معلومات عن أسعار 4 أسهم لشركات مختلفة الوظيفة لكل دولة على حدى (تونس، المغرب) المدرجة في المواقع الرئيسية للسوق و يتمثل النطاق الزمني للدراسة التطبيقية في الفترة الممتدة ما بين 2010/01/01 إلى غاية 2010/04/30.

محتويات الدراسة:

يدور موضوع بحثنا "المعلومات محرك لتطوير و تحسين نجاعة السوق المالية مع دراسة قياسية لسوقي تونس و المغرب" حول دور المعلومات (اقتصادية أو غير اقتصادية) في التأثير على الأسواق المالية و من أجل الإلمام بالموضوع من جميع الجوانب سنتطرق إليه من خلال دراسة ثلاث فصول متبوعة بخاتمة تلخص فيها النتائج الكلية للدراسة.

-الفصل الأول: "ماهية الأسواق المالية" نحاول من خلال هذا الفصل دراسة الأسواق المالية من جميع الجوانب و بالتفصيل مرورا بلمحة عن الانتقال من النظام النقدي إلى النظام الرأسمالي و تسليط الضوء على الأزمات المالية و أهم الأسواق المالية.

-الفصل الثاني: "المعلومات و كفاءة الأسواق المالية": سنتطرق في هذا الفصل إلى نظرية الكفاءة و أسباب تطورها من معلومات و تحاليل أساسية و فنية لهذه المعلومات بالإضافة إلى التطرق إلى نظرية التوقعات التي تمثل التطبيق الفعلي للنظرية ككل.

-الفصل الثالث: "الأسواق المالية العربية مع دراسة قياسية لكل من سوق تونس و المغرب ففي هذا الفصل و هو الجزء الأخير من الدراسة سنخصص جانبا من

الدراسة إلى الأسواق المالية العربية و خصائصها و نتعرف على بورصة القيم المنقولة (تونس) و بورصة الدار البيضاء (المغرب) أما الجزء الأخير من الفصل فسنخصصه إلى دراسة كفاءة هذين السوقين من خلال اختبار تقنية التكامل المتزامن بين أسعار بعض الأسهم و التي يمثل التكامل بين سهمين منها كفاءة السوق و العكس صحيح.

مقدمة:

تعتبر الأسواق المالية ذات أهمية كبيرة في الاقتصاد، حيث تحتل مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة خاصة منها التي تعتمد على نشاطات القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف الاستثمار والتنمية الاقتصادية.

في ضوء التغيرات الحاصلة في العالم اليوم تعتبر الأسواق هي الرابط الأول بين وحدات العجز ووحدات الفائض أملا في تحقيق أقصى الأرباح وبأقل التكاليف، فالأسواق المالية بمؤسساتها وأصولها تمثل جوهر النظام المالي الذي تعتمد عليه المنشآت المالية المختلفة والأفراد في اتخاذ قراراتهم التمويلية والاستثمارية.

فمن خلال الفصل الأول *ماهية الأسواق المالية* سنتطرق إلى دراسة معمقة في الأسواق المالية باعتبار أنها تلعب دور مهم في الاقتصاد حيث أنها مكان عرض الأموال بالطلب عليها وستشمل الدراسة بعض المفاهيم والأساسيات عن النظام النقدي والانتقال إلى النظام المالي بعد التحرر المالي المساعد على ذلك، كما سنتطرق إلى التعرف على الأدوات المالية المستعملة في الأسواق المالية دون أن ننسى دراسة البورصة التي تمثل سوق التداول في الأسواق كما أن للمؤشرات المالية حصة في دراستنا هذه، إضافة إلى كل هذا لا بد لنا من إلقاء نظرة على الأزمات المالية باعتبار أن جلها تحصل على مستوى الأسواق المالية وتؤثر بدورها في النشاط الاقتصادي ككل.

I - النظام النقدي الدولي:

إن التاريخ الحديث للنظام النقدي الدولي بدأ مع مؤتمر بريتن وودز (Bretton Woods Conference) عام 1944 الذي كان جزء رئيسي من الجهود الأنكلوأمريكية لإعادة بناء العالم والذي قاد إلى إنشاء الأمم المتحدة (UN) والاتفاقية العامة للتجارة والتعريفات الجمركية (GATT) General Agreement for Trade and Tariffs. لقد أدت اتفاقية بريتن وودز إلى تأسيس النظام الذي حمل اسمها في ظل هذا التعاون الدولي المشترك الذي انتهى بتحصيل مؤسستين جديدتين الأولى كانت صندوق النقد الدولي (The international monetry funds) والثانية البنك الدولي لإعادة الإعمار والتنمية (IBRD) International Bank for Reconstruction and Development والذي يعرف عادة بالبنك الدولي. ولقد وجد البنك الدولي ليقدم القروض على أساس شروط تجارية لبناء وتطوير مشروعات تنموية حيث كانت مهمته في البداية مساعدة الدول الأوروبية ثم بعد ذلك بفترة أصبح يعطي القروض على نحو خاص إلى بلدان العالم الثالث. ومنذ عام 1973-1744 عمل الدولار بوصفه عملة تدخل International currency ومعيارا دوليا للقيمة. إن نظام الصرف السائد عبر هذه الفترة كان على الأغلب يشار إليه بوصفه نظام تكييف مربوط" بمعنى أن العملات في هذا النظام مربوط بعضها البعض الآخر".

1- مؤسسات النظام النقدي الدولي:

1-1- صندوق النقد الدولي FMI: أكثر من 140 دولة عضوا فيه تشمل كل الأقطار الغربية ومعظم بلدان العالم الثالث ودول أوروبا الشرقية. إن التنظيم الداخلي والإقراض التقليدي من قبل (FMI) يتأسس على الحصص (Quota) التي تعطى لكل بلد عضو وكل حصة كانت تثبت أصلا بصيغة عملة ذلك البلد. وبوزن التصويت ضمن الصندوق " FMI " عن طريق الحصص فالأمر يتطلب الحصول على أغلبية بـ 80% للموافقة على معظم القرارات. إن هذا الشرط يعطي الولايات المتحدة حق النقض (الفيتو Veto) طالما أن حصتها هي أكثر من 20% من إجمالي الحصص ولم يعطى هذا الحق لأية دولة أخرى. إن الحصص تعد أساسية جدا للإقراض الذي يقوم به صندوق النقد الدولي وكذلك القيود الأخرى فلقد كان مطلوبا من كل بلدان المجموعة أو التكتلات المساهمة بقيمة من المبالغ مساوية لحصص التكتلات مع الصندوق وتكون نسبة الوديعة عند ما تزداد حصته بـ 25% من هذا المبلغ يجب أن يدفع إما بصيغة ذهب أو دولار أمريكي والباقي عملة البلد العضو.

هناك نقطتان مهمتان هما:

1- صندوق النقد الدولي يحصل على أمواله من دون سعر فائدة ويحصل على فائدة عليها عندما يقرضها.

2- أن معظم القروض loans يعاد دفعها خلال السحوبات من قبل الدول الأخرى.

ومن الوظائف الأساسية لصندوق النقد الدولي FMI مايلي:

* وضع القواعد الأساسية لإجراءات التمويل الدولي.

* العمل بوصفه أداة استشارية وأداة لخلق التعاون بين الدول.

* توفير مساعدات مالية قصيرة او متوسطة الحجم للدول التي تعاني عجز في ميزان مدفوعاتها.

وفي السنوات الحديثة أضيفت وظائف للصندوق الدولي FMI وهي:¹

* خلق وتوزيع احتياطات دولية (International reserves) بشكل.

* مراقبة التدخل في العملة الأجنبية من قبل البنوك المركزية للتأثير على معادلات الصرف العائم أو المعوم floating exchange ratio.

* تنسيق المحاولات للتعامل مع الديون الخارجية التي تحملها البلدان النامية.

1-2- البنك العالمي للإنشاء والتعمير BIRD: إلى جانب FMI أنشئ البنك العالمي

للإنشاء والتعمير والذي أصبح يسمى الآن البنك العالمي BM وهما المؤسستان اللتان

مؤسسة وراق للنشر عمان 2008، ص111 International finance. محمد صالح القرشي، المالية الدولية¹

تسهران على مشروع بريتن وودز، حيث أن كل عضو في FMI هو عضو في BM و تكون حصة الأعضاء فيه على النحو التالي:

- 2% يسدد عن طريق الذهب أو \$.

- 18% تسدد بعملة البلد العضو.

- 80% بالعملة الوطنية وتبقى تحت تصرف البنك.

- أنشئ هذا البنك لإعادة إعمار الدول الأوروبية التي دمرت تماما خلال الحرب العالمية الثانية من خلال التمويل بالمساعدات.

- أي دولة تفقد عضويتها في FMI تفقد عضويتها أيضا في البنك العالمي ولكن بعد 3 أشهر.

2- أهم خصائص النظام النقدي الدولي:

- ثبات سعر الصرف.

- قابلية تحويل الاحتياطيات إلى دولار.

- التسيير الدولي من قبل FMI.

- تصحيح الاختلالات في موازين المدفوعات للدول الأعضاء.

إلا أنه في سنة 1971 أعلن الرئيس الأمريكي نيكسون Nickson وقف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب. بالإضافة إلى ثبات أسعار الصرف ، هذان العاملان كانا السببان الرئيسيان في انهيار نظام بريتن وودز وبالتالي النظام النقدي الدولي.

3- التحول إلى اقتصاد السوق:

مع تزايد الاختلافات الاقتصادية وعدم استقرار البيئة الاقتصادية الكلية تفاقمت مشكلات المديونية الخارجية بالدول النامية، حيث تزايد الاتجاه خلال النصف الثاني من عقد الثمانينات وحقبة التسعينات من القرن السابق إلى التحول لاقتصاد السوق. ويعني ذلك التحول من اقتصاد تتحدد فيه أسعار السلع والخدمات وعوامل الإنتاج كلياً أو جزئياً بقرارات إدارية في لحظة معينة ويتم تخصيص الموارد وفقاً لتلك القرارات وتتملك الدولة جل أو الشطر الأكبر من أدوات الإنتاج إلى اقتصاد تتحدد فيه أسعار السلع والخدمات وعوامل الإنتاج وفقاً لقوى السوق. يتم تخصيص الموارد بين السلع والخدمات وتوزيع الناتج بين الأفراد والمؤسسات وتحديد ملكية الأفراد والمؤسسات الخاصة لأدوات الإنتاج وفقاً لاعتبارات الأسعار التي تعكس التفاعل بين قوى العرض والطلب.

ويتطلب التحول إلى اقتصاد السوق ما يلي:

* إتباع برامج للتثبيت والتكيف الهيكلي التي تكفل نجاح برنامج التحول.

* بحث دور الدولة في ظل اقتصاد السوق.

* الخصوصية.

* إعطاء أهمية خاصة لتحرير القطاع المالي بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة.

3-1-1- تعريف عملية التثبيت:

تتطوي عملية التثبيت على محاولة التغلب على الاختلافات المالية والاقتصادية التي يعاني منها الاقتصاد الوطني سواء تمثلت في الاختلال الخارجي لميزان المدفوعات أو الاختلال الداخلي المتمثل في عجز الموازنة العامة أو ارتفاع معدلات التضخم.

عادة ما ترتبط إجراءات التثبيت بالأجل القصير من أجل توفير الاستقرار المالي والنقدي لخلق بنية اقتصادية تكون أساسا لتحقيق النمو المستدام.¹

وفي إطار برنامج التثبيت وتحقيقا لهدف الاستقرار المالي والنقدي تنتهج الحكومة سياسات مالية ونقدية انكماشية تتمثل فيما يلي:

3-1-1-1- السياسة المالية (تعريف): تعرف السياسة المالية بأنها برنامج تخطه الدولة مستخدمة فيها مصادرها الإرادية وبرامجها الإنفاقية لأحداث آثار مرغوبة وتجنب آثار غير مرغوب فيها على كافة متغيرات النشاط الاقتصادي والاجتماعي والسياسي.

¹ -Margaret E.Kulesa. "The economic and social effects of structural adjustment policy, theory and practice" Economics, vol5m 1994m p49.50.

والسياسة المالية بالمفهوم المتقدم تتطوي على وجود أدوات منها:

الإجرائية: كالضرائب، الرسوم العامة والتمن العام والقروض العامة (الدين العام).

الإنفاقية: كالإنفاق العام والمدفوعات التحويلية وذلك لتحقيق أهداف المجتمع وأهمها:¹

- العمالة الكاملة.
- العدالة في توزيع الدخل.
- الاستقرار الاقتصادي.
- الكفاءة الاقتصادية في تخصيص الموارد.
- النمو الاقتصادي.

3-1-2- السياسة النقدية:

تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق الاستقرار النقدي من خلال التحكم في عرض النقود باستخدام عدد من الأدوات أهمها: سعر الخصم، عمليات السوق المفتوحة، متطلبات الاحتياطي.

فالسياسة النقدية في مضمونها الأساسي هي التحكم في عرض النقود وإدارته على النحو الذي يقتضيه تحقيق معدل النمو الحقيقي الأمثل مع المحافظة على استقرار الأسعار.

¹ -حامد عبد المجيد دواز، دراسات في السياسات المالية، الدار الجامعية الاسكندرية 2004، ص14.

الهدف الأساسي للسياسة النقدية هو التحكم في معدل النمو النقدي للسيطرة على معدلات التضخم من خلال تخفيض الطلب الكلي.

عادة ما تقرر السياسات المالية والنقدية بتخفيض قيمة العملة الوطنية وفرض قيود على الاستيراد بهدف تخفيض العجز في الميزان التجاري. وبطبيعة الحال في حال ما إذا نجحت هذه السياسات فإنها تؤدي إلى :

- خفض عجز الميزانية.

- خفض عجز ميزان المدفوعات.

- السيطرة على التضخم.

3-2- تعريف عملية التكيف:

تتطوي عملية التكيف على إجراءات متنوعة ومتعددة تعمل على معالجة اختلالات هيكلية عميقة ترتبط بالبنيان الاقتصادي حيث تكون أهدافه متوسطة وطويلة الأجل. وتتعلق الأهداف بتحقيق الكفاءة الاقتصادية في تخصيص الموارد ورفع معدلات الادخار والاستثمار وتحقيق معدلات نمو مستقرة ومستمرة.

يمكن تقسيم إجراءات التكيف إلى مجموعات مختلفة من الإجراءات أهمها:

تخفيض وإزالة القيود على المستوى القطاعي والمستوى الكلي ويشمل ذلك ما يلي:

- تحرير التجارة الخارجية: من خلال إحلال القيود التعريفية محل القيود الكمية وتخفيض معدلات التعريفات الجمركية بصورة تدريجية.
- تخفيض القيود في سوق العمالة.
- إزالة العوائق والقيود في أسواق المال.
- خصخصة مشروعات القطاع العام وإصلاحها وكذلك رفع كفاءة نظم التعليم والصحة والطاقة والقطاع المصرفي والائتماني.
- زيادة كفاءة أداء الأسواق وخاصة أسواق رأس المال والخدمات المالية.

4- تحرير القطاع المالي:

يتضمن تحرير القطاع المالي مجموعة من الإجراءات التي تتخذها الحكومة لإزالة الضوابط على النظام المالي وتحويل هيكله بشكل يتفق مع النظام الاقتصادي الموجه للاقتصاد السوق وذلك في ظل إطار تشريعي ملائم.

ويتكون النظام المالي من مجموع المؤسسات التي تسهل من عملية الادخار والاستثمار ولا يقتصر فقط على الوسطاء الماليين (البنوك والسامسة وشركات التأمين) بل يتضمن أيضا الآليات القانونية اللازمة لنفاذ العقود والتعاقدات وحل المنازعات (كقوانين الاستغلال) وكذلك القواعد الحاكمة للمعاملات المالية وخفض عمليات الغش والتدليس كمتطلبات الإصلاح.

4-1- أركان النظام المالي:

- 1- الأهداف: وتتمثل في تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى الاستثمارات بصورة كفئة.
- 2- الأسواق: وهي الآلية التي يتم من خلالها تحقيق أهداف النظام المالي وتتمثل في أسواق النقد ورأس المال والأوراق المالية.
- 3- المؤسسات الوسيطة: التي تحقق الأهداف كالبنوك والسماسة وشركات التأمين.
- 4- الأدوات: التي يتم بموجبها نقل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز كالأسهم والسندات وغيرها.

4-2- أهداف مبررات خطوات التحرير المالي:

- يعد التحرير المالي أكثر جوانب الإصلاح الاقتصادي خطورة وإثارة للجدل، سواء في نطاقه أو تسلسل إجراءاته ويهدف التحرير المالي إلى التخلص من نظام الكبح المالي الذي عانت منه معظم اقتصاديات الدول النامية.
- وتتمثل خطوات التحرير المالي في الآتي:

- 1- تحرير أسعار الفائدة وإزالة السقوف المفروضة عليها لكي تتحدد وفقا للآليات الطلب والعرض.
- 2- توفير حرية الدخول والخروج في عمليات الوساطة المالية.
- 3- التخلص من أساليب تخصيص الائتمان إداريا.

4- تزايد الاعتماد على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية (عمليات السوق المفتوحة) للتأثير على العرض النقدي.

5- إزالة الضوابط المفروضة على حساب رأس المال بميزان المدفوعات وقابلية العملة للتحويل.

6- توفير بنية تشريعية ومالية قوية.

ويضمن الإصلاح المالي الناجح تحقيق معدلات فائدة حقيقية موجبة، الأمر الذي يؤدي إلى رفع معدل الادخار ومن ثم الاستثمار. وأسعار الفائدة المؤسسة على قوى السوق تؤدي إلى تخصيص أفضل للمدخرات الوطنية نحو الاستثمارات. كما يؤدي الإصلاح المالي الناجح إلى تزايد تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وإلى تطوير الأسواق المالية التي تضمن لها ربح أكبر.

5- المالية الدولية:

تهتم المالية الدولية بالأبعاد الكونية للأسواق والمؤسسات والأدوات والأساليب وقضايا السياسة العامة التي تنشأ من الأسواق والأساليب.

فالمالية الحديثة تتضمن دراسة سعر الصرف الأجنبي واستعمال الأسواق الدولية مثل أسواق العملة الأوروبية Eurocurrency وأسواق السندات الأوروبية، لقد كانت دراسة الاقتصاد الدولي تقتصر سابقا بالدرجة الأولى على نظرية ومشكلات التجارة بين الأقطار

المختلفة أما في العصر الحديث فقد أصبحت العلاقات الاقتصادية بين الدول تعتمد على الاعتبارات المالية إلى جانب القضايا التجارية.

إذن يمكن القول أن المالية الدولية تعبر عن المظاهر والخصائص النقدية للتجارة الدولية ولذلك تهتم بدراسة الموضوعات الآتية:

- نظرية سعر الصرف الأجنبي والتمويل الخارجي للمعاملات الدولية International transaction.

- دراسة ميزان المدفوعات ومعالجة الاختلالات فيه.

- دراسة التدخل الحكومي ودوره وكذلك دراسة ما يتعلق بحجم الاحتياطات.

- دراسة الأسواق المالية.

وسنخص موضوع دراستنا هذا بدراسة الأسواق المالية و كل ما يتعلق بها من مفاهيم مقومات إنشائها تقسيمات هذه الأسواق أشكال أدائها مؤسساتها المالية و أدوات التعامل المالي.

II - الأسواق المالية:

1- الأسواق المالية العالمية:

إن العملات currencies والحقوق تباع وتشتري بالطريقة نفسها تقريبا التي تباع فيها السلع المختلفة.

تتعامل الأسواق المالية Financial market مع تبادل النقود المختلفة وهي الوسائل التي يستعملها الناس للدفع في المستقبل بين أقطارهم المختلفة.

فضلا عن أن الأسواق المالية تتاجر في الحقوق chains (وعود بالدفع في المستقبل) وكذلك العقود الاتفاقية عندما تعتمد المدفوعات على حوادث أو إجراءات مستقبلية والحقوق تشمل : الأسهم stocks والسندات Bonds والقروض العقارية وودائع البنوك وعدة وسائل أخرى بينما العقود الاتفاقية تشمل: المشتقات والاختيارات ووسائل الائتمان والعقود المحددة مسبقا وغيرها.

عدة أسواق مالية أصبحت عالمية بصيغة أن البائعين والمشتريين لأدوات مالية معينة جاهزين للتجارة خارج حدودهم الإقليمية.

2- مفهوم الأسواق المالية:

1) السوق المالية هي وسيلة (ينتهي فيها شرط المكان)، يلتقي خلالها (المشترون والبائعون، والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون) من ذوي الاهتمامات (المادية أو المهنية) بالأدوات (الرأسمالية والنقدية) أو بـ (الصرف الأجنبي) بغرض تداول وتوثيق وتعزيز للدخول المختلفة (الحقيقية والمالية والنقدية...) لفترات متباينة (طويلة

وقصيرة) اعتمادا على قوانين وأنظمة وإلى حد ما عادات وتقاليد وأغراض معتمدة دوليا

أو محليا.¹

(2) يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يمثل الوسيلة التي

يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق، وهذا يعني أن

السوق المالي لا ينحصر في مكان جغرافي محدد (لو أن المكان يزيد من كفاءة وفعالية

السوق) بل يكفي صناعته تواجد وسائل فعالة لاتصال البائع مع المشتري.²

(3) سوق المال Financial market تعتبر بمثابة آلية يتم من خلالها تحويل الموارد

المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض

الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على

هذه الموارد.³

(4) تعتبر السوق المالية مكان التقاء أو تنظيم يجمع بين عارضي رؤوس الأموال

والطالبين لها وذلك بغية تعبئة فوائض بعضهم وتوجيهها نحو عجز بعضهم الآخر وفق

شروط محكمة مسبقا، بما يضبط فيها العوائد المنتظرة من وراء التنازل على النقود

¹ - هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2003 ص58.

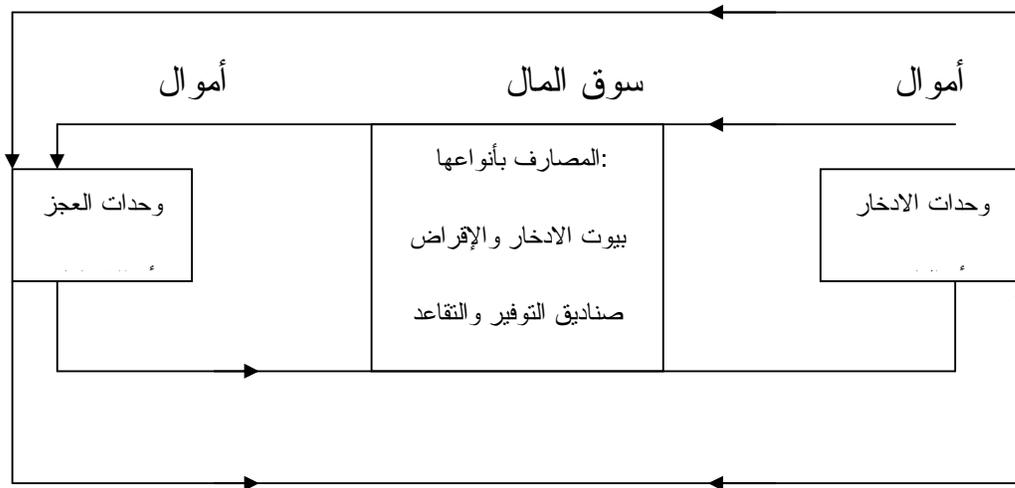
² - د. ارشد فؤاد تميمي، د. أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار الميسرة للنشر و التوزيع 2004، ص110.

³ - Frederic S.Miskin "Financial markets, institution and money" New York: Happes collins lublisker, 1995 p23.

والهدف الأسمى من هذه العملية هو المساهمة في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية.¹

(5) السوق المالية هي السوق الرئيسية للنمو الاقتصادي في البلاد، إذ أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود الأسواق المالية المزدهرة والمتطورة ويتألف السوق المالي من سوقين هما السوق الأولية (الإصدارات) السوق الثانوية (سوق التداول).²

الشكل 1: سوق المال والمؤسسات العاملة به



أوراق مالية

أوراق مالية

¹ - دريال منية، كفاءة الأسواق المالية، دراسة حالة الأسواق الخليجية، ماجستير تخرج 2007، ص3.

² - د. خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، ط2 سنة مؤسسة الحديثة للكتاب بيروت 2000، ص6.

المصدر: د. ارشد فؤاد التميمي، د. أسامة عزمي سلام. الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، ص111.

يتضح من الشكل أن سوق المال يقدم خدماته إلى وحدات العجز بالحصول على الأموال من مختلف مصادرها بكفاءة وبكلفة أقل، أما بالنسبة لوحدات الفائض فإنها تستفيد من آلية السوق لكونها الوسيلة التي تقدم خدمات ادخارية واستثمارية في آن واحد من خلال أدوات الملكية والمديونية.

3- مقومات إنشاء السوق المالية:

إن إنشاء أي سوق مالي يستدعي وجود مجموعة من المقومات والتي تضمن الفعالية التامة للسوق لحد ما وفيما يلي سنتطرق إلى البعض منها:

- 1) مناخ ملائم للاستثمار وقائم على عنصري الثقة والتنظيم (حيث أن الثقة هي الحافز الذي يجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية) أما بالنسبة للتنظيم فينعكس بكفاءة وفعالية السياسات المالية والنقدية المتبعة في السوق.
- 2) فلسفة اقتصادية واضحة: تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلفة والخاصة وما يتبعها من أنظمة وقوانين.
- 3) تنوع أدوات الاستثمار: وهي سلع السوق المالي فالتنوع يعني تعدد الخيارات.

4) مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها.

بالإضافة إلى وجود مقومات أخرى تسمح بتطور ونجاح السوق وهي:

1- نظم اتصال فعالة متطورة وكفاءة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار.

2- أنظمة كفاءة للإفصاح المعلوماتي المالي عن واقع الشركات والسوق.

3- تشريعات تضيي صفة المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار بشكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض والطلب.

4- هيكل مؤسسي منظم: يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة ويشترط بأعضاء السوق الحياد والخبرة بشؤون المال.

5- تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين: وبشكل يعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته.

4- تقسيمات السوق المالي:

يقسم البعض السوق المالي إلى 3 أسواق لكل منها خصائصه وسياسته وهي:

- سوق النقد Money market.

- سوق رأس المال Capital market.

- سوق الأوراق المالية Securities market.

ويخضع هذا التقسيم إلى تحفظين أساسيين هما:

- أن بعض المؤسسات المالية يدخل نشاطها تحت سقف أكثر من نوع من ثلاث أسواق الأمر الذي يعني عدم الانفصال بين تلك الأسواق نتيجة لاعتماد أحد الأسواق على مؤسسات سوق آخر.

- أنه بالرغم من أن لكل سوق سياسته إلا أنه يتم التنسيق بين هذه السياسات في الإطار الذي تستهدف السياسة الاقتصادية تطبيقه.¹

كما يمكن تصنيف الأسواق المالية إلى: أسواق نقدية وأسواق الأوراق المالية.

4-1- الأسواق النقدية:

تعد سوق النقد الأبعد وجودا وتطورا من سوق رأس المال فهو سوق الأموال القصيرة الأجل، التي لا تتعدى استحقاقها من حيث مصادرها واستخدامها السنة المالية الواحدة كما أنها تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع وتشتري به أوراق الدين القصير الأجل.²

هي عبارة عن أسواق تنافسية تتعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل، فإن تسمية الأسواق المعنية لهذه الأدوات نقدية جاءت بسبب سرعة وسهولة تحويلها إلى سيولة.³

¹ - د. السيد أطيب، البورصات وتدعيم الاقتصاد الوطني، الدار الجامعية الإسكندرية ص 43.42.

² - د. ارشد فؤاد تميمي، د. أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 114.

³ - هوشيار معروف مرجع سابق، ص 69.

من هنا يمكننا القول أن السوق النقدي يؤدي دورا مهما في الاقتصاد الوطني وتنعكس أهمية هذا الدور في الجوانب الآتية:

أ- تأمين السيولة للجهاز المصرفي، حيث تتمكن المصارف من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة وذات سيولة مرتفعة.

ب- سوق النقد تلعب دورا في رسم السياسة النقدية للدولة، يتدخل البنك المركزي في تغيير أسعار الفائدة في الأجل القصير.

ج- يوفر السوق فرصة لمنشآت الأعمال ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات عائد ومخاطر منخفضة جدا ذات قابلية سوقية عالية.

4-1- أدوات الاستثمار في سوق النقد:

من أهم الأدوات التي تتعامل بها هذه الأسواق هي:

أذونات الخزنة، أوراق تجارية، ودائع قابلة للتداول، قبلات مصرفية.

4-1-1- أذونات الخزينة: تعتبر أذونات الخزينة من أدوات الدين العام للحكومة، تصدرها

السلطة النقدية في البلد المعني، وفي الغالب الأسهم لحاملها، تباع بطريقة المزايمة العلنية وبخصم عن القيمة الاسمية المثبتة في الشهادة.

تصدر أذونات الخزانة بالأشهر (3، 6، 9، 12) أو بالأيام (91، 182، 365)، أول إصدار كان 1929 في الـ.و.م. أ تداول أذونات الخزينة على أساس سعرين الأول للشراء والثاني للبيع وتحدد هذه الأسعار بناء على سعر الخصم للبيع وآخر للشراء المعلنة في السوق المالية.

4-1-2- الأوراق التجارية: تمثل تعهدات غير مضمونة بموجودات مادية، تصدرها الشركات ذات المراكز الائتمانية القومية تتراوح آجالها بين 3 و 270 يوم تباع بالخصم عن القيمة الاسمية أحيانا تكون إصداراتها بالأشهر (2-6).

تستخدم بغرض تغطية الاحتياجات المالية القصيرة الأجل، أول إصدار كان عام 1920 بالـ.و.م.أ.

تتسم الأوراق التجارية بالمخاطرة المرتفعة نسبيا قياسا بأذونات الخزانة.

4-1-3- ودائع قابلة للتداول: الرمز الشائع بالتداول لهذه الورقة هو (CD) وهي تعتبر من الأدوات المهمة في سوق النقد تصدرها المصارف التجارية ترتب لحاملها بذمة الجهة المصدرة له للحصول على فوائد عند الاستحقاق الذي لا يتجاوز السنة الواحدة وبنسبة مئوية من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة الوديعة.

تعتبر شهادات الإيداع من أدوات الدين الحديثة نسبيا في الأسواق المالية يرجع أول إصدار لها عام 1961 من قبل المصارف التجارية الأمريكية.

يتم تداول شهادات الإيداع على أساس سعر الفائدة وليس سعر الخصم.

4-1-4- القبولات المصرفية: وهي عبارة عن سحبات مصرفية يستخدمها المستورد

عند استيراد بضاعة من الخارج فهي إذن حوالات تنشأ بسبب الترتيبات الائتمانية

القصيرة الأجل حيث يصدر المصرف التجاري حوالة يتعهد بها بالدفع عند الطلب

أو خصمها قبل تاريخ الاستحقاق الذي يتراوح بين 30- 180 يوم، تعتبر قصيرة الأجل

معتدلة المخاطر.

وتتميز الأسواق النقدية عن غيرها من الأسواق المالية بأنها أسواق جملة تحمل عادة

تعاملات بأحجام كبيرة والتي تحدد قيمتها بمليون دولار فأكثر.

من أهم المؤسسات التي تتوسط الأسواق النقدية هي البنوك التجارية وذلك حيث تحاول

هذه البنوك أن تسهم الأسواق المذكورة في تعديل مركز سيولتها من خلال الاقتراض

أو الإقراض أو الاستثمار لفترات قصيرة.

4-2- سوق المال:

وهي أسواق متخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى والتي تتجاوز فترات سدادها السنة

الواحدة وتتعامل بشكل رئيسي بالأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات.

إن أسواق رأس المال تمثل محور العملية الاستثمارية في الأسواق المالية وذلك حيث تتحول السيولة النقدية إلى أدوات تستمر لفترات طويلة نسبياً ويحمل عوائد مستقرة ومنتظمة غالباً.

- يمثل سوق المال بصفة عامة مجال التعامل في الأموال متوسطة وطويلة الأجل يعمل في هذه السوق بنوك الاستثمار وشركات التأمين والبنوك المتخصصة وصناديق المعاش والادخار وذلك حينما تقوم تلك الجهات بإقراض الغير بنفسها.¹

4-2-1- تقسيمات سوق رأس المال:

يمكن تقسيم سوق رأس المال إلى:

4-2-2- السوق الأولية: وهي سوق الإصدارات الجديدة حيث تنشأ عندها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتسب لها، تعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة أما بالنسبة للحدود الجغرافية فتتمثل بمجموعات المؤسسات المالية المنتشرة في البلد المعني.

4-2-3- السوق الثانوية: تستمد هذه السوق أهميتها من كونها توفر عنصر السيولة نسبياً للإصدارات الجديدة في السوق الأولية من هنا فإن فعالية السوق الثانوية وكفاءتها امتداد لكفاءة وفعالية السوق الأولية، إذن فالسوق الثانوية هي سوق الإصدارات القائمة

¹ - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجمعية، الإسكندرية، 2005، ص 17.

وأية إصدارات لاحقة عن طريق هذه السوق تحقق آلية العرض والطلب على الأوراق المالية.

وتصنف السوق الثانوية طبقاً لصيغة تنظيمها إلى:

السوق المنتظمة، السوق الموازية، السوق الثالث، السوق الرابع.

أ/ السوق المنتظمة: هي السوق التي يتداول بها الأوراق المالية المدرجة بمواعيد دورية طبقاً لقواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق وبطريقة المزايعة العلنية، تجري عملية التداول في قاعة السوق من قبل الوسطاء المسجلين في السوق وفقاً للشروط التي تصفها لجنة سوق المال في البلد.

ب/ السوق الموازية: هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد تشمل بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً، حدود السوق يتداول بها الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنتظمة وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعيرة.

ج/ السوق الثالثة: تمثل هذه السوق قطاع من السوق الموازية وتتكون من بيوت السماسرة من غير الأعضاء المسجلين في السوق المنتظمة ولهذه البيوت الحق بالمتاجرة بالأسهم المدرجة في السوق المنتظمة مهما كبر حجم الصفقة أو صغر.

د/ السوق الرابعة: يتكون هذا السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد والأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في بيع وشراء الأوراق المالية في أحجام كبيرة تصنع هذه الأسواق للحد من العمولات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السمسار تتسم هته الأسواق بسرعة إتمام الصفقات وبكلفة أقل فهي أسواق منافسة للسوق المنتظمة حيث يمكن فيها التعامل بكافة الأوراق المالية فضلا عما سبق تعد أسواق رأس المال كمحور لصحة اقتصاد السوق وهي تعكس مستوى الركود أو الانتعاش أو الرخاء في هذا الاقتصاد.

كما توجد هناك أنواع أخرى من الأسواق المالية.

5- أنواع الأسواق المالية:

5-1- أسواق نظامية وأسواق غير نظامية: تجري النشاطات المالية والنقدية في نوعين رئيسيين من الأسواق يعرف أحدهما بالأسواق النظامية وهي التي تتبع القواعد والأنظمة والأساليب والإجراءات والتعليمات المعتمدة في الأسواق المركزية الرسمية. وفيما يخص النوع الثاني هي عبارة عن أسواق غير نظامية فهذه الأسواق لا تخضع للمحددات والأساليب والتنظيمات التي تتبناها عادة الأسواق النظامية.

5-2- أسواق أولية وأسواق ثانوية: يمكن تمييز الأسواق المالية من حيث المساهمة

المباشرة في الاستثمار أو في التداول إلى: أسواق مالية أولية وأسواق مالية ثانوية.

أ/ الأسواق المالية الأولية: وهي الأسواق التي يتم فيها الاكتتاب في الأدوات الصادرة عن الشركات الخاصة والعامة والمختلطة والدوائر والمصالح الإقليمية والتي تتوسط فيها الأسواق الأولية عادة مع الإصدارات الجديدة للأدوات المالية بإحدى الطرق التالية:

- المزاد المفتوح open auction حيث يرفع المستثمرون الأسعار.
- الإكتتاب undercutting بواسطة المصارف الاستثمارية أو المؤسسات الكبيرة التي تشتري الأدوات الصاعدة.
- الإكتتاب العام الذي يقوم خلاله المشتري بشراء الأدوات الصادرة مباشرة أو من خلال المصارف والشركات والمكاتب وذلك لقاء عمولات محددة قانوناً.
- وتتم عملية الإكتتاب عادة بالإجراءات التالية:
- اعتماد مجلس إدارة الشركة مقترحات تتعلق بإصدار أسهم وسندات حسب الوضع الاقتصادي للشركة.
- تحديد أساليب العرض والإعلان والنشر الإكتتاب مع بيان الأسبقيات المسموحة قانوناً.
- تحديد وقت الإكتتاب والذي يتراوح عادة بين (3-7) أيام.
- تحديد فترة التسجيل والتي تبلغ أحياناً عشرة أسابيع بعد الإكتتاب.¹

¹ - هوشيار معروف مرجع سابق ص 62.

ب/ الأسواق المالية الثانوية: وهي الأسواق المالية (محلية ودولية) التي يجري فيها تداول الأدوات المالية ويتحقق فيها نقل ملكية هذه الأدوات من شخص إلى آخر، وتولد هذه الأسواق الثانوية تأثيرات مختلفة على الأسواق الأولية أهمها:

1- تجعل من الأسهم والسندات أكثر سيولة فتخدم الأسواق المالية الأولية في خلق السيولة الضرورية للاستثمارات الجديدة.

2- المشترون للأدوات المالية في الأسواق الأولية لا يدفعون عادة أسعار أعلى من الأسعار السائدة في الأسواق الثانوية فهنا يتزايد رؤوس أموال المنشآت المصدرة من خلال الوضع الملائم في الأسواق الثانوية وذلك أن الظروف الملائمة السائدة في الأسواق الثانوية تعكس قدرات المنشآت المعنية على إصدار الأدوات في الأسواق الأولية.

5-3- أسواق مالية حالية وأسواق مستقبلية:

يمكن اعتماد الزمن من حيث فترات التعاقد أو الإنجاز كأساس لتمييز الأسواق المالية بين أسواق حالية وأسواق مستقبلية.

أ/ الأسواق المالية الحالية: وهي الأسواق التي يتم فيها عرض وتداول وتسجيل الأدوات المالية المختلفة وتعد فيها الصفقات لتنفيذ عادة بشكل فوري.¹

¹ - هوشيار معرف، مرجع سابق، ص 64.

ب/ الأسواق المالية المستقبلية: وتعرف أيضا بأسواق المشتقات المالية وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (أسهم وسندات) وهنا عندما تبدوا أسعار هذه المشتقات رخيصة وهناك عدة أنواع من المشتقات:

ب-1- عقود الخيارات **Option**: تعطي هذه العقود الخيارات في شراء put أو بيع Call أداة معينة في وقت محدد وذلك حيث تعتمد الأسعار الحالية وتنفذ العقود مستقبلا.

ب-2- الحقوق المتداولة: وهي حقوق تعطي لحاملها إمكانية شراء أسهم عادية معينة عند سعر محدد وفي وقت ما، على أن تحدد فترة الاحتفاظ بهذه الأسهم والتي يمكن تبادلها في السوق المالية (علما أن هذه الحقوق لا تشمل المطالبة بالحصص الموزعة أو بالمشاركة في التصويت).

ب-3- عقود المستقبل: وتتعلق هذه العقود بشراء أو بيع كمية معينة من سلعة ما عند سعر معين ولوقت محدد. فيكون الأجل فيه هو السلعة والعاجل هو السعر.

ب-4- المقايضات: وهي تضم مجموعتين رئيسيتين للمبادلات إحداهما للفائدة Interest والأخرى للعملة Currency وتقوم على وضع مدفوعات دورية بين طرفي التعاقد أحدهما للآخر. فالمجموعة الأولى تجري فيها المقايضات بين معدلات الفوائد طويلة أو متوسطة الأجل مع معدلات الفوائد قصيرة الأجل. أما المجموعة الثانية تتم المقايضات من خلال تبادل مستقبلي لعملتين عند نفس سعر الصرف السائد في وقت التعاقد.

5-4- أسواق مالية محلية وأسواق مالية دولية:

تتميز الأسواق المالية الدولية عن الأسواق المحلية في أنها:

1- تدار المعاملات عبر الحدود الدولية لبلدان الأسواق المعنية وهذا ما يتطلب تحمل مخاض

التقلبات التي قد تحدث في أسعار صرف العملات التي تخضع للمعاملات.

2- معدل مساهمة السوق المالية في تعبئة المدخرات الأجنبية.

3- انفتاح السوق المالية على العرض والطلب الخارجيين للأدوات الاستثمارية.

4- دور السوق المعنية كمتغير مستقل فاعل في تحديد الاتجاهات التي تتخذها مؤشرات

الأسواق الأخرى الإقليمية أو الدولية.

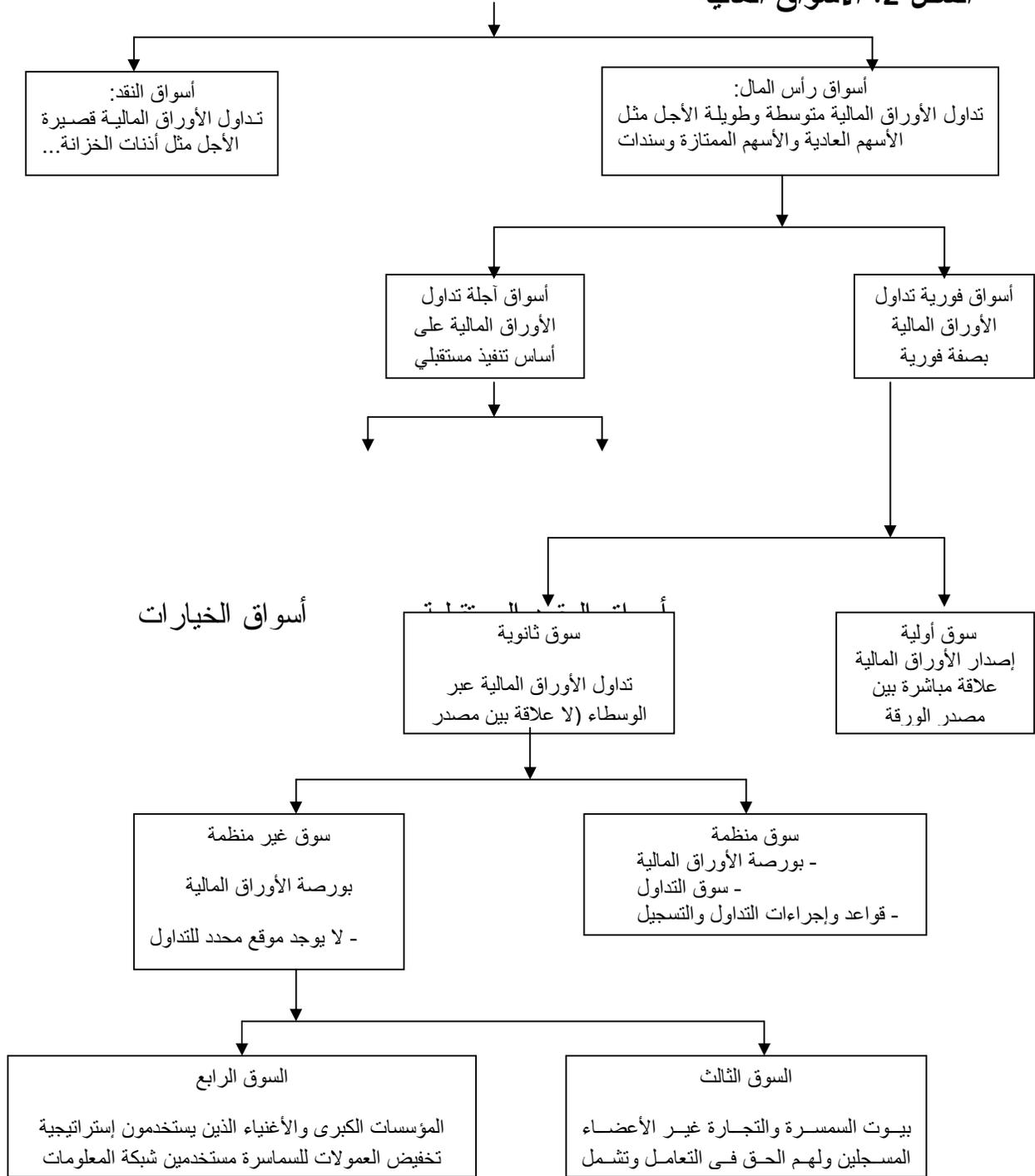
وأخيرا يمكن القول أن السوق المالية يعد بمثابة قلب النظام الاقتصادي المعاصر وأداة

الوصل ما بين قطاعاته الرئيسية، حيث تقسم وحدات الاقتصاد إلى وحدات فائض

ووحدات عجز يربط ما بينهما النظام المالي وعبر أشكال تمويلية مختلفة (مباشرة، شبه

مباشرة، غير مباشرة).

الشكل 2: الأسواق المالية



المصدر: محمد محمود الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصة)، دار

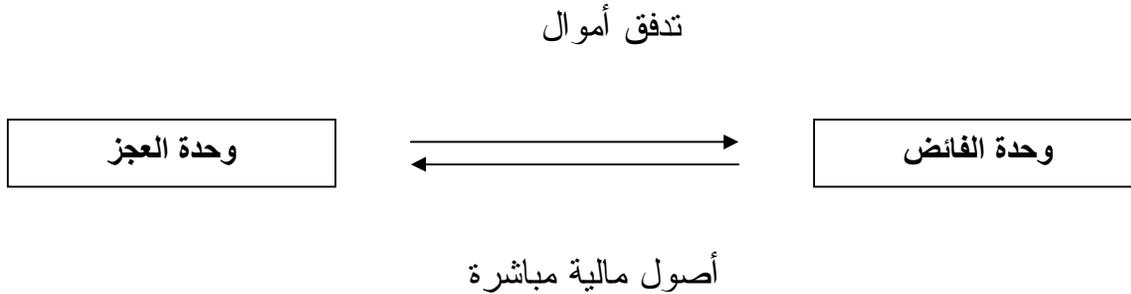
الشروق للنشر و التوزيع عمان، 2005 ص45.

6- أشكال أداء السوق المالية:

يتأثر السوق المالي بمؤسساته المختلفة وأدواته المتباينة بالتغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي لذلك تستجيب أشكال قيام السوق المالي بأداء وظيفته لتطورات هذا النشاط من زيادة الطلب على الأموال سواء كانت طريقة التمويل في السوق معقدة أو بسيطة فإنها تستهدف في النهاية تحويل الأرصدة من القادرين على الادخار والمستعدين للإقراض باتجاه الراغبين بالإقراض (الاستثمار). وتأخذ عملية التمويل في السوق المالية الأشكال الثلاثة الآتية:

6-1- التمويل المباشر: وهنا يجري التعامل مباشرة ما بين المقرضين والمقترضين دون وساطة لطرف آخر. وتدعى الالتزامات المالية في حالة التمويل المباشر بالأصول المالية المباشرة أو الأولية لأنها تنتقل مباشرة من صاحب الالتزام إلى صاحب الحق.

الشكل 3: التمويل المباشر



المصدر: محمد محمود الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصة)، ص 46

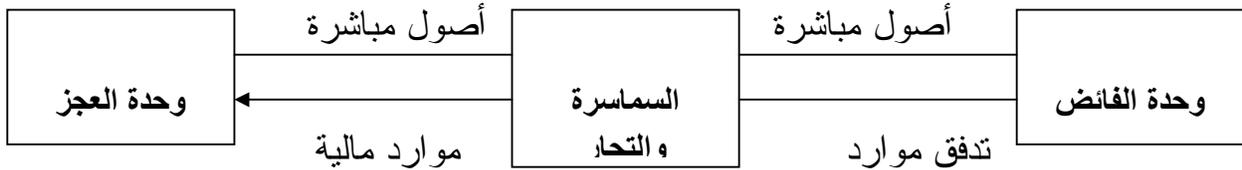
وأهم المشاكل التي يواجهها هذا النوع من التمويل هي:

- يجب تطابق رغبة وحدات العجز ووحدات الفائض في تبادل الرصيد نفسه وفي الوقت نفسه.

- يجب على وحدة الفائض قبول أصول وحدة العجز بغض النظر عن طبيعة المخاطر التي تحيط بها وقت الإقراض.

6-2- التمويل شبه المباشر: يتميز السوق المالي الذي يستعمل التمويل شبه المباشر في وجود جهة وسيطة تشارك في انخفاض المعلومات أو البحث عن التمويل للعارضين والطلبين على حد سواء، حيث إنه في هذا النوع من التمويل يجري التمويل بين المقرض والمقترض عن طريق وساطة (سماسرة، تجار،...) الذين يؤثرون بشكل مباشر في عملية التقاء المعني بالأمر وتشكيل السوق المالية.

الشكل 4: التمويل شبه المباشر



المصدر: محمد محمود الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصة)، ص 46.

6-3- التمويل غير المباشر: في هذا النوع من التمويل يعد البروز الواضح للمؤسسات

المالية الوسيطة وراء هذا الشكل للسوق المالية وقد يتجاوز دورا لوساطة الموقع المحلي

باتجاه دور وساطة عالمي حيث تساعد هذه المؤسسات الوسيطة على النقاء المقرض

بالمقترض ويتجاوز ذلك مجرد التوسط بل إصدار أصول مالية غير مباشرة من قبلها

لصالح وحدات الفائض وقبول الأصول المالية المباشرة من وحدات العجز.

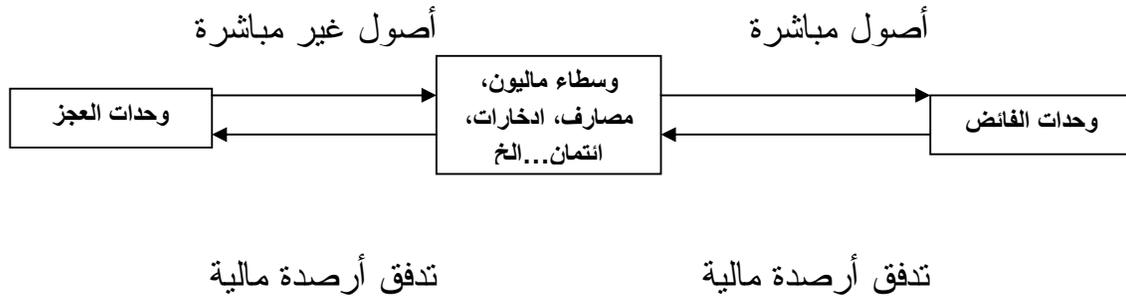
من أهم ما يميز هذا النوع من التمويل:

القدرة العالية للوسطاء في تعبئة الادخارات المتناثرة فضلا عن قدرتها في تسويق

الأصول المالية المباشرة المختلفة لوحدات العجز.

تكلفة منخفضة للمعلومات لوجود مؤسسات متخصصة في الوساطة.

الشكل 5: التمويل غير المباشر



المصدر: محمد محمود الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصة)، ص47

7- المؤسسات المالية Financial institutions:

المؤسسات المالية هي منظمات قادرة على إنشاء التزامات على نفسها، ومنح حقا للغير من خلال بيع (خلق) أصول مالية، مقابل موارد مالية سائلة تستخدمها في شراء أصول مالية من الغير ويمكن تصنيف هذه المؤسسات العاملة في ميدان الوساطة في الأسواق المالية إلى:¹

7-1- مؤسسات الإيداع Depository institutions:

وهي مؤسسات (خاصة أو عامة) وسيطة تقبل الودائع بأشكالها المختلفة من الوحدات الاقتصادية، تقدم تسهيلات ائتمانية إلى وحدات اقتصادية أخرى، وتشمل هذه المؤسسات: المصارف التجارية، مؤسسات الادخار والإقراض، مصارف الادخار، اتحادات الائتمان.

7-2- المؤسسات التعاقدية Contractual institutions:

وهي مؤسسات مالية لا ودائعية Non deposit الأساس في مواردها هو التعاقد ضمن مدة محدودة ومعروفة نسبيا مقارنة بالودائع. أصولها طويلة الأجل كذلك تتمتع بتأمين أكبر ضد المخاطر وتمثلها شركات التأمين المختلفة وصناديق التقاعد وتدعى أيضا بمؤسسات الادخار التعاقدية.

1- محمد محمود الداغر، الأسواق المالية مؤسسات- بورصة- أوراق، مرجع سابق ص47.

7-3- مؤسّسات الاستثمار Investment institutions:

وهي مؤسّسات مالية وسيطة تعتمد بيع الأصول المالية المختلفة والاستثمار في الأسهم والسندات ومن أمثلتها شركات الاستثمار، الصناديق المشتركة، صناديق سوق النقد، تجمع الاستثمار العقاري وشركات الرهن.

7-4- مؤسّسات سوق الأوراق المالية Securities market institutions:

لا تمارس دور الوساطة في تعبئة الموارد أو إصدار الالتزامات مباشرة، إلا أنها تمارس دوراً مهماً في التوسط المالي بين وحدات العجز والفائض.

وسوق الأوراق المالية (البورصة) هو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية المختلفة لذلك فإن قيام السوق بأداء مهمته يتطلب وجود وحدات اقتصادية أخرى هي:

8- وحدات اقتصادية أخرى:**8-1- بنكير الاستثمار Investment banker:** وهي مؤسّسات لا تمارس قبول الودائع

أو الإقراض وينشأ دورها المهم في سوق الأوراق المالية من خلال تقديم المساعدة للوحدات الاقتصادية لأجل تسويق أو بيع أوراقها المالية.

8-2- السماسرة وتجار الأوراق المالية Broker and sealers:

- السمسار: مجرد وسيط في البورصة ويعمل وكيلا agent للمستثمرين عند البيع والشراء.

- التاجر: يقابل البائع بالمشتري للورقة المالية من خلال كونه مستعدا لشراء أو بيع أوراق مالية عند سعر معين، لذلك فالتاجر يحتفظ بمخزون من الأوراق المالية لأجل بيعها للمستثمرين ويحصل التاجر على الفرق بين سعر الشراء والبيع.

ويمارس العديد من شركات الوساطة المالية في سوق الأوراق الوظائف الثلاثة (بنكي، سمسار، تاجر) وتدعى منشآت سمسرة.

9- الأدوات المالية:

تتنوع الأدوات المالية التي يتم التعامل فيها خلال الأسواق المالية وتتنابن في خصائصها. حيث يمكن تقسيم الأصول المالية إلى: أصول ملموسة Tangible assets وأصول غير ملموسة Intangible assets وتعتمد قيمة الأصل الملموس (مباني وآلات غيرها) على الخصائص المادية في حين تمثل الأصول غير الملموسة حقوقا قانونية ترتب لحائزها منفعة معينة ولا توجد علاقة بين القيمة والشكل.

وتمثل الأصول المالية أو الأدوات المالية أحد أهم العناصر غير الملموسة إذن يمكن عن طريقها تحويل الأموال من أولئك الذين يملكون فوائض إلى الذين يحتاجونها لغرض الاستثمار.

9-1- خصائص الأصول المالية:

تتميز الأصول المالية بخصائص محددة قد تضيق أو تحد من جاذبيتها سواء لمستثمري أو مصدري تلك الأصول وأهم هذه الخصائص:¹

أ/ **النقودية Monerynes**: كلما زادت درجة قرب الأصل من النقود كلما زادت رغبة المستثمرين في اقتنائه. حيث أن استخدام بعض الأصول المالية كوسيط للتبادل ووسيلة تسوية فإنها في هذه الحالة ترقى لمرتبة النقود. غير أن ثمة أنواع من الأصول المالية الأخرى رغم أنها لا تعتبر نقودا بالمعنى السابق إلا أنه يمكن تحويلها إلى نقود بأقل تكلفة وأدنى خطر وتسمى بأشباه النقود Quasi money (الودائع الادخارية وأذونات الخزنة).

ب/ **القابلية للتجزئة وفئات الإصدار Devisibility and denomination**: ترتبط خاصية القابلية للتجزئة بأدنى قدر ممكن يمكن به تسجيل الأصل المالي أو تحويله لنقود وتندرج الأصول المالية حسب قابليتها للتجزئة فبعض هته الأصول كالودائع يمكن تجزئتها بشكل كبير يصل في حده الأدنى إلى أدنى وحدة للنقود.

ج/ **المعكوسية Reversibility**: تشير تلك الخاصية إلى التكلفة المصاحبة لعملية الاستثمار في الأصل المالي ثم الخطر منه بتحويله إلى نقدية ثابتة، وتتميز بعض الأصول

¹ - Frank. J. Fabozzi and Franco Modigliani. "Capital market institutions and instruments (New Jersey: Prentic-Hall international, INC. 1992 P7-11.

كالودائع بدرجة مرتفعة من المعكوسية، لأنه ليس ثمة مصاريف للسحب منها والإضافة لها.

د/ **الغلة والعائد Yield and return**: تمثل الغلة Yield أو العائد الدوري التوزيعات المدفوعة لحامل السهم أو المدفوعات على السندات وأدوات الدخل الثابت الأخرى. بينما يعكس العائد الكلي Return مجموع كل من العائد الدوري والأرباح أو الخسائر الرأسمالية التي قد تتحقق خلال الفترة.

هـ/ **أجل الاستحقاق Term to maturity**: يقصد بأجل الاستحقاق طول الفترة الزمنية حتى التاريخ المقرر لسداد المدفوعات النهائية أو تاريخ طلب حائز الأصل تسويله.

و/ **السيولة Liquidity**: يقصد بالسيولة سهولة تسويق الأصل المالي أي إمكانية شراؤه أو بيعه بسرعة بسعر قريب جدا من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على ذلك الأصل على فرض عدم ورود معلومات جديدة، وتتحدد السيولة بالنسبة للعديد من الأصول المالية بالترتيبات التعاقدية، فمثلا تتميز الودائع بسيولتها الكاملة لأن هناك التزام بتغطيتها من البنك عند الطلب.

ي/ **الخطر وعدم التأكد Risk and uncertainty**: تعتبر هذه الخاصية محدد أساسي لقيمة الأصل المالي، فمع افتراض أن المستثمر عرضة للخطر فإن درجة الخطر

المصاحبة لأي أصل مالي تتمثل في التأكد للعوائد النقدية الخاصة به. لكن هناك فرق بين الخطر وعدم التأكد ويتمثل في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقق العوائد النقدية.

ولأن الخطر وعدم التأكد المصاحبين للاستثمار في الأوراق المالية يتم قياسهما بدلالة التغيرات في العوائد النقدية، فإن القياس الملائم في ذلك المجال هو الانحراف المعياري الذي يتمثل في الجذر التربيعي لمجموع انحرافات العوائد النقدية عن وسطها الحسابي (القيمة المتوقعة لتلك العوائد).

10- تصنيف الأدوات المالية:

يمكن تصنيف الأدوات المالية من خلال معايير مختلفة تتيح للمهتم التعرف على خصائصها المميزة كأداة للتمويل ومن أهم معايير تصنيف هذه الأدوات:

10-1- معيار طبيعة الحق: إذا كان حق صاحب الورقة المالية في مبلغ مالي كانت ورقة دين، أما إذا كان هذا الأخير في أصل (شركة مثلا) فإنها ورقة ملكية.

10-2- معيار جهة الإصدار: إذ تصنف الأوراق المالية على أساس كونها صدرت من قبل منشآت أعمال (عامة أو خاصة) كالأسهم العادية، أو من قبل الحكومة (المصرف المركزي أو الخزنة) مثلا أذونات الخزنة، ويساعد هذا التصنيف في التعرف على درجة الضمان والمخاطرة والعائد حسب جهة الإصدار.

10-3- معيار الزمن: حيث تصنف إلى أوراق مالية طويلة الأجل إذا زاد أجل استحقاقها (5 سنوات) ومتوسطة الأجل ما بين سنة و5 سنوات وقصيرة الأجل عندما لا يتجاوز أجل الاستحقاق سنة واحدة.

10-4- المعيار المباشر وغير المباشر: ويكون هذا التصنيف على أساس أسلوب التمويل بواسطة الأوراق المالية.

10-5- معيار التداول: فهناك أوراق مالية قابلة للتداول وتشكل معظم الأوراق المالية في الاقتصاديات المعاصرة وأوراق أخرى غير قابلة للتداول إما بسبب احتكارها من قبل جهة عامة أو بسبب عدم وجود أسواق لتداولها.

10-6- معيار السوق: فأوراق السوق النقدية تتميز بالسيولة العالية والأجل القصير وانخفاض المخاطر وانخفاض العائد، وأوراق سوق رأس المال ذات آجال استحقاق متوسطة وطويلة الأجل فضلا عن درجة مخاطرها المرتفعة نسبيا وارتفاع العائد.

10-7- معيار الأصلي المشتق: الأوراق المالية كالأسهم والسندات إذا جرى بيعها وشرائها على أساس قيمتها في السوق الفورية فهي تعتبر أصلية، أما الأوراق المشتقة Derivatives فهي أوراق مالية تعتمد قيمتها على أوراق أصلية أو هي مطالبات محتملة

عادة يجري التعامل بها على أساس عقود خاصة أو لا تتم في أسواق منظمة بل في إطار مستقبلي.¹

11- أنواع الأدوات المالية:

يمكن تقسيم أدوات سوق الأوراق المالية إلى ثلاث مجموعات أساسية هي:

أدوات الملكية، أدوات الدين، المشتقات Derivatives.

11-1- أدوات الملكية: تنقسم بدورها إلى نوعين هما الأسهم العادية Common stock

والأسهم الممتازة Preferred stock.

11-1-1- تعريف السهم: تعتبر الأسهم من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس

المال.

- الأسهم تشكل الرأسمال المكتتب من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة.²

أ- 11-1- الأسهم العادية: يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر من شركة مساهمة

ما بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكها.³

¹ - محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص 87-88.

² - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 92.

³ - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 92.

كما تعتبر الأسهم العادية سند ملكية في الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم، وتعد الأسهم بصفة عامة من الأصول المالية طويلة الأجل حيث أنه ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة ومستمرة.¹

وتمثل وثيقة ملكية ذو قيمة اسمية Par value وهي القيمة المدونة على قسيمة السهم وينص عليها في عقد التأسيس أو الإصدار، أما القيمة الدفترية Book value فتمثل قيمة الملكية بضمها الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم.²

أ-2- خصائص الأسهم العادية:

تختلف الأسهم العادية عن غيرها من أدوات سوق رأس المال في خصائص عديدة أهمها:

* حق الملكية: حيث يكون صاحب السهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة وذلك بقدر نسبة مشاركته في الأسهم المعروضة ويستمر حقه إلى حين تصفية الشركة.

* أصحاب الأسهم العادية يملكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام.

* يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يملكونها في الأسواق المالية الثانوية أي أنها قابلة للتحويل إلى سيولة.

¹ -عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق ، ص26.

² -محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص88.

*حق الانتخاب والتصويت: لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية.

كما تظهر قيمة الأسهم العادية في عدة حالات أهمها:

القيمة الاسمية Par value: وهي القيمة التي تحدد عند الإصدار والانتخاب العام ويسجل اسم حاملها على وجه الصك ويمكن للمستثمر بيع السهم لمستثمر آخر وفي هذه الحالة يكتب اسم المستثمر الجديد.

القيمة الدفترية أو الحسابية Book or account value: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحسب بالطريقة التالية اعتمادا على:

القيمة الدفترية = (الرأس مال المدفوع + الاحتياجات + الفائض) / عدد الأسهم

القيمة السوقية Market value: وتمثل سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية والذي يخضع لظروف العرض والطلب في تلك الأسواق بالإضافة إلى معدلات الأرباح.

القيمة الطبيعية Intrinsic value: وهي قيمة اقتصادية أساسية للأسهم الصادرة عن شركة ما والتي تعكس بشكل كفاء وعقلاني كافة المعلومات المتوفرة.

أ-2- أنواع الأسهم العادية:

هناك تقسيمات متعددة للأسهم العادية نذكر أهمها:

أ-2-1- الأسهم الاسمية: وهي التي يسجل على صك السهم منها اسم مالكيها والقيمة الاسمية للسهم بجانب بيانات عن الشركة المصدرة لها ولا يجوز التنازل عنها أو نقل ملكيتها عن طريق البيع في بورصة الأوراق المالية إلا بتوقيع عضوين من أعضاء مجلس الإدارة وإثبات ذلك في دفاتر الشركة.

أ-2-2- الأسهم لحاملها: وهي أسهم لحاملها حيث لا يسجل على صك السهم اسم المالك والقيمة الاسمية للسهم بجانب بيانات الشركة المصدرة لها. يتم بيع وتداول هذه الأسهم في البورصة دون الرجوع إلى الشركة المصدرة لها ولكن يكتب فقط في دفاتر الشركة الحائز الجديد لهذه الأسهم.

مع كل هذا قد ينص النظام الأساسي للشركة على تقرير الامتيازات لحملة نسبة معينة من جملة الأسهم العادية يترتب عنه ظهور أنواع أخرى من الأسهم أهمها:

أ/ الأسهم المخزنة: من حيث توزيع الأرباح، حيث يتم صرف عائد السهم كل ربع سنة أو أقل أو أكثر ويظهر هذا النوع في حالة توقع بيع الأسهم بسعر أقل من القيمة الاسمية.

ب/ الأسهم المعاد شراؤها: ويكون من قبل الشركة بعد مدة محددة أو عند انخفاض سعر السوق لها لعدة أسباب أهمها:

- امتصاص السيولة المالية للشركة.

- إعادة استثمار عائد هذه الأسهم في الشركة.

ج/ الأسهم العادية المحدد لها نسبة من الربح من قيمة الأسهم الاسمية أو المحدد لها نسبة ثابتة من الربح للمساهم.

د/ الأسهم العادية المجزئة ذات الحقوق المتناقصة لاستهلاك قيمة السهم دون التأثير على سعر السهم في السوق.

أ-3- مزايا وعيوب الاستثمار بالأسهم العادية:

أ-3-1- المزايا: يمتاز السهم العادي بـ:

1- يعطي نوعين من العائد جاري توزيعات الأرباح: وتحدد وفقا لقرارات الإدارة وعائد رأسمالي يتحدد وفقا لسوق الأوراق المالية.

2- يحمي الأموال في حالة التضخم والرواج، بعكس أدوات المديونية التي تحمل عائد ثابت على الرغم من ارتفاع الأسعار وانخفاض القوة الشرائية للعملة.

حيث أن السهم العادي يمثل ملكية حقيقية لأصول حقيقية ترتفع قيمتها في حالة التضخم والرواج.

أ-3-2- العيوب: وتتحدد كآتي:

1- تأخر حق الأولوية عند التصفية ويعود سبب ذلك إلى أن حامل السهم العادي

يحصل على ما تبقى بعد دفع الآتي:

✓ مصاريف لجنة التصفية.

✓ ديون الدولة.

✓ الديون الأخرى.

✓ الأسهم الممتازة.

✓ الأسهم العادية.

ب- الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية وله قيمة اسمية دفترية وسوقية شأنه شأن السهم العادي

غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة السهم الممتاز كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة

على عدد الأسهم المصدرة ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية عند

التصفية.¹

¹ - د. أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة و التوزيع القاهرة ص42.

كما أنها الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحضير المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض الصعوبات المالية.¹

وهي أداة ملكية تمول بواسطتها منشآت الأعمال من خلال منح الملكية لحاملها مشابهة بذلك الأسهم العادية.²

وتتميز الأسهم الممتازة بالخصائص التالية:

أ- يتمتع حامل السهم الممتاز بحق الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية.

ب- هناك فترات محددة للاحتفاظ بالأسهم الممتازة وذلك بعكس الأسهم العادية التي تستمر حقوقها حتى نهاية الشركة (تصفيتها).

ج- تضمن الشركة حقوق أصحاب الأسهم الممتازة بموجوداتها الاستثمارية علما بأن الضمانة المادية لا يجري توفيرها لأصحاب الأسهم العادية.

د- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشح لعضوية مجلس الإدارة أو الشؤون الإدارية المختلفة.

¹ - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص100.

² - محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص100.

ما يمكن قوله عن الأسهم هو اعتبارها أهم الأدوات المالية وأكثرها شيوعا وذلك لانتشار الشركات المساهمة كشكل من أشكال المشروعات وثمة عدة عوامل أدت إلى التوسع في إصدار الأسهم أهمها:

- اتجاه رجال الأعمال إلى تكوين الشركات الكبيرة بدلا من الصغيرة.
- زيادة عدد الملاك بالشركات والرغبة لديهم في تحديد مسؤولياتهم بقدر المساهمة فقط.
- التغييرات في اللوائح والقوانين المنظمة للأسواق المالية والتي أدت إلى سهولة التعامل وتحقيق مزايا لكل من الشركات والملاك.
- التقدم التكنولوجي الذي ساعد على سرعة هذا التطور وسهولة التعاملات.

1-2- أدوات الدين:

11-2-1- السندات: هي التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقترض بتقديم مدفوعات إلى المقرض وبالتالي هي فائدة تدفع خلال مدة محدودة من السنوات بالإضافة إلى أصل المبلغ.¹

كما أنها تمثل اتفاقا تعاقديا بين المقرض والمقترض تترتب بموجبه للمقرض مدفوعات ثابتة فضلا عن سداد قيمة أصل الدين مضافا إليها فائدة.²

¹ - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 109.

² - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 70.

تمثل السندات صكوك دين لمالكها وهي أداة تمويل مباشر ما بين وحدات العجز ووحدات

الفائض.¹

تقوم السندات بشكل عام على القيم التالية:

أ) **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي تثبت على السند المصدر والتي تحسب على أساس معدل الفائدة الدورية المدفوعة لحاملها.

ب) **القيمة السوقية:** وتدعى أيضا بالقيمة الشرائية وهي تمثل سعر السند بعد الإصدار وخلال عمليات التداول وتمثل القيمة الحقيقية للسند.

ج- **القيمة الاستهلاكية أو القيمة عند الاستحقاق:** وتمثل قيمة السند عند حلول أجل الاستحقاق.

11-2-3- أنواع السندات:

يمكن تصنيف السندات حسب جهة إصدارها إلى أنواع متعددة:

1- **السندات الحكومية (سندات الخزينة المركزية):** تمثل وثائق الدين العام طويل الأجل

حيث تلجأ الحكومة إلى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة.

¹ - محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص103.

2- السندات الحكومية الصادرة: وتكون مقابل ضمانات مادية أو ما يعرف بالرهون غالبا ما تكون عقار أو راتب وذلك على القروض التي تدفع إلى الأسر لشراء المساكن أو الأراضي.

3- سندات الهيئة المحلية والمؤسسات أو الدوائر الرسمية: والتي تصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية .

4- سندات الشركة المساهمة: وتصدر عن القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعنية.

5- سندات المؤسسات العالمية: كالبنك الدولي والتي يجري إصدارها وعرضها وتداولها في الأسواق المالية عبر المؤسسات المصرفية المختلفة.

كما توجد أنواع أخرى من السندات:

1- السندات الرديئة: وتصدر من قبل الشركات الصغيرة والتي لا تستطيع أن تسوي متطلبات الإصدار ودرجة الجدارة الائتمانية المطلوبة للإصدارات العادية.

2- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: تعطى السندات القابلة للتحويل لحاملها الحق في مبادلتها بعدد محدد من الأسهم العادية عند أي وقت ووفقا لشروط معينة.

سعر التحويل = القيمة الاسمية للسند / عدد الأسهم المستلمة

نسبة التحويل = قيمة السندات المحولة / سعر التحويل

11-3- المشتقات:

هي عقد مالي يكسب أو يخسر قيم مع حركة سعر السلعة أو الرصيد المالي للسلع ومستقبلات العقود المالية هي أمثلة عن المشتقات.

والمشتقات لا تتضمن الملكية المباشرة للرصيد المطلوب الموجود فهي لا تظهر على كشف الميزانية على نحو نموذجي ولكنها مع ذلك تخلق الفرصة لمكاسب وخسائر مضاربة.

كما أنها عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السندات أو السلع أو العملات الأجنبية.¹

وتوجد عدة أنواع من المشتقات سنتطرق لمعالجة البعض منها.

11-3-1 عقود المستقبلات Factures contracts:

تعد عقود المستقبلات من أقدم العقود حيث كانت تتركز في المحاصيل الزراعية الغذائية الأساسية وهي عبارة عن عقود قانونية يجري ترتيبها في أسواق منظمة لتؤكد تعهدا بالتسليم إلى المشتري أو الاستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية تم الاتفاق عليها من أصل استثماري معين في وقت ومكان محددين في المستقبل تستعمل هذه العقود على نحو عام

¹ -هوشيار معروف ، مرجع سابق، ص151.

من قبل الشركات متعددة الجنسيات لحماية أوضاع أو موقف عملتها الأجنبية فضلا عن أنها يتاجر بها المضاربون الذين يأملون أن يستفيدوا من توقعاتهم لحركات سعر الصرف. وتشمل عقود المستقبلات حاليا السندات الحكومية و أذونات الخزنة والذهب والقمح ومؤشرات الأسهم مثل: (S& P 500، DJIA، NIKEI،...).

أ- خصائص عقود المستقبلات:

* يوجد طرفان في عقود المستقبلات يكون أحدهما في موقع البائع والآخر في موقع المشتري أي أن ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني.

* يكون التعامل بين الطرفين عن طريق بيوت التصفية باعتبار أن الطرفين لا يعرف أحدهما الآخر.

* عقود المستقبلات عقود معيارية تنظم حسب أنماط محددة ويفترض منظموها مخاطر الفشل المتوقع مسبقا.

* تحديد المجال الذي سمح خلاله للأسعار المتفق عليها بالتغير ولتحقيق هذه الخاصية يمنع أصحاب الودائع من استخدام المستقبلات لأغراض المضاربة.

11-3-2 - عقود الآجلات Forward contract:

العقود الآجلة وهي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين وهي عقود غير قابلة للتداول تعطى لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي مسبقا وبسعر يحدد مسبقا أيضا.

وتتشابه العقود المستقبلية مع الآجلة بدرجة كبيرة وحتى أن التعامل بالعقود الآجلة وتوسعها أوقد تقنيات قيام العقود المستقبلية. ولذلك فالصورة الأولى للعقود المستقبلية كانت العقود الآجلة.

11-3-3 - أهم الاختلافات بين العقود الآجلة والمستقبلية:

- العقود المستقبلية تتمتع بمخاطر سيولة أقل.
- انخفاض مخاطر الائتمان أو عجز السداد للالتزامات مقارنة بالعقود الآجلة.
- تعد عقود المستقبلية نمطية أو معيارية حيث يحدد وقت التسديد وكميات وأنواع الأصول والمبالغ المتفق عليها بدقة تامة ووفق معايير محددة.
- في المقابل تعد العقود الآجلة عقود شخصية تسدد التزاماتها في أي وقت.
- ترتب عقود المستقبلية في أسواق منظمة ومفتوحة للمنافسة على عكس العقود الآجلة التي تنظم في أسواق مالية غير نظامية.

11-3-4- عقود الخيارات Option contract:

وهي اتفاقيات تجري بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقية أو أدوات مالية وذلك لتنفيذ في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار. الخيارات هي عقود تعطي للمشتري الخيار أو الحق لشراء أو بيع أداة مالية أساسية بسعر محدد ضمن فترة محددة من الزمن.¹

العقد الذي يتضمن منح حق الشراء يدعى خيار الشراء (Call option) بينما يدعى العقد المتضمن منح حق البيع فيدعى خيار البيع (Put option) ويدعى السعر المحدد لأغراض تنفيذ العقد في موعده بسعر التنفيذ (Exercice put).²

إن مالك الخيار المعين ليس عليه مسؤولية التنفيذ ولكنه يمتلك الحق لممارسة العقد إذا شاء ذلك. أما بائع معين على العكس ليس لديه أي اختيار في الأمر ويجب عليه الشراء أو البيع للأداة المالية إذا قام المالك بممارسة الخيار. وبسبب أن الحق في شراء وبيع أداة مالية عند سعر محدد له قيمة فإن المالك لخيار معين يرغب أن يدفع كمية له تدعى القسط أو سعر الخيار.

¹ - محمد صالح القرشي، مرجع سابق، ص281.

² محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص126.

أ- أنواع عقود الخيار:

1) الخيار الأمريكي: الخيارات الأمريكية (American option) وهذا النوع يمكن أن يمارس في أي وقت لحين تاريخ انتهاء العقد.

2) الخيار الأوروبي: الخيارات الأوروبية يمكن أن تمارس فقط عند انتهاء العقد.

ب- مزايا عقود الخيارات:

1- تحقيق العوائد من فروقات الأسعار عند تقلبها في فترات قصيرة.

2- التحوط من تقلبات السوق وبالتالي تستخدم الخيارات لتجاوز أو لتخفيف مخاطر السوق.

مما سبق لا بد لنا من تسليط الضوء عن سلوك المستثمرين في أسواق المشتقات المالية والذين يندرجون تحت الشرائح التالية:

أ/ المتحوطون **Hedgers**: تهتم هذه الشريحة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطر الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق، إذ أن المشتقات تسمح بتحقيق مستوى تأكد يتفوق على الأوراق المالية الأصلية وذلك لا يعني ضمان كامل.

ب/ المضاربون **Speculators**: وتحاول هذه الشريحة الاستثمار والمراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية من أجل تحقيق مكاسب ذات احتمالية معقولة من وجهة نظرهم كمضاربين.

ج/ المراجعون **Arbitrageurs**: وهم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات عندما يكون هنالك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ تشتري من السوق المنخفض الأسعار وتبيع في سوق مرتفع الأسعار وتحقق ربح عديم المخاطر.

11-3-5 عقود المبادلات **Swap contracts**:

هي عبارة عن عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة يتفق فيها طرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية وذلك لفترة محدودة وبالاعتماد على مبلغ أساسي غالبا ما يتخيله الطرفان.¹

كما أنها عبارة عن اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية) لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ **Forward contracts** حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية، ...الخ).²

¹ - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 167.

² - محمد محمود الداغر، المرجع السابق، ص 137.

المقايضة أو المبادلة Swaps هي عقود مالية تحمل واحدا من الطرفين أن يبادل أو يقايض مجموعات مدفوعات a set payments هو مقابل مجموعة أخرى من مدفوعات يملكها الطرف الآخر.¹

1- أنواع عقود المبادلات:

(1) مبادلات أسعار الفائدة: وتتضمن مقايضة أو مبادلة مجموعة مدفوعات فائدة مقابل مجموعة فائدة أخرى مقيمة جميعها بالعملة نفسها.

(2) مبادلات العملة (Currency swaps): وتتضمن مقايضة أو مبادلة مجموعة مدفوعات بعملة واحدة معينة مقابل مجموعة مدفوعات أخرى بعملة أخرى.

(3) مبادلات الضرائب (Tax swaps): إن هذه المبادلات تمارس بغرض تقليل بعض الالتزامات الضريبية المترتبة على عوائد رأسمالية متحققة من الاستثمار في أصول معينة وخاصة السندات.

(4) مبادلات الإحلال (Substitution Swaps): وترتبط بتوقعات العوائد المتولدة خلال فترات قصيرة الأجل وتتميز بالمخاطرة المترتبة على هذه التوقعات.

(5) خيارات المبادلات (Swap option): وهي جميع خصائص عقود المبادلات Swaps contract، وخصائص الخيارات، إن هذا النوع من المبادلات يستمد خاصية رئيسية

¹ محمد صالح القرشي، المرجع السابق، ص284.

للخيارات في أن للمشتري الحق وليس عليه الواجب في إلغاء العقد أو في استمرار ممارسته حتى نهاية الفترة المعتمدة.

(6) **مستقبليات المبادلات (Swap future):** ويدخل في هذه المبادلات بعض خصائص المستقبليات وذلك لإضفاء نوع من التنظيم الرسمي على عقود المبادلات وخاصة اعتماد معايير في تحديد العوائد الثابتة وفي بيان إلى دورهم في الترتيب والإعداد.

12- تقويم الأوراق المالية:

- تعد الأوراق المالية مهما اختلفت أشكالها أداة للتمويل.
- يمثل تقويم الأوراق المالية منهجا للتعرف على القيمة الحقيقية لأي قرار استثماري متحقق بواسطة الأوراق المالية طالما كانت الأخيرة أداة لتنفيذ الاستثمار.
- إذا كانت القيمة الحقيقية أقل من سعر الأصل في السوق عندها توجد مغالاة في قيمة الأصل المعروضة، أما ارتفاع قيمة التقويم للأصل مقارنة بسعر عرضه فإن هناك قصورا في التسعير.
- يعد الانحراف القائم ما بين القيمة المالية نتيجة تقويم الورقة المالية وما بين القيمة السوقية، المعلمة الرئيسية التي عندها قرار الاستثمار من عدمه.¹

¹ محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص 143.

13- حوافز الاستثمار في الأسواق الأجنبية:

ثمة عوائق عدة تمنع أسواق الأرصدة الحقيقية والمالية من أن تصبح متكاملة على نحو تام. وهي الاختلافات في الضريبة والتعريفات الجمركية والحصص وعدم قابلية العمل على الحركة والاختلافات الثقافية والاختلافات المالية والتكاليف المهمة لمعلومات الاتصال عبر الدول. حيث أن المستثمر يستجيب للاستثمار في الأسواق الأجنبية بسبب الخواص التي يمكن أن نلخص أهمها فيما يلي:

13-1- الشروط الاقتصادية: التخفيف إلى الحدود الدنيا للقيود في بلد ما يخلق شروط اقتصادية مفضلة هناك تساهم بالدرجة الأولى في جذب المستثمرين والدائنين الأجانب إلى هذه الدول.

13-2- توقعات سعر الصرف: بعض المستثمرين يشترون أوراق مالية معبر عنها بعملة من المتوقع أن ترتفع قيمتها مقابل العملة الوطنية لبلدانهم وتعتمد أداة مثل هذا الاستثمار على حركة العملة عبر الأفق الاستثماري على نحو كبير.

13-3- التنويع الدولي: المحفظة الكلية للمستثمرين غير معتمدة على عملة بلد واحد فإن الاختلافات عبر الحدود في الشروط الاقتصادية يمكن أن تسمح بفائدة تقليل الخطر حيث أن المستثمرين يحققون فوائد من التنويع الدولي لأرصدة محفظاتهم.

و عليه فان توفر هذه الشروط في سوق ما يؤدي إلى زيادة استثماراته و كذا تطوره بالإضافة إلى الرفع من كفاءته التي من شأنها تنمية الاقتصاد المحلي للدولة والرفع من نشاطاتها الاقتصادية. أما الجزء الموالي من الدراسة فسيخصص إلى البورصة مكان التداول و كل الأمور التي تتعلق بها.

III- البورصة:

أدى نمو التجارة العالمية وترابط اقتصاد الدول بعضها البعض إلى زيادة قوية في انتقال رؤوس الأموال بينها، الأمر الذي نتج عنه انتشار هائل لتجارة العملات في أسواق المال العالمية.

1- مفهوم بورصة الأوراق المالية:

بورصات الأوراق المالية هي سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة.¹

تعتبر بورصة الأوراق المالية من أهم أقسام السوق المالي الثاني الرسمي فهي تعتبر المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا وشراء والتي يترتب عنها نقل ملكية

¹ - صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، عمليا وعلميا، مكتبة و مطبعة الإشعاع العنبة الإسكندرية ص11.

الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء.¹

كما تمثل البورصة سواء المنظمة أو غير المنظمة موقعا لتعامل وحدات العجز والفائض وعبر آليات بيع وشراء وتحديد الأسعار وتتضمن مجموعة من الأعضاء يمارسون دور الوساطة لإتمام تعاملات المستثمرين.

2- الشروط الواجب توفيرها لإنشاء البورصة:

يشترط لإنشاء البورصة عدة شروط أهمها:

✓ زيادة الحاجة إلى أموال وتوفير احتياجات الشركات منها بتكلفة أقل لتقليل الاعتماد على القروض كمصادر مالية.

✓ توفير المدخرات لدى الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

✓ زيادة معدل النمو الاقتصادي للدولة واستقرار سياستها الاقتصادية والنقدية والسياسة الائتمانية المصرفية.

✓ تمثيل كافة القطاعات المختلفة للنشاط الاقتصادي في بورصة الأوراق المالية.

✓ وضع ضوابط قانونية وتنظيمية وإدارية تحد من عمليات المضاربة على الأوراق المالية المتداولة في البورصة والتي تحدد الاستقرار الاقتصادي والمالي للدولة والأفراد.

✓ نشر بيانات دورية عن الشركات المقيدة في البورصة.

¹ - د. أمين عبد العزيز، مرجع سابق، ص 121.

- ✓ توفر مناخ صالح وحيد للاستثمار يتميز بالمرونة وبساطة الإجراءات.
- ✓ تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصة لإتاحة الفرصة أمام المستثمر لمفاضلة واختيار الورقة المالية التي تناسبه.

3- مراحل الاستثمار في بورصة الأوراق المالية:

يمكن تقسيم عملية الاستثمار في البورصة إلى خمسة مراحل:

1. تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية.
2. تحديد مستوى الخطر الملائم.
3. تقدير العائد والخطر المتوقع لكل ورقة مالية على حدا.
4. تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية.
5. تقييم ما تم تحقيقه.

4- أعضاء بورصة الأوراق المالية:¹

تتمثل أهم فئات الأعضاء العاملين في البورصة في التالي:

السماسة بالعمولة: ويقترن تعاملهم مع الجمهور الراغب في الشراء أو بيع ورقة مالية يمتلكها مقابل عمولة أو سمسة تحددها لائحة البورصة.

¹ د. محمد عوض عبد الجواد، د علي إبراهيم الشديقات، الاستثمار في البورصة- أسهم - سندات أوراق مالية، دار مكتبة الحامد للنشر و التوزيع عمان 2005 ص12

سمسار الصالة أو المقصورة: ويختص بتنفيذ طلبات البيع والشراء للأوراق المالية التي يعهد بها إليه زملاؤه السماسرة مقابل عمولة.

تجار الصالة أو المقصورة: ويقومون بتنفيذ عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية لحسابهم الخاص لتحقيق أرباح.

المتخصصون: وهم نوع من السماسرة الذين يتخصصون في التعامل في نوع واحد أو عدة أنواع من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة ويقتصر على التعامل في الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة.

لذلك:

يجمع هؤلاء المتخصصون بين عمل تجار المقصورة وتجار الصالة ولكن ليس لهم الحق في التعامل مع الجمهور مباشرة.

يحدد أسعار شراء أو بيع الورقة المالية المتخصصة فيها للتأثير على حركة التعامل فيها.

السماسرة والمتعاملون في الصفقات الصغيرة: وهذه الفئة تخصص في الطلبات الصغيرة 100 سهم بأقل مقابل عمولة وتعمل هذه الفئة لحساب بيوت السماسرة.

وكلاء السمسرة الكبيرة لتنفيذ طلباتهم الكبيرة الخاصة بشراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

كما يوجد في البورصة أعضاء غير عاملين وهم يتمثلون في:

الأعضاء المنظمين: ويمثلون كبار المتعاملين في البورصة شراء وبيعا للأوراق المالية ويمثلون البنوك وشركات التأمين...

الأعضاء المرسلون: هم أعضاء عاملون في بورصة أجنبية ويمارسون نشاطهم في بورصة دولة أخرى عن طريق سمسار وطني مقيد في بورصة الدولة.

سمسرة الخصم: وهم نوع من السمسرة التي تقدم خدماتها الإدارية والكتابية الخاصة بإتمام عمليات البيع والشراء.

مكاتب الخدمات الاستثمارية: وهذه المكاتب لا تمارس نشاط السمسرة وتسويق الأوراق المالية ولكنها تساعد في تدعيم كفاءة السوق المالي خلال الدراسات والإعلانات التي تجريها هذه المكاتب عن نشاط البورصة.

5- التعاملات في أسواق الأوراق المالية:

يصعب القول أن هناك قواعد نمطية ثابتة لآلية قيام الوسطاء بإنجاز تعاملات المستثمرين في الأسواق جميعا إلا أنه يمكن تقريب جانبي الأوامر والتنفيذ التي يقوم بها الوسطاء في الأسواق المالية لصالح المستثمرين.

5-1- الأوامر Orders: وهي طلبات الشراء والبيع التي يصدرها المستثمرين إلى وكلائهم السماسرة والتي يجري تنفيذها فيما بعد (يمكن القيام بها إلكترونيا) وتشتمل هذه الأوامر على:

5-1-1- حجم الطلب: يتضمن الأمر حجم طلبية الشراء أو البيع في الأوراق المالية التي يريدتها المستثمر.

5-1-2- المدى الزمني: وتتضمن أوامر المستثمرين على المدة الزمنية التي تمنح للسماح بتنفيذ الأمر ويأخذ المدى الزمني في أوامر المستثمرين ما يأتي:

1- أوامر ذات زمن محدد: وهي طلبيات مشروطة بزمن تنفيذ محدد Time limit of orders وقد يكون الزمن يوم أو أسبوع أو شهر.

2- أوامر ذات زمن مفتوح: وتدعى بالأمر المفتوح Open order وكذلك بالأمر الساري حتى الإلغاء GTC Good Till Concelled وهي طلبيات لا حدود زمنية في تنفيذها.

3- هناك أوامر مرتبطة بالزمن ولكن ذات مواصفات خاصة:

أ/ أوامر التنفيذ أو الإلغاء Fill or kill orders وتعنى بتنفيذ الأمر فورا وبخلافه يعد لاغيا.

ب/ الأمر الذي يشير إلى تنفيذ الطلبية كلها أو رفضها كلها All or none orders.

ج/ الأمر الذي يشير إلى حرية كل أو جزء من الطلبية حال الوصول، والجزء غير القابل للتنفيذ يعد لاغيا Immediate or cancel order.

د/ الأمر الذي يعطي حرية التصرف للسماح في وضع المواصفات (زمن، سعر، كمية).

1- أنواع الأوامر:

يحدد نوع الأمر الذي ينفذه السماسر بعوامل (الزمن، الحجم، السعر) كما تؤثر فيه آليات الإيقاف والاستمرار للطلبية لذلك فإن الأوامر تأخذ شكل:

5-2-1- أوامر محددة **Limit orders**: ويعد السعر المحدد من قبل المستثمر هو

الأساس في تنفيذ الطلبية من عدمها.

5-2-2- أوامر السوق **Market orders**: وتعد الأوامر الأكثر شيوعا في التعاملات

حيث يطلب من السماسر بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية بأفضل سعر وبأسرع وقت ممكن وغالبا ما يكون المستثمر متأكدا من تنفيذ العملية ولذلك فإن هذا الأمر يكون يومي

.Day order

5-2-3- أوامر الإيقاف **Stop orders**: وتدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة Stop

toss ويتطلب التنفيذ تحديد سعر الإيقاف من قبل المستثمر لأن التنفيذ يختلف حيث أن

أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه، ويأخذ أمر الإيقاف شكلين:

❖ أمر إيقاف غير محدد **Stop open orders**: بعد تحديد سعر الإيقاف ووصول الورقة

المالية إليه لا بد من التنفيذ حتى وإن تعدها.

❖ أمر إيقاف محدد **Stop limit orders**: وهي أوامر إيقاف تقلل من تأثير ظرف عدم

التأكد من سعر التنفيذ عند تجاوزه سعر الإيقاف كما هو في حالة أمر الإيقاف غير المحدد

ويتضمن هذا الأمر سعرين:

1- سعر إيقاف يجري التنفيذ عند الوصول إليه.

2- سعر محدد لا يجري التنفيذ عند الوصول إليه بعد تجاوز سعر الإيقاف.

5-2- **التنفيذ Exécution**: ويتضمن الخطوات التي يتبناها السمسار في تنفيذ أمر العميل

حسب الأمر الذي أصدره.

تسوية المعاملة بعد تنفيذ الأمر، فهي محددة قانونا في البورصات المنظمة حيث يجري

تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلغ والسمسار ويقوم بدوره بتسوية المعاملة مع

المتخصصين وبذلك يصبح المستثمر المالك القانوني للأوراق محل الاستثمار مع الإشارة

أنه يتم خلال يوم التسوية دفع قيمة الصفقة من قبل المستثمر مع العمولة والرسوم.

كما أن عقد الصفقات في بورصات الأوراق المالية بالبيع أو الشراء تتم عن طريق

السماسرة أو الوسطاء، المرخص لهم مزاوله المهنة، وتتم إجراءات التداول والتعامل

داخل البورصة من خلال مقصورة البورصة Compartement وهي مكان يجتمع فيه الأعضاء العاملون في البورصة فقط.

ويتم إجراء هذه الصفقات إما بـ:

أسلوب المناداة: حيث يقوم السماسرة ومدوبوهم بالقيام بعملية النداء بصوت مرتفع لإتمام صفقات البيع والشراء دون الإفصاح عن نواياهم الحقيقية للحصول على أعلى سعر للورقة المالية.

أسلوب لوحات العرض: حيث يقوم السمسار قبل افتتاح الجلسة بدقائق بتسليم الموظف المختص بوضع جداول الأسعار على لوحة العرض أسعار الورقة المالية التي يتعامل فيها لكي يدونها بطريقة ظاهرة وواضحة على لوحات العرض المنتشرة ولا يجوز لسمسار ما أن يبيع نفس الورقة المدونة على لوحة العرض بسعر أقل أو أعلى من السعر المحدد للبيع أو الشراء على لوحة العرض لأنها تعبر عن الأوامر المحددة لسعر التنفيذ.

6- المتغيرات التي تؤثر على سعر البورصة:

6-1- متغيرات اقتصادية: وهي الناتجة عن اختلال الميزان التجاري وزيادة عجز الموازنة وزيادة عبء الدين الخارجي على الدولة.

6-2- متغيرات سياسية: وهي الناتجة عن عدم الاستقرار السياسي للدولة.

6-3- المتغيرات المالية: مثل ارتفاع الفائدة على الودائع، انهيار قيمة العملة،...

6-4- المتغيرات النفسية والسلوكية: هي التي يترتب عليها تصرفات غير مسؤولة لدى المستثمرين تساعد على انهيار أسعار الأوراق المالية في السوق وأهم هذه المتغيرات الشائعة معرضة لعدم توافر البيانات الصادقة والموضوعية عن الشركات التي تتداول أوراقها المالية في البورصة.

6-5- المتغيرات الفنية: هي التي يترتب عليها ارتفاع أسعار الأوراق المالية أعلى من القيمة الحقيقية لها كنتيجة لعمليات المضاربة وسرعة تأثر البورصات ببعضها نتيجة لتقدم وسائل الاتصال.

كما تعتبر مؤشرات الأسعار من أهم المتغيرات في الأسواق المالية لأنها تساعد على التعرف على تحركات السوق و فيما يلي سنحاول التطرق إلى دراستها.

7- مؤشرات البورصة:

مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في سوق المال ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.

- ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق، حيث يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم. لذلك فهو بمثابة مستوى مرجعي للمستثمر في سوق المال يعد من أهم

المعلومات التي يحتاجها المستثمرين والمضاربين في الأوراق المالية أو لمجموعة معينة من الأسهم وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين. وتستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق سواء في الدول النامية أو الدول المتقدمة.¹

7-1- علاقة المؤشرات بالحالة الاقتصادية:

يقوم المؤشر على عينة من أسهم المنشآت التي تتداول في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كليهما، عادة ما تختار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال الذي يستهدف المؤشر قياسه.

فمؤشر داو جونز ومؤشر ستاندايندبور 500 مثلاً قد صمما لكي يعكسا مستوى الأسعار في سوق المال الأمريكية ككل. أما مؤشر صناعة النقل ومؤشر صناعة الخدمة العامة فقد صمما ليعكسا الحالة التي عليها أسعار الأسهم في هاتين الصناعتين طالما أن نشاط المنشآت التي يتداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة. فإذا اتسمت السوق بالكفاءة يمكن أن يكون المؤشر مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة.

¹ : د. محمد صالح الحناوي، د. جلال إبراهيم العبد. "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص251.

على سبيل الذكر فإن مؤشر ستانداًندبور 500 الكساد قد عكس حالات الكساد خلال هذه الفترة بل أنه قد تنبأ بها قبل وقوعها ولعل أبرز مثال على ذلك الكساد الذي وقع بين عام 1974 و1975.¹

عندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الصعود حينئذ يطلق على السوق بالسوق الصعودي Bull market. أما عندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط حينئذ يطلق على السوق بالسوق النزولي Bear market

7-2- الاستخدامات الأساسية للمؤشرات:

إن مؤشرات أسعار الأوراق المالية تعد أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة غير أن للمؤشرات استخدامات أخرى عديدة تهتم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال وأهمها ما يلي:²

1- أداء المحفظة: القاعدة العامة هي أن حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الاتجاه وهذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغير في سعر السهم والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار، وعليه فإن المؤشر يمكن المستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد المحفظة المختلفة الأوراق المالية - إيجاباً أو سلباً

¹ : د. منير إبراهيم هندي. "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص241.

² : د. منير إبراهيم هندي. "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص129.

- بمجرد معرفته لاتجاه التغير الذي يطرأ على مؤشر حالة السوق، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدى.

ب- الحكم على أداء المديرين المحترفين: إن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع (والتي منها تنويع ماركوفتز) يجب عليه أن يحقق عائداً أعلى، للتحقق من ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة المؤسسة.

ج- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق: إن التحليل التاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه. وإذا ما توصل المحلل إلى ذلك النمط فيمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في السوق والتي على ضوءها تتخذ قرارات الاستثمار.

د- تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة، وبين معدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدورة العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.

7-3- أساليب بناء مؤشرات السوق:

يوجد العديد من الطرق والأساليب لبناء مؤشرات السوق أو قطاعات معينة داخل السوق ومن أهم هذه الأساليب.

7-3-1- المؤشرات المبنية على أساس القيمة:¹

إن مدخل الأوزان حسب القيمة يعطي وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة.

جدول رقم1: مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس مدخل القيمة

(Capitalization boursière)

السهم	ن	س1	ق1	س2	ق2
ا	60	50	3000	80	4800
ب	70	40	2800	50	3500
ج	120	10	1200	20	2400
قيمة المؤشر			7000		10700

¹ : د. منير إبراهيم هندي. مرجع سابق ، ص132.

ن: تمثل عدد أسهم المنشأة.

س₁، س₂: تمثلان سعر السهم في السنتين الأولى والثانية على التوالي منذ العمل بالمؤشر.

ق₁، ق₂: تمثلان القيمة (ن × س) لأسهم المنشأة في السنتين على التوالي.

$$\text{متوسط العائد على المؤشر} = \frac{7000}{(7000 - 10700)} = 52,9\%$$

كما يقاس المؤشر على أساس النقطة كما يلي:

$$V = T + \frac{V_{t1} - V_{t0}}{V_{t0}} \text{ (قيمة المؤشر)}$$

أساس المؤشر في زمن تكوينه = T

قيمة مؤشر الفترة في النقطة الزمنية = V_{t1}

قيمة المؤشر في فترة البداية = V_{t0}

لا تخلو هذه الطريقة من العيوب المتمثلة في التحيز، فبافتراض أن سهمين قد ارتفعا بنفس النسبة ولتكن 60% مثلا وأن أحدهما أعلى من الآخر فإن المؤشر رغم ارتفاعهما بنفس النسبة يكون مختلف في كل حالة من الحالتين، وهذا التحيز مصدره أن سعر سهم المنشأة ما أعلى من مثيله لمنشأة أخرى، ولا يعتبر سعر المصدر الوحيد للتحيز ذلك أنه قد ينشأ عن التباين في حجم المنشأة داخل العينة.¹

¹ : د. محمد صالح الحناوي، د. جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 252.

فعلى الرغم من هذه العيوب إلا أن هذه الطريقة تعتبر من أكفأ الطرق في بناء المؤشرات ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة هما مؤشر ستاندرآندبور، مؤشر NASDAQ نازداك، مؤشر الفينانشل تاميز، مؤشر CAC 40 مؤشر كولس، إلى غير ذلك.

7-3-2- المؤشرات المبنية على أساس السعر:

بالنسبة لمدخل الوزن على أساس السعر، فإنه طالما يوجد لكل منشأة مختارة لبناء المؤشر فإن وزن كل سهم يتحدد آلياً على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر، فلو أن المؤشر يتكون على سبيل المثال من ثلاثة أسهم فقط: أ، ب، ج، وأن أسعارها هي: 50، 40، 10 على التوالي حينئذ تصبح القيمة الكلية لمجموع الأسهم التي يتكون منها المؤشر أي القيمة المطلقة للمؤشر والتي على أساسها يحسب عائد محفظة السوق تساوي 100 وبناء عليه تكون أوزان لأسهم الثلاثة: 5، 4، 1 على التوالي. وإذا ما طرأ تحسن على أسعار الأسهم الثلاثة لتصبح: 80، 50، 20 على التوالي، حينئذ ترتفع القيمة المطلقة للمؤشر إلى 150 مما يعني أن متوسط العائد على المؤشر يبلغ معدله 50%.

ما يعاب على هذا المدخل هو أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها يضاف إلى ذلك أنه قد يحدث خلل في المؤشر في حالة اشتقاق السهم مما يتسبب في انخفاض وزنه داخل

المجموعة بانخفاض سعره وللتغلب على ذلك ينبغي حساب قيمة المؤشر بقسمة القيمة الكلية للأسهم على مقسوم معين Divisor التي تحدد قيمته بالمعادلة التالية:

$$\frac{ق\ قبل}{ق\ بعد} = \frac{ق\ قبل}{ق\ بعد}$$

ق: تمثل القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

و: تمثل قيمة المقسوم عليه قبل وبعد الاشتقاق.

ولتوضيح ذلك نفترض أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم لثلاث شركات وأن السعر هو 10، 20، 30 على التوالي، وهو ما يعادل قيمة قدرها 60، في ظل هذه المعلومات تصبح قيمة المؤشر $20 = 3 / (30 + 20 + 10)$ ، أما إذا حدث اشتقاق في سهم الشركة الثالثة بمعدل ثلاثة أسهم لكل سهم فيصبح سعر السهم من 30 إلى 10، ففي هذه الحالة سوف ينخفض الوزن النسبي للسهم داخل العينة التي يتكون منها المؤشر وتنخفض معه القيمة الكلية لتصبح:

$40 = (10 + 20 + 10)$ في هذه الحالة تصبح قيمة المقسوم عليه يساوي 2 بدلاً من 3، لتصبح قيمة المؤشر: $20 = 2 / 40$. كما كان قبل الاشتقاق لأن الانخفاض لا يدل على سوء حال السوق إنما سببه الاشتقاق الذي حدث.

ومن اكبر المؤشرات المحسوبة على أساس السعر: مؤشر داو جونز Dow Jones ونيكي Nikkei 250.

7-3-3- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:¹

بالنسبة لمدخل الأوزان المتساوية فإنه يعطي قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر وإذا ما تعلق الأمر بالمؤشرات التي لا تمثل فيها المنشأة بسهم واحد فمثلاً لو أن مؤشراً يتكون من ثلاثة أسهم تمثل المنشأة أ، ب، ج بسعر 50، 40، 10 على التوالي، ففي تباين أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر يتطلب حساب كمية وهمية من السهم (أ) $= \frac{1}{50} = 0,02$ ومن ثم تصبح قيمته النسبية أي وزنه النسبي (السعر x الكمية) داخل المؤشر تساوي الواحد $(\frac{1}{50} \times 50)$ ، أما بالنسبة (ب) $= 0,025 \times (\frac{1}{40})$ وبالنسبة (ج) $= 0,1 \times (\frac{1}{10})$ والمثال التالي يوضح ذلك:

¹ : د. منير إبراهيم هندي. "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق ، ص 253.

جدول رقم 2: مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس الأوزان المتساوية.

السهم	س1	ك	و1	س2	و2	ع
ا	50	0.02	1	80	1.60	0.60
ب	40	0.25	1	50	1.25	0.25
ج	40	0.25	1	20	2	1.0
قيمة المؤشر			3		4.85	

$$\text{متوسط عائد المؤشر} = 3 / (3 - 4, 85) = 0, 617$$

$$\text{متوسط عائد الأسهم الفردية} = (1,0 + 0,25 + 0,60) = 0, 617$$

س1، س2: سعر السهم في نهاية السنة الأولى ونهاية السنة الثانية.

ك: الكمية الوهمية المحسوبة.

و1، و2: القيمة النسبية للسهم داخل المؤشر = س x ك.

ع: عائد السهم أي قيمة و1 مطروحاً منها قيمة و2.

المؤشرات المبنية على أساس الأوزان النسبية تعزل فكرة التحيز للأسعار ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهاً حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق، ويعاب عليه من ناحية أخرى أنه يعطي أوزاناً متساوية للأسهم رغم احتمال تباين حجم وأهمية المؤسسة التي أصدرتها.

7-4- المؤشرات الشائعة الاستخدام: تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر فمنها مؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية ومجموعة أخرى تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، وذلك بحساب المتوسط الحسابي وعدد قليل منها يحسب المتوسط على أساس المتوسط الهندسي.

ويمكن تقسيم المؤشرات إلى مجموعتين رئيسيتين: مؤشرات يحسب فيها الوزن النسبي داخل العينة على أساس السعر الذي يباع به السهم ومؤشرات يحسب فيها الوزن النسبي على أساس القيمة السوقية الكلية للأسهم التي أصدرتها المنشأة.¹

ومن أهم المؤشرات شائعة الاستخدام ما يلي:

1. مؤشر كاك 40 (CAC 40):¹ مكون من عينة لأربعين قيمة مسعرة في البورصة الفرنسية مختارة من بين أول 100 قيمة سوقية (Parmi les 100 premières capitalizations boursières).

¹ : د. صالح الحناوي، د. جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 263.

مؤشر كاك 40 مرجح بالأوزان حسب القيمة السوقية الكلية لكل منشأة بطريقة يعطى فيها وزن مهم لهذه المنشأة الكبيرة حتى يتم إزالة احتمال تذبذبات في المؤسسات الصغيرة وغير تمثيلية (non representatives) للاتجاه العام.

أساس المؤشر هو 10 في 1987/12/31 وفي 1996/12/31 أصبحت قيمته 2315,33 نقطة تمثل صعود قدره 131,5% منذ إنشائه أين حقق أرباح ارتفعت إلى 29,5% وفي عام 1998 حقق ربح قدره 31,5%

بمرد ودية تماثل تلك المحققة بالأسواق المالية الكبيرة بالرغم من الأزمة المالية لسنة 1998 بالبلدان الآسيوية إلا أنها لم تمنع المؤشر من بلوغ أرقام قياسية من جديد.

يتم حساب ونشر القيم السوقية الجديدة للمؤشر بفترات منتظمة قدرها 30 ثانية، بين 9^h إلى 17, 30h.

القيم المحسوبة في مؤشر كاك 40 تمثل المنشآت التالية:

Danone, Lyonnais, BNP, AXA, Alcatel, Air Liquid, AGF, Accor, France telecom, Eridama Beghin-say, Equant, Elf aquitaine, Dexia, sanofi, Saint-Gobain, Rhône-polenc, Renault, lagardère, la foge, Suez-lyonnaise des eaux, Sodextio alliance, St microelectronic, Schriader, carre four, Casino, Canal +, Valeo et vivendi, Total fina, CSF, Thomson.

¹ Jacques Teulé, Patrick. TOPSACALAIN, « Finance », 2^{ème} édition, Paris ; 1997, p.213.

إن أسلوب وطريقة حساب المؤشرات التي تعطي أهمية في الأوزان للمؤسسات الكبيرة، تجعله حساس للتغيرات هذه المؤسسات مثل Total fina التي تحسب بأكثر من 13% في المؤشر في نهاية مارس 2002، الذي يعني أن ارتفاع 5% لـ Total fina ترفع ميكانيكياً المؤشر بـ 0,65%.

2. مؤشر SBF (120):¹ أنشأ في سبتمبر 1993 يحتوي على 120 قيمة فرنسية (كاك 40 + 80 قيمة الأكثر سيولة في البورصة)،/ وبذلك يسمح بمتابعة أفضل لمرد ودية السوق.

مؤشر SBF 120 يحسب باستمرار كل 30 ثانية، حيث أن المجلس الذي باشر في اختيار القيم هو نفسه الذي يقوم بمراجعته كل 03 شهور على أربع معايير أساسية و هي:

- مبلغ رأس المال المتبادل.

- عدد المعاملات اليومية.

- معدل الدورات اليومي.

- الانحراف بين أفضل عرض وأفضل طلب، طريقة حساب المؤشر هي نفسها

المستخدمة في كاك 40.

أساس المؤشر هو 1000 نقطة في 1990/12/31.

¹ Didier Vitra « Tout savoir sur la bourse » édition 2002/2003, Paris, p.582

بالإضافة إلى 120 SBF، هناك 250 SBF، 80 SBF.

مؤشر 250 SBF:¹ أنشأ في نفس تاريخ 120 SBF، مؤشر 250 SBF يضم 250

قيمة فرنسية، إنه المؤشر الأكبر اتساعاً في بورصة باريس، لكن عكس CAC 40 و 120

SBF يتم حساب المؤشر فقط بعد الافتتاح وبعد انغلاق تداول البورصة هو أول مؤشر يتم

قياسه على الساعة الحادية عشر و 40 دقيقة على أسعار الافتتاح والثاني بعد الإغلاق

مباشرة.

مؤشر 250 SBF يقيم قيم مؤشر 120 SBF ويضيف إليها 130 مؤسسة أخرى مأخوذة

بتحديد في السوق الأول والسوق الثاني مسعرة باستمرار أو ثبات.

يعمل المجلس العلمي للمؤشرات le conseil scientifique des indices على البحث

على تقسيم قيمة 250 ضمن أكبر القطاعات نشاطاً ويتم مراجعة العينة Echantillon

بنظام مرة في السنة على أن يتم القيام بالتصحيحات كل ثلاثة أشهر.

يتم حساب المؤشر بنفس طريقة 120 SBF وفي 1990/12/31 أين كان أساسه 100.

حتى تكون هناك إمكانية للتحاليل القطاعية و التي تتم بدقة.

3. مؤشر السوق الثانوي² L'indice du second marcher: يوجد مؤشر خاص

بالسوق الثانوي متداول منذ أكتوبر 1996 ويتكون أساساً من قيم فرنسية للسوق الثانوي

¹. Jacques Teulié & Patrick TOPSACALAIN, « Finance » op.cit, p.215

² Didier Vitra « tout savoir sur la bourse », op.cit, p.586.

باستثناء القيم الأكثر قوة والأكثر ضعفاً في السوق، عكس المؤشرات التي تحسب على عدد ثابت من القيم. يضم عينة مفتوحة ويحسب مرتين في اليوم و يقوم على أساس 1000 في 1990/12/31.

4. مؤشر FTSE 100: كما يشير اسمه فإنه يركز على عينة 100 قيمة انجليزية. هذه القيم مختارة من بين أكبر القيم السوقية وحجم المعاملات الأكبر في بورصة إنجلترا. هذا المؤشر مثل كاك 40 الفرنسي يمثل أكثر من ثلاثة أرباع المعاملات وأكبر حصة سوقية كلية في البورصة. يعتبر أكبر مؤشر مرجعي لبورصة إنجلترا يقاس على أساس القيمة.

FTSE 100 أصبح له أساس 1000 في 3 جانفي 1984 ويحسب كل 15 ثانية بين 8^H إلى 16^H و 30د و منذ جوان 2001 FTSE بدا يأخذ بطريقة الحساب بالأوزان المعمومة وليس المقومة أي التي تتعامل في السوق فقط.

5. مؤشر BEL 20: يتكون هذا المؤشر من 20 أكبر قيم مرجحة بالتعويم الأكثر شهرة بين المؤشرات البلجيكية في العالم، هذا المؤشر يتابع باستمرار تطورات أسعار 20 سهم بلجيكية الأكثر سيولة والمسعرة باستمرار، قاعدة حساب المؤشر هي 1000 اعتمدت في 1990/12/30.

6. مؤشر الألماني DAX: هو مؤشر لبورصة فرانكفورت والأهم في منطقة اوروبا مرجع بالأوزان بالقيمة واستعملت فيه القيم المعمومة في جوان 2002 أساسه 1000 في 1987/12/31 وهو محسوب كل 15 ثانية من 9^H إلى 18^H.

7. مؤشر Nikkei: يرتكز على 225 قيمة الأكثر نشاطاً في بورصة طوكيو ويحسب على أساس متوسط سعر مثل مؤشر Dow-Jones قد أنشأ في 1950 بالتعاون مع Dow-Jones بغرض تجربته في مادة المؤشرات، هناك مؤشر آخر Nikkei 300 الذي يضم 300 قيمة بالأوزان بالقيم السوقية.¹

8. مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة Dow-Jones: يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً. إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 جوان 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو Charles Dow وبدأ العمل بتسعة أسهم لتسع شركات صناعية، وصل حجمها إلى 30 سهم وذلك منذ 1928 وتمثل تلك الأسهم 30 شركة (بمعدل سهم لكل شركة)، في البداية كان يحسب المتوسط بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها غير أن إتباع هذه القاعدة أصبح أمراً غير مقبول خاصة عندما يحدث اشتقاق أسهم إحدى الشركات داخل العينة أو عندما تصدر إحدى الشركات أسهماً جديدة مقابل توزيعات مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم.

¹ Didier Vitra « tout savoir sur la bourse », op.cit, p.586

تقوم طريقة حساب قيمة المؤشر على أساس إعطاء وزن وفقاً للسعر الذي يباع به ومعنى هذا أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة.

وقد أسفرت العديد من الدراسات إلى نتائج في صالح مؤشر Dow-Jones وهو ما يفسر المكانة التي لا تزال يعتليها المؤشر حتى اليوم ذلك أنه أكثر مؤشرات أسعار السوق شهرة واستخداماً.

9. مؤشر ستاندر أندبور S&P.500: تتكون العينة التي تقوم عليها مؤشر S&P.500 من 50 سهم تمثل 400 منشأة صناعية، 40 منشأة منافع عامة (كالكهرباء والماء...)، 20 منشأة للنقل، 40 منشأة تعمل في المجال المالي على عكس مؤشر Dow-Jones. والتي أعطى المؤشر فيها قيمة جزائية قدرها 10، كما سبق الإشارة فإن المؤشر هو واحد من بين المؤشرات التي تقوم على مدخل القيمة.¹

10. مؤشر نازداك NASDAQ: هو مؤشر يقيس مرد ودية القيم التكنولوجية.²

يتكون أساساً من أقوى القيم التكنولوجية نمواً مثل Telecommunication، Internet، Informatique، Biotechnologies، إنه يقارب حوالي 5000 قيمة فيها 10% ليست أمريكية، قد أنشأ هذا المؤشر في 5 فيفري 1971 بأساس 100 ومرجح بالأوزان بالقيمة Capitalization boursière.

¹ د. وليد صافي د. اتس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر عمان الأردن الطبعة 1 في 2009، ص 245.

² د. منير إبراهيم هندي. "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 142.

وبعد عرض أهم هذه المؤشرات المختلفة الموجودة في أوروبا وأمريكا. يوجد مؤشرات أخرى منها ما هو حديث النشأة، إلا أنه تبقى المؤشرات سالفه الذكر الأهم والأكثر شيوعاً.

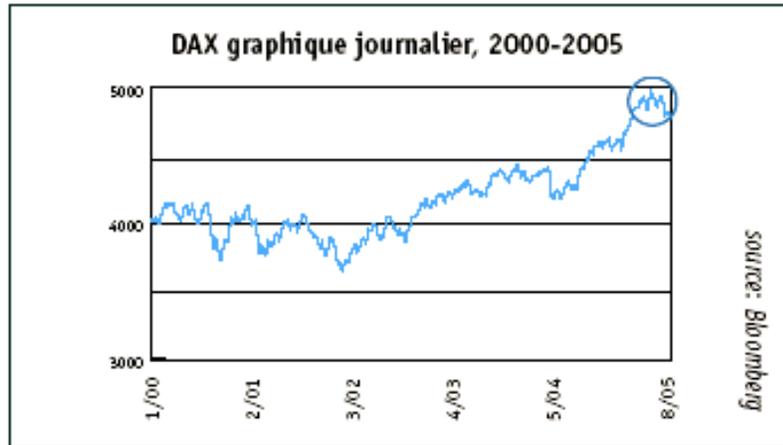
11. مؤشر كولس Cowles index: في عام 1949 قدم "ألفريد كولس" مؤشر كولس والذي استخدم فيه بيانات من عام 1871 لكل الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك وكان أول مؤشر يقوم على أساس إعطاء وزن لكل سهم بناءً على معدل الرسملة الخاص بالسهم أو القيمة السوقية له. ويعتبر الأسلوب الذي استخدمه كولس أفضل وسيلة لتحديد اتجاه السوق بشكل إجمالي.

5-7- التحليل التقني Analyse technique:

إن مؤشرات البورصة الأوروبية سجلت حديثاً أكبر أعلى مستوياتها منذ أربع سنوات مضت، فبالنسبة لمؤشر Dax لبورصة ألمانيا قد شكل منحى رأس كتف في هذه الفترة وهو ما يعرف بـ (Tête épaule) حيث كان ذلك بالتحديد في شهر أوت 2005. ولكن العكس من ذلك مما يعني أن نفكر أن بورصة ألمانيا تسير إلى الأمام لفترة انخفاض من 5 إلى 10% وهي ناحية أخرى للتحليل الفصلي بين فترة أوت إلى منتصف أكتوبر و تعتبر الأكثر سوءاً بالنسبة للبورصات تاريخياً.

الرسم البياني التالي لمؤشر Dax يبني مراحل التغيرات التي حدثت عليه منذ سنة 2000 حيث أن المنحنى يبين كذلك أن المؤشر قد حقق صعوداً مضطرباً في هذه السنوات الأخيرة والسبب في ذلك مستويات الانتعاش الاقتصادي الألماني.

الشكل 6: منحنى Dax (2005/2000)



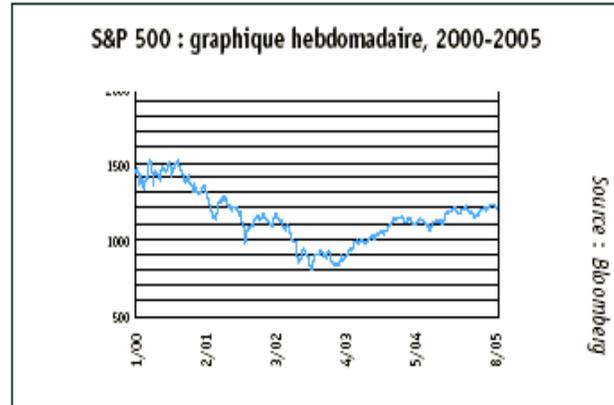
المصدر: www.abcBourse.com.

أما بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية فالمؤشر الأكثر تمثيلاً للبورصة الأمريكية هو مؤشر S&p.500 الذي بلغ مستوى مهم من الثبات والاستقرار حيث أنه يمتلك القدرة على إزالة التغيرات حيث كان الصعود قدره 62% و هي قيمة مسجلة منذ آخر زيادة في أكتوبر 2002.

S&P 500. بلغ هذا المستوى الحرج في بداية شهر أوت، والمستوى 965 و1160 نقطة تمثل أهم نقاط ثبات المؤشر وفي الحالات الأفضل نلاحظ أسعار البورصة قد استمرت مرة في بعض الشهور وذلك قبل أن تأخذ من جديد حركات ارتفاع ذات مغزى.

يبين منحنى S&P.500 في الشكل 7 هذه التحركات والتغيرات بين الفترة 2000 إلى 2005 وهو ما يعكس الحالة الاقتصادية السائدة في هذه الفترة.

الشكل 7: منحنى S&P.500 (2005/2000)



المصدر: www.abcBourse.com

تعتبر مؤشرات الأسعار أداة لقياس الحالة التي عليها أسواق رأس المال، قد تكون تلك المؤشرات عامة وهي تقيس حالة السوق بصفة عامة أو مؤشرات خاصة تقيس الحالة التي عليها صناعة معينة دون سواها. ولمؤشرات الأسعار استخدامات عديدة في مقدمتها التنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية في الدولة. ومن أهم متطلبات بناء هذه

المؤشرات استخدام العينة الملائمة والمتمثلة في إتباع أسلوب محدد لتكوين الوزن النسبي لكل سهم داخل هذه العينة، ثم استعمال طريقة سهلة ومبسطة لكيفية حساب قيمة المؤشر.

IV- الأزمات المالية:

1- تعريف الأزمة المالية: هي انهيار في الأسواق المالية مصحوبة بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في حالة النشاط الاقتصادي الكلي.

2- الأسباب الكبرى لحدوث أزمة مالية:

1-2- أسباب اقتصادية: المقصود بها التغيرات في توقعات السوق فعندما تحدث اختلالات مهمة في الاقتصاد العالمي (الدول المتقدمة) يكون مؤشر لحدوث أزمة.

2-2- الأسباب المالية: تتمثل في الانفصال بين الأسعار الحقيقية وأسعار المضاربة.

2-3- الأسباب التقنية: تتمثل في:

- التصحيحات التقنية للسوق.

- عدم التحكم في الإصدارات الجديدة (الإبداعات المالية) وعموما يمكن القول أن الأزمة هي انعكاس لردود أفعال مبالغ فيها، تصحيح تقني لأوضاع سابقة أو انعكاس لمعلومات.

3- أهم الأزمات:

3-1- أزمة 1929:

3-1-1- خصائص أزمة 1929:

- تسببت في زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي بأكمله.
- استمرت هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا حوالي 4 سنوات.
- عمق وحدة الأزمة بشكل استثنائي في الولايات المتحدة الأمريكية حيث انخفضت الودائع لدى البنوك بمقدار 33% كما انخفضت عمليات الخصم والإقراض بمقدار مرتين.
- الانخفاض الكبير في أسعار الفائدة.
- اختلاف أمد ودرجة حدة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير.
- ترافق الأزمة لتقلبات حادة في أسعار صرف العملات

3-2- أزمة 1987:

3-2-1- الأسباب الرئيسية لأزمة 1987:

الإبداعات المالية: و من أهمها:

- ✓ المتاجرة بالحزمة: وهو أسلوب بالمتاجرة تتضمن فيه الصفقة تشكيلة من الأوراق المالية
- فقد جرت العادة في التعامل أن يتضمن أمر البيع والشراء عدد من أسهم مؤسسة واحدة

وفي عام 1975 أدخل أسلوب جديد للمتاجرة أطلق عليه اسم المتاجرة بالحزمة وفيه

يتضمن الأمر تشكيلة من أسهم عدد من المؤسسات المسجلة في البورصة

✓ السوق الآجل: يهدف إلى تأمين المحفظة ضد تقلبات الأسعار.

3-2-2- الأسياب الثانوية للأزمة:

- ارتفاع أسعار الأسهم بمعدلات كبيرة.
- عدم نجاعة السياسات الاقتصادية والنقدية والمالية.
- رفع أسعار الفائدة.
- تدهور سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية الأخرى.
- استمرار العجز في الموازنة الأمريكية.
- عجز الميزان التجاري الأمريكي.
- اعتماد الأسواق المالية الدولية على الكمبيوتر.
- اتفاقية Lover: فلقد وقعت الدول السبع الصناعية الكبرى على هذه الاتفاقية في فيفري 1987 حيث التزمت من خلالها هذه الدول بحد أدنى وأعلى لسعر صرف الدولار مقابل العملات الأخرى.

3-3- مقارنة بين أزمة 1987 و: 1929

3-3-1- أوجه التشابه:

كل من الأزميتين عرفت فيها البورصة ارتفاع كبير غير طبيعي لأسعار الأوراق المالية في السنوات التي سبقت الأزمة.

الانخفاض المفاجئ لأسعار الأوراق المالية خلال الساعات الأولى من اليوم الأول للأزمة حيث تم خسارة عدد كبير من رؤوس الأموال المستثمرة في البورصة. أزمة 1929 و 1987 هما عبارة عن تصحيح تقني بعد مضاربات حادة.

3-3-2- أوجه الاختلاف:

في 1929 لم يكن تكامل دولي حيث كل دولة كانت مهتمة بنفسها عكس 1987. أزمة 1929 دامت 4 سنوات بينما أزمة 1987 لم تتعد بضعة أسابيع. أزمة 1929 لم تبدأ في كل الدول في نفس الوقت ولم تنته في نفس الوقت أما 1987 فقد بدأت في وقت واحد بسبب استخدام شبكات الاتصال الإلكترونية. أزمة 1929 شملت كل جوانب النشاط الاقتصادي أما 1987 فكانت منصبية مباشرة على الأسواق المالية وانعكست على نشاطات أخرى.

في عام 1987 كان لدى المستثمرين سيولة أدت بهم إلى المخاطرة بأموالهم من أجل الحصول على أرباح أما 1929 فكانت السيولة مقترضة وهذا ما أدى بأصحابها إلى بيع ما لديهم خوفا من انخفاض الأسعار.

3-4- أزمة 1989:

إن الإبداعات المالية هي من أعمق أسباب هذه الأزمة.

➤ السندات الرديئة سميت كذلك لأن تنقيطها دون المستوى أي أنها مصدره من قبل مؤسسات صغيرة لكن بالمقابل مردوديتها عالية.

➤ تقنية LBO: تعتمد على السندات الرديئة من أجل شراء مؤسسات تعاني من مشاكل في إعادة بيعها بالتجزئة بأسعار مرتفعة، لكن السبب الرئيسي في حدوث الأزمة هو حادثة الترقية العقارية الكندية التي استثمرت حوالي 11 مليار دولار في LBO والسندات الرديئة إلا أنها في سبتمبر 1989 أعلنت عن عدم قدرتها على الوفاء بتعهداتها اتجاه أصحاب السندات.

3-5- مقارنة بين 1987 و 1989:

تحسن الظروف الاقتصادية وعدم توفر ما يدل على اقتراب حدوث أزمة لذلك كانت أزمة 1989 نوعا ما مفاجئة.

نظرا لارتفاع عوائد الأسهم فإن أصحابها لم تكن لديهم دوافع قوية لبيعها.

اقتصار عمليات بيع الأوراق المالية بالأسهم بشكل خاص على المستثمرين الصغار دون تدخل الشركات الكبيرة، مما يعني أن حجم ونطاق العمليات وبالتالي عدم تسببها في التأثير على الأسعار بشكل كبير.

في بداية أكتوبر 1989 اتسم موقف الحكومات باللامبالاة مما أدى إلى تفاقم الأزمة لكن في أزمة 1989 لقد سارعت الدول من أجل الحلول الكفيلة بالقضاء على هذه الأزمة.

3-6- الأزمة الآسيوية 1997-1998 :

على مدى العقود الثلاثة السابقة كانت الدول الآسيوية إندونيسيا و تايلندا وكوريا وماليزيا تتمتع بما يلي :

- النمو السريع و التضخم المنخفض .
 - الاستقرار الاقتصادي الكلي و المراكز المالية لديها متينة ، معدلات ادخارها مرتفعة.
 - اقتصاديات مفتوحة و قطاعات تصديرية مزدهرة .
- هذا ما جعلها تحظى بإعجاب واسع النطاق بفضل إنجازاتها الاقتصادية و تفضيل المستثمرين الأجانب لها .

رغم هذه المميزات و السمات التي اتصفت بها هذه البلدان إلى أنها لم تتجوا من مشكل الأزمة المالية هذا بسبب أنها :

- كانت ضحية لنجاحها ذاته و ذلك نتيجة لأدائها الاقتصادي القوي في أوائل التسعينات هذا ما أدى إلى تدفق الكثير من رؤوس الأموال إلى الداخل لذلك فعندما بدأت المشاكل تطفوا إلى السطح أخذت هذه الدول موقف الاستنكار لأنها لم تكن تعاني من أعباء الدين الثقيلة .
- التوسع النقدي السريع ، العوائق الهيكلية ، العجز في ميزان المدفوعات ، ضعف القطاع المالي هذا ما جعلها لا تتعامل بجدية مع المشكلات الناشئة قبل فوات الأوان .
- تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل التي أدت إلى توسع الطلب الكلي بما في ذلك ارتفاع أسعار الأسهم و العقارات في البداية .
- التخصيص المحلي غير الكفاء لهذه الموارد الأجنبية و ذلك بسبب ضعف النظام المصرفي .
- لم تكن اللوائح المصرفية و الإشراف المصرفي كافيين .
- كانت الضوابط الداخلية مترخية .
- لم يكن تقييم المخاطر الائتمانية و السوقية صارما .
- لم يوجد حماس تجاري لمنح القروض .

3-7- أحداث 11 سبتمبر و تأثيرها على البورصات العالمية :

كما هو معروف أن الـ 11 سبتمبر هي أقوى اقتصاديات العالم ، و ذلك راجع لكون أن إنتاجها القومي يمثل ما بين الثلث إلى الربع من الإنتاج العالمي هذا من جهة و من جهة

أخرى أقوى البورصات و أنشطها متواجدة فيها إلا أنه بحلول أزمة 11 سبتمبر غيرت العديد من المفاهيم فيما يتعلق بمختلف جوانب اقتصادها.

3-7-1- أسباب الأزمة (الأوضاع قبل الأزمة):

و هي عديدة من بينها ما يلي :

- معاناة الو.م.أ منذ عام 2000 من سلسلة من التراجعات في معدلات النمو فقام البنك الفدرالي بتخفيض سعر الفائدة ليصل إلى 1.75%.
 - عجز الميزان التجاري بسبب تراكم مديونيتها .
 - قيام الشركات المحاسبية بالتزوير من أجل أن يطول بقاؤها.
 - ارتفاع معدلات البطالة.
 - انخفاض مستوى الطلب الكلي.
- و بالتالي يمكن القول أن أسباب الأزمة هي أسباب بنيوية تتعلق ببنية رأس النظام الرأسمالي.

3-7-2- حدوث الأزمة:

- في يوم الثلاثاء 11 سبتمبر 2001 تحطم كل من برجى التجارة العالمية و دمر جزء من مقر البانتاغون هذا ما أدى إلى خلق أجواء عدم الاستقرار الامنى و السياسي و

الخوف و بالتالي ظهور مشاكل على مستوى الاقتصاد الأمريكي إذ انهارت أسعار الأوراق المالية في الو.م.أ

- إن أجواء عدم الاستقرار و الذعر التي خلقتها هذه الأحداث أدت إلى ظهور مشاكل داخلية وتفاقمها خاصة فيما يتعلق بفساد الشركات الكبرى و هذا كان له تأثير سلبي على المستثمر الأمريكي وامتدت الأزمة إلى باقي البورصات الأوروبية ذلك بسبب أن البورصات العالمية تأثرت بأحداث بورصة وول ستريت فانتشر الذعر و أدى إلى عمليات بيع كبيرة للأسهم و يعود السبب في ذلك إلى ارتباط البورصات العالمية مع بعضها البعض تبعا للنظام الذي استحدثته . انكماش التجارة العالمية بسبب تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي.

3-8- أزمة أكتوبر 2008 (الرهن العقاري):

السبب الرئيسي لهذه الأزمة هو استثنائية تقلب السياسة النقدية الأمريكية في السنوات الأخيرة، حيث انتقلت أسعار الفائدة من 6.5% في سنة 2000 إلى 1.75% في سنة 2001 و 1% في عام 2003 تبعه بعد ذلك صعود لأسعار الفائدة في سنوات 2004 إلى 2006 حيث وصل إلى 4.5% وخلال هذه المرحلة والتي شهدت فيها أسعار الفائدة هبوطات واضحة على القروض والتي ساعدت على عملية الحصول على سيولة.¹

¹ http://www.Cgb.fn/bn/bn068/inages/ic-Salin-cuse_financière-1pdfp.

وهنا كانت بداية الأزمة المالية العالمية التي أعلنت عنها أكبر اقتصاديات العالم والتي حاولت تفاديها بشتى الطرق وذلك باستعمالها لخطط إستراتيجية تجاوزت ملايين الدولارات لكن عمق الأزمة لم يسمح بأي تجاوزات. ابتدأت هذه الأزمة مع أزمة الرهن العقاري Subrymes والتي تحولت إلى أزمة ائتمان واقتراض فانهارت البنوك بسببها، وتلتها أزمة صناعة السيارات الأمريكية والتي أصبحت عالمية فيما بعد وانتهت إلى إعلان الدول الاقتصادية الكبرى عن دخولها مرحلة الركود بعد انكماش اقتصادياتها. وكانت بريطانيا أول من أعلن عن دخول مرحلة الركود الاقتصادي في 22 أكتوبر 2008 وتلتها ألمانيا في 13 نوفمبر والاتحاد الأوروبي في 14 نوفمبر من نفس السنة وتوالى الإعلانات من قبل الدول الكبرى الأخرى من روسيا إلى إيطاليا وصولاً إلى دول أمريكا الشمالية وآسيا في المرحلة الأخيرة حيث أن اقتصاديات هذه الأخيرة كلها مترابطة فيما بينها وما يجمعها هي أسواق مالية مشتركة.

أما فيما يخص منطقة الشرق الأوسط ففي البداية لم تتأثر ولكن بعد انهيارات أسعار النفط تأثرت الأسواق الخليجية والتي عرفت هبوطاً في أسعار المنازل والعقارات بشدة ودخلت المنطقة في أزمة ائتمان مثل التي حصلت في الـ 9.11، ولكن وبعد الارتفاعات الجنونية لسعر البترول والذي عرف فيه سعر البرميل أعلى مستوى في التاريخ والذي وصل إلى \$147.27 في يوليو 2008 وبعدها بدأ في الانهيار إلى أن وصل أدنى مستوياته حيث

وصل \$39 للبرميل ويرجع سبب هذه الانخفاضات الرهيبة هو قلة الطلب عليه بسبب دخول العالم مرحلة ركود اقتصادي.¹

وكان تدخل الدول من أهم الحلول المقترحة والتي قامت بها الدول لتجنب الوقوع في المزيد من المشاكل التي سببتها الأزمة.

4- الدول النامية و الأسواق المالية

يعتقد بعض الاقتصاديين أن توافر الأسواق المالية المتسعة و المنظمة في كل دول العالم يمكن أن يؤدي إلى سهولة و حرية انتقال رؤوس الأموال من دول الشمال التي لديها فائض في رأس المال إلى دول الجنوب التي لديها عجز و ذلك من أجل تمويل خطط التنمية الاقتصادية في هذه الأخيرة .

إن حرية و سهولة انتقال رؤوس الأموال من الشمال إلى الجنوب تستطيع أن تساهم في تحقيق التعادل في التكلفة الحدية لاستعمال الموارد المالية بين الشمال و الجنوب و هذا مع الأخذ بعين الاعتبار لظروف الاستثمار و مخاطره.

لكن هذه الأسواق إما أنها غير متوافرة بالمرّة أو أنها غير منظمة بالقدر الكافي لتحقيق السهولة و الحرية لتحقيق انتقال رؤوس الأموال بين مختلف الدول.

¹ www.wikipedia.com.

الخاتمة:

إن السوق المالية بصفة عامة وبورصة الأوراق المالية بصفة خاصة أسلوب فعال لتمويل الاستثمارات ومحرك رئيسي لمختلف فعاليات الاقتصاد حيث أن الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في البورصة تعتبر عملية متكاملة الجوانب والتي تستلزم الحضور الدائم والإدراك بعيدا عن مخاطر التنوع والمغامرة وهذا لتجنب الوقوع في أزمات مالية في الاقتصاد العالمي ككل بغض النظر عنها. فمن خلال دراستنا للفصل الأول والتي تطرقنا من خلالها إلى مختلف المفاهيم عن الأسواق المالية، الأوراق المالية المتداولة في هته الأسواق، المعاملات، طرق التمويل، المشاركون وغير ذلك فإن الشيء المهم في كل هذا هو الترابط بين كل هته العناصر والتي يجمع بينها شيء وحيد هو الحصول على أقصى الأرباح حيث أن درجة تطور السوق تمنح له درجة إضافية من الوقاية وهذا التطور ما هو إلا دليل على كفاءة هذا الأخير والذي الأسعار فيه تعكس المعلومات المتاحة وهذا من شأنه تقييم وضعية السوق ومن جانبنا سنتطرق لدراسة معمقة في الفصل الموالي للنظام المعلوماتي في السوق وتأثيره على كفاءة الأسواق المالية والتي تتأثر بدورها بدرجة عقلانية المستثمرين في استيعاب ما يوصل إليهم من أخبار وإشاعات حول ما يجري حولهم.

مقدمة:

إن معظم ما يجري في أسواق الأوراق المالية من قرارات استثمارية للوحدات الاقتصادية المختلفة قائم على التوقعات واحتمالات تحققها، حيث أن المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي تعد أحد المقومات السائدة لتطور ونضوج أسواق رأس المال بشكل عام وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص إذ أن التوقعات العقلانية Rational expectation منهج أساسي في تحليل هذه المعلومات والتنبؤ بالأحداث. فكفاءة الأسواق المالية تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة.

فمن خلال الفصل الثاني المعلومات وكفاءة الأسواق المالية سنسلط الضوء على نظم المعلومات وأهميتها وعلاقتها بكفاءة السوق المالي كما سنخصص جانب من دراستنا إلى مشكلة عدم تناظر المعلومات وتأثيرها على الأسواق المالية وسنتطرق أيضا إلى دراسة كفاءة السوق من خلال التعرض إلى مختلف الصيغ وأهم الدراسات التي اهتمت بهذا المجال وأخيرا سندرس التوقعات العقلانية والمالية السلوكية وعلاقتها بالسوق وكيفية تأثير المستثمر بالمعلومات وتأثيره على الكفاءة.

1- المعلومات في الأسواق المالية:

نجاحة السوق المالي مرتبطة بالمعلومات بشكل عميق حيث تنعكس أهمية هذه الأخيرة في ثقة المستثمرين والمتعاملين ودرجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة، فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد ويستخدمها المستثمرين في أسواق المال لصياغة قراراتهم الاستثمارية.

1- مفهوم النظام المعلوماتي:

ترتبط أهمية المعلومات بمفهوم كفاءة الأسواق المالية ونظرا لدورها المهم في التأثير على هذه الأخيرة فكان لا بد من تطوير هذا النظام وترقيته وذلك لضمان الحصول على الدقة اللازمة في الوقت المناسب من أجل اتخاذ القرار السليم.

هناك عدة تعاريف للنظام المعلوماتي سنتطرق إلى أهمها:

* **Robert Reix**: الذي يعرف النظام المعلوماتي كونه مجموعة العناصر البشرية المادية، البرمجية إضافة إلى معطيات وإجراءات تسمح باكتساب معالجة، تخزين وتوصيل المعلومات إلى مستعملها.¹

* نظام المعلومات هو عبارة عن إجراء يتم بموجبه إعلام المؤسسة عن نفسها عن محيطها وإعلام محيطها عنها.¹

¹ Robert Reix "Système d'information et management des organisations" 2ième édition, 1998, p75.

* النظام المعلوماتي هو قبل كل شيء مفهوم لتسيير المنظمة التي تستعمل المعلومات الموجودة لديها وذلك لغرضين: المراقبة والتخطيط.²

* حسب Kelly J.F في 1970 : فإن نظام المعلومات هو ترتيب وتوفيق لمجموعة من الأفراد والوسائل المعلوماتية لحجز وتخزين ومعالجة واستخراج المعلومات وإيصالها لمستعمليها.³

* في 1992 عرف Alter نظام المعلومات على أنه تركيب لممارسات وأعمال وأفراد ومعلومات وأفراد وتكنولوجيا المعلومات للوصول إلى أهداف معينة.⁴

* المعلومات والمقصود بها المعلومات ذات العلاقة بالشركات التي أصدرت الأوراق المالية التي يتم التعامل بها والمعلومات تكون ذات طابع اقتصادي أو سياسي تؤثر بشكل أو بآخر على السوق المالية.⁵

* نظام المعلومات هو الإطار الذي يتم من خلاله تنسيق الموارد البشرية والآلية لتحويل المدخلات إلى مخرجات لتحقيق الأهداف.⁶

¹ D. Gumrier et Massu "Stratégie et système d'information sécurité et qualité des systèmes d'information approche systématique", Paris 1991, p5.

² Rolland Rutubise "Information decision 1973" Recueil d'articles sur système d'information compleis.

³ Peaucelle (j-L) "Les systèmes d'informations la représentation" édition economica Paris, P50.

⁴ Harcimiar (R) et Rowe (F) "Système d'information dynamique, organisation", édition economica Paris 1997, p07.

⁵ د. زياد رمضان، د. مراد شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق مصر، 2007 ص202.

⁶ د. مصطفى كمال الدين الدهراوي، "نظام المعلومات المحاسبية"، دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية، 2002 ص15.

* نظام المعلومات هو النظام الذي يتكون من مجموعة من الأجزاء المترابطة والتي تعمل معا بشكل متناسب من خلال مجموعة من العمليات لتجميع، تخزين، معالجة، تحليل وعرض المخرجات بحيث تزود المستفيد من هذا النظام بطريقة تدعم وتخدم قراراتهم.¹

* نظام المعلومات هو النظام الذي يقوم بجمع وتوفير البيانات مع المعالجة والتحليل لهته الأخيرة من أجل مساعدة المستفيد في اتخاذ القرار المناسب للاستفادة من المعلومة الواردة.

2- عناصر نظام المعلومات:

يمكن تحديد العناصر التي يتضمنها النظام من خلال ربط الأجزاء والعلاقات والبيئة والأهداف والخصائص التي تجمعها ويتكون نظام المعلومات مما يلي:

2-1- المدخلات Input:

تمثل المدخلات المورد اللازمة للنظام لكي يتمكن من القيام بالأنشطة المختلفة واللازمة لتحقيق أهدافه وتشمل المدخلات العديد من العناصر كالخدمات والطاقة والمعلومات والآلات... ويمكن تقسيم المدخلات إلى ثلاث أنواع هي:²

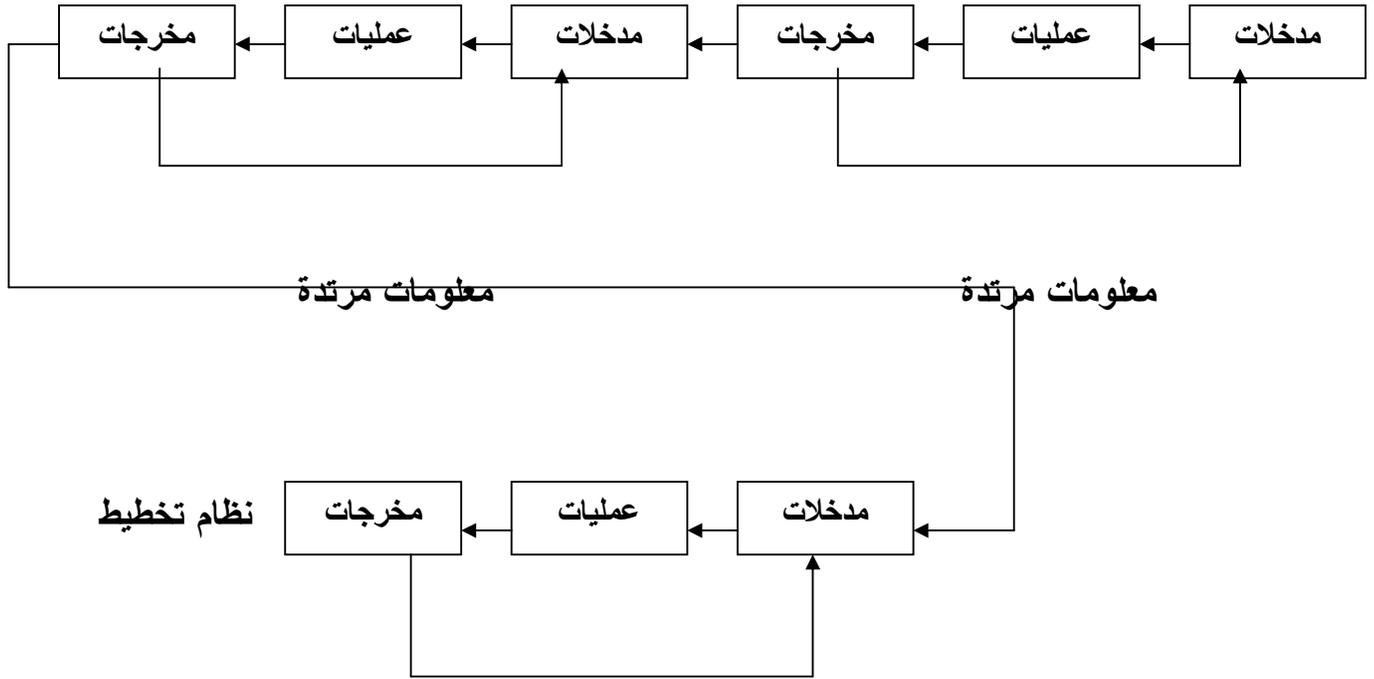
2-1-1- المدخلات المتسلسلة:

في حالة ما إذا كانت مدخلات نظام معين هي مخرجات نظام آخر يطلق على ذلك النمط من المدخلات "المدخلات المتتابعة".

¹ دربال أمينة، "كفاءة الأسواق المالية دراسة حالة الأسواق الخليجية"، ص73.

² د. إبراهيم سلطان، "نظم المعلومات الإدارية مدخل النظم"، دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية، 2005 ص21.

الشكل 8: مدخلات متسلسلة¹



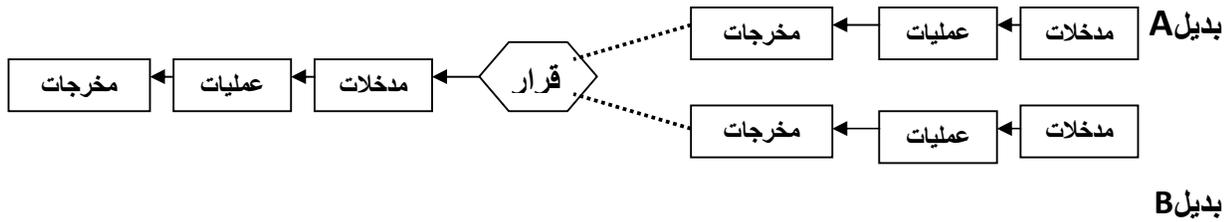
معلومات مرتدة

المصدر: د. إبراهيم سلطان، "نظم المعلومات الإدارية مدخل النظم"، مرجع سابق ص 21

¹ إبراهيم سلطان، ص 21، مرجع سابق.

2-1-2- مدخلات عشوائية:

تكون المدخلات عشوائية إذا ما توافرت للنظام عدة بدائل للمدخلات، في هذه الحالة وهي نوع من عدم التأكد بشأن أي من المدخلات التي سوف يستخدمونها هنا لا بد على النظام اتخاذ القرار لاختيار البديل على ضوء التوزيع الاحتمالي ومعيار القرار.

الشكل 9: المدخلات العشوائية¹

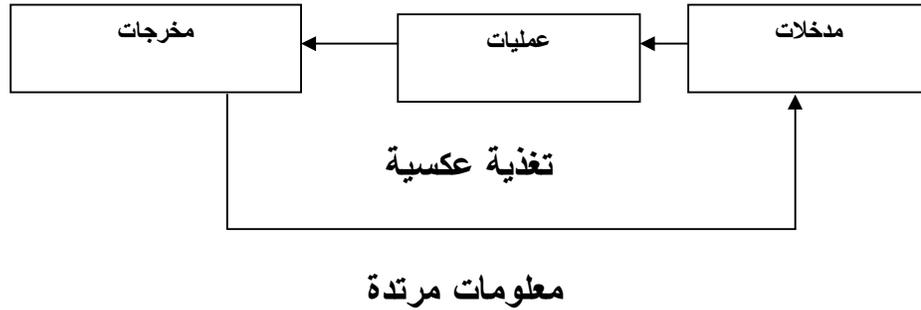
المصدر: د. إبراهيم سلطان ص 22.

¹ إبراهيم سلطان، مرجع سابق.

2-1-3- المدخلات عن طريق التغذية العكسية:

وجود عنصر التغذية العكسية يتولى مهمة المقارنة بين مدخلات النظام الفعلية وبين المدخلات المخططة مسبقاً، إذ أن وجود أية اختلافات تحتم إجراء تعديلات في عمليات المعالجة.¹

الشكل 10: المدخلات عن طريق التغذية العكسية



المصدر: د. محمد حسين آل فرج الطائي، مدخل نظم المعلومات الإدارية ص 20.

¹ د. محمد حسين آل فرج الطائي، مدخل نظم المعلومات الإدارية، دار وائل للنشر عمان، 2005 ص 20.

2-2- العمليات: يقصد بها تحويل المدخلات إلى مخرجات وقد تكون تلك العمليات إما آلة أو إنسان أو الإنسان/الآلة.

2-3- المخرجات output :

تمثل نتائج عملية تحويل المدخلات، وتعد المخرجات الأداة التي يمكن من خلالها التحقق من أداء النظام وقد تكون تلك المخرجات إما سلع أو خدمات أو معلومات.

2-4- المعلومات المرتدة Feed Back :

المعلومات المرتدة هي تلك المعلومات التي يستخدمها النظام لتحقيق الرقابة على أدائه حيث أن هذا النظام يتضمن مجموعة من الأجزاء تتفاعل مع بعضها للحصول على المخرجات. ورد فعل هذه النظم تجاه تلك المخرجات يقدم معلومات للنظام المعين عن كيفية استقبال النظم الأخرى لمخرجاته. وتنقسم المعلومات المرتدة إلى نوعين:

أ/ المعلومات المرتدة التصحيحية Morphostatis feedback :

يقصد بالمعلومات المرتدة التصحيحية إرجاع الأشياء إلى وصفها الصحيح.

ب/ المعلومات المرتدة التطويرية Orphogenesis feedback :

تكون المعلومات المرتدة تطويرية إذا ما أدت هذه المعلومات المرتدة إلى تطوير في الأداء

أو تغيير الأهداف أو التوصل إلى طرق جديدة للأداء.

3- أنواع نظم المعلومات:

لقد تعددت المعايير والأسس المستخدمة في تصنيف نظم المعلومات، فمنها ما هي مادية، مفاهيمية، معنوية، تنبؤية، طبيعية، اصطناعية، اجتماعية وفنية، نظم دائمة ونظم مؤقتة.

3-1- النظم المفاهيمية: النظم المفاهيمية تتكون أجزاءها من مفاهيم مجردة تهدف إلى تفسير الظواهر التي تحيط بعالمنا سواء كانت تلك الظواهر طبيعية أو اجتماعية.

3-2- النظم المادية: النظم المادية هي نظم ملموسة لها مكونات من أشياء أو أفراد أو خليط منهما، وعادة ما تكون النظم المادية مبنية على نظم مفاهيمية.

3-3- النظم المفتوحة: النظام المفتوح هو النظام الذي يتفاعل مع بيئته بحيث يؤثر فيها ويتأثر لها. وتعتبر نظم المعلومات من النظم المفتوحة.

3-4- النظم المغلقة: هذه النظم لا تتأثر بالبيئة ولا تؤثر فيها حيث أنها توفر مدخلاتها ذاتيا وتستخدم مخرجاتها إذن هي في حالة سكون.

3-5- النظم الطبيعية: هذه النظم أوجدها الخالق عز وجل ولا يتدخل الإنسان في شأنها أو تحديد القوانين التي تنظم عمل أجزائها.

3-6- النظم الاصطناعية: هي النظم التي قام الإنسان بصنعها لخدمته.

3-7- النظم الاجتماعية:يشير مفهوم هذه النظم إلى العلاقة المتبادلة بين الأجزاء المكونة للنظام سواء كانت أشخاص أو جماعات.

3-8- النظم الفنية:وتعمل بدون تدخل من العنصر البشري سواء من حيث توفير المدخلات أو الأنشطة أو عمليات الضبط أو الصيانة.

3-9- النظم الدائمة:بما أن كل شيء يميل إلى الفناء فإن هذا المفهوم هو نسبي.

3-10- النظم المؤقتة:هي نظم تنشأ لتحقيق هدف معين خلال فترة معينة.

4- مفهوم البيانات والمعلومات:

البيانات هي مجموعة حقائق غير منظمة قد تكون في شكل أرقام أو عمليات أو رموز لا توجد علاقة بين بعضها البعض.

أما البيانات فهي عبارة عن بيانات تم تصنيفها وتنظيمها بشكل يسمح باستخدامها والاستفادة منها.

5- العلاقات بين البيانات والمعلومات:

تعتبر البيانات المادة الخام اللازمة لإنتاج المعلومات وبمفهوم النظم فإن البيانات تمثل مدخلات تتم معالجتها للحصول على مخرجات والتي هي عبارة عن المعلومات التي ينتجها النظام.

الشكل 11: نظام معالجة البيانات



من اعداد الطالبة:المصدر

6- كيفية تحويل البيانات إلى معلومات:

عملية تحويل البيانات إلى معلومات تتطلب معالجة تلك البيانات وتشغيلها وأهم خطوات المعالجة هي:

6-1- الحصول على البيانات وتسجيلها: تأتي البيانات من مصادر داخلية أو خارجية وبعد الحصول عليها تبدأ عملية التسجيل ثم التخزين.

6-2- مراجعة البيانات: تهدف هذه العملية إلى التأكد من مطابقة البيانات التي تم تسجيلها وأي خطأ سيتم تصحيحه في هذه المرحلة.

6-3- التصنيف: تشير عملية التصنيف إلى وضع البيانات في شكل مجموعات متجانسة استناداً إلى معيار معين مثلاً: وفقاً للجنس ذكور أو إناث.

6-4- الفرز: يقصد بها ترتيب البيانات بطريقة معينة تتفق والكيفية التي تستخدم بها تلك البيانات.

6-5- التلخيص: تهدف هذه العملية إلى دمج وجمع مجموعة من عناصر البيانات لكي تتوافق واحتياجات مستخدميها.

6-6- العمليات الحسابية والمنطقية: الهدف من العمليات الحسابية والمنطقية هو تقديم بيانات جديدة تكون مفيدة للمستخدم وتتراوح ما بين البسيطة كالجمع والطرح والمعقدة كالمعادلات الرياضية والاقتصاد القياسي.

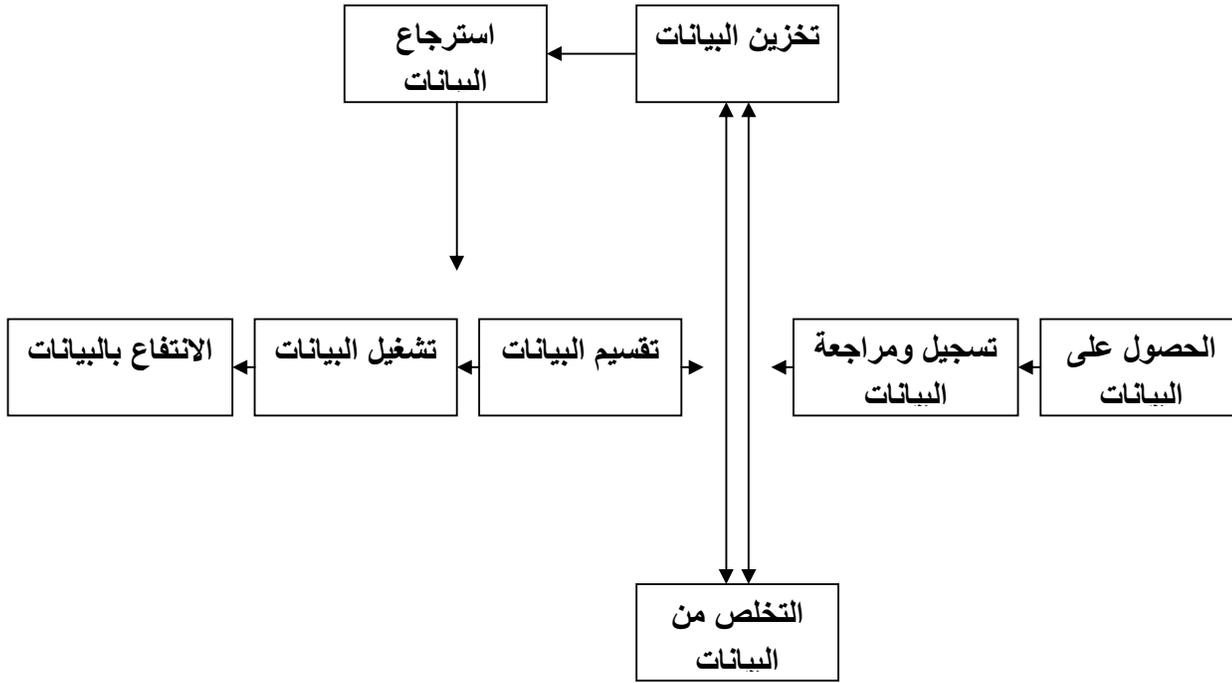
6-7- التخزين: وتهدف العملية إلى الاحتفاظ بالبيانات إلى حين الحاجة إليها.

6-8- الاسترجاع: ويقصد به البحث عن عناصر بيانات معينة.

6-9- إعادة الإنتاج: تشير هذه العملية إلى تقديم تلك البيانات في شكل يمكن أن يفهمها ويستخدمها من يستعملها.

6-10- التوزيع والاتصال: يتعلق التوزيع والاتصال بتقديم المعلومات لمستخدميها في الوقت المناسب.

الشكل 12: دورة حياة البيانات



المصدر: ثابت إدريس عبد الرحمن، نظم المعلومات الإدارية في المنظمات المعاصرة، دار

الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية، 2005، ص. 47

7- تفسير المعلومات:

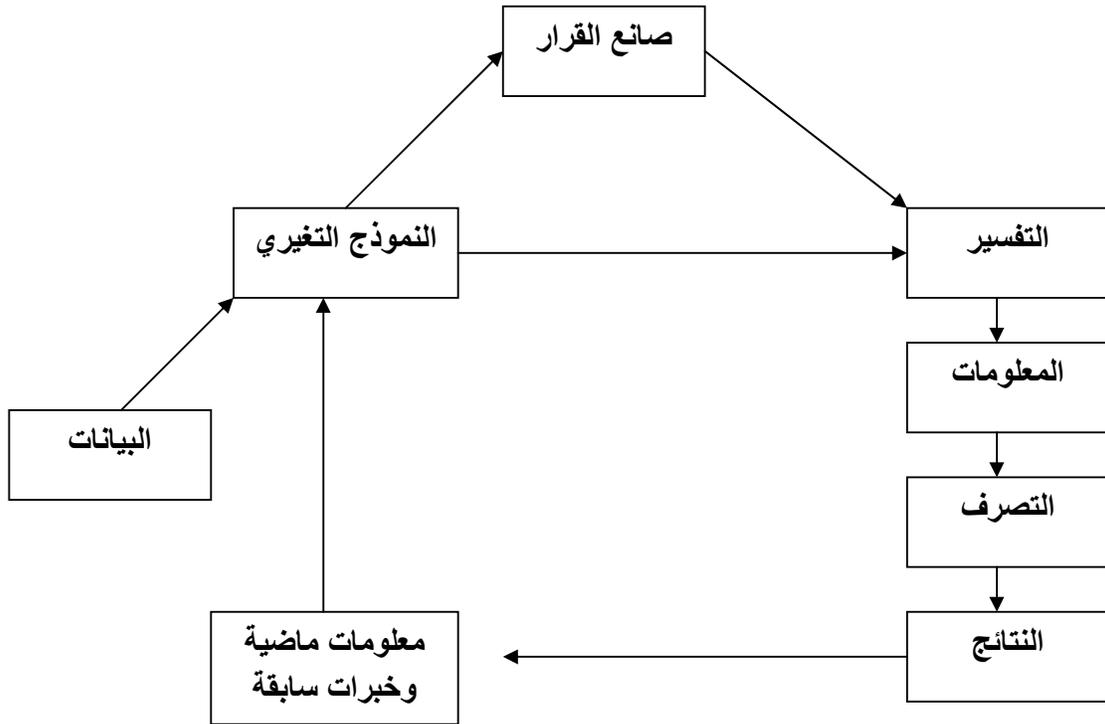
إن الاختلاف حول دلالة المعلومات وفقاً لمصدر الحصول عليها والهدف المنتظر من استخدامها يتوقف على تفسيرها ويمكن أن تتم هذه العملية من خلال التطرق إلى مصدرين هما: التفسير السياقي والنموذج التخيري للمعلومات:

7-1- التفسير السياقي: ويعتمد هذا التفسير على أن المعلومات تهدف إلى خدمة الفرد من خلال نمط معرفة معين وذلك لحل مشكلة يواجهها في اتخاذ قرار معين حيث أن المتغيرات

الفردية والمواقف التي يتخذها تؤثر على تفسير كل فرد للمعلومات من خلال التغيرات التي تحصل له.

7-2- النموذج التغيري للمعلومات: يعتمد هذا النموذج على أن ربط المتغيرات الفردية والعوامل التي تؤثر فيه مع بعضها البعض. ووفق هذا المدخل سيقوم مستخدم المعلومات بتكوين وتطوير نموذج لتغير المعلومات بشكل صحيح والتي سيتوصل من خلالها إلى اتخاذ قراره المناسب.

الشكل 13: النموذج التغيري للمعلومات



المصدر: د. محمد حسين آل فرج الطائي، مدخل نظم المعلومات الإدارية ص 25.

8- خصائص المعلومات:

حتى تكون المعلومات ذات فائدة في السوق المالي لا بد من التأكد من خصائصها التي تتلاءم والمواقف التي تؤدي بالمستثمر إلى اتخاذ قراره السليم و هي:

8-1- النطاق الزمني: حيث يلعب زمن المعلومات دور مهم في السوق فيمكن أن تكون هذه

المعلومات تاريخية يعرفها كل من هم في السوق كما يمكن أن تكون مستقبلية وهنا تعرفها فئة قليلة وتستخدمها للتنبؤات بأحوال السوق كما يمكن لها تقديم معايير للعملية الرقابية.

8-2- الإفصاح عن المعلومات: يمكن أن تكون المعلومات المفصح عنها ملخصة أو تفصيلية

فالمعلومات الملخصة يمكن من خلالها التعرف على المشاكل أما المعلومات التفصيلية فهي تستخدم لاتخاذ القرارات في مستويات مختلفة للسوق المالي.

8-3- المعلومات قد تكون متوقعة أو غير متوقعة: حيث يرى بعض الخبراء أن المعلومات

تصبح عديمة القيمة إذا لم توفر المعلومات غير المتوقعة، وتستعمل المعلومات المتوقعة لتخفيض حالة عدم التأكد أما المعلومات غير المتوقعة فهي تستخدم لاكتشاف المشكلات.

8-4- المعلومات قد تأتي من مصادر داخلية أو خارجية: فالمعلومات الداخلية وهي

المعلومات التي تنشأ داخل السوق وتضم كافة البيانات والتقارير والاجتماعات المالية الداخلية والتي تنشر في السوق من قبل المؤسسات ومن أهمها: القوائم المالية الأساسية، تقارير مجلس

الإدارة، إصدارات النتائج، منشورات المساهمة، تقارير ما في الحسابات...

أما المعلومات الخارجية فهي المعلومات التي تنشأ خارج منظمة السوق التي تتحكم بها متغيرات خارجية كأسعار الفائدة ومعدلات التضخم ويمكن أن تتحصر مصادرها في: الصحف والمجلات المالية المطبوعات الحكومية، مطبوعات بيوت السمسرة، المعلومات التي تصدرها الهيئة الوصية على البورصة،...

8-5- درجة التنظيم ودقة المعلومات: حيث يمكن أن تكون المعلومات منظمة وهي تشير إلى المعلومات المصنفة في صورة تقارير تعكس كافة محتوياتها أما المعلومات التي تتميز بعدم التنظيم فهي المعلومات التي تقدم في شكل لا يفصح عن محتوياتها كما أن للدقة في المعلومات دور كبير في السوق فدرجة الدقة المطلوبة في المعلومات تتوقف على درجة احتياجات المضاربين وطبيعة المعاملات والمراحل المعنية لصناعة قراراتهم كما تتميز المعلومات في السوق بنوع من درجة التغير وهذا راجع إلى التطورات والتغيرات الحاصلة في السوق والتي توتر فيه بشكل كبير. و هذا إضافة إلى خصائص أخرى تتمثل في المرونة و تعني هذه الخاصية ضرورة قابلية المعلومة على التغير والتبدل والتكيف التلقائي مع مختلف الاستخدامات،الوضوح الشمولية والملائمة.

9- قيمة المعلومات:

الهدف الأساسي من استخدام المعلومات في الأسواق المالية هو خدمة المستثمرين والمضاربين وكل المشاركين في البورصة حيث قيمة هذه المعلومات تتمثل في تصنيفها إلى مستخدميها بحيث تؤدي إلى تحسين قراراتهم الاستثمارية وبالتالي تحقيق أقصى الأرباح الممكنة لهم وبأقل

التكاليف فهذه المعلومات لا تعد مجانية وإنما لها تكلفة ولذلك فإن الحصول على معلومات إضافية يتطلب مصاريف زيادة.

10- الإعلان عن المعلومات:

ينبغي توفير المعلومات اللازمة في السوق لكل المشاركين فيها سواء مؤسسات أو مستثمرين ويتطلب ذلك الإفصاح التام والكامل للأطراف المهتمة بهته المعلومات كما أن الإفصاح التام والكامل من شأنه زيادة تطوير وتحسين نجاعة البورصة وهناك معايير دولية ومنظمة للإفصاح عن هته المعلومات.

وتتضمن هته المعايير الأسس التالية:¹

- يجب أن يتم الإفصاح الكامل والدقيق وفي التوقيتات المناسبة عن المعلومات المالية ونتائج الأعمال والمعلومات الأخرى اللازمة للمستثمر لاتخاذ قراره الاستثماري.

- يجب أن يحظى مالكي الأوراق المالية في شركة ما على معاملة عادلة ومتساوية وخاصة فيما يتعلق بالحق في الحصول على البيانات والمعلومات.

- يجب أن تعد المعلومات المالية وتدقق طبقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة المقبولة دولياً.

10-1 أنواع الإعلان عن المعلومات:

ينقسم الإفصاح أو الإعلان عن المعلومات من حيث الزمن إلى:

دربال أمينة، مرجع سابق، ص 77.¹

* إفصاح دوري: هو نشر للمعلومات بصفة دورية خلال مرة في العام على الأقل.

* إفصاح فوري: ويتم ذلك فور حدوث الحدث ويتميز هذا الإفصاح بأنه يمثل معلومات داخلية في السوق.

* الإفصاح الشامل: وهو من الإجراءات التي تتضمن الإفصاح الكامل عن كل المعلومات المالية وغير المالية والتي تخص الشركة المعنية.

11- تحليل البيانات والمعلومات:

توجد مدرستان لتحليل المعلومات هما: مدرسة التحليل الأساسي ومدرسة التحليل الفني واستخلص شول وهلي 1988 سمة جوهرية تميز بين التحليلين :

حالة التحليل الفني : لا يعترف بالصيغة الضعيفة لكفاءة السوق طالما أنه يقوم على الاعتقاد بإمكانية التنبؤ بسعر السهم من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على ذلك السعر في فترات ماضية.

حالة التحليل الأساسي : فهو على العكس من ذلك إذ يعترف بصيغة الفرض الضعيف وإن كان لا يعترف بالصيغة المتوسطة وذلك طالما يقوم على الاعتقاد بإمكانية التنبؤ بسعر السهم من خلال التحليلات والتقارير وغيرها من المعلومات التي ترد يوميا من مصادر متعددة.

1-11 - التحليل الأساسي:

يركز المدخل الأساسي على الظروف الاقتصادية مثل مستوى التوظيف والنمو الاقتصادي والظروف المالية مثل مستوى واتجاه التغيرات في أسعار الفائدة ويبحث هذا المدخل أيضا في مدى قدرة المنشأة على الكسب وربحيتها وإمكانية نموها ومصادر تمويلها، ويقارن المحللون الماليون الذين يستخدمون هذه الطريقة بين منشآت الصناعة الواحدة للتعرف على المنشآت التي تتمتع بوضع مالي أفضل وإمكانية نمو قوية، وتعتبر النسب والبيانات المالية والملاحظات الذكية هي الأدوات الرئيسية للمدخل الأساسي.

لإجراء التحليل الأساسي يعتمد العديد من المحللين الأساسيين إلى بدأ التحليل من المستوى الكلي إلى الجزئي أو من الأعلى إلى الأسفل ويرتكز هذا النوع من التحليل على ثلاث مداخل أساسية:

- مدخل التحليل الاقتصادي: للاستدلال على الاتجاه المستقبلي لأسعار الأوراق المالية.

- مدخل تحليل ظروف القطاع الصناعي.

- مدخل التحليل المالي للشركة.

/ تحليل الظروف الاقتصادية العامة:

يمثل المدخل الاقتصادي الخطوة الأولى في التحليل الأساسي بما أن كافة القرارات الاستثمارية تتخذ في سياق البيئة الاقتصادية وهذا ما يهدف إلى تحليل الظروف الاقتصادية

العامة ومتغيرات الاقتصاد الكلي للتنبؤ بالحالة الاقتصادية، يدرس هذا التحليل المتغيرات الاقتصادية المختلفة كما يتناول عددا من المؤشرات التي يمكن أن تكون الأساس في التنبؤ بحركة أسعار الأسهم وفيما يلي سنتعرض إلى توضيح وشرح مختلف المتغيرات التي يستعملها هذا التحليل:

أ/1- السياسة المالية:

يقصد بالسياسة المالية Financial Policy وسائل تمويل الإنفاق الحكومي ولها تأثيرها على أسواق الأوراق المالية وتشمل هذه السياسة إدارة الضرائب والنفقات العامة والمديونية بواسطة الحكومة والهدف الأساسي منها هو تحقيق استقرار الأسعار والتوظيف الكامل والنمو الاقتصادي¹.

فالضرائب لوحدها يمكن أن يكون لها تأثير على أسعار الأوراق المالية والمفروضة منها على الشركات تقلل مرباحها وقدرتها على إجراء توزيعات أرباح على المساهمين، أما الضرائب المفروضة على دخول الأشخاص فإنها تخفض الدخل القابل للتصرف مما يخفض المدخرات في أصل ما والتأثير المحتمل لسياسة الضريبة قد يؤثر في الطلب على أصول مالية معينة وبالتالي التأثير على أسعار الأوراق المالية ويتعدى تأثير السياسات المالية جانب الإنفاق الحكومي والتي تؤثر على أسعار الأوراق المالية ويبدو ذلك من خلال المنتجات النوعية التي

¹ . منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 279.

تشتريها الدولة. فمثل هذه المشتريات قد تزيد من إيرادات منشأة معينة وتساعد في زيادة أسعار أسهمها.¹

أ/2- السياسة النقدية:

يقصد بالسياسة النقدية Monetary Policy مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقود والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية، والودائع لأجل لدى البنوك التجارية إضافة إلى السيولة المحتفظ بها لدى الجمهور.²

ويسعى البنك المركزي إلى تحقيق الأهداف الاقتصادية العامة من خلال تنظيم عملية تقديم الاستثمار والنقود، وتوجد علاقة وطيدة بين كمية النقود المعروضة وبين مستوى النشاط الاقتصادي (Fridman, schuarts, 1963) وهو ما يؤثر بالإيجاب على زيادة أرباح الشركات، حيث يمكن من خلال هذه النتيجة الإدعاء بأن مستوى أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية هو المحصلة النهائية لزيادة المعروض من النقود.

إذن أسعار الأوراق المالية ليست معزولة من السياسة المالية ولا من السياسة النقدية لذلك فإن المستثمر إذا توقع تغيرات في إحدى السياستين يمكن أن يتخذ خطوات واستعدادات مبكرة لتحقيق الربح على ضوء هذه التغيرات.

¹ . طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية الإسكندرية 2007 ، ص57.

² . منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص291.

أ/3- التضخم:

توقع حدوث تضخم (أي ارتفاع أسعار السلع والخدمات)، يعني أيضا توقع ارتفاع أسعار الفائدة، وبالتالي التأثير على السوق المالي، ففي فترات التضخم يسعى المستثمر إلى التحول من الأصول المالية إلى الأصول المادية لأنها تميل إلى الارتفاع بدورها في هذه الفترة وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم نظرا لارتفاع العائد المطلوب على الاستثمار.

أ/4- معدلات الفائدة:

يتكون عائد الأوراق المالية من تدفق ثابت للدخل مثل السندات طويلة الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية للشركات والتي تكون حساسة بصفة خاصة للتغيرات التي تطرأ على أسعار الفائدة حيث توجد علاقة عكسية بين أسعار الأسهم وأسعار الفائدة فارتفاع هذه الأخيرة سيدفع بالمستثمرين إلى بيع الأسهم والاتجاه إلى الاستثمار في سوق السندات للاستفادة من مزايا معدلات الفائدة المرتفعة والعكس صحيح بالنسبة إلى حالات الانخفاض حيث يعتبر الانخفاض مؤشرا إلى التحول إلى سوق الأسهم لارتفاع تواجد الاستثمار.¹

كما يمكن لنا إضافة متغيرات أخرى تستعمل في التحليل الاقتصادي والمتمثلة في الرواج والكساد حجم الناتج الوطني، أسعار الصرف.....والتي بدورها تؤثر على سوق الأوراق المالية.

¹Jean François Sus bielle, Comprendre La Bourse sur Internet (Paris: Edition d'Organisation, 2001), p271

ب/ تحليل ظروف القطاع الصناعي:

يمثل تحليل ظروف الصناعة الخطوة الثانية في التحليل الأساسي، قد لاحظنا في الجزء السابق من الدراسة أن للظروف الاقتصادية تأثيرا على أسعار الأسهم وهذا التأثير قد ينصرف إلى كافة الصناعات كما قد ينصرف إلى صناعة أو صناعات معينة بعينها والتي يوجد اختلاف بينها ولو كان طفيف فتحليل الصناعة يساعد على تمييز الفرص الاستثمارية المربحة وحتى يتسم تحليل الظروف الصناعية بالملائمة ينبغي أن يبدأ بتحليل وتصنيف ظروف الصناعة ثم تجميع البيانات والمعلومات المتاحة عن تلك الصناعة ثم تحليل عدد من الجوانب و الاعتبارات الأساسية التي ترتبط بها بالإضافة إلى تحليل الأدوات الملائمة والمتمثلة في دورة حياة الصناعة والتنبؤ بالطلب على المنتجات والتنبؤ بمعدل نمو الصناعة.

ب/1- تحليل وتصنيف ظروف الصناعة:

عادة ما ينصرف تعريف الصناعة إلى المنتج الذي تقدمه ثم مصدر المنافسة الذي تواجهه إلا أن وجود تعريف واضح وصريح للصناعة على أساس النسيج أصبح صعبا نظرا إلى وجود منشآت داخل نفس الصناعة تنتج سلعاً لا تنتجها منشآت أخرى في نفس الصناعة وتصنف الصناعات حسب درجة تأثيرها بالدورات التجارية إلى:

الصناعات المتنامية: ويقصد بها تلك الصناعات التي تتميز بالنمو المضطرد وبمعدل يفوق معدل نمو الاقتصاد القومي ككل.

صناعات مرتبطة بالدورات: ويقصد بها تلك الصناعات التي تتأثر بشدة بالظروف الاقتصادية السائدة من رواج أو كساد.

الصناعات الدفاعية: وهي صناعات تزدهر إذا ازدهر الاقتصاد غير أنها تتكشم بمعدل أقل من معدل الانكماش الذي قد يصيب الاقتصاد.

الصناعات المتدهورة: وهي تلك الصناعات التي تنمو بمعدل أقل من نمو الاقتصاد القومي.

ب/2- تجميع البيانات والمعلومات عن الصناعة:

من أمثلة مصادر البيانات والمعلومات عن الصناعة لدينا مطبوعات مستشاري الاستثمار، المطبوعات الحكومية، التقارير الدورية والتي تتضمن بيانات عن كل صناعة من حيث المبيعات، ربح السنوية، صافي ربح العمليات، صافي الربح، هامش الربح، وكذلك توجد فترة الاحتياطي الفدرالي والتي تتضمن بيانات عن كل صناعة.

ب/3- تحليل عدد من الجوانب والاعتبارات الأساسية:

تمر هذه الخطوة بالمراحل التالية:

✓ **التحليل التاريخي:** يساعد تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح في التنبؤ بمستقبل الصناعة، فمعرفة الماضي والحاضر يساعد على تحديد المرحلة الحالية والمستقبلية

في دورة حياة الصناعة ومدى الاستفادة من فترات الازدهار والقدرة على مواجهة فترات الكساد.¹

✓ **حجم الطلب وحجم العرض:** تؤثر الدورات الاقتصادية بصفة عامة سواء فترات الرواج أو الكساد على حجم الطلب على منتجات الصناعة والمهم هو معرفة ما إذا كان هذا الطلب في تزايد أو هبوط من أجل المواجهة فعدم القدرة على توفير الطلب من شأنه إدخال منتجين جدد إلى سوق وهو ما يؤدي إلى زيادة المنافسة وكثرة العرض وهو ما قد يترك أثرا عكسيا على الربحية وعلى أسعار الأسهم بالتبعية.

✓ **ظروف المنافسة:** دخول منتجين جدد إلى السوق خاصة ذوي الكفاءة منهم من شأنه أن يخلق جو من المنافسة مع الشركات القائمة وبطبيعة الحال يتوقع وقوعهم في مواجهة مجموعة من العوائق والصعاب والتي تحتم عليهم المثل إلى أذواق المستهلكين الذين عادة ما يتمسكون بتفضيلاتهم إزاء الشركات القائمة واتسامها بالمزايا المطلقة في التكاليف والإنتاج.²

✓ **التكنولوجيا المستخدمة:** تحدد طبيعة المنتج المستوى التكنولوجي وما إذا كانت الصناعة تعتمد أكثر على العمالة أو على الآلات والعدد، فالصناعات التي تعتمد على العدد والآلات يكون حجم مبيعات التعادل لها مرتفعا ما يجعل للدورات التجارية تأثير أكثر على درجة تقلب عوائدها.

¹ . منير الهندي، مرجع سابق، ص 325.

² . حسان خضر، التحليل الأساسي، http://www.Arab-api.Org/c9_fust.htm.

أما الصناعات التي تعتمد على العمالة فيتوقع أن تتذبذب ربحيتها نتيجة ضخامة نسبة قيمة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف بالإضافة إلى الاضطرابات العمالية.¹

وتوجد مراحل أخرى تمر بها الصناعة وتؤثر عليها وتشمل كل من تدخلات الحكومة والتحويلات الاجتماعية.

ب/4 أدوات تحليل ظروف الصناعة:

أكثرها شيوعاً تحليل دورة حياة الصناعة، التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة والتنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة.

1 دورة حياة الصناعة: يقصد بدورة حياة الصناعة دورة حياة المنتج الذي تقدمه الصناعة وتمر بأربع مراحل أساسية: مرحلة الظهور، النمو، النضوج، الاستمرار:

- **مرحلة الظهور:** ويقصد بها ولادة منتج جديد أو صناعة جديدة.

- **مرحلة النمو السريع:** في هذه المرحلة تظهر نماذج مختلفة من المنتج وبتزايد حجم المبيعات والأرباح.

- **مرحلة النضوج:** تمثل هذه المرحلة نهاية النمو السريع حيث يصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى أقل من مستوى نمو الدخل القومي.

¹ . منير هندي، مرجع سابق، ص329.

- **مرحلة النضوج:** تمثل هذه المرحلة نهاية النمو السريع حيث يصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى أقل من مستوى نمو الدخل القومي.

- **الاستقرار:** تختلف هذه المرحلة من صناعة إلى أخرى فمنها من يتسم بالاستقرار ومنها من يتدهور ويتقدم.

2 التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة: يقوم التنبؤ في هذا الصدد على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة على ذلك الطلب والتي تعد أساس عملية التنبؤ ومن الأساليب الشائعة في التنبؤ لدينا: تحليل الانحدار المتعدد والذي يقتضي أولاً إيجاد العلاقة التاريخية بين حجم المبيعات وبين العوامل المؤثرة عليه وهو ما يلزم توافر بيانات تاريخية عن تلك المتغيرات وتأخذ العلاقة الشكل التالي:¹

$$D_x = a + b_1 \cdot P_k + b_2 \cdot y + b_3 \cdot P_z$$

حيث: D_x تمثل كمية السلعة المطلوبة من X ، A ثابت، P_k سعر الوحدة الواحدة، y تمثل دخل المستهلك، P_z تمثل أسعار سلع أخرى بديلة وبالنسبة لـ b_1 b_2 b_3 تمثل معاملات خط الانحدار للمتغيرات المستقلة.

3 معدل نمو الصناعة: ويقصد به معدل نمو الربحية وهو يشبه تحليل الطلب على منتجات الصناعة حيث يتطلب توافر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة ثم صياغتها في رسم بياني،

¹ . منير هندي، مرجع سابق، ص338

معالجتها من خلال الانحدار بشكل يسهل عملية التنبؤ بما سيكون عليه معدل نمو الربحية في المستقبل.

ج/ التحليل المالي للشركة:

يتمثل الهدف الأساسي للتحليل المالي لظروف الشركة في تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية كمدخل أساسي لاتخاذ قرار الاستثمار في تلك الأوراق. والوقوف عند هذا التحليل يهدف في الأصل إلى الوقوف على مصادر قوة أو ضعف المركز المالي للمنشأة حيث يتضمن معرفة المركز المالي للمؤسسة تقليل القوائم السالبة المقارنة وكذا قائمة الموارد والاستخدامات وبالتالي استخدام النسب المالية وربحية المنشأة والمخاطر التي تتعرض لها المنشأة.

فتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم يلزم المستثمر تقدير الربحية المستقبلية للسهم لأنها الهدف الذي يرمي إليه التحليل الأساسي في الأصل وهي أهم جزء من مرحلة اتخاذ القرار الاستثماري.

11-2- التحليل الفني:

يقوم المدخل الفني على دراسة الأداء السوقي للأوراق المالية في الماضي ويحاول هذا المدخل التعرف على الاستثمارات الممتازة من خلال تحليل الأداء السعري وحجم التداول في الأسواق المالية للمنشأة وهذا النوع من التحليل يركز على الاتجاهات السعرية والانحرافات التي تحدث في الأسعار أو أحجام التداول العادية.

حيث أن المدخل الفني للاستثمار هو بالضرورة انعكاس لفكرة أن سوق الأوراق المالية تتحرك في اتجاهات تتحدد بواسطة الميول المتغيرة للمستثمرين تجاه القوى المتنوعة من اقتصادية إلى نقدية وسياسية أو نفسية.

وينصرف اهتمام التحليل الفني إلى تتبع حركة الأسهم في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم. فوفقا لهذا المدخل فإن حركة الأسهم في الماضي تعد مؤشرا يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل.¹ و يمكن تطبيق التحليل الفني على كل من السوق الإجمالي والأسهم الفردية ويشمل التحليل الفني استخدام الرسوم البيانية والخرائط والمؤشرات.

وعن فلسفة التحليل الفني للأسعار فقد قدم روبرت ليفي R. LEVY في عام 1966 دراسة شاملة لخص الفروض التي يقوم عليها هذا التحليل وهي:

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

- تتحكم في قوى العرض والطلب عوامل عديدة منها ما هي رشيدة وأخرى غير رشيدة.

حيث تتضمن:

العوامل الرشيدة: المعلومات المالية الخاصة بالسهم والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق. **العوامل غير الرشيدة:** مثل الآراء والأمزجة والتخمين... الخ. ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي مستمر لتحديد الأسعار الملائمة.

¹ . محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، ص139.

- تميل أسعار الأوراق المالية لأن تكون في حركتها استمرار لفترات طويلة نسبيا بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.

- إن التغير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس إلى تغير العلاقة بين العرض والطلب ومهما كانت أسباب التغير في العلاقة يمكن الوقوف عليه من خلال ما يجري داخل السوق نفسه.¹

11-2-1 أدوات التحليل الفني:

المحللون الفنيون هم الذين يعتمدون على الخرائط البيانية في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية حيث أنهم يقومون بدراسة نمط التغير في سعر السهم عبر الزمن من خلال خرائط بيانية للخروج منه برؤية عن اتجاه السعر في المستقبل وأدوات التحليل الفني الشائعة هي:

- مؤشر القوة النسبية للسهم.

- مؤشر المتوسط المتحرك.

- خرائط الأعمدة البيانية.

- خرائط النقطة والشكل.

فيما يلي سنحاول دراسة كل أداة على حدا.

¹ . منير هندي، مرجع سابق، ص 423.

أ/ مؤشر القوة النسبية للسهم:

هي تلك الأسهم التي تتميز بارتفاع سعرها بشكل كبير عندما يكون السوق صعودي وينخفض سعرها بشكل ضئيل عندما يكون السوق هبوطي من هنا يمكن تقييم الأسهم على أنها أسهم تتصف بقوة نسبية حيث تشير القوة النسبية في الأصل إلى درجة التقلب في سعر السهم مقارنة بمؤشر ما للسوق أو مؤشر الصناعة الذي تنتمي إليه الشركة المصدرة للسهم.¹

وهذا المؤشر لا يستخدم عادة لتحديد توقيت بيع أو شراء السهم بقدر ما يستخدم للمقارنة بين الشركات المختلفة داخل السوق أو داخل القطاع الواحد، ومن ثم تحديد أسهم الشركات الأكثر جاذبية للاستثمار.²

ب/ مؤشر المتوسط المتحرك:

يرى المحللون الفنيون أن الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين ولدراسة هذا الاتجاه لابد من حساب المتوسط المتحرك خلال فترة زمنية معينة حيث يمكن حساب المتوسط المتحرك في المدى الطويل خلال فترة 200 يوم أو 30 أسبوع. وفي المدى المتوسط يمكن الحساب خلال فترة 10 أسابيع وأخيرا يكون الحساب في المدى القصير لأغراض المضاربة ويتم خلال فترة 10 أيام.

وتعطى الصيغة العامة لحساب المتوسط المتحرك على النحو التالي:

¹ . صالح الحناوي، مرجع سابق، ص154.

² . حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق استثمار الخيارات، الدار الجامعية، مصر،

حيث تمثل: n عدد الأيام والأسابيع.

T المدى الزمني لحساب المتوسط المتحرك ($n=t$).

P_i تشير إلى سعر الإقفال أو قيمة المؤشر في اليوم i أو في الأسبوع.

يمكن تمثيل المتوسطات المتحركة بيانيا باستخدام الأشكال المتعددة للرسومات البيانية ويمثل الشكل (14) نمودجا عن المتوسطات المتحركة لفترة 50 و 200 يوم بالإضافة إلى أسعار الإقفال لأسهم إحدى الشركات.

والهدف من هذه المتوسطات المتحركة هو اكتشاف ما إذا كان التذبذب في السعر مؤقتا أم أنه يسير مع الاتجاه العام الذي يفصح عنه المتوسط المتحرك حيث يشير انخفاض السعر عن متجه المتوسط المتحرك إلى أن السوق نزولي والعكس بالنسبة للارتفاع يكون صحيح.

الشكل 14: خريطة المتوسط المتحرك و سعر الإقفال لأسهم إحدى الشركات.¹



المصدر: ربابعة وخطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم، ص 27 .

فالسهم الموضح في الشكل يكون مناسباً للشراء إذا تمكن متجه السعر من اختراق متجه المتوسط من الأسفل حيث يكون سعر الإقفال فوق متجه المتوسط المتحرك كما هو ظاهر في الشكل على مستوى النقاط (A.B.C.D.E).

وتكون الورقة المالية مناسبة للبيع في حالة ما إذا اخترق متجه السعر المتوسط من الأعلى. وكان سعر الأقفال دون هذا المتوسط كما هو موضح في الشكل من خلال النقاط (F.G.H).

أما في حالة استخدام متوسطين متحركين مختلفتين (قصيرة وطويلة) فوقت الشراء المناسب يكون في حالة ما إذا تمكن المتوسط المتحرك للفترة القصيرة من اختراق متوسط الفترة الطويلة من الأسفل

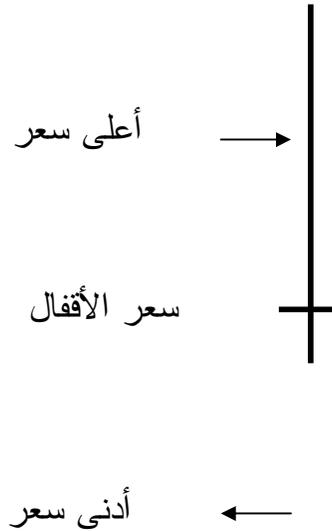
(أنظر النقطة D) وحالة البيع تكون بعكس العملية.

¹ ربابعة عبد الرؤوف وخطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، بورصة أبو ظبي الإمارات العربية المتحدة ديسمبر 2005 ص 27.

ج- خرائط الأعمدة:

تستعمل خرائط الأعمدة البيانية بيانات الأسعار واستخدام المعلومات وهي عبارة عن أشكال بيانية محورها الرأسي سعر السهم، أما محوره الأفقي فيمثل تاريخ ذلك السعر. وأمام كل تاريخ عمود يكشف عن أقصى سعر وأدنى سعر في ذلك التاريخ، كما توجد علامة على العمود تمثل سعر الأقفال ويمثل العمود السعر في يوم معين كما يوجد في أسفل الخريطة حجم الصفقات وذلك كما يلي:

الشكل 15: نموذج عن الخريطة.



المصدر: طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 174.

يبين الشكل السابق نمودجا لهذا النوع من أشكال الأعمدة البيانية ومن الخرائط شائعة الاستعمال: خريطة المستويات المساندة والمقاومة، خريطة الرأس والأكتاف.

1- خريطة المستويات المساندة والمقاومة:

يشير مستوى المساندة إلى مدى السعر الذي يتوقع عنده الفني حدوث زيادة أساسية في الطلب على السهم ويظهر مستوى المساندة عندما تتمتع بعض الأسهم بزيادة معقولة في السعر ثم تبدأ في الهبوط للقيام البعض بعملية جني الأرباح التي لا تكاد تلبث تعود إلى الارتفاع مرة أخرى. وتسمى هذه النقطة مستوى المساندة حيث يترقب الشراء وما يحمله من زيادة محتملة في السعر والحجم.

أما مستوى المقاومة فيشير إلى مدى السعر الذي يتوقع عنده الفني حدوث زيادة أساسية في العرض على الأسهم. ويميل مستوى المقاومة للظهور عندما تمر الأسهم بانخفاض ثابت في السعر من مستوى مرتفع. أين يبقى احتمال ارتفاعه إلى أعلى من ذلك، ضعيفا إلا إذا وردت معلومات جديدة من شأنها تغيير التوقعات.

ويمكن رسم هذا المستوى في شكل خط وهمي بحيث يلامس ثلاث نقاط على الأقل تمثل أعلى مستويات بلغها سعر السهم. وتتأكد درجة الثقة بنقاط الدعم والمقاومة كلما زاد عدد المرات التي حاول السعر فيها اختراق مستوى معين ولكنه لم يتمكن من ذلك.¹

¹ . ربابعة وحطاب، مرجع سابق، ص22.

الشكل 16: خريطة المستويات المساندة والمقاومة لأسهم إحدى الشركات.



Source: Achelis & Steven, "Introduction - Technical Analysis: Introduction - Support & Resistance",

Downloadable at: <http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=9>

من خلال الشكل يمكن ملاحظة أن قرار الشراء يتم عندما يبلغ السعر مستوى الدعم أما قرار البيع فيتم عندما يبلغ سعر السهم مستوى المقاومة.

2- خريطة الرأس والأكتاف:

من خلال الاسم الذي يحمله النموذج يتضح أن تحركات الأسعار عبر الزمن يمكن أن تشكل رسماً يشبه هيئة الرأس والكتفين والذي يعتبر أحد الأنماط التي يبحث عنها الفنيين ويكون شكل النموذج عندما يرتفع السعر إلى أعلى قيمة ثم ينحدر ثم يعاود الارتفاع مرة أخرى ليبلغ قمة أعلى من السابقة، ثم ينحدر مرة أخرى، ثم يرتفع بعد ذلك ليبلغ مستوى يقل نسبياً عن مستوى القمة الأولى كما هو موضح في الشكل.

الشكل 17: خريطة الرأس والأكتاف لأسهم إحدى الشركات.



2. ص الأسهم، وتقييم المالي وخطاب، التحليل ربابعة: المصدر

من خلال الشكل أعلاه يمكن ملاحظة أربع مستويات أساسية:¹

- **الكتف الأيسر:** يتكون نتيجة الارتفاع المضطرد في الأسعار يتبعه انخفاض ثانوي.
- **الرأس:** يتكون نتيجة ارتفاع مضطرد في السعر ليصل إلى قمة أعلى مما وصل إليها
- **الكتف الأيسر** يتبع بعد ذلك بانخفاض في السعر ليصل إلى مستوى أعلى قليلا من مستوى الكتف الأيسر.

¹ . منير هندي، مرجع سابق، ص 450.

- **الكتف الأيمن:** يتكون نتيجة زيادة حجم الصفقات بمعدل أقل مقارنة مع الزيادة في حجم الصفقات التي ساهمت في بناء الكتف الأيسر والرأس يتبعه هبوط مباشر في الأسعار.

- **خط التماس:** يتكون نتيجة حدوث انخفاض في السعر في نهاية المرحلة السابقة يتعدى خط الرقبة وهو يشير إلى التوقيت الملائم لقرار البيع.

إن تعتبر المنطقة المثلى لقرار الشراء هي منطقة الكتف الأيسر والمنطقة المثلى لاتخاذ قرار البيع هي نقطة انقلاب الكتف الأيمن نحو الهبوط أو خط التماس.

د/ خريطة النقطة والشكل:

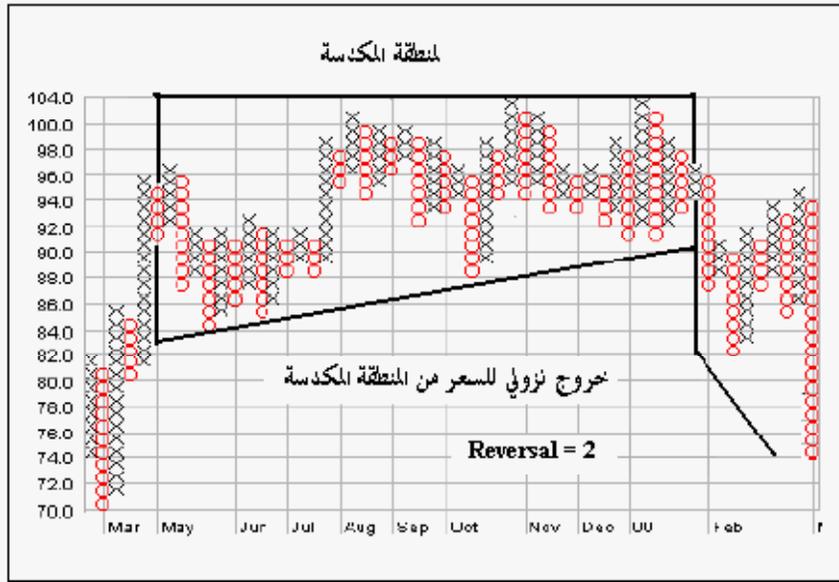
يتم بناء خريطة النقطة والشكل برسم محور رأسي يمثل سعر السهم أما المحور الأفقي فلا يمثل أي شيء آخر ويتم تسجيل أسعار الأسهم على الخريطة بتمثيل الارتفاعات بعمود متزايد ليدل على أن كمية الطلب تزيد عن كمية العرض، بينما تمثل حالات الانخفاضات بعمود متناقص ليدل على أن كمية العرض تزيد عن كمية الطلب أما حالة ما إذا حدث تغير معاكس فإنه يرسم عمود آخر على يمين العمود الآخر.¹ والشكل التالي يوضح نموذجاً عن خريطة النقطة والشكل لسهم إحدى الشركات ويبين التحليل أن تحديد المنطقة الغرض منه تحديد الخروج النزولي أو الصعودي لسعر السهم بقدر ما يوفر تحليل هذه المنطقة رؤية واضحة لمتخذ القرار إذ يستطيع المستثمر أن يتنبأ بالخروج

¹ . صالح الحناوي، مرجع سابق، ص141.

النزولي أو الصعودي للأسعار من هذه المنطقة حتى قبل الحدوث وهذا ما يساعد على

تحسين جودة قرار المستثمر.¹

الشكل 18: خريطة النقطة والشكل لأسهم إحدى الشركات.



Source: Stockcharts.com.

11-2-2 نظرية داو:

تعد نظرية داو بمثابة الجد لجميع دراسات التحليل الفني لظروف السوق، فهي نظرية معروفة لكل من له علاقة بأسهم السوق مؤسسها هو تشارلز داو الذي يرجع له الفضل في وضع مؤشرات الأسهم (Dow Jons)، وأهم افتراضات هذه النظرية:

- السلوك المتوسط للسوق: ويتضمن كل شيء عدا ما يفعله الله وذلك لأنه يعكس أنشطة السوق المجمع لآلاف المستثمرين سواء من المحترفين أو العاديين.

¹ . منير هندي، مرجع سابق، ص456.

- اتجاهات السوق: وصف أسعار الأسهم بأنها تتحرك في اتجاهات تشبه حركات الماء وافترض وجود 3 أنواع من التحركات:

أ/ تحركات رئيسية المد والجزر في المحيط: وتتعلق بالقيمة الذاتية للأوراق المالية والتي تركز على القدرة الكسبية للشركة وتوزيعات الأرباح.

ب/ تحركات ثانوية تشبه الأمواج: وتتحكم في هذه التحركات الأحداث الجارية والتي تؤثر على القيمة والأسعار بصفة مؤقتة.

ج/ تحركات قصيرة الأجل تشبه التموجات الصغيرة أو خريز الماء: وتمثل التقلبات اليومية للأسعار والتي أوضح داو أنه لا توجد أهمية لدراساتها.

- الاتجاهات الرئيسية: وتمثل تحركات الأسعار العامة لأعلى أو الأسفل وكل انعكاس في السعر يتوقف عند مستوى أعلى من الانعكاس الذي قبله معنى ذلك أن الاتجاه الرئيسي هو ارتفاع الأسعار وهو ما يسمى بالسوق الصاعدة.

- الاتجاهات الثانوية: وتمثل رد الفعل الهام الذي يعترض تقدم الأسعار في الاتجاه الرئيسي أو هي الانخفاض المتوسط أو التصحيحات التي تحدث في الأسعار أثناء السوق الصعودي.

- التحركات قصيرة الأجل (اليومية): وتمثل التحركات اليومية وتحدث باستمرار وهي أقل أهمية حتى أن المحلل الفني الواعي لا يحاول التنبؤ بتلك التحركات اليومية في السوق.

فسمة وشهرة نظرية داو ترجع إلى أنها تنبأت بأزمة سوق رأس المال التي حدثت في الثلاثينيات والتي نجم عنها الكساد العظيم ففي 29 أكتوبر 1929 نشرت جريدة وول

ستريت تحليلًا يقوم على هذه النظرية وأشارت فيه أن السوق السعودي قد انتهى وأن الهبوطي قد بدأ ولقد تحققت النبوءة وأخذت الأسهم في الهبوط.

ولقد اتسم كل من التحليلين الفني والأساسي بمزايا وعيوب خلقت لهما أتباع مؤيدين ومعارضين وفيما يلي سنقدم جدول نلخص فيه أهم الاختلافات بين التحليلين:¹

جدول رقم 3: أهم الاختلافات بين التحليلين الفني والأساسي.

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
(1) 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)
(2) الهدف	* تقديم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض. * تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظه المستثمر وتلك المسعرة بأكبر من قيمتها.	دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.
(3) الافتراضات	أ- أن سوق رأس المال كفاء على الأقل في شكله الضعيف. ب- يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات	أ- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب. ب- العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقية والبعض الآخر

¹ طارق عبد العال، دليل التعامل في البورصة، ص 38-39-40

<p>غير منطقية.</p> <p>ج- أن السوق أفضل متبئ لنفسه.</p> <p>د- أن التحرك من سعر توازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت.</p>	<p>الاستثمار.</p>	
<p>أ- أن سوق رأس المال غير كفاء.</p> <p>عوامل السوق نفسه مثل:</p> <p>* أسعار الأوراق المالية.</p> <p>* حجم التداول.</p> <p>* عدد الصفقات وحجمها.</p> <p>* سلوك المستثمرين.</p> <p>* عمليات البيع على المكشوف.</p> <p>* التوقيت الزمني.</p> <p>* اتساع السوق.</p> <p>* الجو النفسي.</p>	<p>أ- عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية.</p> <p>ب- عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية.</p> <p>ج- عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقارير مراقب الحسابات والملاحظات.</p>	<p>(4)</p> <p>مصادر البيانات الخاضعة للتحليل</p>
<p>أ- مؤشرات ميول المستثمرين (نفسية).</p> <p>ب- مؤشرات تدفقات الأموال.</p> <p>ج- مؤشرات هيكل السوق.</p>	<p>أ- المؤشرات الاقتصادية العامة.</p> <p>ب- دورة حياة الصناعة.</p> <p>ج- التنبؤ بحالات النمو.</p> <p>د- تحليل ظروف المنافسة.</p>	<p>(5)</p> <p>أدوات التحليل الرئيسية</p>

	<p>ه- تحليل التطورات التكنولوجية.</p> <p>و- القوائم المالية المقارنة.</p> <p>ز- تحليل السلاسل الزمنية.</p> <p>ح- التحليل الرأسي للقوائم المالية.</p> <p>ط- تحليل النسب.</p> <p>ى- التحليلات الخاصة.</p>	
<p>أ- وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب.</p> <p>ب- يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ.</p> <p>ج- تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتناسب الظروف المتغيرة.</p>	<p>أ- تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني.</p> <p>ب- توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة.</p> <p>ج- صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.</p>	<p>(6)</p> <p>حدود استخدامها</p>

12- الكفاءة في توفر المعلومات الصادقة والعادلة والملائمة لكافة المتعاملين في

السوق:¹

لأن ذلك من شأنه أن ينعكس إيجاباً على الأسعار السوقية للأسهم العادية، لأنها من أهم ما

يحرك قوى العرض والطلب على السهم وبالتالي ارتفاع وانخفاض السعر السوقي وصولاً

¹ الدكتور فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس والنظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع عمان

إلى القيمة الحقيقية التي تمثلها هذه المعلومات الأمر الذي يتطلب من وجهة نظر العديد من الباحثين توفر الكثير من الشروط الموضوعية والتي من أهمها:

- أن تمثل المعلومات الملائمة الواردة من البيئة الداخلية والبيئة الخارجية كل ما يدور داخل وخارج الشركة المصدرة بصدق وأمانة موضوعية.

- أن يتوفر لدى المستثمرين أو المتعاملين في السوق وعي استثماري عالي تتلشى فيه نسبيا كافة الفوارق البيئية في التحليل والتفسير والفهم الصحيح واتخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب.

- أن يتواجد في السوق شركات وساطة مالية متخصصة ومحترفة تكون قادرة بكل حنكة وذكاء وحيادية على تقديم كافة أشكال النصح والمشورة اللازمة للمستثمرين.

- أن تقوم الشركة المصدرة والأجهزة الحكومية المختصة بتوصيل البيانات والمعلومات بشفافية عالية إلى كافة المستثمرين أو المتعاملين مع السوق في وقت واحد وبكافة السبل والوسائل المقررة والمسموعة والمرئية المتاحة.

هنا فقط يمكن القول بأن الأسعار السوقية في أية لحظة يمكن أن تمثل القيمة الحقيقية لهذه الورقة أو تلك وعندها تتلشى أو تتعدم الأرباح غير العادية التي قد يحصل عليها بعض المستثمرين من جراء معرفتهم ببعض المعلومات قبل غيرهم من المستثمرين كل هذا لا

يمكن أن يتحقق إلا إذا تمتع السوق بكفاءة الاستجابة للمعلومات والذي يتوقف وجوده على

مدى توفر العناصر التالية:

* إتاحة المعلومات لكافة المستثمرين دون تحمل تكاليف تذكر.

* توعية المستثمرين والتفسير الدقيق للمعلومات المتاحة دون أدنى تحيز.

* العمل على بلورة وجود مستوى معين من الكفاءة التنظيمية والتكنولوجية في السوق

وذلك لتوفير البيئة المناسبة التي تضمن تفاعل العناصر مع بعضها البعض بكفاءة وتحقيق

أقصى المنافع المتوخاة من وجود بورصة الأوراق المالية.¹

13- دور الهيئة الوصية على البورصة في مراقبة وتوفير المعلومات والإفصاح عنها:

يتمثل الدور الأساسي الذي تلعبه البورصة أولاً وقبل كل شيء في حماية المستثمرين من

تلاعبات بعض المراوغين، كما أن لها دور مهم في إيصال المعلومات إليهم بدون حيادية

وبكل شفافية ودون التمييز بين أحد من المتعاملين ويتم ذلك من خلال:

- مراقبة أداء البورصة دون التأثير بأي شكل من الأشكال على حركة الأسعار.

- العمل على تحقيق حسن سير النشاط في البورصة باتخاذ كل ما يتطلبه الأمر من

إجراءات.

¹ Eugence F.Fama, "Efficient capital market. A Reasieur of theory and empirical work", journal of finance, May 1970, p387.

- العمل كسلطة تأديبية على جميع الأعضاء الذين تتشكل منهم البورصة وذلك بإصدار قوانين وتشريعات مضادة لعمليات التلاعب في السعار والتي يتم من خلال:

منع استغلال المعلومات والبيانات غير المعلنة والتي يتسنى لبعض الأفراد والشركات الحصول عليها بطرق أخرى داخل المؤسسات.¹

إلزام المؤسسات المسعرة على القيام بنشر المعلومات بكل وضوح وشفافية، المادة رقم 01 من القانون 01-99-cosob.

ضرورة مراقبة المؤسسات المسعرة للتواريخ المحددة لنشر المعلومات بدون تأخير وفي وقتها، وقد تلتزم بنشر معلومات تعتبرها هامة لحماية المستثمر، المادة رقم 06 من القانون 01-99-cosob.

- يحق للجنة مراقبة البورصة إذا كان التقرير بأغلبية الأعضاء في حالة وقوع مخالفات الأحكام أو قوانين البورصة ولوائحها أو إخفاء حقيقة المركز المالي أو تقديم مستندات كاذبة أو تعمد إخفاء الحقيقة فرض عقوبات تتمثل في: الإنذار، الغرامة، الوقف أو الشطب.

14- البنية العامة لنظام المعلومات في البورصة:

البنية العامة لنظام المعلومات في البورصة تتكون من خمسة فروع:

1- نظام توجيه لضمان انتقال الأوامر: هذه البنية تتمثل في توجيه الأوامر من وإلى المتعاملين عن طريق حاسب آلي مركزي يدعى بـ"مركز التوجيه" فهذا النظام ينقل الأوامر في وقت قصير ومباشر بعد إصدارها مع إمكانية انتقال قصى وفي كل الظروف من شأنها تحقيق أقصى الأرباح في ظروف آمنة.

¹ دربال أمينة، مرجع سابق، ص 79.

ب- نظام تسيير المحفظة المالية: حيث تشمل المحفظة على مجموعة من الأوراق المالية لكل منها نوع من الأوامر الخاصة بها وتسير بالتزامن مع المتغيرات الحاصلة في السوق.

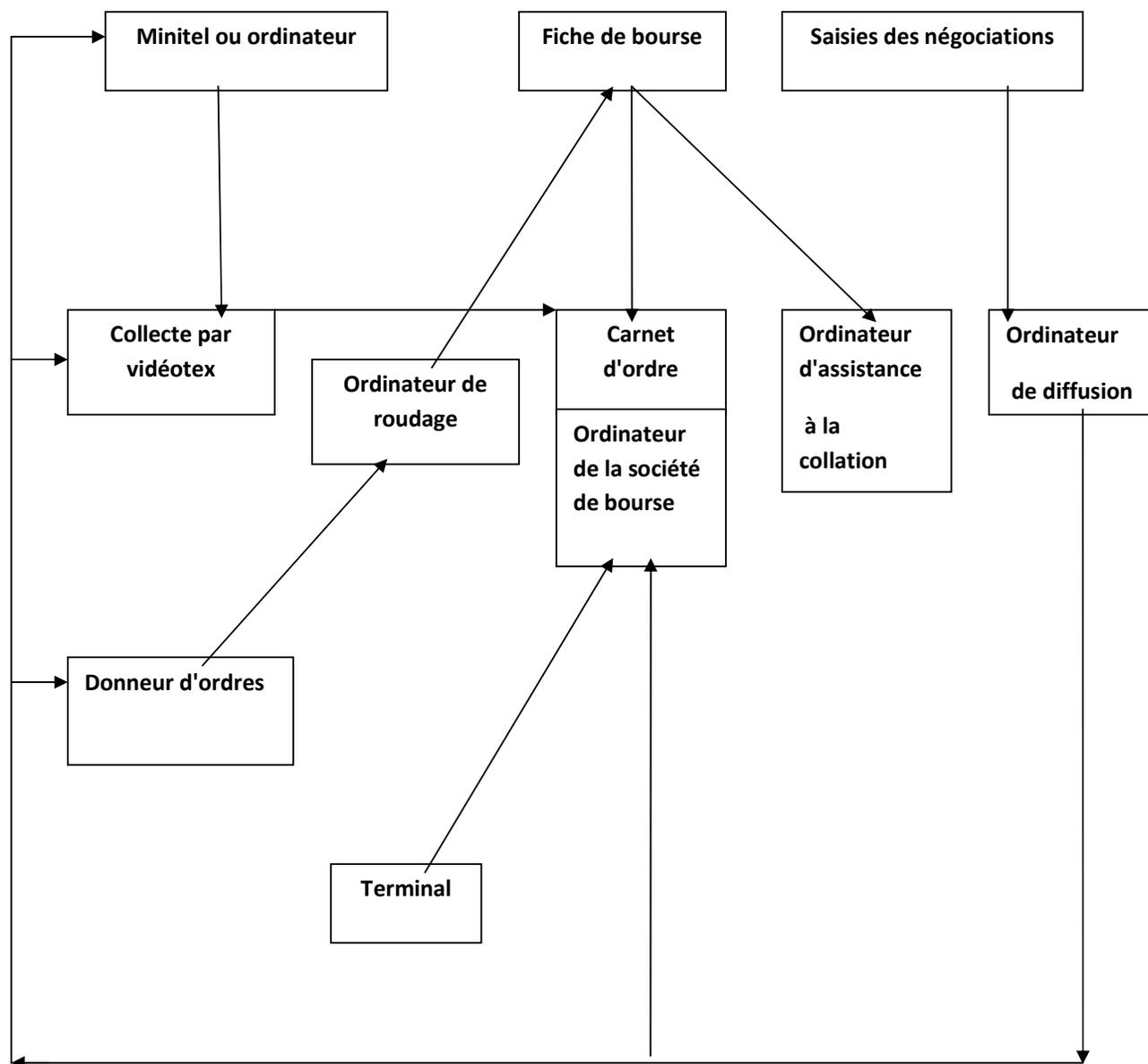
ج- نظام مركزي للتسعيرة:

ه- نظام نشر المعلومات: حيث توصل المعلومات إلى المتعاملين وفق خروجها أو الإعلان عنها.

د- نظام لتسيير القوانين وتنظيمها:

والشكل التالي يوضح لنا وظائف السوق في ظل تحويل المعلومات:

الشكل 19: وظائف السوق في ظل نظام المعلومات¹



المصدر:

Philippe Spieser "Information économique et marché financiers"

p43 :

¹ Philippe Spieser "Information économique et marché financiers" édition economica paris2000, p41.

وكخلاصة لما سبق نجد أنه يصعب الحصول على معلومات كاملة، وإمكانية الحصول على بعض المعلومات عن حالات طبيعية مستقبلية تكون من خلال إجراء مشروع معين للأبحاث ودراسات السوق، فكفاءة السوق تمثل القدرة الضمنية له في استيعاب المعلومات المتاحة، لكن من جهة أخرى لا توجه بورصة في الحياة العملية لتعمل بكفاءة تامة إذ هناك مجال للثغرات والمراوغات في عمليات المضاربة ويكون ذلك بإتباع المعلومات المحصل عليها والتي يمكن أن تكون في بعض الأحيان ليست صحيحة وهذا ما يسبب مشكلة في فرض كفاءة السوق فعدم تماثل المعلومات من شأنه إعطاء فرصة أقل للمستثمرين من أجل تحقيق أرباحهم.

15- مشكلة عدم تناظر المعلومات داخل الأسواق المالية :

تعتبر مشكلة عدم تماثل المعلومات *Asymétrie d'information* من المشكلات الهامة التي يجب التصدي لها لما تحدثه من آثار سلبية على أداء الاقتصاد القومي و كفاءة الأسواق المالية .

عدم تماثل المعلومات هو عدم إلمام أحد أطراف الصفقة بالمعلومات الكافية عن الطرف الآخر مما لا تمكنه من اتخاذ القرار السليم.

وتعرف على أنها امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخريين مثل كبار العاملين في الشركات والذين يملكون معلومات معينة يتم حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد أكبر.¹

يترتب على وجود عدم تماثل المعلومات ظهور نوعين من المشاكل يعتبران من أهم أسباب انخفاض كفاءة الأسواق المالية؛ المشكلة الأولى تحدث قبل إتمام الصفقة وتسمى مشكلة الاختيار السيئ، و المشكلة الثانية تحدث بعد إتمام الصفقة وتسمى مشكلة مخاطر سوء النية.

1-15 مشكلة الاختيار السيئ:

وهو عدم قدرة أصحاب الأموال على التفرقة بين الصالح والطالح من الأفراد والمنظمات الذين يسعون للحصول على هذه الأموال لتمويل أنشطتهم الاستثمارية ، الأمر الذي قد يعرضهم للاختيار السيئ أي توجيه مدخراتهم للطالح من الأفراد أو المنظمات وما يترتب عليه من نتائج غير مرضية.

ونظرا لعدم تماثل المعلومات نجد أن أكثر الأفراد والمنظمات رغبة و إباحا للحصول على الأموال هم الأكثر احتمالا لإحداث نتائج غير مرضية لأصحاب هذه الأموال كإندام القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية، لذلك فهم الأكثر احتمالا للحصول على هذه الأموال. الاختيار السيئ يمنع أصحاب الأموال عن التعامل في الأسواق المالية رغم احتمال وجود أفراد ذوي فرص استثمارية منتجة، ولديهم القدرة على الوفاء بالتزاماتهم

¹ Philippe Spieser "Information économique et marché financiers", p43.

المالية، مما يؤدي إلى انخفاض أداء الأسواق المالية وتقليص دورها في تحويل المدخرات من الأفراد و المنظمات الذين لديهم فائض من الأموال ولا يتوافر لديهم فرص استثمارية منتجة إلى الأفراد و المنظمات الذين لديهم فرص استثمارية منتجة ويفتقرون إلى التمويل اللازم لذلك.

عدم توافر المعلومات لدى مشتري الأوراق المالية تجعله غير قادر على تحديد أي من الشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية ذات معدلات عائد متوقعة مرتفعة ومخاطر منخفضة وأيها ذات معدلات عائد متوقعة منخفضة ومخاطر مرتفعة، لذلك فعند دخول هذا المشتري هذه الأسواق المالية سيكون على استعداد لعرض سعر لا يعكس الجودة الحقيقية (القيمة الاقتصادية الحقيقية) للورقة المالية، بل يعكس متوسط الجودة للأوراق المطروحة في السوق، وهو سعر يقع ما بين القيمة الاقتصادية الحقيقية للورقة المالية الجيدة والقيمة الاقتصادية الحقيقية للورقة المالية الرديئة، وهذا السلوك من قبل المشتري لا يشجع مديري الشركات الجيدة على طرح أوراقهم المالية داخل هذا السوق لعلمهم أن هذه الأوراق ستباع بأقل من قيمتها على عكس مديري الشركات الرديئة فهم الأكثر رغبة في طرح أوراقهم المالية لعلمهم بأن بعض المشتريين على استعداد لعرض أسعار تفوق القيمة الاقتصادية الحقيقية لأوراقهم المالية لذلك فهم يوهمون السوق مما يجعل المشتري المرتقب عرضة لمشكلة الاختيار السيئ الأمر الذي يحجب الكثير من المستثمرين عن التعامل مع هذه الأسواق المالية مما يحدث آثارا سلبية ليس فقط على أداء هذه الأسواق

و لكن أيضا على أداء الاقتصاد القومي وذلك لعدم فاعلية هذه الأسواق على تعبئة المدخرات وتوجيهها للمنظمات الجيدة التي تتوفر لديها فرص استثمارية منتجة تساهم في زيادة النمو الاقتصادي للمجتمع.

1-1-15 كيفية التغلب على مشكلة الاختيار السيئ:

لا شك أنه إذا ما توافرت المعلومات الكافية عن المؤسسات المصدرة للأوراق المالية فإن أصحاب الأموال سيدخلون إلى الأسواق المالية بل وسيدفعون القيمة الحقيقية للورقة المالية (وليس متوسط القيمة في حالة عدم تماثل المعلومات) ، كما ستدخل الشركات الجيدة إلى هذه الأسواق لطرح أوراقها المالية وذلك لكون المدخرين على دراية بالقيمة الاقتصادية الحقيقية لهذه الأوراق المالية الأمر الذي ينعكس في النهاية على زيادة المعاملات داخل هذه الأسواق وتحسن أدائها.

من منطلق تعريفنا لمشكلة الاختيار السيئ فإن التغلب عليها يكون بتوفير المعلومات الكافية لجميع المتعاملين في السوق وذلك من خلال:

1- إنشاء شركات متخصصة في عملية جمع وإنتاج وبيع المعلومات التفصيلية التي تميز بين الشركات الجيدة و الأخرى غير الجيدة ومن الشركات الشهيرة في هذا الشأن؛ شركة Standard and poor وشركة Moody's بألوم.أ.

سن التشريعات الحكومية التي تلزم الشركات التي تطرح أوراقها المالية للبيع داخل الأسواق المالية بالإفصاح عن نفسها و ذلك بنشر المعلومات الصحيحة عن أرباحها و خسائرها وأصولها والتزاماتها وذلك تطبيقاً للمعايير المحاسبية المتعارف عليها دولياً.

تشديد الرقابة على المؤسسات المسعرة في البورصة.

15-2 مشكلة مخاطر سوء النية:

حتى مع افتراض قدرة الأفراد - أصحاب الأموال - على التفرقة بين الجيد والسيئ من الأفراد والمنظمات قبل إتمام الصفقة المالية وبالتالي عدم تعرضهم لمشكلة الاختيار السيئ، إلا أنهم لا يزالون عرضة لمشكلة أخرى تحدث بعد إتمام الصفقة المالية وهي احتمال تعرضهم لمخاطر سوء النية من قبل مستخدمي الأموال الذين يقومون باستخدامها في أنشطة لا يرضى عنها أصحاب الأموال كالأنشطة الغير منتجة أو مرتفعة المخاطر، الأمر الذي يزيد من فرص عدم قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم المالية اتجاه أصحاب الأموال فعلى سبيل المثال نجد أن عدم تماثل المعلومات بين مديري الشركات و حملة الأسهم العادية يعرض حملة الأسهم لهذا النوع من المشكلات. بعبارة أخرى، إن عدم توافر المعلومات لدى حملة الأسهم (أصحاب الأموال) عن كيفية استخدام أموالهم بواسطة مديري الشركات يجعلهم عرضة لهذه المشكلة، فانفصال الملكية عن الإرادة داخل الشركة المساهمة يزيد من احتمال قيام مديري هذه الشركات باستخدام أموال حملة الأسهم في القيام بأنشطة استثمارية غير منتجة كبناء وتجهيز مكاتب فاخرة أو شراء سيارات فاخرة

للاستخدام الشخصي أو استخدام الأموال في تنفيذ استراتيجيات ليس من شأنها زيادة ربحية الشركة ولكن لتدعيم مكانة وزيادة نفوذ هؤلاء المديرين ، كالأستراتيجيات الخاصة بشراء شركات أخرى فقط لمجرد زيادة حجم الشركة وما يترتب عليه من زيادة نفوذ هؤلاء المديرين وانخفاض احتمال تعرض الشركة للبيع.

ويطلق على هذا النوع من المشاكل التي يتعرض لها حملة الأسهم بعد إتمام الصفقة بمشكلة الوكالة أي عدم قدرة مديري الشركات باعتبارهم وكلاء لحملة الأسهم على تعظيم ثروة هؤلاء الأفراد. وحملة السندات أيضا قد يتعرضون لهذا النوع من المشكلات. ويبقى السبب وراء تعرض الفرد المقرض أو المستثمر لمخاطر سوء النية هو عدم قدرته على المتابعة الدائمة لأنشطة المقرض أو الجهة المصدرة للورقة المالية، وذلك نظرا لما تتطلبه هذه العملية من تكاليف الوقت والجهد التي ليس بمقدوره أن يتحملها وحتى مع إصرار هذا الفرد على أن يتضمن عقد الاقتراض على بنود تحد من قدرة المقرض على القيام بأنشطة مرتفعة المخاطر، إلا أنه لا يزال عرضة لهذه المخاطر إذا لم يتم بالمتابعة الدائمة لأنشطة المقرض للتعرف على مدى التزامه ببنود العقد. وتجنبنا لهذه المشكلة وما قد يترتب عليها من تكاليف نجد أن غالبية المدخرين يحجمون عن التعامل مع الأسواق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أداء هذه الأسواق وذلك بتقليص دورها في تعبئة مدخرات الأفراد وتوجيهها لفرض إنتاجية تساهم في زيادة النمو الاقتصادي وتحقيق مزيد من الرفاهية لأفراد المجتمع.

مفهوم مشكلة الوكالة أو نظرية الوكالة:

تستمد نظرية الوكالة اسمها من العلاقة التي تربط الوكالة والتي تمثل سلطة القرار إلى الوكيل وهي ناجمة عن عدم قيام مديري الشركات بتحقيق مصالح حملة الأسهم على الوجه الأكمل وهو ما يسبب الاختلافات بين الطرفين، وهذا راجع إلى أن للمسير والمساهم كل منهما لديه أهداف تختلف عن الآخر ففي هذه الحالة لا يؤدي النمو في حجم الشركة بالضرورة إلى تحقيق نمو في مصالح المساهمين.¹

ولتجنب هته المشاكل والتخفيض من مخاطر الصراعات القائمة بين المساهمين ومدراء الشركات فإن حملة الأسهم مجبرين على دفع نفقات زائدة من أجل متابعة الأنشطة التي يقوم بها وكلائهم وتدعى هته العملية بتكاليف الوكالة.

تكاليف الوكالة:

هناك أنواع مختلفة من التكاليف وهي بصفة عامة مقترنة بالصراعات بين أهداف العقد في الشركة، فتكاليف الوكالة مرتبطة بالتمويل ومنها ما هو متعلق بالمديونية وعموما يدفع حملة الأسهم هذه النفقات من أجل مراجعة الحسابات وجمع المعلومات بالإضافة إلى الحوافز. حيث لا يمكن لهذا الأخير متابعة تصرفات مديري الشركة بصفة مستمرة نظرا لما يتطلبه العمل من جهد ووقت بمعنى آخر تمثل هذه التكاليف تغطية شاملة لتكاليف الرصد التي تقوم بها الهيئة الرئيسية للتحقق من ملائمة عامل الإدارة وأهدافها الخاصة

¹ Mourgue N, Financement et coût du capital de l'entreprise, Economica, Paris, 1993, p279.

(وضع إجراءات الرقابة، نظم المراجعة،...) ويمكن التقليل من التكلفة الإجمالية للوكالة من خلال سياسات أرباح الأسهم وتوزيعها أو عملية الاستحواذ التي تعطي حامل السهم حقوق إضافية، الشروط التعاقدية التي تشمل التوضيح الصريح لكافة المعلومات والعمليات التي تقدمها المؤسسة ومن أبرزها أداء المسير القائم على رأس الشركة...

15-2-1 كيفية التغلب على مشكلة سوء النية:

مشكلة مخاطر سوء النية هي إحدى المشكلات الناجمة عن عدم تماثل المعلومات وتحدث بعد إتمام الصفقة المالية، ولذلك فمع عدم تماثل المعلومات نجد أن حملة الأسهم وحملة السندات عرضة لهذا النوع من المشكلات (كما قلنا سابقا) وذلك لوجود الحافز لدى مديري الشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية للقيام بأنشطة غير منتجة أو مرتفعة المخاطر تزيد من احتمال عدم قدرة هذه الشركات على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه حملة الأسهم والسندات، ولذلك فإن التغلب على هذه المشكلة يكمن في توفير المعلومات بصفة مستمرة عن الأنشطة التي يقوم بها هؤلاء المديرون وذلك من خلال:

- قيام حملة الأسهم و حملة السندات بالتعقب المستمر لأنشطة هذه الشركات.

- سن التشريعات الحكومية التي تلزم هذه الشركات على الإفصاح عن بياناتها المحاسبية لتمكين حملة الأسهم من الحكم على أدائها.

- إنشاء قوانين خاصة تفرض عقوبات رادعة على مديري الشركات إذا تبين تورطهم في نشر بيانات خاطئة عن شركاتهم أو تزوير سجلات الشركة أو استغلال سلطاتهم الوظيفية للحصول على بيانات داخلية عن شركاتهم واستخدامها للتأثير على أسعار الأوراق المالية في السوق لتحقيق استفادة خاصة.

وتعتبر الهيئات العامة لسوق المال الجهة الحكومية المسؤولة عن الإشراف على توفير المعلومات والبيانات الكافية عن الأوراق المالية و الجهات المصدرة لها والتأكد من صحة هذه المعلومات والبيانات و جعلها متاحة بصفة منتظمة ودورية لتحقيق الغرض من توفيرها.

وعلى الرغم من ضرورة إنشاء شركات متخصصة لجمع وإنتاج المعلومات ،وسن تشريعات حكومية تلزم الجهات المصدرة للأوراق المالية بالإفصاح عن بياناتها، وقيام حملة الأسهم والسندات بمتابعة أنشطة الجهات المصدرة لهذه الأوراق المالية، إلا أن كل ذلك لا يكفي للقضاء على المشكلات الناجمة عن عدم تماثل المعلومات وذلك للأسباب التالية:

- إن البيانات التي تنشرها الجهات المصدرة للأوراق المالية ليست بالشكل الذي يمكن غير المتخصصين من الاستفادة منها، كما أنها لا تتضمن كل المعلومات التفصيلية التي يحتاجها المدخرون للفرقة بين الشركات الجيدة والشركات الغير الجيدة.

- صعوبة اكتشاف الغش و التزوير في سجلات الجهات المصدرة للأوراق المالية لأنه يتم بطريقة لا تسمح للجهة الحكومية المسؤولة أو الأفراد بسهولة اكتشافه.

- ارتفاع تكاليف متابعة أنشطة الجهات المصدرة للأوراق المالية بالنسبة للمستثمر الفرد. فحامل السهم والسند لا يمكنه بمفرده القيام بعملية المتابعة المستمرة نظرا لكثرة ما تتطلبه من مال و وقت و جهد للحصول على المعلومات الكافية والصحيحة عن تصرفات مديري الجهات المصدرة لهذه الأوراق المالية.

- ظهور طائفة المتطفلين الذين يسعون للاستفادة من معلومات قام الغير بشرائها ، وذلك من خلال محاكاة قراراتهم الاستثمارية داخل الأسواق المالية أو من خلال الإطلاع على تقارير تحتوي على هذه المعلومات كل هذا يؤدي إلى النتائج التالية:

لابد من الفصل بين قرار الاستثمار والتمويل حيث تبرر النظرية وجود تفاعل بين سياسات الاستثمار والتمويل والذي يؤدي في بعض الحالات إلى ضعف الاستثمار.

يجب تعظيم القيمة للمساهمين والمسيرين لأنه يثير المشكلة في اختيار الأهداف والتي تكون دائما تعظيم الربح بالنسبة للطرفين.¹

ومن بين أهم الوسائل التي توصل لها الفكر المالي والاقتصادي من أجل القضاء على مشكلة عدم تماثل المعلومات والتي لها تأثير في توجيه حركة الأسعار وبالتالي فعالية الأسواق المالية، نجد نظرية الإشارة.

¹ Gérard Charreaux, Théorie financière pagesperso-orange.fr/gerard charreaux thfi encvr.pdf, p7.

وعموما في الاقتصاد الإشارة تعطى عن طريق جهات إرسال المعلومات التي تساعد متلقيها على اتخاذ القرار وصحة هذا الأخير تكمن في مدى دقة المعلومات المتحصل عليها ودرجة تحليلها.

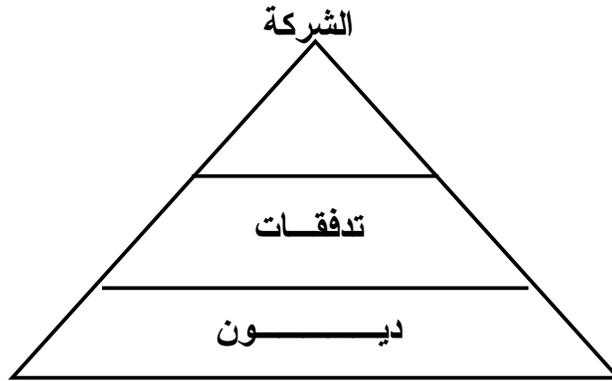
أعمال Ross كانت وراء نظرية الإشارة وتطبيقها على الشركات ونذكر بأنه بين كيف أن مستوى الديون يمكن استخدامه لحل مشاكل التباين في المعلومات والتي تنتقل بين المدراء الذين يفترض بهم أن يكونوا أكثر اطلاعا ودراية بأوضاع مؤسساتهم وبين المستثمرين في هذه المؤسسات وهناك عدة نماذج مماثلة وقد اقترحت لتبرير سياسة أرباح الأسهم فمستوى الدين وأرباح الأسهم المدفوعة سيكون مؤشرا لإبلاغ المستثمرين عن النوعية الفعلية لفرص الاستثمار.

فحتى إذا لم تتماثل المعلومات بين المسيرين والمساهمين برؤوس أموال خارجية يبدو أن هناك ميزة في الإطار التحليلي الذي تطبقه نظرية الوكالة التي تمثل العنصر الرئيسي لهذا التحليل فعلاقة الوكالة وتضارب المصالح المتعلقة بها تمثل النهج المتبع وهو في الواقع يبقى ذو تحليل هامشي بما أنه يتبع الأسلوب التقليدي في القرارات المالية المحصل عليها وذلك في حالة اللجوء إلى تقليل تكاليف الوكالة.

نظرية الإشارة تأخذ بعين الاعتبار في الصدارة مشاكل المعلومات اللامتاسقة وتستند في الحقيقة إلى كون تبادل المعلومات يتم بشكل غير متساو أو غير متماثل فإنشاء إطار للدراسة يكون من خلال وجوب وجود اتصال فعال بين المدير أو المسير والمستثمر فيما

يخص تبادل المعلومات عن الإطار المالي للمؤسسة، حيث أن اتخاذ القرارات المثالية والتي اقترحها كل من Majluf و Myers 1984 يمكن تفسيرها على أنها لعبة Jeu تحدث بين هذين الطرفين فليس على المسير فقط اتخاذ القرار العادل ولكن عليه إقناع السوق بذلك أما المستثمر فهو بحاجة إلى أن يطمئن على أمواله المستثمرة وتكشف نتائج التفاعلات بين القرارات الاستثمارية والتمويلية على وجود هرم تمويلي يكون من خلال التدفقات ثم الديون وأخيرا زيادة رأس المال:

الشكل 20: الهرم التمويلي لنتائج التفاعلات بين القرارات الاستثمارية والتمويلية في



رأس المال

المصدر: من إعداد الطالبة

وفي حالة ما إذا كانت الإشارة خاطئة فهذا يؤدي إلى اتخاذ قرار مالي يحمل نتائج سلبية فهذه النظرية تسلط الضوء على أهمية مصداقية الإشارة ومن هنا كانت الحاجة لفرض عقوبات على الكذب والتلاعب في إعطاء التقارير المالية عن الحالة الاقتصادية للمؤسسة.

مما سبق يتضح أن نظرية الإشارة تعمل على تحليل الجانب المالي للمؤسسة (ديون، سياسات التمويل،...) والقرارات المالية المتعلقة لها وكذا تسمح بدراسة النظم التي تحت أصحاب المؤسسات الجيدة لإرسال إشارات صحيحة عن وضعيات مؤسساتهم وبالتالي كسب ثقة السوق وتردع مسيري المؤسسات التضليلية الذين يحاولون إعطاء إشارات كاذبة من أجل الربح السريع وهذا من خلال فرض عقوبات عليهم سواء مالية وغير ذلك.

تقدم نظرية الإشارة شرح مفصل عن الهيكل التنظيمي والتمويلي لحالة المنشأة حيث تبين أن الأرباح هي أداة اتصال قوية للغاية بين الشركة وسوقها فهذه الإشارات تنقل المعلومات بين الأطراف المتعاملة في السوق وعلى أساسها يتم التوجيه واتخاذ القرارات لمختلف الأعوان.

نموذج الإشارة مع أرباح الأسهم :

نموذج الإشارة هو النموذج الذي تستخدم فيه الشركة عملية الكشف عن أرباحها استثماراتها وديونها للسوق والتي في الغالب يجب أن تكون فيه الحالة المالية للمنشأة جيدة وكل هذه الإشارات لها تكاليفها المرتبطة بها.

أ- نموذج الإشارة وتوزيع الأرباح:

Ross (1977) Bhattachary (1979) Hakansson (1982) هم أول من استخدموا نظرية الإشارة لشرح سياسة توزيع الأرباح، حيث أن المدراء والمسيرين يعلنون عن نتائج أفضل لوضعية الشركة فالأرباح تستخدم لتقرير الحالة المستقبلية المالية للشركة وبينت الدراسات أن الإعلان عن توزيع الأرباح وغيرها قد أعطى تأثير إيجابي حيث كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة فهو إشارة على مرد ودية أحسن للمؤسسة والعكس صحيح حيث يوجد ارتباط بين التغيرات غير المتوقعة لسياسة توزيع الأرباح والتغيرات المتوقعة عن هذه الأخيرة والتي يقدمها المحللون للسوق من أجل إظهار المؤسسة في أحسن صورة.

من هنا نستنتج أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر وسيلة من وسائل المعلومات التي تظهر حقيقة المؤسسة حيث تستخدم كإشارة عن قيمة المؤسسة.

ب- نموذج الإشارة وسياسة الاستدانة:

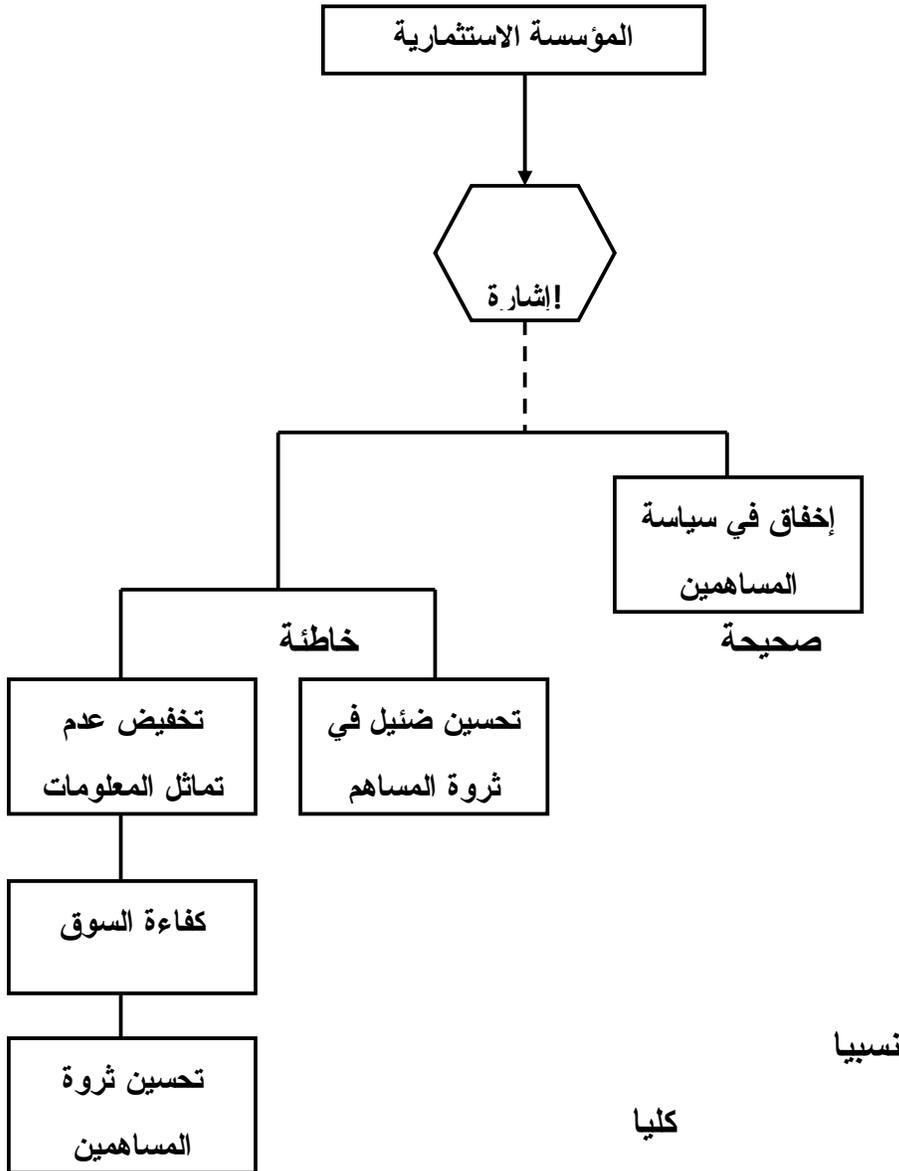
يمكن للشركة تقديم تقرير جيد عن الحالة المالية لهذه الأخيرة وهذا بناء عن المبالغ المخصصة في مشاريع مربحة والتي أحيانا تكون نسبة الديون فيها تمثل نسبة كبيرة في هذه الحالة يجب على المسيرين إرسال إشارة للسوق والتي بموجبها يتم إيصال معلومة للأفراد المعنيين بأن المؤسسة قادرة على تسديد ديونها وهذا لأنها في حالة جيدة وفي حالة

ما إذا كانت هذه الإشارة خاطئة وتبين أن المنشأة غير قادرة على الوفاء بعهودها فهنا ستتعرض إلى عقوبات مالية هي في غنى عنها بطبيعة الحال.

ج- نموذج الإشارة وسياسة إعادة شراء الأسهم:

من بين الأسباب التي تستند عليها المنشآت بإعادة شراء الأسهم التي سبق وأن أصدرتها هو اعتقاد الإدارة بأن سعر السهم أقل مما ينبغي وهو إشارة الخبر الجيد حيث أن إعادة شرائه تعد بمثابة استثمار مربح كذلك قد تستهدف إعادة الشراء خلق تعامل نشط على تلك الأسهم وهو أمر من شأنه أن يترك أثرا على سيولة السهم وعلى قيمته السوقية بالتبعية فإعادة الشراء تؤدي إلى ارتفاع عائد السهم بالمقارنة بعائد الشوق وهو في مصلحة المساهمين.

الشكل 21: علاقة الإشارة بكفاءة الأسواق المالية



من إعداد الطالبة: المصدر

يمكن للإشارة أن تساهم بشكل كبير في تطوير وتحسين نجاعة السوق المالي شرط أن تكون هذه الأخيرة صحيحة ومن مصادر موثوق بها أي أنها تعبر عن الوضع الحقيقي للجهة المصدرة، كما أنها تساعد على تخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في السوق حيث أن الإشارة الخاطئة من شأنها إخفاق سياسة المساهمين المالية والاستثمارية على عكس الإشارة الصحيحة التي تزيد في تحسين ثروتهم.

أخيرا يمكن أن نستنتج أن عدم تماثل المعلومات يترتب عليه مايلي:

1- **تقليص دور الأسواق المالية :** وذلك نتيجة لامتناع الكثير من الأفراد المدخرين عن التعامل مع هذه الأسواق خوفا من التعرض للمشكلات سالفة الذكر. أيضا لأمتناع الشركات الجيدة عن دخول هذه الأسواق خوفا من بيع أوراقها المالية بأقل من قيمتها الحقيقية، الأمر الذي يعني حجب مدخرات المجتمع عن الفرص الاستثمارية الجيدة التي تفيد الاقتصاد القومي وترفع مستوى معيشة الأفراد.

2- **انخفاض كفاءة الأسواق المالية:** وذلك نتيجة لدخول بعض المدخرين لاستثمار أموالهم في هذه الأسواق دون توافر المعلومات الكافية مما يعرضهم لمشكلة الاختيار السيئ وبالتالي توجيه مدخراتهم إلى من يسيء استخدامها الأمر الذي يعني عدم استخدام موارد المجتمع الاستخدام الكفاء الذي يخدم أغراض النمو الاقتصادي.

مع غياب عدم تماثل المعلومات فهناك مشكلات أخرى يواجهها المدخر الفرد تمنعه من دخول الأسواق المالية و من أمثلتها ما يلي:

3-ارتفاع تكاليف عقد الصفقات: حتى لو توفرت المعلومات لهذا المدخر فإنه يعزف عن الدخول في هذه الأسواق نظرا لارتفاع تكاليف عقد الصفقة، هذا بالإضافة إلى ما يسببه ارتفاع هذه التكاليف من مشكلات أخرى كتقييد قدرة هذا المستثمر على تنويع استثماراته وذلك لصغر حجم أمواله التي تمتص تكاليف عقد الصفقات نسبة كبيرة منها و كذا ارتفاع تكاليف السيولة، وهي التكاليف التي يتحملها صاحب الورقة المالية عند بيعها لتحويلها إلى سيولة نقدية.

فالمعلومات عموما تعطي تفسيراً مرضياً إلى حد ما عن دور الأرباح والاستثمارات والديون عن حالة السوق وكذا المؤسسات المسعرة في البورصة وهذه التفسيرات تستكمل من نماذج الوكالة والإشارة لفهم مدى تعقد السياسة المناسبة، فوفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والصادرة من المنشآت والتي تؤدي بهم إلى تغيير نظرتهم لهذه الأخيرة.

II- كفاءة الأسواق المالية:

بالرغم من الدراسات والأبحاث التي أجريت لاختبار صحة فرضية كفاءة الأسواق المالية تبقى دراسة هذه النظرية واحدة من النظريات الأكثر إثارة للجدل في المجالات الاقتصادية والمالية ، بغض النظر عن أهمية الكفاءة في النظرية المالية عامة والأسواق المالية خاصة فإن جميع

الدراسات تدعو إلى وجوب افتراض الكفاءة والتي سنقوم باختبارها فيما بعد. كما أن للكفاءة مفهوم آخر و هو عقلانية العملاء والمستثمرين سواء كان ذلك في سلوكهم أو توقعاتهم وبالتالي يمكن اعتبارها شرط ضروري لتحقيق الكفاءة على وجه الخصوص بما أن السعر المعروض يعكس كافة المعلومات المتاحة وبالتالي سيتم بناؤه على أساس توقعات الأرباح.

أهم المؤيدون لهذه النظرية هم: Fama (1965، 1970، 1991)، Jensen 1978... رغم النتائج الغامضة للتجارب التي أجروها على مجموعة من الأسواق و الذين حاولوا من خلالها شرح صحة فرضيتهم من خلال اختبارات الاقتصاد القياسي إلا إن الكفاءة ستبقى موضوع يتمشى مع المستجدات.

1- المقصود بكفاءة السوق:

فرضية السوق الكفاء ترجع في الأصل إلى الأبحاث والأعمال التي قام بها Cootner في عام 1964 والتي تابع دراستها Fama في سنوات الستينات.¹ وبين Samuelson في نفس السنة أنه تحت أي شرط مبين عن الأوراق المالية فإن تطور سعر السهم أو السند سيكون غير متوقع.

- في سنة 1978 أقر Fama و Jensen تعريف آخر للكفاءة "يكون السوق كفؤ إذا ساهمت المعلومات المتعلقة بأسعار الورقة المالية في الحصول على ربح أكبر من تكلفة تحويلها سواء كان ذلك في حالات البيع أو الشراء .

¹ Julien Turbé, Philippe Démon "Les marches financiers", p06.

- في 1981 عرض بيفر beaver تعريفاً آخر للكفاءة اتصف بالبساطة و الوضوح حيث بين فيه أن سوق الأوراق المالية يكون كفاء بالنسبة إلى نظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة.
- Francis 1986: يشير إلى أن السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يحقق تخصيصاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.¹
- Malkiel 1992: يكون السوق كفاء في حالة ما إذا كان السعر يعكس المعلومات المتاحة بصفة صحيحة.
- يكون السوق كفاء إذا كان سعر الورقة المالية في السوق المالي متعلقاً بالتنبؤ المثالي لمردود هته الورقة المالية والذي يركز على مجموعة من المعلومات المتاحة.²
- يعرف منير إبراهيم هندي كفاءة سوق الأوراق المالية على أنه السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو معلومات تبثها وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام و الأسابيع والسنوات الماضية.³

¹ Francis, J. C., Investments: Analysis and Management, Fourth Edition, New York: McGraw - Hill, Inc., 1976., p82.

² Stev emblier "L'efficience des marchés financiers", p2.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف الإسكندرية 1999 ص38.

و يعتبر مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية امتدادا للنظرية الكلاسيكية للاقتصاد والتي تعتبر انه لا توجد أرباح زائدة في ظل ظروف المنافسة.¹

2-أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية :يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال وهما:

1.2. الكفاءة الاقتصادية :وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات

وانعكاسها على أسعار الأسهم،

وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب.

2.2. الكفاءة الكاملة : يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى

السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة

بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف.²

تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

أ- وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف بالإضافة لكونها متوفرة للجميع حتى تكون توقعات المستثمرين متماثلة.

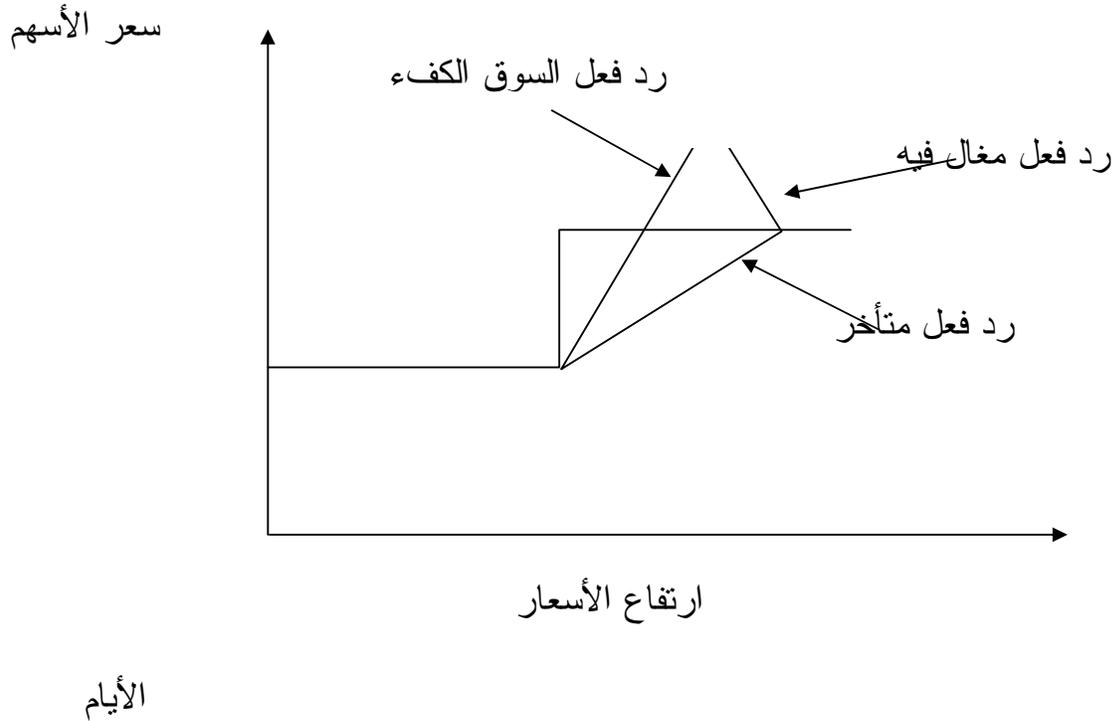
ب- انعدام القيود على التعاملات فلا توجد تكاليف على المعاملات أو ضرائب أو غير ذلك.

¹ د محمد صالح الحناوى،مرجع سابق،ص124.

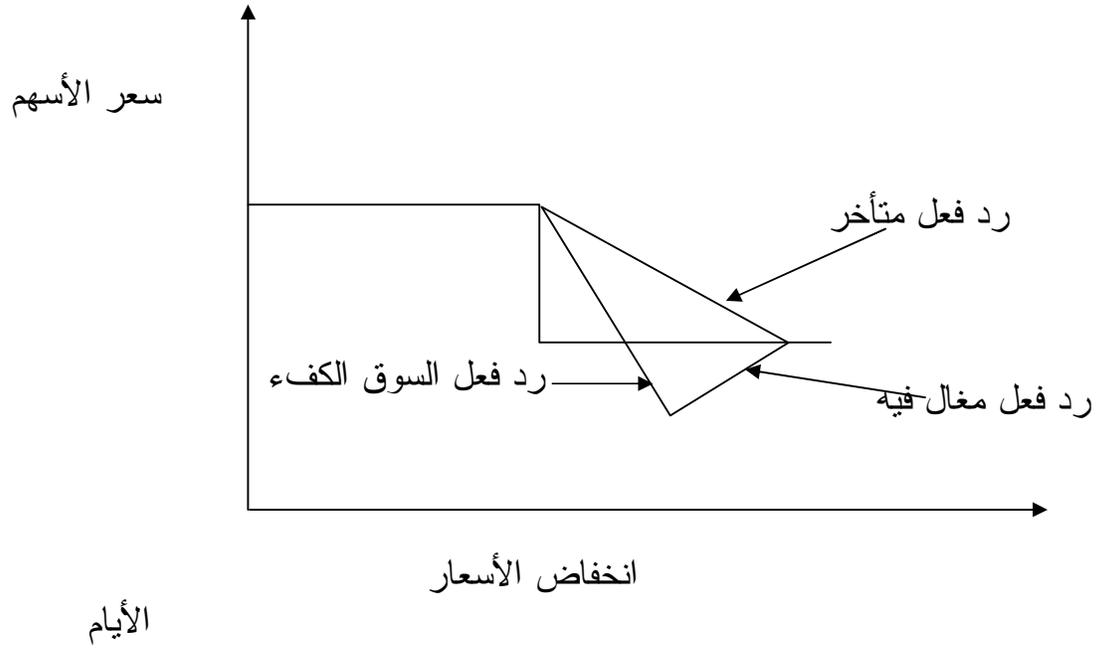
² عبد الغفار حنفي،الاستثمار في بورصة الأوراق المالية،الدار الجامعية الإسكندرية 2004،ص75.

- ج- وجود عدد كبير من المستثمرين.
- د- الرشادة في اتخاذ القرارات الاستثمارية التي توجه المستثمرين إلى تعظيم المنفعة من وراء استغلال قراراتهم.
- والشكلين التاليين يوضحان ردود فعل كل من سوق الكفاءة الكاملة وسوق الكفاءة الاقتصادية.
- حيث يوضح التمثيل البياني سلوك السعر في ظل السوق الكفاء والغير كفاء بناء على المعلومات الواردة إلى السوق.

الشكل 22 رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة



الشكل 23 : رد فعل السوق بعد وصول معلومات محبطة



المصدر : محمد محمود الداغر الأسواق المالية ص 281

3- إستراتيجية السوق الكفاء:

يمكن أن تكون الأسواق المالية غير كفئة بصورة تامة .مع ذلك فبالنسبة لعدد من الأشخاص والذين لديهم معلومات وإن كانت قليلة مع تكاليف البحث العالية وتكاليف التداول الكبيرة فإن هناك احتمالية أن تكون الأسواق قريبة من الكفاءة الاقتصادية وهذا باعتبار أن هؤلاء

الأشخاص يتبعون استراتيجيات استثمارية معقولة وتتضمن استراتيجيات التداول المعقولة في السوق الكفاء ما يلي:¹

أ/ التنوع: ويعني ذلك شراء عدد من سندات الصناديق الاستثمارية المشتركة وأسهم ذات ضغط قليل عليها وأن تكون أنشطة التداول بأدنى مستوى وأن تحتفظ ببعض صناديق العقارات والدولية.

ب/ اختيار تخصيص الأصول الملائم: أي دراسة التغيرات التاريخية لمجمل مؤشرات الأسهم لتحديد وبصورة غير موضوعية تخصيص الأصول المقبول.

ج/ تجنب وضع توقيت لتحركات سعر السهم: ويعني ذلك الشراء والاحتفاظ وإعادة موازنة تخصيص الأصول بارتفاع وانخفاض أسعار الأوراق المالية من أجل التخصيص المرغوب.

د/ الأخذ بعين الاعتبار موضوع الضريبة: حيث أن موضوع الأسهم في هذا المجال أمر غير واضح فمن المحتمل أن تباع الأسهم ذات المر دودية العالية بأسعار عالية على أساس تحقيق المر دودية المتوقعة قبل الضريبة تكون عالية، هنا يجب الانتباه إلى هذه الناحية ومع ذلك فإن الاعتبارات الضريبية لا تخفض من تنوع المحفظة الاستثمارية.

هـ/ القدرة التسويقية: يجب أن تضمن المحفظة الاستثمارية ذلك القدر من إمكانية تسويق محتوياتها والتي تظهر الحاجة لذلك عند الحاجة إلى نقد غير متوقع.

¹ خالد وهيب الراوي، "إدارة المخاطر المالية"، دار الميسرة عمان 2009 ص 288.

4-سمات كفاءة السوق:

صنف الباحثون لكفاءة السوق مجالاً مهماً ألا وهو مجال التخصيص Allocation أي تخصيص الموارد وتعني توجيه رأس المال إلى الوحدات الاقتصادية التي تحمل فرص استثمارية أكثر ربحية وتعد السوق ناجحة وذات كفاءة إذا نجحت في مجال التخصيص.

إلا أنه لاكتمال هذه الكفاءة في مجال التخصيص لا بد لها أن تتوفر على عناصر أخرى تزيد من هذه الكفاءة وتطورها والمتمثلة في الكفاءة الداخلية أو كفاءة التشغيل Operational efficiency والكفاءة الخارجية أو كفاءة التسعير Pricing efficiency.

4-1- الكفاءة الداخلية:

وهي كفاءة ذات علاقة بالنواحي التشغيلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب في ظل بيئة تنافسية بين الوسطاء والسماسة وصناع السوق والتي من شأنها تحقيق نتائج أو إنجاز الأعمال بأقل وقت ممكن وبتكلفة منخفضة وذلك بموجب أنظمة معينة يتم إتباعها.

إذن يمكن لنا القول أن الكفاءة الداخلية لها علاقة طردية مع سرعة تنفيذ العمليات وعلاقة عكسية مع تكاليف التنفيذ من رسوم وعمولات ضرائب وهذا يؤدي إلى سوق كفاء داخليا.

4-2- الكفاءة الخارجية:

وتعرف أيضا بكفاءة التسعير وتعني سرعة تحرك الأسعار استجابة للمعلومات الجديدة المتوفرة بكلفة زهيدة لتقييم السهم إلى درجة أن الاستثمار في السوق يصبح لعبة عادلة Fair game حيث تكون الفرصة متاحة للجميع لتحقيق الأرباح ومن جانب آخر فإن سرعة تأثير المعلومات على الأسعار ينتج عنه عدم إمكانية التنبؤ بهته الأخيرة وهنا سيتحمل بعض المستثمرين خسائر عند دخولهم السوق نتيجة لعدم توافر الخبرة في تحليل المعلومات المتاحة. تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتحقق مجموعة من الشروط نذكر أهمها:

- أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.
- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع و الشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب
- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه.
- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه.

• أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق.

• أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف ب"هيئة أو لجنة إدارة السوق" تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين.

فالسوق الكفاء هي السوق التي تحقق تخصيصا كفئا للموارد المتاحة بما يضمن توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية و عليه يفترض أن تؤدي الكفاءة دورين مهمين احدهما مباشر والآخر غير مباشر.¹

أ. الدور المباشر: في هذه الحالة عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

ب. الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركات بمثابة مؤشر أمان للمقترضين مما يعني

¹ الموقع الإلكتروني/ www.tadawul.net/forum/

إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات واعدة ما تكون بأسعار فائدة معقولة.

5- البعدين من الكفاءة: "المعلومات والعقلانية"

الكفاءة (efficiency) هي مفهوم ذو عدة أبعاد والاهتمام سيكون مركز على الجانب المعلوماتي والجانب العقلاني بافتراض أن التوقعات الصحيحة هي التي يتمكن المستثمر من الاختيار السليم وهذا يؤدي إلى كفاءة أكبر.

5-1- الكفاءة المعلوماتية: ¹

تتطلب الكفاءة المعلوماتية أولاً معرفة القيمة الأساسية للأصول المتداولة وهذا شرط أساسي لتعظيم المنفعة.

$$\text{Lucas 1978: } E (R_t / I_t) = r \dots \dots \dots (1)$$

حيث:

E: تمثل معامل التوقع الرياضي Espérance

I_t: تمثل مجموع المعلومات المتاحة في الزمن t.

R_t: تمثل مرد ودية الأصل في الزمن t حيث:

¹ Valérie Mignon "Les ambiguïtés de la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financier" université de paris, p3-4.

$$R_t = P_{t+1} - P_t + D_t / P_t \dots (2)$$

P_t : تمثل سعر الأصل في الزمن t

D_t : أرباح الأسهم

r : يمثل سعر الفائدة ونعتبره ثابت.

من خلال هذه المعادلة التي تعتبر شرط للكفاءة ويترتب على ذلك أن التوقع الرشيد لمعدل المر دودية في ضوء المعلومات المتاحة يكون مساويا لسعر الفائدة وبتعويض R_t بقيمتها في المعادلة (1) نتحصل على المعادلة (3) وهي المعادلة التي تحكم السعر.

حيث:

$\theta = (1+r)^{-1}$ السعر المعروض في السوق ليس سوى الوظيفة العقلانية لترقب الأسعار في المستقبل، في هذه الحالة الكفاءة تدرس العقلانية في سلوك المستثمرين.

P_t يمثل السعر الذي يعكس موقعهم في السوق استنادا إلى المعلومات المتاحة لهم بافتراض أن هته المعلومات هي موحدة ومجانية، سعر السوق يجمع تصرفات هؤلاء التجار وبالتالي يعكس في كل لحظة جميع المعلومات وهذا هو التعريف الذي يعطيه السوق للكفاءة إذن السعر هو القيمة الأساسية في السوق.

5-1-1 وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق:

فرضية كفاءة السوق تستدعي وجود عدد كبير من المشاركين في السوق والذين يعملون في جو تنافسي للاستفادة من تحقيق أرباح كبيرة ولا يمكن لأي مستثمر كان أن يؤثر في مستوى السعر الذي تمت تسويته في السوق.

"في عالم غير مستقر حيث لا يمكن تحديد القيمة الجوهرية للأصل المالي، هناك دائما مجالات للاختلاف بين المشاركين حول إمكانية إعطاء هته القيمة، ومع ذلك ففي سوق فعال حيث الإجراءات المشتركة للكثير من المتعاملين من شأنه تحقيق السعر الحقيقي إلا إذا كانت التناقضات بين الأسعار الفعلية والقيم الجوهرية هي منهجية. فمعرفة هذه الاختلافات من شأنه مساعدة المتعاملين الأذكيا للتنبؤ بصورة أفضل لمسار الأسعار الفعلية والتي ستنقل نحو القيم الأصلية، ومع ذلك فإن العديد منهم سيستغلون هذه المعرفة لصالحهم الشخصي لكن تبقى الأسعار الفعلية تتقلب بشكل عشوائي من حولهم".¹

كل هذا يؤدي بنا إلى الوصول إلى نتيجة مهمة ألا وهي وجود عدد كبير من المتعاملين في السوق سيؤدي إلى فروق في الأسعار بالمقارنة مع القيمة الأساسية التي سوف تنخفض، وهكذا فإن هذا الوجود الكبير للمستثمرين في السوق من شأنه أن يساعدهم على تحقيق كفاءة أكبر للسوق المالي، ومن جهة أخرى إذا كانت الأسعار تعكس بشكل كبير المعلومات المتوفرة فإن جميع الأحداث التي تعتمد على تحقيق أرباح الشركات والتي تم تحديدها مسبقا من الممكن

¹ Fama 1965.

أن تتعرض لتوزيع احتمالي بسبب تقلبات الأسعار وهذا راجع إلى أحداث أو تطورات لا يمكن التنبؤ بها.

6- الصيغ المختلفة لقياس كفاءة السوق:

في 1970 اقترح Fama ثلاث أشكال للكفاءة استنادا إلى المعلومات الواردة وهي "الصيغة الضعيفة، الصيغة شبه قوية، الصيغة القوية"

6-1- الصيغة الضعيفة:

مضمون هذه الصيغة هو أن المعلومات التي تعكس أسعارها في السوق هي معلومات تاريخية، تهتم بما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي، وهذا يعني أن عملية التنبؤ بالأسعار مستقبلا من خلال استثمار المعلومات الماضية سيكون عديم الجدوى وتعرف هذه الصيغة أيضا بنظرية الحركة العشوائية للأسعار ولا بد أن يكون السعر مستقلا عن الماضي، أي أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد ترابط بينها، فالصيغة الضعيفة للكفاءة ترفض المبدأ الذي تقوم عليه مدرسة التحليل الفني والتي ترى أنه يمكن دراسة التغيرات السعرية الماضية للتنبؤ بحركة سعر الورقة المالية في المستقبل.¹

¹ B. Jacquillat and B Solink.marché financier gestion de portefeuille et des risques édition paris 1992, p50.

ولقد استخدمت الدراسات الميدانية مداخل مختلفة لاختبار فرض الصيغة الضعيفة مثل سلاسل الارتباط و قواعد التصفية و الهدف منها هو تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار

و من بينها دراسات 1983reinganum1982 roll

6-1-1- اختبار الصيغة الضعيفة للكفاءة:

أ/ سلسلة معامل الارتباط:

يهتم معامل الارتباط بقياس العلاقة الموجودة في تغير سعر الورقة المالية خلال مدة زمنية محدودة من الزمن وإذا ما كشفت نتائج الدراسات عن وجود نمط للتغيير في الأسعار أي عدم استقلاليتها فإن ذلك دليل على رفض نظرية الحركة العشوائية للأسعار أو ما يطلق عليها بالصيغة الضعيفة للكفاءة والتي تدعو إلى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض لا يوجد أي ارتباط بينها.

ومجال الدراسة يهتم بالمدى القصير وليس الطويل وهذا يبين أنه لا يمكن استعمال المعلومات المتاحة عن حركة الأسعار للتنبؤ بما يكون عليه مستوى الأسعار في المستقبل أي أن تحليل

سلاسل الارتباط لا بد أن يثبت عدم وجود ارتباط.¹

ومن الدراسات الشهيرة التي اهتمت بهذا الموضوع:

¹ R. Gobbaut, théorie financière édition économisa paris 2002, p255 et suite.

- الدراسات التي قام بها Kendall 1953 والذي قام بتتبع التغيرات الحاصلة في مؤشر أسهم الشركات المدرجة في بورصة لندن (1928-1938) وتوصل إلى أن التغيرات في الأسعار كانت مستقلة وهذه النتائج أكدتها الاختبارات التي أجريت على السوق الأمريكية بما في ذلك الترابط التلقائي من قبل Fama في 1965.

- الدراسات التي قام بها Fama في 1965 والتغيرات النسبية للقيم اليومية لمؤشر داو جونز Dawjons الصناعي ما بين 1957 إلى 1962 والتي أثبت فيها عدم وجود ترابط تلقائي.

- ثمانية Solink 1973 والتي تمت دراستها في الأسواق الأوروبية والتي كانت تحسب القيم والتغيرات في الأسعار اليومية، الأسبوعية ومرة كل أسبوعين والشهرية لكل سوق، هذه الدراسة بينت الاختلافات بين الأسواق الأمريكية والأوروبية في درجة الاستقلالية وهذا بسبب المعلومات الماضية.

إضافة إلى هذه الدراسات جاءت دراسات أخرى لـ Lo et Mackinly، 1988، Solink et Jacquillat، Courad Keul، Fama et Blume، ...

وأثبتت دراساتهم استقلالية التغيرات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية وعدم وجود ارتباط فيما بينها. وهذه المناهج والدراسات كانت ذات تقنيات محدودة في الجانب التطبيقي لخصائص الكفاءة في شكلها الضعيف.

عمليا تكون الصيغة الضعيفة للكفاءة محققة وفقا للاختبار المشار إليه إذا كان معامل الارتباط الخطي لسلسلة الأسعار معدوما أي أنها تسلك سلوكا عشوائيا في مسارها.¹

و يمكن صياغة هذه الفكرة رياضيا كما يلي:²

$$R_{it} = u_i + \epsilon_{it}$$

حيث

R_{it} يمثل معدل الفائدة للورقة المالية i في الزمن t .

u_i ثابت.

ϵ_{it} متغير عشوائي بمتوسط معدوم و تباين ثابت و ارتباط معدوم من اجل K فترة متأخرة اكبر او تساوى الواحد أي :

$$E(R_{it} | u_i) = u_i$$

و تشير هذه الصيغة إلى أن التنبؤ الأمثل بمعدل العائد للورقة المالية لفترة مستقبلية هو متوسط معدلات العوائد الماضية لنفس الفترة.

ب/ تقنية التصفية: تعتمد هذه الطريقة على قواعد المتاجرة أو التعامل والتي تبني على الحركة التاريخية للأسعار ويستطيع المستثمر من خلالها تحديد وقت البيع والشراء بالإضافة إلى

¹ Christian Walter, "Searching for Scaling Laws in Distributional Properties of Price Variations: A Review over 40 Years", Price Water House Coopers and University of Evry, Paris (April 2001), p. 17

² Jacquillat & Solnik, Op. Cit., p. 54

الأوامر التي يعطيها للسماسة ومن خلالهم يحقق أرباح متميزة بتكاليف بسيطة، يمكن التمييز بين أربع مجموعات من قواعد التصفية:

- مجموعة تقوم على أن الارتفاع في الأسعار يعد مؤشر لاتخاذ قرار الشراء والعكس بالنسبة لحالة الانخفاض في الأسعار والذي يعد مؤشرا سلبيا لاتخاذ قرار البيع.

- المجموعة الثانية تمثل قواعد الدورات الربحية والموسمية حيث أنها تعتقد أن موسم الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار وموسم الشتاء هو موسم انخفاضها أي أن هذه المجموعة تعتقد بتأثر الأسعار بالتوقيت.

- المجموعتان الثالثة والرابعة: هي المجموعة التي تدرس متوسط المتحرك والقوة النسبية لسعر السهم.

ج/ نموذج عدم القدرة على التنبؤ بالأسعار وعشوائية السير:¹

معظم التغيرات لا يمكن التنبؤ بها حيث أن جميع الأحداث المعروفة والمتوقعة تنعكس بالفعل في المسار الحالي للأسعار، أي هناك عدم وجود ترابط تلقائي للعائدات على مر الزمن في هذه الحالة فإنه من المستحيل التنبؤ بالعوائد المستقبلية انطلاقا من معرفة العوائد السابقة نتيجة قياسها، ويترتب على ذلك أن الأسعار هي في تتابع مستمر لسيرها وعشوائية دائمة، إذن السعر المعروض في السوق يتقلب بشكل عشوائي.

¹ Valérie mignon op_ ci p6

بالتالي فإن نظرية كفاءة السوق عدم القدرة على التنبؤ بالعوائد غالبا ما ترتبط بنموذج عشوائي المشي ومن المهم ملاحظة أن العلاقة بين المشي العشوائي والكفاءة ليست هي الكفاءة في حد ذاتها في الواقع إذا كان المشي العشوائي فرضية قائمة على كفاءة السوق لا يعني هذا أن الأسعار تتبع مشيا عشوائيا وإذا كان ذلك فإن هذا لا يؤدي إلى الكفاءة.

عندما يشير الباحثون إلى العشوائية في الأسعار فإنهم يعنون بذلك العشوائية في نسب تغيرات الأسعار. فاستقلالية العوائد والمشي العشوائي يمثلان نموذج معقد للغاية. وتتمثل العلاقة بين الحركة العشوائية وكفاءة السوق في أن كل مستثمر يهدف إلى تعظيم أرباحه وبالتالي فإنه سيذهب إلى تحليل المعلومات الواردة في استقلالية تامة عن زملائه وهذا دليل على أن الأسعار هي مرآة تعكس تلك المعلومات ولما كانت المعلومات ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي أو غير منظم لا يمكن لأحد أن يتوقع اتجاه حركة الأسعار فالحركة المتوقعة في السوق ستكون عشوائية.

في عام 1965 طور Samuelson العلاقة بين السوق والكفاءة واستعرض نموذج Martingale بديل لنموذج المشي العشوائي.

د/ نموذج Martingale وعدم القدرة على تحقيق أرباح غير عادية:¹ هذا النموذج هو نموذج أقل تعقيدا نوعا ما من نموذج المشي العشوائي حيث لا تكون هناك شروط مفروضة على الترابط التلقائي للعوائد:

$$E [P_{t+1} / I_t] = P_t$$

يتبع P_t نموذج Martingale إذ تفيد بوجود توقعات أفضل للأسعار في الزمن $t+1$ في ضوء المعلومات الواردة والسعر في الزمن t ، كما يمكن لنا كتابة:

$$E [(P_{t+1} - P_t) / I_t] = 0$$

تعريف هذه المعادلة يبين أنه لا يمكن لنا توقع عائد أعلى من ربحية السوق بمعنى أن التوقع المشروط للمتغيرات يساوي الصفر.

في المقابل لا يعني نموذج Martingale أن التوزيع الحقيقي لـ $(P_{t+1} - P_t)$ مستقل بعبارة أخرى فإن النموذج لا يمنع الاعتماد على العوائد المتتالية بخلاف نموذج المشي العشوائي، وهي أحد الشروط الضرورية لصحة نموذج Marginale المحايدة إزاء مواجهة الخطر هذه الأخيرة تعني أن النموذج ليس أكثر تقيدا من نموذج المشي العشوائي.

المساهمة الأساسية لـ Samuelson هو أن الأسعار هي دائما مساوية للقيمة الأساسية وأنها لا تتغير بتغير هذه القيمة والفرق بينهما يكون الحجم.

¹ Sandrine Lardic, Valérine Mignon "Efficience informationnelle des marchés financiers édition la découverte paris2006; p6-7.

فمن المستحيل التكهن بتوليد أرباح غير عادية لأن التنبؤ بالعوائد لا يعني بالضرورة إمكانية تحقيقها.

6-2- الصيغة المتوسطة أو شبه القوية للكفاءة:

ويتضمن مفهوم هذه الصيغة أن الأسعار الجارية للأسهم والسندات والأصول المالية تعكس كافة المعلومات المتاحة والتي تؤثر في تسعير الأصول وتتمثل هذه المعلومات في الظروف الاقتصادية والمالية، المعلومات التاريخية والحالية عن الأسعار والحجوم التبادلية ومستويات الائتمان في الاقتصاد وما يؤثر في سوق شبه قوية هو أنه لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق عائدا متميزا على حساب الآخرين لأن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان.

6-2-1- أهم اختبارات الصيغة شبه القوية:

اختبرت الصيغة شبه القوية بوسائل مباشرة تمثلت في:

أ/ قياس استجابة الأسعار عن الأرباح والتوزيعات:

اهتم بدراسة هذا النوع من الصيغة شبه القوية كل من Bavoun و Ball في 1968 وكان مضمون الدراسة يتمثل في تتبع مدى تأثير الإعلان عن النتائج السنوية للعديد من الشركات وتوزيع أرباحها والتي اتضح من خلالها أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات المعلنة وبالتالي لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح أعلى من غيره.

ب/ اشتقاق الأسهم:

يقصد باشتقاق السهم أو تجزئته ببساطة الزيادة في عدد الأسهم لرصيد المنشأة القائم منها أو تخفيضها في تجزئة معاكسة ولأن الاشتقاق ليس له تأثير على استثمارات المنشأة أو الهيكل المالي كذلك ليس له تأثير على القيمة السوقية الكلية للسوق. إن تجزئة السهم تمثل طريقة بسيطة وعادلة لفرض اختبار الشكل شبه القوي للكفاءة لأن الإعلان عن البيانات يمكن تحديده بصورة معقولة.

وأفضل الدراسات التي أجريت بهذا الصدد:

Fama ،Fisher ،Jensen ،Roll.FF.J.R بدراستهم (1940) حالة تجزئة على مؤشر (Nyse) في الفترة ما بين (1959-1927) وتوصلوا إلى أن تجزئة السهم من شأنها أن تعطي للمستثمر تفسير بالأرباح والتوزيعات عليها واللذان يستجيبان للارتفاع واستخلصت الدراسة إلى أن المعلومات المتعلقة بالإعلان عن الاستحقاق والتجزئة لا تمنح الفرصة لأي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية.

ج/ التغيرات المحاسبية:

إن التغيرات في الأساليب المحاسبية التي لها تأثير حقيقي على قيم الأسهم مثل تأثيرات الضريبة نتيجة من FIFO و LIFO في احتساب المخزون لها تأثيرات فورية على أسعار الأسهم، ويقصد بالتغيرات المحاسبية الظاهرية بالتغيرات في السياسة المحاسبية التي تغير

القوائم المالية للمنشأة ولكن ليس لها تأثير على التدفقات النقدية المستعملة وتغيرات كهذه لن تؤدي إلى تغيرات في أسعار الأسهم.

د/ تنبؤات الإدارة:

أجريت دراسات مختلفة ووجد أن التنبؤات غير المتوقعة للإيرادات من قبل الإدارة تنعكس تماما على أسعار الأسهم.

كما هناك اختبارات أخرى تخص الإصدارات الجديدة أو دخول سهم معين في عينة أحد مؤشرات السوق والاستجابة لمثل هذه المعلومات الجديدة لا يمنح الفرصة لتحقيق عائد أكبر وهنا نحن في صدد تأييد فرضية الصيغة شبه قوية للكفاءة 1988 pearce and roley. في حين أن هناك دراسات أخرى كشفت على أن هناك فاصل زمني يعطى فرصة لتحليل المعلومات الواردة للسوق و تحقيق أرباح غير عادية مما يعنى رفض صيغة الفرض شبه القوى. Venkatesh1989 jayaraman and shastri1988.

6-3- الصيغة القوية لكفاءة السوق:

تعني الصيغة القوية لكفاءة السوق بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم هي جميع المعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة (الخالصة) ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاحتكاره هذه المعلومات وعدم تماثل وجودها مع الآخرين. إلا أنه ونظرا لاستحالة انتشار المعلومات المستقبلية بين الجميع فقد

تستحوذ عليها فئة قليلة دون أخرى فمن المستحيل تواجد مثل هذه الأسواق في الواقع ويمكن تحديد الأسواق غير الكفوة من خلال هذا النوع بمعرفة بعد أو قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية أو مراقبة تصرفات العارفين بأمور الأسواق المالية من كبار الموظفين.¹

وقد اختبرت هذه الصيغة بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه.

أ/ التنبؤ بالعائد:

لعل أن من أهم الظواهر التي توضحها الدراسات في هذا المجال وجود بعض الأبحاث التي أشارت إلى إمكانية التنبؤ بالعائد أو الأسعار، يشير Fama 1991 إلى أن هذه النتائج لا تعتبر مع أو ضد كفاءة السوق حيث أن في السوق الكفاء تكون القدرة التنبؤية لتوزيع الأسهم تعكس فقط العلاقة بين أسعار الأسهم ومعدلات خصم العوائد المتوقعة وحتى يمكن الحكم على ما إذا كانت القوة التنبؤية لتوزيع الأسهم فعلا ناتجة عن اختلالات حقيقية في العوائد المتوقعة أو ناتجة عن تحركات غير رشيدة فإنه لا بد من استخدام معلومات أخرى.

في 1988 أوضح كل من Fama و French أن العائد المنخفض من التوزيعات من عائد متوقع منخفض وفي نفس الوقت أوضحت هذه الدراسة عدم وجود براهين على أن عائد التوزيعات المنخفض للسهم يعني وجود عائد سلبي متوقع أي وجود تموجات وفي دراسة أخرى اقترحها الباحثان في 1989 حيث يشيران فيها إلى أنه في حالة الاختلاف في العوائد المتوقعة تغير كامل لكل أنواع الأوراق المالية.

¹ Fama EF, "Behavior stock market prices" Jowar of Bourse, 1965, vol.38, p34 et suite.

في 1991 أكد Chen في دراسته التي تتبع من خلالها العلاقة بين العوائد المتوقعة وسلوك المخرجات، الاستثمارات الادخار، أن هناك نتيجة منطقية للاختلاف تتمثل في اختلاف الأوراق المستقبلية تجاه فرص الاستثمار.

ب/ الدراسات الخاصة بالأحداث ¹:Events studies

هذه الدراسات تتعلق برد فعل سعر السوق إلى حوادث مثل الإيرادات، إعلان توزيع الأرباح، تنبؤات الإدارة...حيث يعتبر هذا النوع جزء مهم من دراسة التمويل ففي 1991 قال Fama أننا نكاد نكون آخذين بالنتائج والتي أتى أغلبها كنتيجة لما يسمى بالدراسات الخاصة بالأحداث Events studies وقد تم فحص هذه الظاهرة واختبارها والتي نجحت في البرهنة على فائدتها العملية.

وأهم الدراسات في هذا المجال:

الدراسات الخاصة بـRock وMalar 1985 والخاصة برد فعل أسعار الأوراق المالية للتغير في سياسة التوزيع، ودراسات أخرى قدمها كل من Asquihو Mullions في 1986، Masulies وKorwar 1986...

وتشير الدراسات في هذا المجال إلى أن أسعار الأسهم تستوعب الحدث خلال يوم أو يومين وبالتالي فإن ذلك يتفق مع نظرية ومفهوم الكفاءة في الأسواق المالية وقد أشارت الدراسات

¹ Valérie Mignon, op-cit, p18-19.

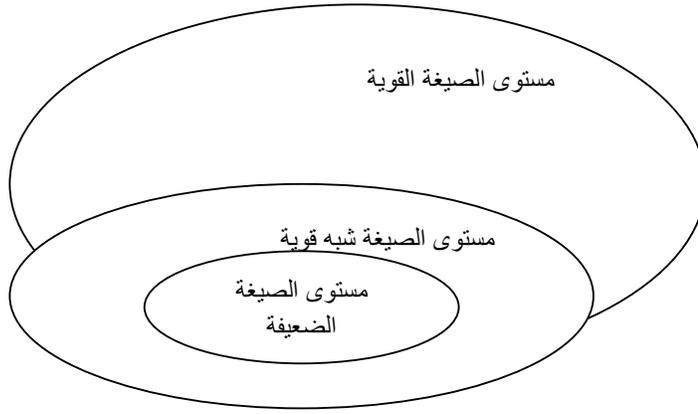
إلى أنه فيما يتعلق بالأحداث الخاصة بمنشأة معينة فإن استيعاب أسعار هذه المنشأة للمعلومات الجديدة يتسم بالكفاءة.

ج/ المعلومات الخاصة:

تمثل المعلومات الخاصة بالمعلومات الشخصية النادرة التي لا يمكن للأغلبية المستثمرة في السوق الحصول عليها حيث أوضح Jensen في 1986 أن هناك بعض المديرين والعاملين في المنشأة قد تتاح لديهم معلومات لم يتم استيعابها بعد في أسعار الأسواق المالية كما أن هناك بعض الأخصائيين يستغلون قدراتهم الاحتكارية للحصول على المعلومات والتي لا يتم إعلانها.

في الوقت الحالي أصبحت عمليات الحصول على أرباح ناتجة عن التعامل الداخلي واستعمال المعلومات الخاصة مؤكدة وبالتفصيل.

الشكل رقم 24: مستويات صيغ الكفاءة



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر و

التوزيع الطبعة 2 عمان 2001 ص 149

مما سبق يمكننا تصنيف كفاءة السوق المالية إلى ثلاث مستويات وهي كالتالي:

المستوى القوي: تعكس الأسعار السائدة في السوق جميع أنواع المعلومات تاريخية ومنشورة وخاصة ولا يستطيع المستثمر أن يحقق أية عوائد غير عادية من تحليل تلك المعلومات لأنها تساعد على التنبؤ بالأسعار المستقبلية.

المستوى شبه القوي: تعكس الأسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية والمنشورة ولا يستطيع المستثمر تحقيق أية عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأنها لا تساعد على التنبؤ بالأسعار المستقبلية.

المستوى الضعيف: تعكس الأسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية فقط ولا يمكن للمستثمر تحقيق عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأن الأسعار تسلك سلوك عشوائي ولا يمكنه التنبؤ بها مع وجود هذا السلوك.¹

وخير نتيجة لاستقراء الدراسات السابقة هو ما عبر عنه Fama 1991 والذي توصل إلى أن:

"The research in market efficiency is among the most successful in economic, with good prospects to remain so in the future".

7-العلاقة بين الحركة العشوائية وكفاءة السوق:

الفرض الأساسي الذي يقوم عليه مفهوم كفاءة السوق هو أن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، ومن ثم فإنهم يسعون جاهدين لتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، إلا أن المعلومات ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي غير منتظم والأخبار التي تنطوي عليها قد تكون سارة أو غير سارة فهنا لا يمكن لأحد أن يتوقع اتجاه حركة الأسعار وبالتالي فحركتها ستكون عشوائية، ويقدم كل من بريلي ومايرز Brealy and Mayers 1988 حواراً منطقياً لحركة الأسعار في السوق الكفاء، فالسوق الكفوءة تعكس كافة المعلومات المتاحة والجديدة وهته الأخيرة لا يمكن أن تكون جديدة إلا إذا أصبحت فرصة التنبؤ المستقبلي فإن التغير في الأسعار قد يحدث في أي لحظة وفي أي اتجاه اعتماداً على طبيعة المعلومات، كما

¹ د. زياد رمضان، د. مروان شموط، "الأسواق المالية"، ص 207.

قدم فرانكس وزملاؤه 1985 مثلاً يكشف عن أن حركة أسعار الأسهم في السوق لا بد أن تكون عشوائية ذلك أن التغيرات في أسعار أسهم اليوم تعكس المعلومات المتاحة عن تلك الأسهم في الغد أما أسعار الغد فلا يمكن أن تحدد (تكون عن يوم بعد غد) والتي لا ندري عنها شيء.¹

8- أثر التغيرات الموسمية على كفاءة السوق:

المواسم تبعث زيادة المرد ودية خلال فترات محددة ويؤكد المحللون الاقتصاديون على وجود فروقات في المرد ودية خلال عدة أنواع من الأدوات، وهذه الفروقات تؤدي بكفاءة أكبر للسوق.

- أثر يناير: حسب هذا الأثر فإن المرد ودية مرتفعة خلال شهر يناير عكس باقي الأشهر من السنة (1976 Rozeff et Kinney) بينما في دراسة لبعض المعطيات الأمريكية من 1904 إلى 1974 بينت أن متوسط مرد ودية البورصة هي سبع مرات مرتفعة خلال شهر جانفي مقارنة بالأشهر الأخرى كما قدم كل من Hamon et Jacquillat 1992 في دراسة لمعطيات بورصة باريس الفرنسية خلال الفترة 1977 إلى 1991 ولاحظوا أن الأدوات المالية التي تسقط أسهمها في نهاية السنة لديهم مرد ودية أكبر خلال الأيام الأولى من السنة الجديدة.

¹ الدكتور منير إبراهيم الهندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، ص 520.

- أثر تغير الشهر: 1987 Ariel في تحليله للأسهم المسعرة في مؤشر Nyse من 1963 إلى 1981 بين وجود زيادة في المرء ودية خلال بداية الشهر وليس بالضرورة خلال شهر جانفي وبين أن المرء ودية تكون تقريبا معدومة خلال الفترة المتوسطة من الشهر وجد مرتفعة في بداية الشهر وبين كل من Lokonishok و 1987 Smith أن مرء ودية أسهم Dow Jones تكون جد مرتفعة خلال الثلاثة أيام الأخيرة والثلاث أيام الأولى من كل شهر.

- أثر نهاية الأسبوع أو الاثنين **L'effet Lundi ou effet week-end**:

الملاحظ هو أن مرء ودية الأسهم تكون ضعيفة يوم الاثنين بالمقارنة مع أيام الأسبوع الأخرى وبينت دراسة Cross 1973 على Standard and Poor's 500 SP500 خلال 1953 إلى 1970 والتي تابعها French 1980 ما بين 1953-1977 و Gbbons et Hen 1981 على مؤشر Dow Jones وكلهم اتفقوا على أن مرء ودية يوم الاثنين هي تقريبا منعدمة في وقت تكون جيدة خلال أيام الأسبوع الأخرى وهذا راجع حسبهم إلى أن المستثمرين يكونون في مرحلة إعداد إستراتيجياتهم الاستثمارية في بداية الأسبوع.

- آثار أيام الأعياد: كان Fields 1934 أول شاهد أن Dow Jones الصناعي ما بين 1901 و 1932 يحقق مردودية كبيرة في اليوم السابق ليوم العيد.¹

مما سبق فإن السوق المالي يتأثر بكافة المتغيرات الحاصلة وتلعب كل من الأوضاع الاقتصادية-السياسي-الاجتماعية-النفسية للمستثمرين دورا فعالا في كفاءة السوق حيث

¹ Sandrine lardic et Valérie Mignon, op.cit, p51 et suite.

يتمتع بثلاث صيغ رئيسية وبصرف النظر عن الصيغة التي عليها تقوم الكفاءة فإنه من المتفق أن حركة أسعار الأسهم هي حركة عشوائية وذلك أن المعلومات ترد في نمط عشوائي وغير منتظم حيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول المستثمرين عليها وهؤلاء المستثمرين يجاهدون لتحقيق أقصى قدر ممكن من المنفعة هذا يعني أنهم يتسمون بالرشد ويكونون توقعاتهم حول الأدوات المالية المسعرة والتي من شأنها جلب هذا الربح لهم ولن يتحقق ذلك إلا إذا انفرد واحد منهم أو مجموعة قليلة بميزة الحصول على المعلومات قبل غيره من المستثمرين، فالحصول على هذه المعلومات بأقصى سرعة ممكنة ولتكوين توقعات مثالية من شأنه تحقيق أهداف المستثمر المسطرة.

9- السيولة وكفاءة السوق:

تؤثر السيولة في تحديد القيمة الحالية للأوراق المالية كما تؤثر بنسبة كبيرة على حركة أسعار الأسهم والعلاقة التي تربط هذه العوامل ببعضها من شأنها التأثير على الكفاءة في الأسواق المالية.

سيولة الورقة المالية تعني إمكانية تحويلها وتسويقها إلى نقدية فإذا توافرت في سوق الأوراق المالية سمة العمق والاتساع وسرعة الاستجابة للمعلومات الواردة سيحقق ذلك درجة عالية من تسهيل هذه الورقة.

كما يقصد بالسيولة إمكانية تصريف الورقة المالية بسرعة إلى سعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة.¹

وللسيولة تأثير على القيمة السوقية للورقة المالية وعلى القيمة السوقية للمنشأة حيث تباع الورقة المالية في السوق ويكثر الطلب عليها إذا تميزت بسيولة مرتفعة.

ويكون هذا التأثير من خلال مصدرين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر، فالتأثير المباشر يكون بارتفاع مستوى السيولة الذي يترك أثرا إيجابيا على القيمة السوقية للمنشأة والتي هي عبارة عن مجموع القيمة السوقية لما تصدره من أوراق، أما التأثير غير المباشر فينجم من بيع الأسهم المصدرة بسعر مرتفع وهذا راجع إلى تميزها بقدر من السيولة وعليه فإن هذا يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض تكلفة الحصول على الأموال وبطبيعة الحال يكون لذلك أثره الإيجابي على القيمة السوقية للمنشأة.

وتقاس السيولة بمقاييس متعددة من أبرزها وأكثرها شيوعا هو مقدار الهامش الذي يحصل عليه صانع السوق.

يقصد بهامش الربح الذي يحققه صانع السوق الفرق بين السعر الذي يشتري به الورقة والسعر الذي يبيعها به ويشير كل من Amihud و Mendelson 1988 إلى أن تكلفة المعاملات التي يتكبدتها المستثمر للتخلص من الورقة تعد مؤشرا لما تتمتع به من سيولة، ولما كان هامش الربح الذي يحققه صانع السوق يمثل الجانب الأكبر من تكلفة المعاملات فإنه يعد مقياسا

¹ د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص550.

ملائماً للسيولة فكلما زاد الهامش كلما كان مؤشراً على صعوبة تسويق الورقة أي صعوبة تحويلها إلى نقدية دون تكبد تكاليف كبيرة، ويزداد الثمن كلما كان سوق الورقة يتميز بضعف السيولة، وكشفت الدراسة عن وجود علاقة عكسية بين هامش الربح وسيولة الورقة المالية أي كلما انخفضت سيولة الورقة المالية ارتفع الهامش أو العائد الذي يطلبه صانع السوق وذلك لتعويضه عن المخاطر ويترتب عن ذلك انخفاض في القيمة السوقية للورقة المالية.

إضافة إلى ذلك فإن لهامش الربح علاقة عكسية مع العديد من سمات السيولة من أبرزها: حجم التعامل في الورقة، عدد حملة الأسهم، عدد صناع السوق الذين يتعاملون في الورقة ومدى الاستقرار في سعر الورقة.

ويشير كل من Miller و Grossman 1988 إلى أنه حتى في ظل هذه الظروف لا يمثل العائد مقابل لتوفير خدمة السيولة بقدر ما يمثل عائد مقابل تنفيذ الأوامر أي أمر الشراء وأمر البيع يضاف إلى ذلك أن الواقع يشير إلى أن صفقات البيع والشراء لا تتم في وقت واحد مما يعني أن الهامش قد يزيد أو ينقص وبعبارة أخرى فإن الهامش لا يعكس ثمن إتاحة فرصة الفوز لإبرام الصفقات.

9-1 سيولة السوق:

من المعروف أن لسيولة الورقة المالية تأثير على قيمتها السوقية وإذا ما كان الأمر كذلك فمن الملائم معرفة السمات التي إذا ما توافرت في السوق الذي تتداول فيه الورقة المالية سوف

يجعلها سهلة التسويق بحد أدنى من التقلب في قيمتها السوقية وفي هذا الصدد يشير Francis 1986 و Bernstein 1987 إلى ثلاث سمات هي العمق، الاتساع وسرعة الاستجابة وفيما لي سنتطرق إلى دراسة كل سمة على حدى.¹

1- عمق السوق: يقصد بعمق السوق أن هناك أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المالية أي تميز السوق باستمرارية في العمليات اليومية ونتيجة لذلك فإن أي خلل في التوازن في الكميات المطلوبة أو المعروضة ينتج عنه تغير طفيف في السعر وهو ما يعني ضالة الخسائر الرأسمالية في حالة حدوثها وعلى العكس من ذلك فإن السوق غير العميق يتسم بعدم استمرارية أوامر البيع والشراء والخلل الحاصل في التوازن يؤدي إلى تغير كبير في سعر الورقة مما يعرض حاملها لخسائر كبيرة وبالتالي تؤدي إلى تأخير قرار البيع أما العكس في حالة زيادة الطلب عن العرض فهنا سيرتفع السعر إلى الدرجة التي يضطر فيها المستثمر الشاري انتظار انخفاض لسعرها. فترة الانتظار هذه سواء في ارتفاع العرض عن الطلب أو الطلب عن العرض مرهون بتحقيق التوازن بين العرض والطلب في السوق، ومن أهم متطلبات السوق العميق هو وجود وسائل اتصال جيدة بين المتعاملين حتى تتحقق خاصية الاستمرارية في السوق.

2- اتساع السوق: اتساع السوق يعني وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية مما يحقق استقرار نسبيا في سعرها ويقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية وفي مثل

¹ د. إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 534-535.

هذا السوق يضعف الدافع لدى البائع أو المشتري المحتمل لتأجيل قراراته بالبيع أو الشراء كما أن صانع السوق يقبل بهامش صغير على أمل التعويض بارتفاع معدل دوران الورقة المعنية.

3- سرعة استجابة السوق: يقصد بسرعة استجابة السوق أن أي خلل محتمل في العرض والطلب على الورقة المعنية يمكن معالجته بسرعة من خلال تغيير طفيف في السعر وهذا ما يؤدي إلى ضالة الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة، مما يقلل فرصة ترده في بيعها كما يضعف أمل المشتري المحتمل في إمكانية شرائها بسعر أقل في تاريخ لاحق وبالطبع يتوقع أن يقبل صانع السوق لتلك الورقة هامش ربح منخفض نظرا لضالة المخاطر التي يتعرض لها مخزونه إذا ما انخفضت الأسعار.

كما أن هناك استراتيجيات وأساليب متعددة تتبعها المنشأة لتحسب مستوى سيولة ما تصدره من أوراق مالية وتتمثل هذه الاستراتيجيات في:

* طرح الأسهم للتداول العام بدلا من التداول الخاص.

* تسجيل الأوراق المالية في البورصات لما يتيح لها فرصة التداول بها.

* تولى بنك الاستثمار شؤون الإصدار وذلك كبديل عن اضطلاع المنشأة بنفسها تلك المسؤولية.

* الحصول على القروض في صورة سندات والحصول على أموال مفترضة بدلا من قيام

المستثمر ببناء هيكل رأسمال شخصي يتضمن أموال مقترضة.

* إصدار السهم بقيمة اسمية صغيرة.

* اختيار الشكل القانوني الذي ينطوي على مسؤولية محدودة ونشر المعلومات عن المنشأة.

وأخيرا هناك الدور الذي يلعبه أعضاء السوق المنظمة وغير المنظمة في تحقيق السيولة لما يتداول فيها من أوراق.

من المعروف أن للسيولة تأثير ملموس على كفاءة السوق الذي يتميز بمقومات تحدد ذلك ويبين لنا Reilly ثلاث مقومات رئيسية للسوق الجيد وهي دقة وسرعة وصول المعلومات، كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير والسيولة ويضيف Bernstein في 1987 خاصية وهي عدالة السوق وتعني أن يتيح السوق لجميع المتعاملين فرصة متساوية للتعامل، وعليه يمكن القول أن السوق الجيد هو السوق الذي يتسم بالكفاءة والذي يحقق السيولة لما يتداول من أوراق وفيما يلي سنتطرق إلى دراسة العلاقة التي تربط بين الكفاءة والسيولة في الأسواق.

9-2 العلاقة بين السيولة والكفاءة:

يمكن التمييز بين نوعين أساسيين من التغييرات السعرية عارضة ترجع إلى تصرف فريق الضوضاء وهم الذين يتصرفون بوحى من أحاسيسهم الخاصة دون أي دراسات، والتي تحدث خلا مؤقتا بين العرض والطلب ومع هذا فإن تعاملات الضوضاء من شأنها أن تبطئ حركة الأسعار في اتجاهها نحو القيمة الحقيقية للورقة المالية، وتغيرات أخرى تعزى لورود معلومات جديدة وهي تدوم وتبقى إلى أن تصل إلى السوق معلومات أكثر حداثة ويترتب عن

ورود المعلومات الجديدة تحرك الأسعار إلى مستوى جيد بالطبع تكون الحركة بالزيادة إذا كان المعلومات سارة والعكس إذن فالمعلومات تعكس درجة عالية من التفاؤل أو التشاؤم بشأن ربحية المؤسسة المصدرة للسهم.

مما سبق يبدو أن الانسجام بين السيولة والكفاءة يكون أكثر وضوحا في النوع الأول من التغيرات السعرية، فالتغيرات السعرية التي يحدثها فريق الضوضاء لا تقوم على أساس من المعلومات ومن ثم ينبغي أن تكون في أضيق الحدود أو لا تكون على الإطلاق وهو ما ينسجم مع مفهوم كفاءة السوق كما ينسجم مع متطلبات السيولة هذا يعني بالتبعية أن أدوات تحقيق السيولة مثل سمة الانتظام وإجراءات إيقاف التعامل في حالة وجود خلل بين العرض والطلب هي ذاتها أدوات تحقيق الكفاءة خلال الفترات التي لا تصل فيها معلومات جديدة.

ففي ظل سمة الانتظام التي هي من متطلبات السيولة سوف لا تنتقل الأسعار مرة واحدة إلى مستوى التوازن الذي يعكس القيمة الحقيقية للورقة بل ستتحرك رويدا في هذا الطريق وهو ما يتعارض تماما مع سمة الكفاءة أي أن الأسعار لن تعكس المعلومات المتاحة بالسرعة المطلوبة وهو ما يتيح لبعض المتعاملين تحقيق أرباحا غير عادية على حساب آخرين.

ويبين Fama 1989 أن البطء في الوصول إلى الأسعار إلى المستوى الذي يعكس القيمة الحقيقية للورقة يعني ضمنا أن هدف تخفيض الموارد المتاحة الذي يسعى إليه السوق لن

يتحقق بالمستوى المطلوب نتيجة لذلك فإن السوق الذي يحقق السيولة لما يتداول به من أوراق من شأنه أن يؤدي إلى إضعاف كفاءة السوق ويجعل أسعار الأوراق المالية مضللة أي لا تعكس المعلومات المتاحة. فإذا كانت تصرفات فريق الضوضاء تخلق السيولة للسوق فإن تصرفاتهم تؤدي أيضا إلى إضعاف كفاءة السوق إلا أن غيابهم يعني عدم وجود سوق نشط لأن المتعاملين من ذوي المعلومات يتعاملون مع فريق الضوضاء أكثر من تعاملهم مع بعضهم ومن ثم فإن غياب فريق الضوضاء يعني بالتبعية هبوط شديد في تعاملات فريق المعلومات 1986 Black وهبوط في حركة السوق بصفة عامة ويضيف 1987 Bernstein إلى أن السوق الكفاء غير جذاب للعديد من المستثمرين تكون فيه السيولة عند حدها الأدنى.

وكنتيجة لما سبق نجد في معظم الأحيان أن الأسعار لا تعكس فقط المعلومات بل تعكس كذلك الضوضاء ليس هذا فقط بل أن سمة الانتظام التي تعتبر سمة للسيولة هي في نفس الوقت عائق في طريق الكفاءة وهذا ما يؤدي إلى وجود تناقض بين المفهومين بصفة عامة.

9-3 اتجاهات لزيادة الكفاءة وتحسين السيولة في السوق:

برزت اتجاهات عديدة في الأسواق الأمريكية والتي تدعو إلى تحقيق السيولة والكفاءة من خلال إتباع عدد من الإستراتيجيات في مقدمتها:

- إلغاء العمولة الثابتة وجعل العمولة تتحدد على أساس التفاوض.
- إدخال بعض الأدوات المستخدمة لتسيير إبرام الصفقات.
- إقامة سوق موحدة تحقق مركزية التقارير والمعلومات عن الصفقات.
- مركزية المعلومات عن الأسعار ومركزية دفتر الأوامر المحددة بالإضافة إلى المنافسة الحرة.

وما زال هناك مجال لاستخدام إستراتيجيات أخرى محتملة تتعلق بتنفيذ الصفقات الضخمة منها إستراتيجية الشمس المترفة، جلسات المزاد الدورية وإيقاف التعامل للحظات هذا بجانب مقترحات بشأن الشراء النقدي الجزئي، كل هذا من شأنه المساهمة في الرفع من زيادة العلاقة بين الكفاءة والسيولة في السوق المالي، إضافة إلى مشاكل سوء النية التي تواجه المتعاملين في الأسواق المالية هناك أيضا مشكلة الوكالة وقد تطرق إلى دراستها العديد من الاقتصاديين أهمهم: Meckling و Jensen و 1976 Fama و 1980 وأشار إلى حتمية حدوث صراع في المؤسسة عندما يكون هناك فصل بين الملكية والتسيير لأن انفصال الملكية عن الإدارة في شركة المساهمة يزيد من احتمال قيام المديرين باستخدام أموال وكانت الأسهم في أنشطة استثمارية غير مرضية.

كانت مساهمة Jensen و Meckling و 1976 من خلال التشكيك في الاستثمارات والمعلومات التي تعطيها المؤسسات للمساهمين في السوق المالي حيث كانت الإشارات جد موجزة أي أنها لا تعبر عن الوضع الحقيقي للمؤسسة أو السياسة المالية المتبعة ودعا

كل من Modigliani و Miller إلى ضرورة تحليل السياسات المالية التي تتبعها المؤسسة قبل المساهمة أو المشاركة فيها وهذا تفاديا للاختلافات التي قد تنجم بين الطرفين نتيجة للتباين في الأهداف والمعلومات.

10- نظرية التوقعات العقلانية:

كثيرون هم الذين تكلموا عن التوقعات العقلانية في السوق المالي حيث أن التوقعات المرتقبة تكون من خلال التنبؤات التي يجريها المستثمرون عند معاملة شراء أو بيع يقومون بها، فالجيل الأول من مدرسة التوقعات كان يتكون من بعض خبراء النقد (المدرسة النقدية) خلال العقد ما بين 1950-1960 وهم: Maselman، Modigliani، Such Friedman حيث اعتمد على الافتراضات التقليدية في تكوين تنبؤات وهي عبارة عن توقعات تكيفية (anticipation adaptatives) والمتعلقة بالاستقرار أو الانحدار ويكون هدف تطبيقها على نظريات هيكل المعدلات (تضخم) وتعتمد العوامل الاقتصادية الأساسية لتوقعاتهم عن القيم المستقبلية للمتغيرات على القيم الماضية، فمثلا معدل التضخم المتوقع يتند على الخبرة المكتسبة من السنوات السابقة إذن ستكون التوقعات متحيزة وعملية تكوين هته الأخيرة تبدو غير عقلانية باعتبار أن المستثمرين يقعون في أخطاء منهجية بحكم أنهم بشر معرضون لارتكاب الأخطاء.

أما الجيل الثاني من الذين قاموا بأعمال حول التوقعات فهم: Jor.F.Muth في 1961 و Robert Lucas في 1970، Sargent في 1972 وكل من Skiller و Modigliani في 1973 والفرق بين الجيلين هو أن الجيل الأول كان يعتمد على المتغيرات الماضية من أجل تكوين التوقعات المستقبلية أما الجيل الثاني فقد اعتمد على استعمال المعلومات المتاحة من أجل تكوين التوقعات. فكل هؤلاء المفكرين يسعون إلى هدف واحد هو أنه في الاقتصاد يعتمد المستثمرون على عوامل اقتصادية رشيدة تمكنهم من تعظيم أرباحهم.

حسب Bernard Guenier النتيجة الرئيسية لفرضية التوقعات العقلانية هي الحصول على حلول للمشاكل الاقتصادية من خلال تنسيق القرارات الفردية والتوقعات هي نسخة مطورة من فرضية التنبؤ الكامل.¹

1-10 شرح النظرية:

1-1-10 تقييم سعر السهم:

تعرف الأسهم على أنها جزء من ملكية الشركة ويتمتع أصحابها بحق التصويت لمعرفة نظرية تقييم أسعار الأسهم لا بد من توضيح سيناريو بسيط ألا وهو أن المستثمر عند حصوله على أسهم فهو سيحقق أرباح متفاوتة خلال فترة من الزمن ثم بعد ذلك يعيد بيع هذه الأسهم وهو ما يعرف بنموذج Mono périodique أما بالنسبة لإجراءات الاسترداد فتكون عن طريق القيمة الحالية لجميع الإيرادات المتولدة في المستقبل (أرباح + أسعار البيع).

¹ URL.<http://www.economic2000.com>.

10-1-2 تقييم نموذج Mono périodique:

يعبر عن أرباح السهم في المستقبل بـ D_1 ، أما بالنسبة لإعادة بيعها فنعبر عنها بالسعر P_1 .

وباستخدام معدل خصم معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين (K_e) نحصل على:

$$P_0 = D_1/(1+K_e) + P_1/(1+K_e).....(1)$$

حيث:

P_0 : تمثل السعر الحالي للسهم

D_1 : تمثل قيمة الأرباح المحصل عليها في السنة الأولى

K_e : يمثل معدل العائد: Taux de rentabilité

P_1 : يمثل سعر السهم في نهاية السنة الأولى

إذا كان مستثمر يحصل على مردودية بقيمة 12% ويتوقع أرباح بـ 2 وسعر السهم المستقبلي

هو 60 ون، فبمساعدة المعادلة (1) يمكن لنا حساب السعر الحالي للسهم حيث:

$$0.12 = K_e$$

$$2 = D_1$$

$$60 = P_1$$

وسعر السهم في السوق هو 50 و.ن

إذن:

$$P_0 = 2/(1+0.12) + 60/(1+0.12) = 55.36 \text{ و.ن}$$

تحليل المستثمر هنا ينصب على أن القيمة الحالية للدخل ذات الصلة بامتلاك الأسهم خلال السنة سيكون مساويا لـ 55.36 و.ن مع السعر الحالي للسهم في السوق هو مساوي لـ 50 و.ن فهنا يكون من المربح شراء هذه الأسهم أما إذا كان سعر السهم المسعر أقل من قيمة 55.36 و.ن يمكن له تقدير أن الخطر الأصلي لمعدل العائد المستقبلي يبرر المعدل الحالي الأكبر من 12% كما أن ارتفاع الأسهم يكون بنسب منخفضة مع تنبؤات التحليل، فهناك مستثمرون لديهم مردودية مرتفعة وآخرون يتوقعون أرباح أو سعر إعادة البيع منخفض.

10-1-3 تعميم التقييم عن طريق الأرباح:

في حالة عدة فترات:

$$P_0 = D_1/(1+K_e)^1 + D_2/(1+K_e)^2 + \dots + D_n/(1+K_e)^n + P_n/(1+K_e)^n \dots (2)$$

استعمال المعادلة (2) في تقييم الأسهم يحتاج إلى نظرية على سعر السهم عند إعادة بيعه بمعنى آخر معرفة P_n لإيجاد P_0 فإذا كان n كبير يعني هذا كلما زادت المدة الزمنية وكانت بعيدة تكون القيمة الحالية منخفضة فمثلا إذا كانت القيمة الحالية للسهم المباع مساوية لـ 50 و.ن لمدة 75 سنة بمعدل مردودية 12% فسيكون السعر بسنتيم واحد فقط.

$$50 / (1+0.12)^{75} = 0.01 \text{ و.ن}$$

والنتيجة هي أنه يمكن حساب قيمة السهم من خلال خصم تدفقات الأرباح ويمكن كتابة نموذج

Le modèle généralisé d'évaluation تعميم التقييم

$$P_r = \sum_{t=0}^{\infty} D_t / (1+K_e)^t$$

وتعني هذه المعادلة أنه يمكن تقييم سعر السهم بخصم قيمة أرباحه.

10-1-4 نموذج Gordon-Shapiro:

يفترض نموذج Gordon-Shapiro بأن الأرباح تنمو بمعدل ثابت (g)،

حيث:

$$D_n = (1+g)^n D_0 \dots (3)$$

إذن:

$$P_0 = D_0(1+g)^1 / (1+K_e)^1 + D_0(1+g)^2 / (1+K_e)^2 + \dots + D_0(1+g)^\infty / (1+K_e)^\infty$$

حيث:

D_0 : يمثل آخر ربح مدفوع من قبل المؤسسة

g : معدل النمو المتوقع للربح

K_e : معدل العائد المطلوب

يمكن تبسيط المعادلة (3) إلى:

$$P_0 = D_0(1+g)/(K_e-g) = D_1/(K_e-g) \quad \text{Si } g < K_e$$

الهدف من نموذج Gordon Shapiro هو الحصول على وسيلة بسيطة لتقدير معدل العائد

المطلوب حيث:

$$K_e = D_1/P_0 + g$$

ومعدل العائد المطلوب = توزيعات الأرباح + معدل النمو المتوقع للأرباح.

كيف يمكن إنشاء سعر السهم في السوق؟

يتمثل مبدأ المناقصة في أن السعر يتحدد عندما يدفع بأفضل قيمة.

- دور المعلومات:



مثال:

يقدم السهم 2.0 من الأرباح في العام المقبل ويتوقع المحللون معدل نمو بنسبة 3% في السنة

ولدينا 3 مستثمرين (نفرض).

مستثمر A: على دراية ضعيفة بالمعلومات المتوفرة في السوق.

مستثمر B: أكثر اطلاعا من المستثمر A

مستثمر C: في غاية المعرفة

المستثمر	معدل الخصم	قيمة السهم (g-K _e)
A		ون 16.67
B	12 %	ون 22.22
C	10%	ون 28.57

سعر السهم بين 22.22 وون و 28.57 وون حسب الفرضية.

من الجدول نلاحظ أن المستثمر الذي يربط بيت خفض مخاطر شراء السهم هو الذي سيقبل

بدفع أعلى قيمة.

أما في حالة ورود معلومات جديدة فإنه سيتم التعديل في التوقعات وبالتالي التغيير في أسعار

الأسهم.

مثال: لدينا اتجاه جديد : في السياسة النقدية ← تؤدي إلى تغيرات في أسعار الفائدة ومنه سيكون استعراض المرودية منخفض وتوقعات الأرباح مرتفعة وعليه تتغير أسعار الأسهم بالزيادة.

مما سبق:

فالمبدأ الأساسي لتقييم الأسهم في السوق المالي يعتمد على توقعات المستثمرين وخاصة تلك المتعلقة بالأرباح المستقبلية ففي الفترة ما بين 1950 و 1960 كان الاقتصاديون يرون بأن المستثمرين يكونون توقعاتهم من خلال تجاربهم السابقة بصفة حصرية فمعدل التضخم كان يحسب عن طريق متوسط معدل التضخم الماضي والتوقعات المكونة بهذه الطريقة من قبل المستثمرين كان يطلق عليها اسم التوقعات التكيفية *anticipations adaptatives* لأن التغيرات الحاصلة في التوقعات تكون بطيئة وبطريقة تدريجية حيث هي عبارة عن تصحيحات تدريجية لأخطاء التوقعات.

وعليه يمكن تعريف التوقعات العقلانية حسب:

* Joh Muth 1961: "يقول أن المستثمرين يستعملون المعلومات المتاحة لتكوين توقعاتهم

العقلانية وهذه التوقعات تتطابق مع التنبؤات المثالية في المستقبل".¹

* Fredric Mishkin: " يكون التوقع العقلاني مساوي لأحسن التنبؤات باستعمال المعلومات

المتاحة في وقت تكوين التوقع لكن التنبؤ المعتمد على التوقع العقلاني لا يكون دائما صحيحا".¹

¹ Joh Muth "Rational expectations and the theory of price movement", *economica* 29 (1961), p315.

وعليه فالتوقعات العقلانية تستعمل كل المعلومات المتاحة (I_{t-1}) من أجل التنبؤ وحساب التوقعات المشروطة ليكون:

$$\pi^e_t = E(\pi_t / I_{t-1})$$

بافتراض أن خطأ التوقع معدوم:

$$\begin{aligned} E(\pi^e_t - I_{t-1}) &= E[E(\pi_t / I_{t-1})] \\ &= E[E(\pi_t / I_{t-1}) - E(\pi_t / I_{t-1})] = 0 \end{aligned}$$

حيث تمثل π المتغير وعليه:

π^e_t : التوقع المتغير في الفترة t .

π_t : تمثل أحسن تنبؤ للمتغير π .

I_{t-1} : المعلومات المتاحة.

مما سبق تمثل التوقعات العقلانية أحسن التنبؤات المستقبلية والمستعملة لكافة المعلومات المتاحة وقت تكوينها.

إذن تكوين توقعات أحسن من شأنه اتخاذ قرارات أفضل في السوق المالي المستثمر الذي لديه توقعات أفضل عن مستقبل سهم معين هو الذي يكسب أكبر قدر من المال.

¹ F.M "Monnaie banque et marché financier" 8ième édition Pearson éducation France 2007, p176.

هناك سببان رئيسيان من شأنهما أن يبينان أن التوقع يمكن له أن يكون غير عقلاني:

1- حالة ما إذا تمكن المستثمر من الحصول على كافة المعلومات لكن في الوقت نفسه

يرى بأن تكلفة دراسة هته الأخيرة كبيرة جدا وعليه لا يكون في استطاعته دمج المعلومات في

توقعاته.

2- حالة ما إذا تجاهل المستثمر المعلومات المتوفرة لديه واعتمد على أشياء أخرى لبناء

توقعاته فهذا سيؤدي به إلى تكوين تنبؤات ناقصة في المستقبل.

خاتمة الفصل:

تهدف أسواق رأس المال إلى تحقيق أهداف متعددة أهمها ضمان أفضل تخصيص للمدخرات على الاستثمارات وكذلك ضمان السيولة وجذب المزيد من الأفراد والمؤسسات إلى السوق وإتاحة أفضل السبل لتدبير احتياجات الشركات من الأموال مثل زيادة رأس المال وكل ذلك بغرض خدمة الاقتصاد القومي ولكي تكون السوق أو البورصة مرآة للاقتصاد القومي ولتنشيط السوق وزيادة حجمه وضمان الثقة فإنه يجب أن تتمتع بالكفاءة ولكي يحقق سوق رأس المال هدف التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن يتوافر فيه كل من الكفاءة التشغيلية والتسعيرية.

فمن خلال بحثنا هذا وخاصة في الفصل الثاني تطرقنا إلى دراسة المعلومات وكفاءة الأسواق المالية. حيث تطرقنا إلى دراسة جانب مهم من الكفاءة في السوق ألا وهو "المعلومات" حيث أن هذه الأخيرة لها علاقة مع الأسعار التي تعكسها في السوق إضافة إلى ذلك تطرقنا إلى تفسير وتحليل هته المعلومات وكذا قيمتها وطريقة مراقبته لتقادي الوقوع في مشكلة عدم تماثل المعلومات والتي خصصنا لنا لها جانب من دراستنا أيضا.

أما في الجزء الثاني والذي درسنا فيه الكفاءة فقد تعرفنا عليها وعلى شروط تحققها وكذا الإستراتيجية المعمول بها في السوق الكفء كما تطرقنا إلى دراسة أبعادها وخصصنا جزءا مهما من الدراسة للتعرف على مختلف صيغ الكفاءة " الضعيفة، شبه القوية، والقوية" وأهم الاختبارات التي تعرضت إلى هذه النظرية.

أما الجزء الأخير من هذا الفصل فقد كان نوعا ما جزءا مخصصا لدراسة سلوك المستثمرين من خلال التطرق إلى المالية السلوكية والتوقعات العقلانية التي لها علاقة بالمعلومات وتؤثر على كفاءة السوق بصفة مباشرة حيث برهنت الدراسات على وجود علاقة وثيقة بين مدى توفر المعلومات وفهمها ومدى اتخاذ قرار الاستثمار المناسب بالأسهم العادية في الوقت المناسب.

أما في الفصل الموالي سنحاول دراسة الأسواق المالية العربية و أهم مميزاتها بالإضافة إلى تخصيص جزء منها إلى دراسة كل من السوقين الماليين ل « تونس و المغرب » . بالنسبة لما سبق وعن العلاقة بين المعلومات والكفاءة وكذا تأثير سلوك المستثمرين على زيادة هذه الكفاءة فسيتم اختبارها والتطرق لها من خلال الدراسة القياسية للسوقين التونسي و المغربي في الجزء الأخير من الفصل.

مقدمة:

تعد الأسواق المالية العربية ضرورة حتمية لإشباع النشاط الاقتصادي حيث أدت الزيادة في توسيع التحرر المالي في الاقتصاديات المتقدمة إلى زيادة تطور نشاطها وأسواقها المالية، ومواكبة لهذا التطور الحاصل في هذه الدول شهدت الدول العربية تطبيق برامج إصلاح مالية شملت التنظيم القانوني والتشريعي لأسواقها المالية والتي انعكست بشكل إيجابي في نموها وحجم التداول فيها غير أنها مع كل هذا لازالت تواجه بعض الصعوبات والمعوقات التي تحول دون تحقيق كفاءتها وهذا راجع إلى ضيق نطاق السوق إضافة إلى ضعف نظام المعلومات وغيرها، فمن خلال الفصل الثالث الأسواق المالية العربية (دراسة قياسية لكفاءة سوق: تونس ، المغرب) سنحاول التطرق إلى الأسواق المالية العربية في ظل برامج الإصلاح وكذا أهم مميزات وخصائص هذه الأسواق على الاقتصاديات العالمية وأهم التطورات التي شهدتها أثناء الأزمة العالمية والدور الذي تلعبه في تنمية الاقتصاد الوطني بالإضافة إلى التعرض إلى أهم المحطات التي مرت بها من أجل التوحد وإنشاء سوق عربي موحد أما الجزء الثاني من الدراسة فسنخصصه إلى دراسة نموذجين من الدول العربية ألا وهما بورصة الأوراق المالية التونسية وبورصة الدار البيضاء المغربية وبالنسبة للجزء الأخير من دراستنا سنقوم بإجراء اختبار على كفاءة هذين السوقين وذلك باستعمال تقنية التكامل المتزامن.

1- الأسواق المالية العربية:

في ظل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية التي شهدتها الاقتصاد العالمي خلال العقد الأخير تحولت أسواق المال العربية إلى سوق واحد نوعا ما لا تعوقه الفواصل الجغرافية وأصبحت حركة رؤوس الأموال أكثر تحررا، ولعل هذه التحولات تفرض على الاقتصاديات العربية أعباء كثيرة لا بد من التكيف معها وأول خطوة لمواكبة ومسايرة هذه التحولات هي القيام بإصلاحات هيكلية على اقتصاديات البلدان العربية.

1- الأسواق العربية ما قبل الإصلاح:

يتميز كل سوق من أسواق المال العربية بخصوصية ترجع في الأصل إلى ظروف نشأته وكذا القوانين والتشريعات المتبعة في اقتصاد كل بلد إلا أن جميع هذه الأسواق واجهت مجموعة من الصعوبات حدثت من نموها وقللت من كفاءة إدارتها ويمكن أن نحصر هذه المشكلات المشتركة في ما يلي:

أ- قلة المعروض من الأدوات المالية:

تمثل الأدوات المالية كل من أسهم الشركات وسندات الاقتراض والتي تميزت بقلتها في الأسواق العربية وهذا راجع إلى عدة أسباب يمكن أن نحصرها في الجو العائلي الذي يسود الشركات المساهمة أي أنها ذات ملكية شخصية ولا يسمح لدخول الأجانب فيها، كما أن للدولة دور مهم في افتقار الأسواق لهته الأدوات حيث تملك نسبة كبيرة من أسهم

الشركات إضافة إلى ذلك احتكارها إصدار السندات مع المؤسسات التابعة لها، كما تميزت الأسواق العربية عموما بضعف سياسات الاكتتاب التي كانت تعتمد بالأساس على الاتصالات الشخصية المباشرة بسبب غياب مؤسسات ضمان التغطية والتوزيع.

ب- تراخي الطلب على الأدوات الاستثمارية:

تميز الطلب على الأدوات الاستثمارية في الأسواق العربية بالضآلة والتراخي وهذا راجع لعدة أسباب نذكر أهمها:

- انخفاض معدل الدخل النقدي والادخار الفردي وعدم استقرار دخول الفئات التي تحققه.
- منافسة الأوراق المالية الحكومية والأوعية الادخارية للبنوك في تقييد الطلب على الأوراق المالية للشركات.
- انخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية وذلك بفرض ضرائب باهضة عليها.
- تفضيل السيولة في الاستثمار قصيرة الأجل نظرا لما يتطلبه الاستثمار في سوق المال من توافر مستوى عال من الوعي الادخاري وهو ما أدى إلى اتجاه معظم الودائع نحو البنوك التجارية وصناديق الادخار.
- المنافسة الجديدة لمؤسسات التمويل المشتركة حيث ساهمت في تحويل الشركات والمؤسسات عن الاعتماد على السوق المالي في سد احتياجاتها إلى اللجوء إلى تلك المؤسسات للاقتراض منها.

ج- تخلف الأطر التنظيمية والمؤسسية:

إذا كان الإطار التنظيمي والمؤسسي للسوق المالي يتميز بالدقة والحدثة والمرونة فهذا يعني أن هذه السوق هي سوق ذات كفاءة عالية أما إذا تميزت بالتخلف والقصور فهذا يؤدي إلى الحد من درجة تطورها ونموها وهو ما ميز الأسواق العربية ففي أسواق السندات قد سجلنا غياب واضح للنصوص التشريعية التي تنظم إصدار وتداول واسترداد قيمة السندات في كل من سوق تونس والمغرب وكذا السوق الكويتية التي افتقرت إلى البنية الأساسية والإطار التشريعي المتكامل.

أما أسواق الأسهم فغياب الأطر التشريعية الخاصة بإصدار السهم والذي من شأنه تحديد الحد الأدنى لرأس مال الشركات المساهمة أدى إلى عدم التمييز بين الشركات التي تقوم بالطرح العام لأسهمها والشركات العائلية المقفلة.

فغياب التشريعات المنظمة للتداول في أسواق المال العربية أو نقصها في بعض الأحيان لم يكن قادر بما فيه الكفاية للحد من المضاربات.

د- تخلف الهياكل المؤسسية:

تتمثل هذه المؤسسات بصورة عامة في البنوك الاستثمارية أو الشركات الاستثمارية وصانعي الأسواق والوسطاء بالعمولة والتي كان لكل منها دور في الأسواق

المالية من توفير السيولة والخدمات...إلا أن الأسواق المالية العربية في فترة ما قبل الإصلاح كانت تعاني من نقص واضح في هذه المؤسسات العاملة في إطار السوق.

هـ- منافسة الوسائل البديلة لتمويل الاستثمار المباشر:

في ظل برامج وخطط التنمية التي اتبعتها الدول العربية لجذب رؤوس الأموال طويلة الأجل عمدت إلى إنشاء الهياكل والمؤسسات المالية وزيادة التوسع في المدخرات المؤسسية والتي كان لها أثر بالغ في تكوين الأصول والخصوم في السوق، حيث اعتمد نشاط تلك المؤسسات على الأنشطة العقارية والسكنية بالنظر إلى استحواذ قطاع الإسكان أولويات مخططات الدولة من هنا أخذت صناديق الادخار السكني والمؤسسات المالية تستقطب معظم المدخرات لتوظيفها في تشييد المساكن والعقارات.

2- الأسواق العربية في ظل برامج الإصلاح:

تبنت معظم الدول العربية برامج الإصلاح الهيكلي وذلك في إطار التحولات الاقتصادية التي أصبحت ضرورة ملحة لمواكبة التطورات الحاصلة في العالم وذلك من خلال إسناد دور اكبير للقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي وهو ما جعل الحكومات العربية تقوم بإجراء تغييرات جذرية في العديد من أطرها التشريعية والمؤسسية التي حققت درجة عالية في مسايرة تقنيات التداول المستخدمة في أسواق رأس المال العالمية، وشملت تلك الإصلاحات عدد من الدول نذكر منها بورصة تونس للأوراق المالية في

1989 وكذا بورصة القيم بالدار البيضاء عام 1993... وتمثلت هذه الإصلاحات في ضمها لعدد من المبادئ الهامة والتي تدعم أسواق المال وهي:¹

أ- تعبئة المدخرات:

هدفت جميع الإصلاحات التي تمت إلى تحديد دور السوق بشكل واضح من حيث كونه يمثل آلية لتعبئة المدخرات الوطنية وتوظيفها في مختلف مجالات الاستثمار بما يخدم عمليات تمويل التنمية الاقتصادية ويحقق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة.

ب- تنظيم مهنة الوساطة:

تطوير وتنشيط عملية الاستثمار في الأسواق المالية يستدعي تأسيس شركات وساطة وخدمات استثمارية تقوم بمجموعة من الوظائف المهمة كتلقي الأوامر، تحليل الأوراق المالية، وضع تصنيف لنوعية الاستثمار وكذا تصنيف انتمائي ونظرا لأهمية الوساطة الذي تقوم به هذه الشركات تضمنت الإصلاحات الجديدة تنظيما لمهنة الوساطة في السوق لتكون قادرة على التحليل وتقديم المشورة بشأن القرار الاستثماري الصائب وإدارة المحافظ وتقييم أداء الشركات.

¹ سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، ط2 مكتبة مدبولي القاهرة 1999 ، ص133.

ج- نظم المقاصة والحفظ المركزي:

عملية المقاصة تعني تداول أوراق الدين المتقابلة بقصد إطفائها حيث تبدأ مع تنفيذ الصفقة من قبل أنظمة الوساطة والتي يصرح بها الوسطاء عن رغبتهم في البيع والشراء إلى أنظمة على شبكات الحاسوب الآلي فعملية المقاصة تتم بين المتعاملين يوميا حتى يتمكنوا من التعامل بأرصدهم النقدية أو بالأسهم، ويعد وجود نظام سريع وآمن للتسوية والمقاصة والحفظ المركزي دعامة أساسية لقيام السوق بوظائفه بكفاءة ويزيد من درجة سيولته وهو ما يساهم في جذب المستثمرين.

د- تطوير نظم التداول:

ساهمت الإصلاحات التي شهدتها البورصات العربية في تحويل نظام التداول اليومي إلى تداول آلي باستخدام الحاسبات الآلية بهدف تحقيق العدالة بين المتعاملين وكفالة السرية التامة لهم وضمان الرقابة اللازمة على أوامر التداول أثناء إدخال العقود وتسود البورصات العربية حاليا أنظمة تداول آلي متطورة ومؤسسات ذات كفاءة عالية في كل من الكويت، السعودية، تونس، المغرب وعمان حيث تم توسيع نطاق استخدام التداول الإلكتروني ليشمل تدريجيا كافة الشركات المدرجة في البورصة.

هـ- الفصل بين الجهة الرقابية والتداول في سوق رأس المال:

تضمنت الإصلاحات الفصل بين الدور الرقابي عن التنفيذي حيث تولت الحكومة الدور الأول (الرقابة) بينما يتولى القطاع الخاص الدور الثاني (التنفيذي) وهو ما أدى إلى زيادة ثقة المتعاملين في الأسواق المالية.

ي- الإفصاح المالي:

تلعب المعلومات دورا حيويا في حصول الوحدات الاقتصادية على مصادر التمويل الخارجي حيث تطلب مؤسسات الإقراض العديد من المعلومات الداخلية المتعلقة بأداء الوحدات الاقتصادية قبل إتمام عملية التمويل كما أن نقص تلك المعلومات سيؤثر حتما على حجم انساب وتدفق الاستثمارات الأجنبية والتي تعنى بالحصول على معلومات كاملة تتعلق بقيمة السهم الحقيقية والمراكز المالية السليمة للشركات وكفاءة الإدارة فيها والتوقعات المستقبلية الخاصة بأرباحها ونموها.

ويأخذ الإفصاح عدة أشكال أقواها إدخال¹ المعلومة في القوائم المالية كما يعد الترتيب داخل القوائم المالية أحد الأشكال الهامة للإفصاح، ويتم تقديم كم كبير من المعلومات المرتبطة بالقوائم المالية ولكنها خارج القائمة وهذه المعلومات تصنف كملاحظات وتشمل المعلومات الرقمية ونصوص تم مستخدمى القوائم بالأمور التي ظهرت ملخصة أو استبعدت أو غير ذلك، لذا يجب على الدول العربية كافة الأخذ بعين الاعتبار الطريقة

¹ طارق عبد العال حماد، دليل مستثمر بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الاسكندرية 2008 ص55.

التي يتم بها الإفصاح عن معلوماتهم الداخلية وما يمكن ملاحظته هو أن الدول الخليجية هي الدول التي تملك وسائل إفصاح قوية ودقيقة من بين مجموعة دول القطر العربي. ساهمت مختلف الإصلاحات التي قامت بها البلدان العربية خاصة الإصلاحات التي شملت القطاع المالي والذي ساعد على زيادة تطور الأسواق المالية التي يجب لها مسايرة التطورات الحاصلة في الاقتصاديات العالمية حيث أن هذه الأخيرة لا يمكن لها الانخراط في مستثمرة للمؤسسات المالية الدولية ذات الكفاءة العالية، وتتميز هذه الأسواق العربية عموما بعدة خصائص سنقوم بدراستها في الجزء الموالي.

3- خصائص الأسواق العربية:

أدت الإصلاحات التي قامت بها الدول العربية في مجملها إلى تحسين أداء أسواقها المالية وتطويرها من النواحي التشريعية والمؤسسية لكن بالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أنها لازالت تواجه مجموعة من العقبات تحد من قدرتها على القيام بالدور المنتظر.

3-1 - من حيث نشاط السوق الأولي:

تتسم مجمل الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات الحديثة القائمة في هذه الدول بالضآلة ويتضح ذلك من خلال نسبة تلك الإصدارات إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى القروض والتسهيلات المصرفية ويرجع ذلك إلى العديد من الأسباب أهمها ما يتعلق بظروف الشركات عند طرح أسهمها للاكتتاب العام رغبة من المستثمرين في

السيطرة على إدارة الشركة وعدم إخضاعها للرقابة، محدودية الوعي لدى المستثمرين الذين يلجئون في غالب الأحيان إلى المساهمات الشخصية أو البنوك لسد احتياجاتهم بالإضافة إلى افتقار الأسواق العربية لرأس المال إلى وكالات محلية لتصنيف الملاءة الائتمانية للإصدارات الجديدة.¹

3-2- حجم السوق:

من أجل قياس حجم السوق نلجأ في العادة إلى استخدام مؤشري عدد الشركات المدرجة في السوق والقيمة الرأسمالية له، وبمتابعة هذين المؤشرين سنلاحظ محدودية حجم الأسواق العربية التي تتسم بانخفاض القيمة السوقية ومتوسطها ونسبتها إلى الناتج المحلي، كما أن ضيق حجم السوق لا يقتصر على جانب العرض وحده ولكنه يمتد إلى جانب الطلب حيث يتسم الطلب على الأوراق المالية والمقاس بعدد وحجم أوامر الشراء بالتدني وهذا راجع كون الدولة العربية تعاني من انخفاض معدل الدخل النقدي والادخار الفردي باستثناء الدول الخليجية كما أن الوعي الاستثماري لدى العديد من الأفراد هو شبه معدوم حيث أنهم يفضلون توظيف مدخراتهم في الموجودات الثابتة كالعقارات والودائع المصرفية وهذا يزيد من قلة الطلب على الأوراق المالية للشركات التي تتسم بدورها بعدم الفعالية في تنشيط السوق.

¹ صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي، سبتمبر 2000، ص184.

3-3- درجة تركيز التداول:

ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول وهي تعكس جودة الأوراق المالية، ومن الملاحظ أن الأسواق العربية تعاني من درجة تركيز التداول وهذا يعني انخفاض عدد الأسهم ذات الجاذبية ففي السابق كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول وأصبح اليوم سهم المحمول والاتصالات يستحوذان على نسبة عالية من التداول وهذا يوضح سلوك المستثمر في البورصة الذي تحكمه على الأغلب سياسة القطيع رغم وجود العديد من القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية.

وقد حققت كل من الولايات المتحدة الأمريكية واليابان خلال الفترة 1986-1993 أدنى درجة تركيز التداول حيث استحوذت الأسهم العشرة الأكبر على أقل من 20% من السوق بينما فاقت درجة التركيز هذه النسبة بنحو ثلاث أمثال في كل من فنزويلا والأرجنتين وكولومبيا.

3-4- الفرص المتاحة:

تعاني مختلف الأسواق العربية من نقص في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال حيث تسيطر الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق وإن كانت بعض الدول قد استحدثت وسائل جديدة كوحدات صناديق الاستثمار

والتعامل الآجل وحقوق الإصدار إلا أن التداول في هذه الأدوات لم يرق بعد إلى المستوى العالمي المطلوب وهو ما ينعكس سلبا على الفرص المتاحة أمام المستثمر لتتويج محفظته.

3-5- درجة سيولة السوق:

إن تحقيق سيولة الأوراق المالية في السوق المالي هو أمر مهم لكن إن نظرنا إلى البورصات العربية عن قرب وجدناها تعاني من انخفاض في درجة السيولة وهو ما يقلل قيمة ومعدل الدورات.

وتجدر الإشارة إلى أن تحسين سيولة السوق تستهدف إتباع إستراتيجيات مختلفة كخفض القيمة السوقية للأوراق المدرجة، التوزيعات في صورة أسهم... فتوفير درجة مرتفعة من السيولة من شأنه تحفيز المستثمرين المحليين والأجانب على الاستثمار في البورصة وكذا التمويل اللازم للمشروعات.

3-6- التقلب:

تعاني جل الأسواق العربية من شدة تقلبات حركة الأسعار نتيجة اعتمادها على التمويل من مصادر خارجية مثل القروض وإصدار أسهم جديدة وهو ما يؤدي إلى عدم تحقيق كفاءة تسعير الأصول وفشل نظام السعر الاستكشافي بالعمل بكفاءة نتيجة لعدم توافق المعلومات بالنسبة لتسعير الأسهم والسندات وكل هذا يؤدي إلى انخفاض كفاءة

الأسواق العربية على الساحة الدولية وعدم قدرتها على تحقيق عوائد أكبر للمستثمرين فيها.

4 انفتاح أسواق المال العربية:

ساهمت عملية الإصلاحات التي قامت بها معظم الدول العربية على أسواقها المالية بتبنيها لسياسة الانفتاح أمام حركة الاستثمار الأجنبي وبدأ هذا الانفتاح أكثر وضوحاً إثر توقيع بعض الدول على الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات في إطار منظمة التجارة العالمية في ديسمبر 1997 حيث أصبحت أكثر انفتاحاً وإن تم ذلك بدرجات متفاوتة تتراوح ما بين الانفتاح المطلق بدون قيود كما في لبنان والمغرب وبين مقيد بنسبة معينة لاستثمارات الأجانب في السوق كما في أسواق الخليج وبعض الأسواق العربية الأخرى ولما كان شرط التوقيع والانضمام إلى منظمة التجارة الدولية OMC والتي تشكل الإطار الدولي لتحرير الأسواق المالية بما فيها الأسواق العربية فهي تلغي كافة القيود أمام المستثمرين الأجانب في سوق المال.

5- تكنولوجيا المعلومات:

نقصد بتكنولوجيا المعلومات أن عمليات الأسواق النقدية والمالية وعمليات الاستثمار في أدواتها قصيرة الأجل والعوائد عليه لم تعد مقتصرة على مكان واحد دون التوسع في ما يسمى بالسوق العالمي الدولي النقدي وهذا السوق يعني أن وسائل الاتصال

الحديثة ووسائل نقل المعلومة السريعة وذات سرية عالية ودون وجود عوائق بالأنظمة والقوانين جعلت من الممكن بل من السهولة أن يتم نقل هذه المعلومات عن الأسواق النقدية المحلية للأسواق العالمية، وهذا ما يحدث في الدول العربية التي تمتلك قوانين واتصالات فعالة تساعد على نقل المعلومات المالية استثمارية عن أسواقها بشكل أكبر من دولة أخرى لم تصل بعد إلى مثل هذا التطور التكنولوجي الحديث لعمليات نقل المعلومة للأسواق العالمية الخارجية.¹

6- تطوير وكفاءة القطاع المالي العربي:²

بذلت الدول العربية مجهودات ضخمة في إطار رفع كفاءة وتطوير القطاعات المالية والمصرفية ورفع نظام المراقبة والإشراف وتدريب وتطوير الإطار البشري القادرة على استيعاب التكنولوجيا الحديثة.

وتبذل البلدان العربية جهودا في سبيل تدعيم الاستقرار الاقتصادي والنمو المتوازن لإعطاء دفعة للقطاع الخاص ليسير متوازيا مع القطاع العام.

أما بالنسبة للأسواق المالية فهي من أهم الركائز الأساسية لحل مشكلة القدرة الاستيعابية لرؤوس الأموال ويتطلب ذلك متابعة السوق للتطورات الاقتصادية الحديثة وتلبية احتياجاتها من المشروعات المنتجة ومرونة السوق مع الظروف السياسية والاقتصادية

¹ د. وليد صافي، د. أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، مرجع سابق ص47.
² يسري محمود أبو العلا، تحديد مفهوم استيعاب الاستثمارات المالية العربية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية 2008 ص86.

والاجتماعية لهذه البلدان، ولعل أفضل السبل هي المشروعات المشتركة أو صناديق الاستثمار أو وحدات الاستثمار كما هو الحال في فرنسا وبدأت بعض المناطق العربية في تطبيق هذا الشكل من الاستثمارات، وتتطلب عملية التطوير هذه وسائل معينة أهمها:

- 1- تعبئة الأموال وتوجيهها نحو مصادر الاستثمار.
 - 2- اشتراك الادخار الشعبي في تمويل عملية الاستثمار.
 - 3- التنظيم والتدريب للقدرات البشرية والإدارية للمشروعات الاستثمارية.
 - 4- إيجاد عملة موحدة عربية على نظير العملة الأوروبية الموحدة.
- 7- التطورات النقدية والمصرفية في الأسواق العربية (أيام الأزمة المالية 2008):**

انعكست التطورات الاقتصادية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، فقد كان للأزمة وقعها على عدد من الاقتصاديات العربية عام 2008 حيث تأثرت هذه الأخيرة من خلال نقص السيولة المتوفرة على مستوى العالم إذ لجأت المصارف العربية إلى إتباع إستراتيجية التقليل من المخاطر وتركيزها على دعم قواعدها الرأسمالية الأمر الذي أدى بدوره إلى الشح في السيولة في الأسواق المالية العربية وذلك لتراجع النمو في الدول المتقدمة وانخفاض الطلب العالمي على صادرات هذه الأخيرة وتراجع تدفقات الاستثمارات الأجنبية إليها.

أما فيما يخص التطورات النقدية والمصرفية في هذه الدول فقد شهدت السياسة النقدية اتخاذ السلطات فيها إجراءات لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية والتي جاءت على

آثارها على الاقتصاديات العربية اعتمادا على انفتاح تلك الاقتصاديات على الأسواق المالية العالمية وتطور القطاع المصرفي فيها تمثلت تلك الإجراءات في تخفيضات متتالية لأسعار الفائدة بهدف تشجيع وتوفير السيولة الإضافية في سوق الإقراض بين المصارف وتخفيض الاحتياطي الإلزامي على الودائع وتوفير السيولة لدى المصارف لإعادة الثقة في القطاع المصرفي المحلي.

أما التطورات المصرفية فقد شهدت مواصلة مسيرة التوسيع في أنشطة القطاع المصرفي خلال 9 أشهر الأولى من 2008 حيث ارتفع إجمالي الموجودات المصرفية وإجمالي الودائع والقروض في ضوء الارتفاع الكبير في السيولة النقدية والمدفوعة بارتفاع إيرادات النفط، لكن ما يمكن قوله هو أن الأزمة المالية العالمية مست البلدان العربية ولكن بدرجات متفاوتة، حيث شهدت الأسواق العربية تقلبات حادة خلال 2008 فبعد التحسن النسبي في أداؤها في 2007 وفي بداية 2008 عادت مؤشرات هذه الأسواق إلى الهبوط إثر تفاقم الأزمة حيث انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية بنسبة 49.6% في 2008 متجاوزا الانخفاض في معظم الأسواق العالمية وانخفضت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية إلى 769.6 مليار دولار في نهاية 2008 مقارنة بحوالي 1.338 مليار دولار في نهاية 2007.

ففي ضوء الأزمة العالمية، واصلت الجهات التنفيذية والرقابية في كافة أسواق المال العربية العمل خلال 2008 على تطوير الأطر الرقابية والتنظيمية لهذه الأسواق وشملت

التدابير التي تم اتخاذها لإلزام الشركات المدرجة على رفع الإفصاح المالي والشفافية وتقديم خدمات التداول الإلكتروني للمتعاملين في الأسواق، وتحسين النظم الضريبية بهدف جذب الاستثمار وتعديل نظم إدارة المحافظ الاستثمارية لحماية المستثمرين وتطوير عمل مجالس الإدارة في الشركات المساهمة العامة.¹

7-1- السيولة المحلية للدول العربية والعوامل المؤثرة عليها:

ساهم تراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية اعتبارا من جويلية 2008 في انخفاض معدل نمو السيولة المحلية في الدول المصدرة للنفط إلى جانب تراجع تدفقات الاستثمار الأجنبي مع نشأة أزمة السيولة العالمية التي كانت سبب في الأزمة العالمية.

وقد شهدت بعض الدول العربية تراجعا في معدل نمو السيولة العربية خلال 2008 مقارنة بـ 2007 على عكس دول أخرى و التي شهدت ارتفاعا ملحوظا خلال نفس الفترة. و الجدولين التاليين يوضحان أهم الاختلافات التي شهدتها هذه الدول.

¹ صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد، ص10.

جدول رقم 4: الدول العربية التي شهدت تراجعاً في معدلات نمو السيولة المحلية

2008-2007

الدول	2007	2008	التغير (نقطة مئوية)
الإمارات	41.68	19.20	- 22.5
البحرين	40.83	18.40	- 22.4
الجزائر	21.50	16.04	- 05.5
السعودية	19.55	17.65	- 01.9
عمان	37.18	23.06	- 14.1
قطر	32.68	19.78	- 12.9
الكويت	19.09	15.77	- 03.3
مصر	19.12	10.49	- 08.6
المغرب	16.06	10.81	- 05.3
موريتانيا	18.91	13.91	- 05.0
اليمن	17.37	14.16	- 03.2

المصدر: صندوق النقد العربي: إحصائيات المالية الدولية أبريل 2009.

نلاحظ من خلال الجدول تراجع معدل نمو السيولة لـ11 دولة عربية سجلت فيها الإمارات أعلى تراجع بـ22.5 نقطة مئوية في حين سجلت السعودية أقل مستوى للتراجع بلغ 1.9 نقطة مئوية.

وعلى غرار هذه الدول شهدت دول أخرى في المنطقة العربية ارتفاع في معدل السيولة.

الجدول رقم5: الدول العربية التي شهدت ارتفاع معدل نمو السيولة المحلية 2007-

.2008

الدول	2007	2008	التغير (نقطة مئوية)
الأردن	10.61	17.28	6.7
تونس	12.46	14.63	2.2
جيبوتي	9.58	20.57	11.0
السودان	10.31	16.33	6.0
سورية	12.35	12.46	0.1
العراق	27.88	29.50	1.6
لبنان	12.42	14.78	2.4
ليبيا	42.02	54.99	13.0

المصدر: صندوق النقد العربي: إحصاءات المالية الدولية أبريل 2009.

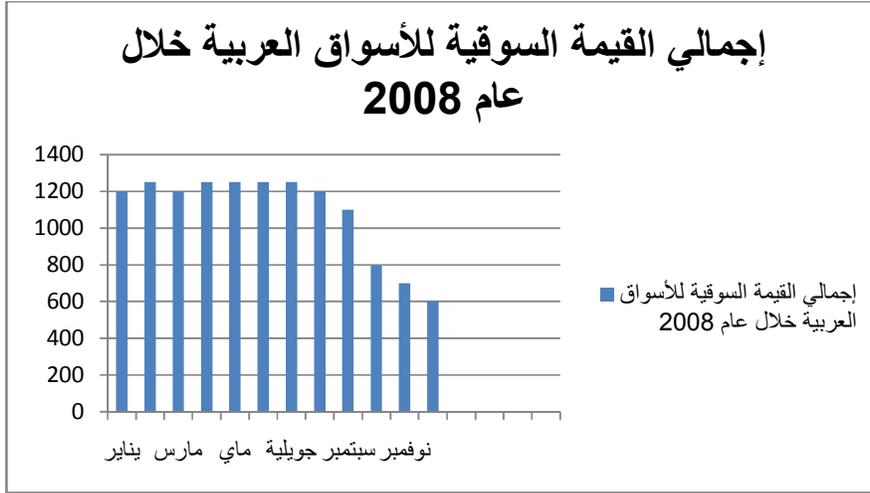
سجلت ليبيا ارتفاعا في معدل نمو سيولتها قدر بـ13 نقطة مئوية في حين بلغ أقل ارتفاع في سورية بـ 0.1 نقطة مئوية.

أما فيما يخص العوامل المؤثرة على السيولة المحلية فهي تمثل: صافي الموجودات الأجنبية الائتمان المحلي، وصافي بنود أخرى، وكانت لهذه العوامل تأثيرات مختلفة من ارتفاع مستوى الائتمان في القطاع المصرفي العربي من أجل زيادة كفاية رؤوس الأموال وارتفاع كفاءة أسواقها المالية لتتماشى مع معايير الملاءة المعمول بها دوليا.

7-2- تأثيرات أخرى للأزمة على الأسواق المالية العربية:

فيما يتعلق بأحجام أسواق الأوراق المالية العربية، انخفض إجمالي القيمة السوقية لهذه الأسواق إلى نحو 769.6 مليار دولار بنهاية 2008 مقارنة بنحو 1338 مليار دولار بنهاية 2007 أي بنسبة انخفاض 42.5% .

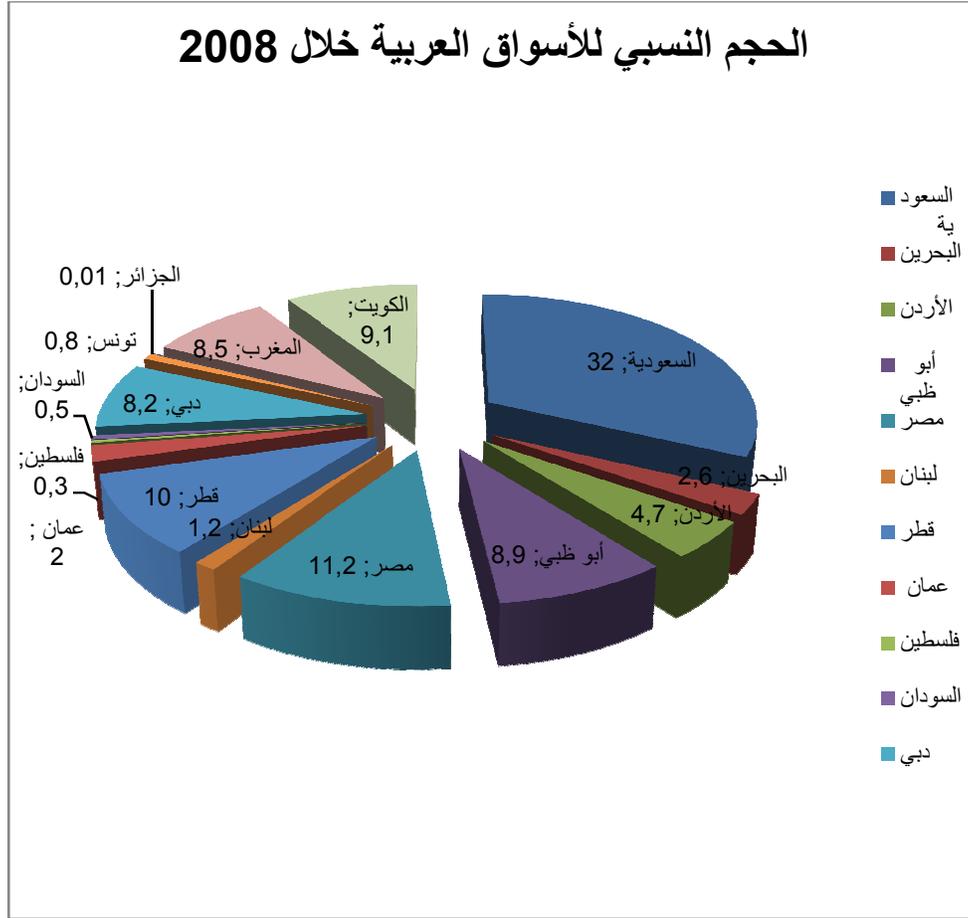
الشكل رقم 25: إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال 2008



المصدر: قاعدة بيان صندوق النقد العربي ص 15

وفيما يلي سنبين أهم الانخفاضات الحاصلة للقيمة السوقية لكل دولة على حدى.

الشكل رقم 26: الحجم النسبي للأسواق العربية خلال 2008



المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي ص 16.

8- دور الأسواق المالية في تنمية الاقتصاد العربي:

تمثل أسواق المال البديل للتخطيط المركزي للنشاط الاقتصادي في ظل الإصلاحات القائمة والتي شملت مختلف القطاعات من أجل الإنعاش والتطوير الاقتصادي العربي عموماً وتنمية الاقتصاد المحلي لكل دولة على وجه الخصوص لذا كان من الضروري إنشاء أسواق مالية على أسس سليمة ولعل أولى الخطوات في هذا النوع من

التخطيط هو تنويع أدوات الاستثمارات المتاحة أمام المستثمرين المحليين والأجانب بالإضافة إلى تطوير الأدوات التقليدية المعمول بها سابقا على مستوى البنوك وصناديق الاستثمار والمؤسسات العمومية مما يجعلنا أكثر جاذبية وأكثر فعالية لتوفير أكثر ربحية للمستثمرين.

وتتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة تجميع كبير لرؤوس الأموال وتبرز أهمية أسواق المال في هذا المجال كأحد الآليات الهامة لتجميع المدخرات وامتصاصها من الأفراد والشركات والقطاع العام وتوجيهها لمسارها الصحيح هذا علاوة على أنها تقوم بتحويل رؤوس الأموال من القطاعات ذات العجز التي تفتقر إلى السيولة اللازمة لتمويل الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل التي تخدم بدورها أهداف التنمية في أي دولة.¹

بصفة عامة نستطيع القول أن أسواق المال تقوم بدفع عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي من خلال قيامها بعدد من الوظائف نذكر أهمها:

أ- تعبئة المدخرات: تساهم الأسواق المالية في البلدان العربية والبلدان النامية في تعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي حيث توفر مؤسسات الوساطة المالية الفرصة لتنويع محافظهم المالية عن طريق زيادة الأوعية الادخارية الملائمة لتفضيلاتهم من حيث المخاطر والعائد والسيولة ويؤدي تجميع المدخرات إلى جعل الأصول أكثر سيولة من خلال تنويع توظيفها في أكثر من مشروع وتوجيهها لخدمة عملية التنمية الاقتصادية.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، 1996، ص5.

ب- إدارة المخاطر المالية: تقوم مؤسسات الوساطة بعملية تنويع للأرصدة المتاحة للإقراض والمتاحة للاستثمار بين المشروعات الاقتصادية المختلفة عن طريق إدارتها للمحافظ الاستثمارية وتجميع المخاطر وإدارتها وفقا لمحددات الاستثمار بما يخفض من تكلفة المخاطر المجمعة مقارنة بما قد تفضي إليه مخاطر إخفاق مشروع واحد على مدخر واحد أو مستثمر واحد.

ج- تخفيض تكلفة المعلومات وتسعيرها: تدفع الأسواق المالية الواسعة وعالية السيولة إلى حيابة المعلومات وتقدم أساليب الخرز و الرصد حيث تقوم البورصات بجمع المعلومات وتعميمها بحيث تعكس أسعار الأوراق المالية كما توفر مؤسسات التصنيف الائتماني البيانات والمؤشرات عن ملاءة المقترضين وجدوى المشروعات والفرص الاستثمارية المربحة الأمر الذي يساعد على اتخاذ القرارات الصحيحة وهو في صالح الاقتصاد.¹

د- إحكام الرقابة على إدارة الشركات: تساهم الأسواق المالية المتطورة على إحكام الرقابة على إدارة الشركات حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشآت والمشاريع ورصد استثماراتها.

من خلال هذه الأمور يمكن ان تساعد الأسواق المالية على تنمية الاقتصاد العربي وإضافة إلى ذلك فإن طبيعة مرحلة التنمية الاقتصادية للبلدان العربية تتطلب العمل على تدعيم

¹ شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوى للنشر و التوزيع 2008 ص20.

صناعة منتجة تستوعب إمكانيات التقدم العلمي الذي يشكل عدم التكامل في إطار تنظيم السوق أحد العوائق الهامة للقدرة على الاستيعاب.¹

إذن يمكن القول أنه من أجل الوصول إلى تحقيق تنمية اقتصادية شاملة لا بد على البلدان العربية أن تملك أسواق مالية كفؤة لأن من المتفق عليه أن كفاءة السوق المالي تتطلب أن يكون القطاع المالي بأسره يعمل بكفاءة بحيث يترتب على ذلك مجموعة من الآثار الخارجية الإيجابية مثل التحسن في عمليات الوساطة المالية واحتمالات نقل الخبرة والتكنولوجيا والاستخدام الأمثل للثروات من أجل تلبية الحاجات المحلية إذن مسؤولية البلدان العربية مشتركة في هذا الهدف، فتطبيق أسلوب المشاركة الصناعية مثلا يؤدي إلى زيادة المشروعات الإنمائية ويعمل على استيعاب الإيرادات البترولية ووضع قيمة فعلية لها.

9- التحرير المالي وتحديات المخاطر المالية:

في ظل انفتاح أسواق رأس المال العربية على الأسواق المالية العالمية من خلال تقديمها لالتزامات معينة ومحددة والتي تتعلق بتحرير الخدمات المالية والقطاع المالي عموما وكذا المنظمة العالمية للتجارة والتي من شأنها إلغاء كافة القيود والضرائب بالنسبة لحركة رؤوس الأموال الأجنبية حيث ستسود هذه الأسواق نوع من الحرية المالية في التنقل من وإليها بالتالي هذا ما يجعل أسواق البلدان العربية في تحديات تفرض عليها

¹ خالد نور، التكامل الصناعي والعالم العربي التنمية الصناعية، دار الجامعة الإسكندرية ، ص163.

أعباء كبيرة من أجل المحافظة على مستوى معين من التطور والكفاءة كما يعرضها لمخاطر كبيرة أهمها إمكانية تعرضها لأزمات مالية مفاجئة من خلال خروج رؤوس الأموال ودخولها بقوة بصورة مفاجئة أيضا هو الأمر الذي ينطوي عليه إمكانية تهديد استقرار الاقتصاد.

أ- حالة خروج رؤوس الأموال:

تكون نتيجة إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة المحلية والدولية أو حدوث انخفاضات في ثمن سلعة التصدير الأساسية أو العكس حدوث ارتفاع في ثمن استيراد السلعة الرئيسية أو تغير في نسبة الضرائب، كل هذه الأموال تؤثر على عائد مثل هذه التدفقات ففي هذه الحالة يفضل المستثمر الأجنبي تحويل أمواله إلى الخارج أو إلى دول توفر له تسهيلات أكبر مع إمكانية تحقيقه لعوائد أكثر فيبيع أوراقه المالية المحلية التي استثمر فيها ويترتب على هذه العملية في حالة الخروج الجماعي لرؤوس الأموال آثار سلبية على بورصة البلد المعني وخاصة أن الدول العربية تعاني من مشكلة عدم الاستقرار في سياستها الاقتصادية.

ب- حالة دخول رؤوس الأموال:

يحدث ذلك في حالات التأثير على أسعار الفائدة وأسعار الصرف التي من شأنها خدمة مصالح المستثمر الأجنبي لكن الدخول الكبير لرؤوس الأموال كما يساهم في زيادة

رفع حجم الاستثمارات وتنمية الاقتصاد المحلي للبلد المضيف من شأنه أن يساهم في ارتفاع معدلات التضخم وكذا القضاء على المنتجات المحلية التي لا يمكن لها منافسة المنتجات الأجنبية، فالتوسع في حجم الأصول يزيد من حجم الطلب.

فالتقلبات في أسعار الأصول المالية وما يترتب عليها من تقلبات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف وهي من أهم ما تعانيه الدول العربية تمنع المستثمرين المحليين أو الأجانب من المغامرة والاستثمار.

كما أن هناك مشكل آخر تواجهه الأسواق العربية بسبب الانفتاح والتحرر المالي وهو هروب رؤوس أموالها المحلية إلى الخارج وامتناعهم عن استثمار أموالهم في الأسواق المالي المحلية والذين يستثمرون أموالهم في أسواق مال عالمية وقدرت تدفقات رؤوس الأموال العربية بحوالي ملايين الدولارات وكلها تقريبا قادمة من منطقة الخليج العربي رغم احتواء هذه المنطقة على أهم الأسواق المالية العربية أما بالنسبة لباقي الدول العربية والتي تضع قيودا على حركة رؤوس الأموال تتدفق عشرات المليارات منها بطرق التحايل على القانون والتهرب.

لعل أهم الأسباب التي دفعت الأموال العربية الخاصة إلى الهروب خارجها:

* لا تزال معظم الدول العربية تعتمد على الدولة في تولي أمور القيادة والإنتاج والتوزيع مما أدى إلى هيمنة القطاع العام على الاقتصاد الوطني وامتناع القطاع الخاص عن قيادة الاقتصاديات نحو نهوض قوي.

* لجوء بعض الدول والحكومات إلى الاستثمار في الخارج في شكل اذونات خزائنة وسندات الأسواق العالمية مما شجع المستثمرين الخواص أصحاب الفوائض المالية على توظيف أموالهم في استثمارات خارجية أيضا.

* انتشار ظاهرة الفساد على مستوى الإدارات الاقتصادية والقطاع العام وكذا استغلال المناصب والنفوذ السياسي في الحصول على استثمارات معينة بالإضافة إلى سرقة أموال الدولة كل هذا ساعد على طرد رؤوس الأموال التي عجز أصحابها على التأقلم مع مثل هذه الظواهر.

* ضعف القدرة الاستيعابية لاقتصاديات الدول صاحبة الفوائض المالية دفع رؤوس الأموال للتوجه خارجها لكنها بدلا من أن تتوجه إلى الدول العربية الأخرى والتي يمكن لها أن تستوعب مثل هذه التدفقات، توجهت إلى أسواق الدول الرأسمالية الصناعية المتقدمة.

* النشاطات غير المشروعة والتي يرغب أصحابها في تهريب أموالها إلى الخارج بعيدا عن الجهات الرقابية المحلية.

* استثمارات القطاع الخاص كلها استثمارات محددة المخاطر في السندات والودائع المصرفية في الخارج حتى لا تكون عرضة للمخاطر الاقتصادية والمحلية الداخلية.

10 مواجهة تحديات التحرير المالي في البلدان العربية:

يجب على الدول العربية أن تسعى جاهدة إلى الاستئفاع من الانفتاح بتعظيم منافعها ومحاولة تقليل المخاطر الناجمة عن عملية التحرير فيجب عليها إتباع سياسات التحوط ضد الأزمات وكذا المواصلة في تطوير أسواقها من خلال عمليات التدعيم والتحفيز مما يساعدها على المنافسة الأجنبية وكذا زيادة كفاءتها، وتتم سياسة التحوط ضد الأزمات من خلال فرضها لتقييد أنواع معينة من التدفقات وذلك بتقييد حركة رؤوس الأموال في حالة دخولها وخروجها بالقيام بعملية الرقابة الحذرة والشديدة عليها، كما يجب عليها توفير احتياطات تكفي لتغطية الديون قصيرة الأجل، وكذا توفير خطوط ائتمان للطوارئ وهذا الأسلوب يساعد الدول على احتفاظها باحتياطي مرتفع.

ولعل أن المخاطر توفر الفرص للكسب في الأسواق المالية فتفاعلات التعرضات العديدة قد يلزم أخذها في عين الاعتبار عند وضع فهم كيفية نشوء المخاطر المالية فأحيانا تكون هذه التفاعلات صعبة للتنبؤ بها حيث أنها في النهاية تعتمد على السلوك الإنساني ففي الأسواق المالية العربية بما أنها حديثة المسيرة والمواكبة للمقاييس العالمية للأسواق العالمية فهذا يجعلها أقل خبرة وأكثر عرضة للمخاطر، حيث تنشأ المخاطر الرئيسية للسوق عن التغيرات في أسعار السوق المالية مثل أسعار الصرف وأسعار الفائدة وأسعار

السلعة والمخاطر الرئيسية للسوق هي عادة النوع الأكثر ظهوراً للمخاطر المالية التي تواجهها المنظمة وتشمل المخاطر الرئيسية للسوق:

- مخاطر سعر الفائدة: احتمال التأثير على نتيجة تقلبات سعر الفائدة حيث يتأثر لها كل من المقترضون والمستثمرون.

- مخاطر سعر الصرف: يمكن أن تنشأ من تعرض الصفقة أو نتيجة التشريعات القائم على السلعة وقد يكون لها كذلك مكون تنافسي.

- مخاطر الائتمان: هي من المخاطر الأكثر فعالية للمال والأعمال وعموماً مخاطر الائتمان تنشأ عندما تكون للمنظمة مال أو يجب أن تعتمد منظمة على منظمة أخرى للدفع عنها أو باسمها.

هذا بالإضافة إلى مخاطر أخرى أهمها: مخاطر السيولة، مخاطر التركيز، مخاطر التكنولوجيا، مخاطر السيادة والدولة...¹

إن لمواجهة كل هذه المخاطر التي يمكن لها أن تؤدي إلى حدوث أزمات مالية جل الدول في غنى عنها وكحل ممكن أن يقف في وجه هذه التحديات وكل العقبات والصعوبات الأخرى على الدول العربية في كل من آسيا وإفريقيا والاجتماع والاتحاد لخلق عملة واحدة من شأنها حماية مصادره الداخلية والخارجية بالاتفاق على إنشاء سوق موحدة عربية

¹ تأليف: كارين أ. هورشر، وتعريب: د. عطا الله وارد خليل، ود. محمد عبد الفتاح العشماوي، أساسيات إدارة المخاطر المالية، مكتبة الحرية للنشر و التوزيع 2008ص39.

كالسوق الأوروبية يحد من مشاكل التعرض لأية أزمات مفاجئة لكن السؤال الذي يطرح نفسه هل يمكن أن تسير الدول العربية على الطريق الذي سارت عليه الدول الأوروبية وتتحد فيما بينها؟

11- التعاون بين الأسواق العربية ومحاولة إنشاء سوق مالية مشتركة:

محاولة إنشاء سوق عربية موحدة هو أمر معقد صعب تحقيقه على مستوى الوطن العربي وذلك نظرا لتدخل الظروف السياسية والقانونية التشريعية السائدة التي لا تزال اتفاقاتها إلى حد اليوم مجرد قرارات غير مصادق عليها أو بعبارة أخرى كلام بدون تطبيق، فتحقيق سوق مالية مشتركة وإنشاؤها يتطلب توفير المؤسسات المالية والأدوات والتشريعات والمناخ الاستثماري الملائم كما يتطلب بل يحتاج إلى القرارات السياسية التي تدفع بحكومات الدول إلى تطبيقها ما يسمح بتطوير العلاقات العربية وتعزيز نشاطاتها على مستوى القطر العربي ككل وفيما يلي سنحاول التعرف على أهم أسباب تخلف التكامل العربي وبعض متطلبات تحقيقه.

11-1- معوقات الاتحاد والتكامل بين الأسواق المالية العربية:

أ- المعوقات الإدارية الهيكلية والتشريعية:

التشريعات والنظم الإدارية والتنظيمية التي تفرض شروطا تتعلق بالترخيص لإدراج الأوراق المالية الأجنبية وفرض شروط معينة على غير المقيمين أثناء حياتهم

لأوراق مالية محلية هو أمر الغرض منه حماية المدخرات الوطنية من التسرب إلى الخارج والحماية من سيطرة الأجانب على المشروعات الوطنية بالإضافة إلى الحماية من عمليات التلاعب والغش الضريبي، واختلاف هذه القوانين من سوق إلى آخر كما تحول الأحكام والقواعد المنظمة للتعامل في الأسواق الأولية والثانوية دون تحقيق الانفتاح الكامل فيما بين الأسواق العربية.

و يضاف إلى ما سبق جملة من المعوقات التشريعية و الهيكلية التي تحد من تطوير الأسواق المالية العربية تتمثل في :

- قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية أي محدودية التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة، أسهم عادية ، وسندات.

- افتقار الكثير من التشريعات لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين.

أما المعوقات الهيكلية فتتمثل فيما يلي :

- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح.

- عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل.

- تأخر برامج الخصخصة في البلدان العربية.

ب- المعوقات النقدية والمالية:

تختلف السياسات المالية والنقدية لكل دولة من الدول العربية لكن من المتفق عليه أنها تتسم بعدم الاتساق وخاصة من حيث سياسات الصرف الأجنبي وأسعار الفائدة ومعدلات التوسع النقدي وبالتالي معدلات التضخم السائدة وكذا لسياسات أخرى تتميز بها كل دولة على حدى.

ج- المعوقات التنظيمية والمؤسسية:

ساعدت الإصلاحات التي قامت بها الدول العربية على تطوير أسواقها نوعا ما لكن لازال هناك بعض المشاكل وتعلق بالقواعد المنظمة للإصدار والتداول أو الهيكل المؤسسي الذي يتسم في بعضها بالخلل نتيجة افتقاره إلى مؤسسات الوساطة بالإضافة إلى قلة العرض من الأدوات المالية الجيدة والمستحدثة إلى جانب انخفاض الطلب.

د: معوقات معلوماتية: وتتمثل في النقاط التالية :

أ- غياب ثقافة بورصة لدى الأفراد لاعتبارات دينية تحول دون استثمار مدخراتهم المالية.

ب- ضعف نظام المعلومات بالبورصات العربية، وعدم توفر شبكة معلومات تنبؤية للمؤشرات.

ت- عدم احتواء المعلومات المنشورة في التقارير المالية على الدرجة الكافية من الإفصاح.

ث- عدم تحديد خصائص السوق المحلي للمستثمرين، وخصائص الأوراق المالية.

هـ: معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي:

تلعب الأسواق المالية العربية دورا محدودا في توفير السيولة و هذا راجع إلى ضعف الطلب على أوراقها المالية لانخفاض عوائدها و كذا غياب ثقافة لبورصة لدى الأفراد يضاف إلى ذلك جملة من المعوقات نذكر أهمها :

ضيق نطاق السوق¹: يمكن الاستدلال على ضيق الأسواق المالية العربية ومحدوديتها من خلال حجم سوق الأوراق المالية، رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم Market Capitalisation وعدد الشركات المدرجة في البورصة سيولة البورصة) قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل الدوران ومعدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية.

ضالة العرض و الطلب: و تعود أسبابه إلى²:

¹ سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد، دراسة تجريبية الأسواق المالية العربية، الملتقى الدولي حول التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات جامعة بسكرة يومي 21/21 نوفمبر/2006 ص6.

² بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2006/2005 ص260.

- انخفاض معدلات الادخار نتيجة لضعف دخل الفرد مما يقلل من إمكانياته المالية المتاحة للاستثمار، ويظهر هذا التباين في مستوى دخل الفرد بين الدول العربية النفطية، والدول العربية غير النفطية.

- انخفاض عائد الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، وتفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات.

- ارتفاع سعر الفائدة، فكلما كان سعر الفائدة مرتفعا أحجم المستثمرون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

- عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق الأسواق المالية العربية، حيث تؤدي دورا ازدواجيا كأن تفرض ضريبة على أرباح الشركات

المقيدة في البورصة، وضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلات، مما يقلص من حجم الادخار، ومن ثم على الاستثمار.

- ضالة الفرص المتاحة للتنويع في البورصات العربية إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم.

- التقلبات الشديدة في الأسعار التي تتصف بها بورصات الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر.

-ارتفاع درجة تركيز التداول الذي تعاني منه كافة بورصات الأوراق المالية العربية وتعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية أو الجودة لاحتفاظ كبار المستثمرين ببعض منها، وانخفاض جودة الأسهم المدرجة في البورصة خاصة أسهم شركات القطاع الخاص.

11- 2- أهم المحطات التي مرت بها الدول العربية من أجل التوحيد:

تحقيق درجة التكامل بين الدول العربية في المجال المالي يعود إلى بداية الخمسينات حيث تم التوقيع على عدة اتفاقيات أهمها:

1953: اتفاقية تسوية المعاملات الجارية وانتقال رؤوس الأموال.

1970: اتفاقية استثمار الأموال العربية وانتقالها بين الدول العربية.

وفي نفس السنة صادقت الدول العربية على اتفاقية المؤسسة العربية لضمان الاستثمار.

1974: اتفاقية تسوية منازعات الاستثمار.

1980: القمة الحادية عشر في عمان التي صودق فيها على الاتفاقية الموحدة لاستثمار

الأموال العربية في الدول العربية.

1982: إنشاء الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية (اتحاد أسواق المال العربية

حاليا).

1997: اتفاقية الربط بين كل من الكويت مصر وبيروت.

ولم تتضمن البورصات العربية الأخرى لهذه الاتفاقية مما جعل دورها لا يتعدى الاتفاقيات الثنائية للتعاون.

1998: البرنامج التنفيذي لإقامة منطقة التجارة العربية الحرة الكبرى.

2005: أصبحت السلع الصناعية والزراعية ذات المنشأ العربي المتبادل بين الدول الأعضاء في منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى، وضمت جميع الدول العربية باستثناء الجزائر.¹

ويمكن للدول العربية أن تتحد فيما بينها إذا حسنت من مناخها الاستثماري بالإضافة إلى تعديل الأطر القانونية والمؤسسية ولعل هذين السببين سيساعدان على لم شمل الأسواق العربية تحت راية السوق الموحدة من أجل مواجهة التحديات الاقتصادية العالمية هذا إضافة إلى التعاون بين الأجهزة التنظيمية الوطنية للخدمات، تنشيط عملية التحرير باتباع أسلوب الانتقال المؤقت، الاتفاق على قواعد تحكم التشريعات الحكومية والدعم والتدابير الوقائية،... الخ...

حيث أن النمو السريع الذي تشهده التجارة الخارجية للخدمات في العديد من الدول العربية يشير إلى أن تجارة الخدمات يمكن أن تلعب دور المحرك لتنمية التجارة بين الدول العربية وهذا بالتوصل إلى استخدام نظام إقليمي عربي للحد من المنازعات التي تؤثر في كثير من الأحيان على تطبيق الاتفاقيات بين الدول العربية.

¹ شذا جمال الخطيب، د. صغفق الركيبي، مرجع سابق، ص 171.

ولعب صندوق النقد العربي الذي أنشئ في 1976 وبدأ ممارسة نشاطه عام 1977 والذي يضم 22 دولة عربية دور مهم في الربط بين جميع الدول الأعضاء لأنه عبارة مؤسسة مالية عربية إقليمية تأسس بمدينة الرباط المغربية.

ومن أجل زيادة نشاط وحجم أي سوق مالي لابد من ضخ المزيد من الأوراق المالية بالإضافة إلى دخول عدد أكبر من المتعاملين والمعلومات التي تمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء والبيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية كما أننا قلنا سابقا أن السوق المالي هو مكان تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار.

وفيما يلي سنحاول دراسة بعض الأسواق العربية (تونس - المغرب) ونحاول معرفة ماذا كانت شروط البورصة (الأوراق المالية، عدد المتعاملين أكبر، المعلومات) متوفرة شأنه شأن البورصات العالمية المتقدمة وسيكون هذا من خلال دراسة هذه البورصات بشكل معمق لمعرفة أهم خصائصها.

II- دراسة نماذج من الأسواق المالية العربية:

نأخذ نموذجين من البورصات هما:

1- بورصة تونس:

تأسست البورصة التونسية أو بورصة الأوراق المالية التونسية في عام 1969 بغرض دفع الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار في الأوراق المالية ومراقبة البورصة مع

نشر المعلومات الكافية لتطوير السوق، حيث شكلت هذه البورصة أحد الروافد الأساسية لتمويل الاقتصاد وذلك لأنها تضمن سيولة السندات للمستثمرين وتسمح للمؤسسات بالحصول على التمويلات اللازمة لتنمية أنشطتها.¹

وتمثلت مهام إدارة السوق التونسية للأوراق المالية فيما يلي:

* إدراج سندات جديدة بتسعيرة البورصة.

* تنظيم المبادلات وتسعير السندات في أحسن ظروف من المساواة والأمان والشفافية.

* نشر معلومات السوق.

* تطوير البورصة والترويج لها.

أ- أهداف بورصة تونس للأوراق المالية:

تمثلت أهداف البورصة التونسية وتنوعت طموحاتها بين المساهمة الفاعلة في عملية تطوير العقلية بخصوص الميدان المالي في اتجاه ترسيخ الادخار بالبورصة في عادات المدخرين وإرساء التمويل عن طريق البورصات في ثقافة تسيير الشركات التونسية بالإضافة إلى فتح أبواب الطموح أمام الشركات التونسية ككل بتمكينها من تصور مشاريع أكبر مع إنجاز أسرع بما يمكنها من تقليص آجال نموها ومن بلوغ مستوى العالمية كما أن من بين أهم الأهداف المرتقبة من هذه البورصة المساهمة في النشر على

¹الموقع الإلكتروني للبورصة www.bvmt.com.tn

أوسع نطاق ثقافة الشفافية والتسيير والرشد واكتساب مكانة أساسية في القطاع المالي من أجل إنباع أكبر على المحيط الإقليمي للدولة ككل.

ب- أهم محطات تاريخ البورصة التونسية:

* فيفري 1969: إحداث بورصة الأوراق المالية في شكل مؤسسة عمومية.

* نوفمبر 1994: إعادة تنظيم السوق المالية بفضل مهام الرقابة وتسيير السوق.

* نوفمبر 1995: إنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس في صيغة شركة خفية الاسم يمتلكها وسطاء البورصة بالتساوي.

* أكتوبر 1996: انطلاق العمل بنظام التداول الإلكتروني NSC كالمعمول به في بورصة باريس وتورنتو، مما أدى إلى تحسين في السيولة وزيادة في حجم التداول وزيادة الثقة بالسوق بالإضافة إلى إنشاء صندوق ضمان يشارك في تمويله الوسطاء، وذلك لتغطية المخاطر الناجمة عن عملياتهم، وبلغ عدد الشركات المدرجة في السوق في نفس السنة حوالي 30 شركة مساهمة عامة.

* أبريل 1998: انطلاق مؤشر Tunindex حسب القاعدة 1000 في 31 ديسمبر

.1997

* ديسمبر 2007: انطلاق السوق البديلة الموجهة إلى الشركات الصغرى والمتوسطة وتم

فيها تشغيل آخر نسخة لنظام التداول الإلكتروني NSC.¹

وتنقسم البورصة التونسية إلى مجموعة من الأسواق وهي:

1- تخصيص تسعيرة البورصة لتداول السندات التي تستجيب لشروط الإدراج المنصوص

عليها بالترتيب العام للبورصة وهي تشتمل على الأسواق التالية:

- سوق سندات رأس المال وتحتوي على سوق رئيسية مخصصة للشركات ذات الحجم

الكبير وسوق بديلة مفتوحة للشركات الصغرى والمتوسطة ذات الآفاق الواعدة.

- السوق الوقاعية: وهي مخصصة لتداول سندات الدين.

- سوق لتداول حصص الصناديق المشتركة للديون.

2- السوق الموازية: وتخصص لتداول أسهم الشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام وهي

غير مدرجة بالبورصة.

3- أما بالنسبة لتبادل أسهم الشركات التي لا تلجأ إلى الاكتتاب العام فهي تخضع لعملية

تسجيل بالبورصة.

¹ الموقع الإلكتروني للبورصة مرجع سابق.

ج- النظام الإلكتروني للتداول:

استعمل هذا النظام في عام 1996 لتسعير الأوراق المالية وتداولها بالبورصة ثم تطويره من قبل مجموعة Euronext والتي ضمت عدد من البورصات الأوروبية المعروفة (باريس، بروكسل، أمستردام، تورنتو،...) ¹ حيث يعتمد هذا النظام في الأساس على تمرير الأوامر إلى السوق من خلال تحديد السعر عن طريق الالتقاء المباشر بين أوامر البيع والشراء الصادرة عن المستثمرين، في الأصل يتم تداول الأوراق المالية للبورصة التونسية باستعمال هذا النظام يوميا من الاثنين إلى الجمعة حيث درجة السيولة والتي يعتمد لقياسها على أساس عدد المعاملات المنجزة سنويا والذي حدد عددها بـ1250.

المجموعة الأولى: وتشمل الأوراق المالية الأقل سيولة (أقل من 1250 صفقة سنويا) والتي يتم تسعيرها وفقا لصيغة التحديد الآني للسعر.

المجموعة الثانية: وتشمل الأوراق المالية (أكثر من 1250 صفقة سنويا) ويتم تسعيرها وفقا لصيغة التسعير المستمر.

إن اعتمدت بورصة الأوراق المالية في تونس طريقة التسعير المحدد Fixing للأسهم ذات السيولة المحددة وتسعير متواصل Continu للأسهم مرتفعة السيولة.

¹ يسرى محمد أبو العلا مرجع سابق ص104.

د- الجهات المتعاملة في السوق وشركات الوساطة:

يتكون السوق المالي التونسي كغيره من الأسواق المالية في العالم والقطر العربي من مجموعة من المتعاملين وهم: المستثمرون- الشركات وشركات الوساطة وتقدم البورصة التونسية لهؤلاء المتعاملين مجموعة من الحوافز والامتيازات نذكر أهمها:

* بالنسبة للمستثمرين:

يتمتع المستثمرون في بورصة الأوراق المالية التونسية بمجموعة من الامتيازات وهي:

- توظيفات توفر لهم المرد ودية خاصة على المستوى الطويل.
- تقييم متواصل لممتلكاتهم.
- إعفائهم من الجباية على القيم الزائدة.
- تخفيض ضريبي لفائدة أصحاب حسابات الادخار في الأسهم.
- اكتساب صفة مساهم وشريك في الملكية في شركات ذات صيت مرتفع.

* أما بالنسبة للشركات:

فقد خصت لهم مجموعة من الامتيازات أيضا هي:

- تعبئة موارد مباشرة لدى المستثمرين بأقل تكلفة.

- مساعدتهم على تعزيز الشهرة وتدعيم السمعة.

- تخفيض ضريبي لمدة 5 سنوات التي على الأرباح في البورصة.

- ضمان الديمومة عبر تسهيل الحالة.

ه- أهم الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية التونسية:¹

ينتمي إلى بورصة الأوراق المالية التونسية مجموعة مختلفة من الشركات تختلف وظائفها وتتتوع من مؤسسات مالية (بنوك، تأمين، خدمات مالي) اتصالات، صناعة، صحة، تجهيزات، مقاولات، بترول وغاز، وقدرت في مجموعها بحوالي 50 مؤسسة مسعرة في البورصة في مارس 2009 برأس مال إجمالي قدر بـ 8.7 مليار دينار تونسي مقارنة بـ 3.1 مليار دينار تونسي في 2004 وتمثل هذه الشركات حوالي 16% من مجموع PIB الوطني.

بالنسبة للمؤسسات المالية: توجد 22 مؤسسة تتراوح ما بين البنوك، التأمين، خدمات مالية.

البنوك: بنك الأمان، البنك العربي التونسي، التجاري بنك، بنك الإسكان، بنك تونس العربي الدولي، الاتحاد البنكي للتجارة والصناعة، الاتحاد الدولي للبنوك.

¹ صندوق النقد العربي أسواق المال العربية النشرة الفصلية للصندوق ص5

الخدمات المالية: شركة الادخار العربية لتونس، التجاري للإيجار المالي، الوفاق للإيجار المالي، التونسية للإيجار المالي، التوظيف التونسي، شركة الاستثمارات والتنمية الصناعية والسياحية، شركة الاستثمار تونس، بولينا القابضة.

التأمين: شركة أسرتي لتأمين وإعادة التأمين، الشركة التونسية للتأمين ستار.

الاتصالات: فهناك شركتان هما: الوكالة التونسية للمقاولات السلوكية واللاسلكية وسر فيكوم.

الخدمات للمستهلك: فيها حوالي 6 مؤسسات وهي:

الشبكة التونسية للسيارات والخدمات، شركة المغازة العامة، شركة مونوبري، الشركة التونسية لأسواق الجملة، الخطوط التونسية.

والجانب الصحي أيضا متواجد بمؤسستين هما: شركة الأدوية، والمؤسسة التونسية لصناعة الصيدلة، هذا إضافة إلى حوالي 8 مؤسسات مقسمة على كل من مؤسسات تجهيزات السيارات والتجهيزات المنزلية وكذا الفلاحة والصيد البحري.

وقد مثلت الصناعة وخدماتها بحوالي 7 شركات، 4 شركات للمواد الأساسية وأخيرا شركة واحدة هي شركة النقل عبر الأنابيب في مجال البترول والغاز.

مما يلاحظ عليه هو تواجد مختلف القطاعات شملت: الصناعة، الفلاحة، الصحة، البترول وغيره في البورصة التونسية وهذا يؤدي إلى التنوع الذي من شأنه أن يخدم مصالح المستثمر يتوفر الأدوات المالية المختلفة في شتى الميادين.

و- شركات الوساطة في البورصة التونسية:¹

توجد شركات الوساطة في البورصة التونسية وهي تتكون من مجموعة من العاملين يتمثل دورهم في الجمع بين البائع والمشتري والمساهمة في إجراء الصفقات المالية وغيرها كجمع المعلومات وتسلم الأوامر (البيع والشراء) وتعمل هذه الشركات تحت مجموعة من النظم تدعى بالنظام الأساسي لوسطاء البورصة والذي جاء بالأمر عدد 2478 لسنة 1999 المؤرخ في الفاتح نوفمبر 1999 والذي تم تنقيحه وإتمامه بالأمر عدد 1678 لسنة 2007 المؤرخ في 5 جويلية 2007 ويتميز بمجموعة من القوانين والتشريعات لا بد على الأشخاص الطبيعيين الذين يرغبون في ممارسة نشاط الوساطة بالبورصة الالتزام به.

حيث هم مجبرون وملزمون بتقديم ما يفيد الموارد البشرية والمادية لتعاطي نشاط الوساطة المحدد بقرار عام لهيئة السوق المالية والذين يجب عليه التمتع بخبرة واسعة في هذا المجال وكذا يكونوا أصحاب كفاءة مهنية عالية.

¹ الموقع الالكتروني للبورصة.

ويمثل مجموع شركات الوساطة في السوق التونسي حوالي 23 مؤسسة وسيطة برؤوس أموال مختلفة تتراوح ما بين 6.5 مليون دينار تونسي كأعلى نسبة للشركة المالية للتصرف و 1 مليون دينار كحد أدنى.

د- تنظيم البورصة:

يتم تداول الأوراق المالية التي تدرجها مختلف الشركات سواء الشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام أو الشركات الخفية الاسم في البورصة وعملية التداول هذه تنوزع فيها الأوراق المالية لشركات المساهمة العامة لصفحتين هما:

السندات المدرجة: ويتم تداولها بتسعيرة البورصة.

السندات غير المدرجة: ويتم تداولها في السوق الموازية.

أ/ التداول بتسعيرة البورصة:

تخصص تسعيرة البورصة إلى تداول المساهمة وسندات الدين من قبل الشركات الخفية الاسم والتي تستجيب لشروط الإدراج التي ينص عليها الترتيب العام للبورصة وكذلك سندات الدين المصدرة من قبل الدولة والجماعات المحلية، وتتضمن تسعيرة البورصة سوقين:

* سوق سندات رأس المال: وهي مفتوحة لسندات الشركات التي تم قيدها وإدراجها والتي تستجيب إلى شروط البقاء التي تنص عليها الترتيب ذات الصلة وتتكون بدورها من سوق رئيسية وسوق بديلة.

* سوق سندات الدين: وهي مفتوحة بصفة آلية لسندات الدولة والجماعات المحلية في حين يتطلب قبول هذه السندات الاستجابة إلى الشروط التي ينص عليها الترتيب العام للبورصة.

ب/ التداول بالسوق الموازية:

ويتم في هذه السوق التداول بالأوراق المالية للشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام والتي ليست مدرجة بتسعيرة البورصة.

ي- مؤشرات بورصة الأوراق المالية التونسية:

تعتبر المؤشرات مقياس لأداء الاستثمارات والأنشطة التجارية إذ تهدف إلى تزويد كل من المديرين والمستثمرين في المقام الأول بكافة المعلومات على الشركة المسعرة. أول مؤشر في السوق المالي التونسي أطلق في 30 سبتمبر 1990 تحت اسم مؤشر BVMT ثم مؤشر Tunindx في 31 ديسمبر 1997 والمؤشر القطاعي في 31 ديسمبر 2005.

بقرار من لجنة مؤشرات البورصة ابتداء من 2 جانفي 2009 ألغي مؤشر BVMT ولم ينشر بعد ذلك، بالنسبة لكل من مؤشر Tunindex والمؤشر القطاعي فقد عرفا بعض التغيرات في الحساب واتبعا طريقة الرسملة عوض القيمة السوقية.

* حساب مؤشر Tunindex:

أطلق هذا المؤشر في 31 ديسمبر 1997 بقيمة اساس 1000.

إلى غاية 31 ديسمبر 2008 كان يحسب بالطريقة التالية:

$$I^t = 1000 \times \text{Capitalisation boursière de l'échantillon en } t$$

$$\text{Capitalisation de base de l'échantillon (ajustée) en } t$$

$$I_t = 1000 \times \sum_{i=1}^N (Q_i^t \times C_i^t) / K^t \times CB^0$$

حيث:

t: يوم الحساب

N: عدد قيم العينة

Q_i^t : عدد الأوراق المالية التي عقدت في المؤشر من أجل القيمة i في الزمن t.

C_i^t : السعر للقيمة i في اليوم t.

CB^0 : القيمة السوقية للعينة ليوم الأساس.

K^t : معامل التسوية العام في اليوم t المطبق على القيمة السوقية للحساب.

وابتداء من 2 جانفي 2009 عدد الأوراق المالية Q_i^t السابق عوض بـ:

$$Q_i^t = (Q_i^t \times F_i^t \times f_i^t)$$

وأصبح مؤشر Tunindex يحسب بالطريقة التالية اليوم:

$I^t = 1000 \times \text{Capitalisation boursière flottante de l'échantillon en } t$

Capitalisation de base de l'échantillon (ajustée) en t

$$I_t = 1000 \times \sum_{i=1}^N (Q_i^t \times F_i^t \times f_i^t \times C_i^t) / K^t \times CB^0$$

حيث:

F_i : المعامل المعوم للقيمة i

f_i : معامل السقف للقيمة i

والانتقال للحساب على أساس التعويم يعرف معامل السقف عند سعر الإغلاق في اليوم

السابق قبل الانتقال.

أما بالنسبة لحساب المؤشر القطاعي فأصبحت مرجحة بدورها ابتداء من 2 جانفي 2007

بتعويم قيمتها السوقية حيث أن:

- العامل المعموم لكل قيمة في مؤشر القطاع هو نفسة المستعمل في حساب مؤشر

.Tunindex

- وكذا القيمة السوقية المعمومة لكل قيمة لمؤشر القطاع هي نفسها المستعملة في

مؤشر Tunindex

أما بالنسبة للمؤشر BVMT ذو القيمة 100 فهو يحسب يوميا في البورصة ولكن لا يتم

نشر أي بيانات عنه وذلك بطريقة التالية:

$$I_t = 100 \times (\sum_{i=1}^n VA_{it} / \sum_{i=0}^n VA_{ito}) \times 100$$

حيث:

VA_{ito} : تمثل أسعار القيم i في إنتاجها في العينة.

VA_{it} : تمثل القيمة في اليوم t للسهم i و المنتمية للمؤشر.

و تحسب كمايلي :

$$VA_{it} = (C_{it}/100) \times B_{it} \text{ (Bise ajustée)}$$

حيث: C_{it} : تمثل سعر القيمة i في اليوم t

B_{it} : تمثل أساس القيمة i في اليوم t

ينتمي سوق الأوراق المالية التونسي إلى مجموع الدول العربية المنضمة إلى الاتفاقية

العامة لتحرير الخدمات وقدمت هذه الأخيرة التزامات محددة فيما يتعلق بالتعامل في

أسواقها المالية فبالنسبة لقطاع الخدمات المالية ما عدا التأمين في تونس لا توجد أية قيود على تزويد الخدمة عبر الحدود أو على الاستهلاك الخارجي أما الحضور التجاري فإنه يخضع لبعض القيود وضعتها الدولة بموجب قوانين مرسمه على كل من شركات الاستثمار وشركات الوساطة. مع كل هذا فإن السوق المالي التونسي يتميز بدرجة من التطور والنمو حيث عرف هذا السوق نوع من الارتفاع أيام الأزمة المالية قدر بـ 2.2 نقطة مئوية من سنة 2007 إلى سنة 2008 وهذا إن دل على شيء فهو صلابة النظام وقوته ما جعله في مواجهة كل التحديات والصعوبات على الصعيد الداخلي والخارجي.

2- بورصة المغرب (الدار البيضاء):

بورصة الدار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد والمالية، تأسست عام 1929 وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة"، وتعتبر السوق المالي الوحيد في المغرب وتعد الأولى مغربيا والثالثة إفريقيا، وقد عرفت منذ وقت إنشائها عدة تغييرات على هيكلها وطريقة عملها، فالأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين وتقنين تنظيم وسير هذه السوق.

أ- أهم المحطات التي مرت بها بورصة الدار البيضاء:¹

1948: حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة.

1967: أصبح للسوق المالي المغربي خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني.

1986: الشروع في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي (استغرق عشر سنوات).

1993: شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة وذلك

بإصدار والمصادقة على 3 نصوص مؤسسية، ويسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثا ملموسا.

ومن أجل رفع فعالية السوق بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر

البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها ابتداء من 1993.

1997: تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور قانون متعلق ببورصة القيم.

* انطلاق التسعير والتداول الإلكتروني في مارس 1997.

* تعويض السوق الرسمي وسوق التفويت المباشر بالسوق المركزي وسوق الكتل في

نوفمبر 1998.

2000: تغيير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء.

2007: بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها الرئيسية مواكبة للتحويلات الهامة التي تشهدها.

ومن حيث تنظيم السوق فقد اتخذت عدة تدابير أهمها:

* اعتماد لا مركزية التداول الإلكتروني وتحويل عمليات البيع والشراء إلى مقرات شركات البورصة في جانفي 2001.

* تقليل مدة الإتمام النظري الخاص بعمليات البورصة من خمسة إلى ثلاث أيام في ماي 2001.

* إطلاق مؤشرات جديدة Madex و Masi والمؤشرات القطاعية ومؤشرات المردودية ومؤشرات العملات في جانفي 2002.

* الأخذ بالقيمة السوقية لرأس المال العائم (الرسملة) في طريقة حساب المؤشرات في ديسمبر 2004.

* تطبيق المعايير الجديدة في جدول التسعيرة في جانفي 2005.

* 2007 تم إصدار قوانين جديدة متعلقة بالظواهر المعتمدة.

* اعتماد النسخة 900 لنظام التسعير الإلكتروني في مارس 2008.

في ديسمبر 2008 أنشئت بورصة الدار البيضاء "لجنة متابعة" من أجل تعديل النظام الإداري للشركة واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد عند 200 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة.

في أبريل 2009: تم الاعتماد الفعلي لنظام الحوكمة ويرتكز على مجلس إدارة وإدارة عامة.

ب- أهدافها:

وضعت بورصة الدار البيضاء في إطار مزاولة نشاطها وتطبيقها للمهام التي أسندت إليها مجموعة من الأهداف وهي:

* المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل الاقتصاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين والجهات المصدرة.

* تلبية حاجيات الفاعلين في السوق وذلك بمنح المستثمرين والفاعلين سوفا عصريا وسائل شفافة، وكذا اقتراح خدمات ذات جدوى عالية لمختلف العملاء.

* تطوير سوق البورصة من خلال تعزيز وتسريع تطوره.

* العمل على احتلال الصدارة بين السواق الرائدة في إفريقيا والعالم العربي، بصفتها تحتل المرتبة الثالثة عربيا فهي تعمل على احتلال الصدارة في إفريقيا.

بالإضافة إلى اعتمادها على أفضل الممارسات الدولية على مستوى تنظيم السوق.

حيث استحدثت خلال هذه السنة شركة مساهمة تعطي الامتياز في إدارة بورصة الدار البيضاء، وهذا تماشيا مع المتطلبات الاقتصادية والتوجيهات الاستثمارية.

تنفيذ الاستخدام للتسعير الإلكتروني عن طريق:

- نشر الأسعار فورا مع أحجام التبادل.

- تنفيذ عمليات البيع والشراء إلكترونيا وربطها مع الأسواق العالمية.

- استخدام نظام للتسوية والمقاصة بأسرع وقت وأقل تكلفة.

- الإفصاح التام عن المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة.

ما يمكن ملاحظته من خلال معرفة أهم المحطات التي مرت بها بورصة الدار البيضاء، هو صدور التشريعات المتوالية في خلال العقد الماضي بتكثيف الجهود وتطوير المؤسسات المتعلقة بالسوق المالي وانفتاح السوق على العالم الخارجي لإعطائه الشفافية اللازمة والإطار التشريعي المحفز وآلية التبادل السريع والتسوية غير المكلفة وكلها عناصر جذب للاستثمار المحافظ في الأسواق النامية.¹

¹ د. يسري محمد أبو العلاء، مرجع سابق، ص112.

ج- الجهات المتعاملة في السوق:

* شركات البورصة: تم تأسيسها عام 1995 بمقتضى الظهير المعترف بمثابة قانون رقم 1-93-211 الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993 وتم الترخيص لها من طرف وزارة الاقتصاد والمالية، وتمثل حوالي 17 شركة مدرجة إلى حد اليوم.¹

يتمحور دورها في احتكار السمسرة في سوق البورصة ويتمثل نشاطها في:

- تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة.

- إيداع وحفظ الأوراق المالية.

- إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة.

- تنشيط سوق القيم المنقولة المدرجة للتداول.

* **مجلس القيم المنقولة CDVM**: هو عبارة عن مؤسسة مستقلة ماليا تتمتع

بالشخصية المعنوية، وهي تمثل السلطة المكلفة بمراقبة السوق وتتلخص مهامها في:

- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو أي توظيف آخر يتم بواسطة طرح أوراق مالية للاكتتاب لدى العموم.

- السهر على موافاة المستثمرين في القيم المنقولة بالمعلومات الضرورية وضمن وضع ونشر جميع المعلومات القانونية والتنظيمية اللازمة من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم.

¹ الموقع الالكتروني للبورصة.

- ضمان حسن سير سوق القيم المنقولة بالسهر على شفافية ونزاهة وسلامته.
- ضمان مراعاة واحترام مختلف مقتضيات القانونية والتنظيمية التي يخضع لها السوق المالي.

- * **مار وكليير:** تم إنشاؤه بمقتضى القانون 35-96 الصادر بتاريخ 9 جويلية 1997 القاضي بتحويل القيم المنقولة في الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإلكتروني وتعد مار وكليير هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب ويمكن تلخيص مهامها فيما يلي:
- حفظ حسابات الأوراق المالية للشركات الأعضاء فيها والسهر على حركة وإدارة هذه الحسابات.

- مركزة حفظ الأوراق المالية في حسابات جارية مفتوحة حصريا باسم المهنيين أي البنوك وشركات البورصة والجهات المصدرة.
- إدارة نظام التسوية وتسليم الأوراق المالية.
- تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.

- * **الجمعية المهنية لشركات البورصة:** تضم مجموع شركات البورصة التي تعمل في سوق البورصة يتمثل دورها الأساسي في المساهمة في تطوير والنهوض بمهن شركات البورصة والخدمات الاستثمارية في السوق المالي المغربي بالإضافة إلى تمثيل أعضائها لدى باقي الفاعلين في السوق ولدى السلطات العمومية.

* وزارة الاقتصاد والمالية: هي الهيئة الوصية على البورصة في المغرب دون أن تساهم في إدارة هذه الأخيرة ويتمثل دورها الأساسي في إصدار القوانين المتعلقة بسوق البورصة وهي ممثلة من قبل مندوب حكومي في مجلس إدارة بورصة الدار البيضاء.

د- بنية السوق:

تعد بورصة الدار البيضاء سوق مقننة حيث يتم تداول القيم المنقولة وهي في الحقيقة تضم:

- السوق المركزي حيث يتم مقابلة مجموع أوامر البيع والشراء المتعلقة بقيمة منقولة مسجلة في جدول تسعيرة بورصة الدار البيضاء.

- سوق الكتل: حيث يمكن وبالتراضي المباشر إجراء عمليات تداول متعلقة بقيمة منقولة مسجلة في جدول تسعيرة بورصة الدار البيضاء، والتي يتجاوز أو يساوي حجمها الحجم الأدنى للكتل حسب الشروط الخاصة بالأسعار المنبثقة من السوق المركزي.

إن فالسوق المركز هو عبارة عن سوق ممرضة توجهها أوامر البيع والشراء ويتم تسعير قيمة منقولة ما وفق نظام التسعير المستمر أو الثابت حسب سيولة القيمة المنقولة.

أما بالنسبة لسوق الكتل فهي عبارة عن صفقات تتم بالتراضي في المباشرة ويكون ذلك حسب شروط الحجم وشروط السعر.

هـ- مؤشرات التداول في سوق بورصة الدار البيضاء:

يتكون سوق بورصة الدار البيضاء من 3 مؤشرات رئيسية تعمل بقاعدة 1000 حيث تم إحداث مؤشري Madex و Masi والمؤشرات المنبثقة عنهما والمؤشرات القطاعية في سنة 2002 وتم اعتماد الرسملة العائمة في حساب المؤشرات سنة 2004 وعليه فإن:

Masi العائم: هو عبارة عن مؤشر عام يشمل جميع القيم المنقولة من نوع الأسهم.

Madex العائم: هو عبارة عن مؤشر مدمج يتكون من القيم الخاضعة للتداول المستمر.

المؤشرات القطاعية: هي مؤشرات منتسبة لنفس القطاع وهي أيضا مدمجة.

* حساب المؤشرات:

ابتداء من الفاتح ديسمبر 2004 اعتمدت بورصة الدار البيضاء لحساب مؤشراتها حيث ركزت على مبدأ التعويم وهذا النوع من الحساب معتمد في البورصات العالمية المتقدمة بهدف تحقيق مزيد من التماسك بين الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية وترجمة هذا الواقع في الأرقام القياسية الممثلة في المؤشرات.

مبدأ التعويم: هو الجزء من رأس المال المتداول في السوق أو من الأوراق المالية المملوكة من قبل الجمهور، الطريقة المطبقة لمؤشرات بورصة الدار البيضاء تؤدي إلى تقييم أوزان الأوراق المالية في كل مؤشر على أساس هذه النسبة التي عقدت من قبل

الجمهور وليس على أساس إجمالي رأس المال كما كان الحال سابقا، وعليه أصبحت المؤشرات تحسب بالطريقة التالية:

$$I = 1000 \sum_{i=1}^N (f_{it} \cdot F_{it} \cdot Q_{it} \cdot C_{it}) / B_0 K t$$

حيث:

t: يمثل وقت الحساب

N: يمثل عدد قيم العينة

fit: عامل عائم

Fit: عامل السقف

Qit: يمثل عدد الأوراق المالية الكلية للقيمة i في الوقت t

Cit: سعر القيمة i في الزمن t

B0: رأس مال الأساس في 1991/02/31.

Kt: معامل التكيف في الزمن t لقاعدة الرسملة.

عدد الأوراق المالية Qit الذي يمثل مجموع الأوراق المالية للقيمة i في الزمن t

في المؤشرات المحسوبة على أساسه رأس المال الإجمالي يصبح:

Fit. fit. Qit في حساب المؤشرات على أساس التعويم.

فيما يلي سنحاول معرفة حركة مؤشر Masi للعقار المغربي في الفترة الممتدة ما بين 2007/07/01 إلى 2010/01/01 وعليه ملاحظة درجة تأثر السوق المالي المغربي بالأزمة المالية العالمية الذي حدث في 2008 بسبب تدني سعر العقار.

الشكل رقم 27: مؤشر Masi العقار



المصدر: www.casablanca-bourse.com

تفسير الشكل:

من الشكل أعلاه نلاحظ أن التغير في المؤشر كان مستقرا خلال منتصف سنة 2007 وبدأ في الارتفاع في النصف الثاني من نفس السنة وبعد ذلك عرف تغيرات طفيفة إلى غاية النصف الأول من سنة 2008 وهذا إتباعا للتغيرات العالمية التي شهدتها العقار

في الولايات المتحدة الأمريكية خلال نفس الفترة ولكن عاد المؤشر وانخفض بداية من شهر سبتمبر إلى حد وصوله إلى قمة التدني في 2009/01/12 وهذا إن دل على شيء فهو تأثر البورصة المغربية كغيرها من الأسواق المالية العالمية بمخلفات الأزمة الحاصلة في تلك الفترة إلا أنه بعد هذا التاريخ عاد المؤشر Masi إلى طبيعته الأولى قبل الأزمة وهو في حالة استقرار مع حدوث بعض التغيرات من حين إلى آخر إلى حد تاريخ 2010/01/01.

III- دراسة قياسية للكفاءة للضعيفة للأسواق المالية (تونس - المغرب) باستعمال التكامل المتزامن:

يتناول هذا الجزء من بحثنا بشكل عام اختبار فرضية الأسواق الفعالة باستعمال طريقة التكامل المتزامن Cointegration حيث شمل اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية حيزا كبيرا من اهتمام الباحثين في مجال الأسواق المالية ويشير مصطلح كفاءة السوق إلى تلك الدرجة التي تعكس عندها أسعار الأوراق المالية على وجه السرعة كل المعلومات المتاحة لجمهور المستثمرين في السوق، حيث تتجه الأسعار صعودا ونزولا تبعا لطبيعة المعلومات الواردة إلى السوق سواء كانت سارة أو غير ذلك.¹

¹ Al-Batelmop.citm p195.

1- نظرة عامة حول أدبيات التكامل المتزامن:

أثبتت الدراسات التجريبية والتطبيقية والتي تستخدم بيانات سلسلة زمنية أن هذه السلسلة مستقرة وصفة الاستقرار تلك تتحدد ببعض الخصائص الإحصائية¹، ساعدت التطورات الحاصلة على نتائج من شأنها المساهمة في اتخاذ قرارات سليمة، حيث أن الإنحدار الذي نحصل عليه بين متغيرات السلسلة الزمنية غالبا ما يكون زائفا .

supurious ومن المؤشرات الأولية التي تدل على أن الإنحدار المقدر من بيانات سلسلة زمنية زائف كبير معامل التحديد R^2 ويرجع هذا إلى اتصاف البيانات الزمنية غالبا باختلال التباين أو بصفة الموسمية أو تواجد عامل الاتجاه العام الذي يعكس ظروف معينة تؤثر على جميع المتغيرات إما في نفس الاتجاه أو في اتجاهات متعاكسة.

وجاءت عدة دراسات اهتمت بتحليل السلاسل الزمنية من بينها:

Yule 1926: استعمل الطريقة التحليلية والتجريبية لمعرفة ارتباط بين سلسلتين غير مستقرتين يتجه نحو الواحد (1) وفي المدى الطويل لا توجد أية علاقة بين المتغيرات.

Granger et Neubold 1974: أعادا أعمال Yule وأشارا إلى الاهتمام بالتركيز على

اختبار Durban Watson (DT) بما أن البواقي هي (0)، وللتفرقة بين الإنحدار

الخاطئ كان الاقتراح بضرورة أن تكون R^2 أكبر من DW Statistic .

¹ عبد القادر محمد عطية. الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق.الدار الجامعيةط2 2009. ص643.

وتعد سلسلة زمنية ما Y_t مستقرة Stationary إذا تحققت الخصائص التالية:

- ثبات متوسط القيم عبر الزمن $E(Y_t) = U$.

- ثبات التباين عبر الزمن $Var(Y_t) = E(Y_t - U)^2 = \sigma^2$

- أن يكون التباين Covariance بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمداً على الفجوة الزمنية K بين القيمتين Y_t و Y_{t-k} وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عنده التباين.

$$Y_k = E[(Y_t - U)(Y_{t-k} - U)] = COV(Y_t, Y_{t-k})$$

حيث الوسط الحسابي U والتباين σ^2 ومعامل التباين Y_k هم ثوابت.

2- التكامل والتكامل المتزامن:

استعمل مفهوم التكامل المتزامن من قبل Granger 1983 الذي جاء بالحل لمشكلة احتمال فقدان المعلومات الزمنية على المدى الطويل والتي جاء بها كل من Bot et Jen Kins في (1970) والذي ربطه مع نماذج تصحيح الخطأ بالنسبة للمتغيرات التي تسير جنباً إلى جنب في المدى الطويل.¹

¹ Regis bourbonnais.econometrie 2 eme édition donop paris 1998. p267

فإذا كان هناك سلسلتان $(Y_t - V_t)$ غير مستقرتين فليس من الضروري أن يترتب على استخدامهما في تقدير علاقة ما الحصول على انحراف زائف وذلك إذا كانا يتمتعان بخاصية التكامل المشترك، فتكامل السلاسل الزمنية يكون إذا:

كان هناك متغير ما (Y_t) مستقرا في صورته الأصلية قبل إجراء أي تعديلات عليه يقال أنه متكامل من الرتبة 0 أي $Y_t \sim I(0)$ وإذا كان هذا المتغير غير مستقر في صورته الأصلية وأصبح مستقرا بعد الحصول على الفروق الأولى. يقال أنه متكامل من الدرجة الأولى $Y_t \sim I(1)$

$$DY_t = Y_t - Y_{t-1}$$

وبشكل عام يقال أن السلسلة متكاملة من الدرجة d إذا تطلب الأمر أخذ الفروق d مرة لكي تصبح السلسلة ساكنة ويمكن استعمال عدة أساليب لاختبار سكون السلسلة من بينها اختبار جذر الوحدة Unit Root لديكي فولر Dickey Fuller واختبار ديكي فولر المركب Test augmented Dicky Fuller .

استعمل اختبار (DF) في عام 1979 والذي تم تطويره إلى ADF بعد ذلك ويعتمد هذا الاختبار على ثلاثة عناصر هي:

أ- صيغة النموذج.

ب- حجم العينة.

ج- مستوى المعنوية.

ويستخدم لإجراء هذا الاختبار ثلاثة صيغ هي:

أ/ صيغة السير العشوائي البسيط Simple random walk

$$Y_t = \lambda Y_{t-1} + E_t$$

حيث λ معامل المتغير المستقل E_t حد الخطأ العشوائي والذي يمكن حسابه:

$$E(\epsilon_t) = 0, \text{var}(\epsilon_t) = E(y_t - U)^2 = \sigma^2, \text{cov}(\epsilon_t, \epsilon_j) = 0$$

ب/ صيغة السير العشوائي مع حد ثابت:

$$\Delta y_t = \alpha + \lambda y_{t+1} + \epsilon_t$$

حيث α يمثل الحد الثابت.

ج/ صيغة السير العشوائي مع حد ثابت واتجاه زمني:

$$\Delta y_t = \alpha + \alpha_1 t + \lambda y_{t+1} + \epsilon_t$$

وهنا أضيف الاتجاه العامل المتمثل بالزمن t .

وما يلاحظ على هذا الاختبار DF أنه لا يصبح ملائماً إذا وجدت هناك مشكلة ارتباط ذاتي

في الحد العشوائي أو ما يسمى بالارتباط التسلسلي وذلك بالرغم من كون بيانات

المتغيرات المدرجة في النموذج قد تكون مستقرة وهذا ما أدى إلى تطوير اختبار آخر

يسمى باختبار ديكي فولر الموسع ADF ويتميز بنفس خصائص اختبار DF السابق مع إضافة متغيرات متباطئة وذلك لإزالة الارتباط الذاتي على النحو التالي.

$$\Delta y_t = \Delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^K (B_i \Delta y_{t-1}) + \varepsilon_t$$

$$\Delta y_t = \alpha + \lambda y_{t-1} + \sum_{i=1}^K (B_i \Delta y_{t-1}) + \varepsilon_t$$

$$\Delta y_t = \alpha + B_0 t + \lambda y_{t-1} + \sum_{i=1}^K (B_i \Delta y_{t-1}) + \varepsilon_t$$

حيث تكون B_i كبيرة لضمان أن ε_t هي ضجيج ابيض ويتبع هذا الاختبار نفس خطوات اختبار DF من خلال إضافة الاتجاه العام والحد الثابت، ويتم إدراج الفروق في الصيغة من أجل القضاء على مشكلة الارتباط معبرا عنها بإحصائية DF:

$$\Delta y_{t-1} = y_{t-1} - y_{t-2}$$

$$\Delta y_{t-2} = y_{t-2} - y_{t-3}$$

$$\Delta y_{t-3} = y_{t-3} - y_{t-4}$$

نقول هنا أن مشكلة الارتباط يمكن لها الاختفاء بعد إدراج 3 فروق مثلا ويتم تقدير النموذج بصفة عامة باستعمال طريقة المربعات الصغرى OLS وانحرافها المعياري حيث يمكن قبول فرضية الحركة العشوائية (فرضية الاستقرار HOL) عندما تكون القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية عند مستوى معنوية محدد.

ويتضمن هذا الاختبار التحقق من صحة الفرضيتين:

الفرضية العدمية: $H_0: \lambda = 0$

الفرضية البديلة: $H_1: \lambda \neq 0 < 1$

ويعني هذا أن $0 = \lambda$ أي القبول بفرضية العدم H_0 فإن سلسلة الفروق الأولى مستقرة وتكون السلسلة الأصلية متكاملة من الدرجة الأولى (1) $I(1)$ وأما إذا استقر السير العشوائي عند الفروق الثانية أو الثالثة فإننا نقول أن السلسلة متكاملة من الدرجتين الثانية أو الثالثة.

كما توجد اختبارات أخرى للاستقرارية نذكر منها اختبار فيليب بيرون (philip perron) و الذي يتفق مع اختبار ADF في بعض الشروط اختبار kuiralhousky (KPS)phillips shmids and shin.

و يعتبر من الاختبارات القوية للكشف عن استقرارية السلاسل الزمنية.

3- تعريف التكامل المتزامن:

يعرف التكامل المتزامن Cointegration بأنه تصاحب بين سلسلتين زمنيتين X_t, Y_t أو أكثر بحيث تؤدي التقلبات في إحداهما لإلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتهما ثابتة عبر الزمن وهذا ما يعني أن بيانات السلاسل الزمنية قد تكون غير مستقرة إذا ما أخذت كل على حدى وتتمتع بصفة الاستقرار إذا أخذت كمجموعة

ومثل هذه العلاقة طويلة الأجل بين مجموعة المتغيرات تعتبر مفيدة في التنبؤ بقيم المتغير التابع بدلالة مجموعة من المتغيرات المستقلة.

ويشترط توفر بعض الشروط لتحقيق التكامل المتزامن:

$$y_t \sim I(1)$$

$$X_t \sim I(1)$$

$$y_t = a + bX_t + U_t$$

$$U_t \sim I(0)$$

وتقيس ((U_t)) في هذه الحالة انحراف العلاقة المقدر في الأجل القصير عن اتجاهها التوازني في الأجل الطويل.

وباختصار التكامل المتزامن هو التعبير الإحصائي لعلاقة التوازن طويلة الأجل.

4-اختبارات التكامل المتزامن:

توجد عدة اختبارات للتكامل المتزامن سنقوم بدراسة واحد منها ألا و هو اختبار انجل

-جرانجر (EG) Engle granger.

اختبار التكامل المتزامن باستخدام طريقة 1987 (EG) ذات الخطوتين:

تعتمد هذه الطريقة أساسا على اختبار ما إذا كانت السلاسل الزمنية متكاملة تكاملا

مشتركا من نفس لدرجة كما يلي:

1- يتم استخدام أحد اختبارات جذر الوحدة للاستقرار للتأكد من درجة تكامل المتغيرات محل الدراسة في حالة تحقق الاستقرارية نقوم باستخدام الطرق الإحصائية على النتائج الإحصائية و الاقتصادية المطلوبة بدقة عالية.

أما إذا كانت درجة التكامل بين المتغيرات مختلفة فهنا نكون في حالة عدم وجود تكامل بين المتغيرات محل الدراسة.

2- تقدير علاقة الأجل الطويل فإذا كانت السلسلة الزمنية متكاملة من نفس الدرجة (X_{in}) نقوم بتطبيق انحدار التكامل وفقا للنظرية الاقتصادية على النحو التالي:

$$X_{it} = B_1 + B_2 X_2 + B_3 X_3 + \dots + B_n Y_{nt} + e_t$$

إذا كانت المتغيرات متكاملة تكاملا مشتركا فإن مقدرات المربعات الصغرى العادية (OLS) ستكون غالبية الاتساق.

لمعرفة ما إذا كانت المتغيرات متكاملة تكاملا متزامنا نقوم باختبار مدى استقرار مقدرات سلسلة البواقي باستعمال اختبار جذر الوحدة على نموذج الانحدار الذاتي لخطأ التوازن التالي.

$$D\hat{e}_t = \alpha \hat{e}_t - 1 + \Sigma t$$

قبول فرضية العدم $\alpha = 0$ هي السلسلة التي تحتوي على جذر الوحدة و بالتالي السلسلة غير مستقرة و نستنتج عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات أما في حالة رفض فرضية العدم نستنتج أن السلسلة لا تحتوي جذر الوحدة و هي مستقرة و بالتالي دليل على وجود تكامل متزامن بين متغيرات السلسلة الزمنية.

و توجد هناك اختبارات أخرى للتكامل المتزامن أكثر شمولية و أكثر تعقيدا كاختبار (johnasen approach) و يستخدم هذا الاختبار في حالة النماذج متعددة المعادلات.

اختبار (Durbin Watson) و الذي يستخدم في حساب الانحرافات على مسار المدى الطويل المقدر و التي تكون مستقرة تحت فرضية التكامل المتزامن.

5- تطبيق تقنية التكامل المتزامن لاختبار الكفاءة في كل من سوق(تونس-المغرب):

من خلال الدراسة سنحاول اختبار كفاءة السوقيين (التونسي-المغربي) وذلك بالاعتماد على أسعار بعض الأسهم المتداولة والمدرجة في السوقيين خلال الفترة الممتدة ما بين

2010/01/01 إلى 2010/04/03¹

(الأسعار المستعملة منشورة على مواقع شبكة الانترنت الخاصة بكل سوق على حدى).

فيما يلي سنحاول التعريف بمجموع الشركات المصدرة للأسهم محل الدراسة.

¹ - لمزيد من المعلومات، انظر الموقع الالكتروني: www.adwiya.com

1- بالنسبة لسوق تونس:

1- مؤسسة ادوية adwiya :انشئت في 25 جوان 1983 مقرها الرئيسي في مدينة

المرسى التونسية دورها الاساسى هو صناعة الادوية و المواد الصيدلانية للاستعمال الانسانى النباتى و الحيوانى بالاضافة الى المواد التجميلية و هى تقوم بتصدير و استيراد كل هذه المواد عن طريق البورصة .

2- بنك تونس (BT) : أنشئ في 1884/09/23 يهتم بالقطاع البنكي التونسي ككل تم

إدراجه في البورصة في 1990/10/03 ويقوم البنك عموما بالعمليات المصرفية التالية:

- تلقي الودائع بغض النظر عن شكلها أو مدتها.

- منح القروض.

- إدارة وسائل الدفع.¹

3- مجموعة بولينا القابضة Poulina holding : تم إنشاء المجموعة في

2008/07/23 و إدراجها في البورصة من خلال سعر اكتتاب بقيمة 59500 دينار

تونسي وتهدف المجموعة إلي تشجيع الاستثمار وإدارة محفظة الأوراق المالية من

الأوراق المالية المدرجة في تونس أو خارجها بالإضافة إلي المساهمة في إنشاء شركات

¹ - لمزيد من المعلومات، انظر الموقع الالكتروني: titres@bt.com.tn.

لتوفير الإخبار من أجل الاندماج والتحالف والاشتراك وشراء الأوراق المالية أو الحقوق الاقتصادية والاجتماعية في أي علاقة كانت.

المساعدة و البحوث والاستثمارات والتسويق والهندسة المالية والمحاسبة والقانونية وغيرها.¹

ب- بالنسبة لسوق المغرب:

1-Maroc leasing: أنشئت في 1965/04/21 مقرها الرئيسي بمدينة الدار البيضاء (المغرب) تم إدراجها ببورصة الدار البيضاء بتاريخ 2007/02/27 والغرض الرئيسي للشركة هو تمويل جميع العمليات المنقولة أو غير المنقولة عن طريق الإيجار المنتهي بالتملك لأنها تنتمي إلى شركات التمويل والخدمات المالية بلغ عدد أسهمها خلال سنة 2009 حوالي 2776761 سهم.²

2-اتصالات المغرب: أنشئت في 1998/02/03 مقرها الرئيسي بمدينة الرباط (المغرب) تنتمي هذه الشركة إلى قطاع الاتصالات بالمغرب والغرض الرئيسي منها هو ضمان خدمة عمومية طبقا للشروط التي تحددها القوانين والتشريعات التنظيمية المعمول بها، وضع أو استغلال البنيات التحتية للشبكات وخدمات الاتصالات بكل أنواعها وأشكالها، وعموما إجراء جميع العمليات التجارية والمالية والصناعية المنقولة وغير المنقولة

¹ - نظر الموقع الالكتروني: finance@Poulina.com.tn
² - الموقع الالكتروني: www.Casablanca-bourse.Com

والصناعية التي قد تكون مرتبطة بشكل مباشر أو غير مباشر بأحد أغراض الشركة الرئيسية. تم إدراجها بالبورصة بتاريخ 2004/12/13 بلغ عدد أسهمها خلال سنة 2009 حوالي 879035340 سهم.¹

3-مجموعة m2m: أنشئت في 2002/02/17 مقرها الرئيسي بمدينة الدار البيضاء (المغرب) يعتمد نشاط الشركة على الأجهزة، البرمجيات والخدمات الحاسوبية أدرجت في البورصة بتاريخ 2007/07/04 الغرض الرئيسي منها هو تصميم وانجاز تسويق وتشغيل جميع التجهيزات والمعدات والبرامج المعلوماتية أي توفير جميع الخدمات الخاصة بمجالات تكنولوجيا المعلومات بشكل مباشر أو غير مباشر بالإضافة إلى الاستشارة العالية المستوى للأنظمة والتطبيقات المرتبطة بالتدبير الالكتروني للصفقات وذلك لحساب الشركات التابعة أو الأعضاء في المجموعة بلغ عدد أسهمها خلال سنة 2009 حوالي 647777 سهم.²

تحليل نتائج الدراسة: بالاعتماد على تطبيق برنامج "EViews" تظهر نتائج الدراسة كما

يلي:

¹ - الموقع الالكتروني: www.ima.ma

² - الموقع الالكتروني: www.m2m group.Com

أ- بالنسبة لتونس

المرحلة الأولى:

X1 ← سهم adwiya

X2 ← سهم BT

X3 ← holding Poulina

الجدول رقم 6: اختبار ADF بالنسبة للسهم X1:

السهم	درجة التأخير	TQJ	%1	%5	%10
X1	0	-3.70	-4.07	-3.46	-3.15

من إعداد الطالبة

TQJ المحسوبة أصغر من TQJ الجدولية عند مستوى معنوية 5% و 10% و بالتالي

نقول أن (X1) غير مستقرة من نوع TS لأن معامل الزمن للنموذج السادس ل ADF

يختلف جوهريا عن الصفر.

الجدول رقم 7: اختبار ADF بالنسبة ل X2 :

السهم	درجة التأخير	TQJ	%1	%5	%10
X2	03	-069	-2.59	-1.944	-1.61

من إعداد الطالبة

نلاحظ أن TQJ المحسوبة أكبر من TQJ الجدولية عند كل القيم الحرجة و بالتالي فان (X2) غير مستقرة.

الجدول رقم 8: اختبار التفضيلات الأولى:

السهم	درجة التأخير	TQJ	%1	%5	%10
X2	2	-4.43	-2.59	-1.94	-1.61

من إعداد الطالبة

نلاحظ أن TQJ المحسوبة أصغر من TQJ الجدولية و بالتالي فان X2 مستقر من الدرجة الأولى.

الجدول رقم 9: اختبار ADF بالنسبة ل X3:

السهم	درجة التأخير	TQJ	%1	%5	%10
X3	0	-1.59	-2.59	-1.94	1.61

من إعداد الطالبة

نلاحظ أن TQJ المحسوبة أكبر من TQJ الجدولية و بالتالي هي غير مستقرة.

الجدول رقم 10: التفضيلات من الدرجة الأولى:

السهم	درجة التأخير	TQJ	%1	%5	%10
X3	0	-9.98	-2.54	-1.94	-1.61

من إعداد الطالبة

نلاحظ أن TQJ المحسوبة أصغر من TQJ الجدولية عند كل المستويات المعنوية (1% . 5% . 10%) و بالتالي المتغير مستقر من الدرجة الأولى.

المرحلة الثانية.

تقدير العلاقة في المدى الطويل في الاتجاهين لعدم معرفة المتغير المستقر من المتغير المفسر (تابع من المستقل) بين X2 و X3 أما X1 فهو متغير غير مستقر من نوع TS (لا تتوفر فيه شروط فرضية التكامل المتزامن).

و عليه

$$X2 = - 0.014X3 + 102 + 258$$

$$t = -0.017t = 17.53$$

اذن X3 يؤثر في X2 و نقوم بتقدير العلاقة في الاتجاه الآخر

$$X_3 = - 0.000 273X_2 + 7.326$$

$$(t = - 0.0176) \quad (t = 4.635)$$

و X_2 لا يؤثر في X_3

بالتالي نقول أنه لا توجد علاقة بين المتغيرات الثلاثة (X_3 ، X_2 ، X_1).

ب- بالنسبة للمغرب:

$X_1 \leftarrow$ Maroc leasing

$X_2 \leftarrow$ اتصالات المغرب

$X_3 \leftarrow$ m groupe2m

الجدول رقم 11: اختبار ADF بالنسبة للسهم X_1

السهم	درجة التأخير	TQJ	%1	%5	%10
X_1	0	-2.76	-2.542	-1.944	-1.614

من إعداد الطالبة

نلاحظ من خلال الجدول أن TQJ المحسوبة أصغر من TQJ الجدولية عند كل

المعنويات و بالتالي X_1 مستقر.

الجدول رقم 12: اختبار ADF بالنسبة للسهم X2:

السهم	درجة التأخير	TQJ	%1	%5	%10
X2	0	-3.59	-3.51	-2.89	-2.58

من إعداد الطالبة

نلاحظ من خلال الجدول أن TQJ أصغر من TQJ الجدولية عند كل المعنويات و

بالتالي X2 مستقر.

الجدول رقم 13: اختبار ADF بالنسبة للسهم X3:

السهم	درجة التأخير	TQJ	%1	%5	%10
X 3	1	-0.450	-2.59	-1.94	-1.64

من إعداد الطالبة

نلاحظ أن TQJ أكبر من TQJ الجدولية عند كل مستويات المعنوية (5% ، 1% ،

10%) و بالتالي فهي غير مستقرة.

بما أن لدينا X1 و X1 مستقرة و X3 غير مستقرة فانه لا يمكن تحقيق علاقة تكامل

متزامن بين هذه المتغيرات .

النتيجة النهائية للدراسة:

حسب نظرية granger سنة (1987) عن علاقات التكامل المتزامن يقول انه عندما لا تكون علاقة بين الأسهم أي لا يمكن لنا التقدير أو التنبؤ بحركة سهم معين باستعمال معطيات سهم آخر فنقول أن السوق فعال (كفو) و بإسقاط هذه النظرية على نتائج الدراسة التطبيقية نجد بعد التحليل أن:

في كلا السوقين (تونس ، المغرب) لم تتحصل على علاقة بين المتغيرات الثلاثة محل الدراسة خلال الفترة الممتدة ما بين (2010/01/01 إلى 2010/04/30) و عليه نستنتج أن السوقين هما سوقين فعالين خلال هذه المرحلة من الدراسة.

خاتمة الفصل :

تطرقنا من خلال هذا الفصل إلى دراسة نوع من الأسواق المالية ألا و هي *الأسواق العربية* و التي تكلمنا فيها عن أهم الإصلاحات التي قامت بها هذه الدول من اجل مواكبة كل التغيرات الحاصلة في الاقتصاد العالمي و كذا مميزات و خصائص هذه الأخيرة التي تجتمع و تتفق على ضرورة تدخل الدولة في كافة المجالات الاقتصادية و هذا من خلال النظم و التشريعات التي تحاصر الاقتصاد المحلي لكل دولة على حدى كما و لاحظنا في هذا الجزء تعرض الدول العربية كغيرها من دول العالم الى الأزمة الاقتصادية العالمية فى 2008 و ذلك بنقص السيولة فى البنوك المحلية بالإضافة الى تعرضها إلى العديد من المشاكل بسبب نقص الكفاءة سواء البشرية او على مستوى الأنظمة المعلوماتية إلا في بعض الحالات كالاسواق الخليجية .

أما بالنسبة للجانب التطبيقي من الدراسة فقد قمنا دراسة نوع من الأسواق العربية بتسليط الضوء على نموذجين من الأسواق المغاربية هما *بورصة الدار البيضاء بالمغرب* و *بورصة القيم المنقولة بتونس* و هذا بتطبيق تقنية التكامل المترامن على السوقين لمعرفة مدى توافر الكفاءة المعلوماتية فيهما من خلال اختبار العلاقة بين مجموعة من الأسهم و التي اخترنا عينة منها خلال الفترة الممتدة ما بين 2010/01/01 و 2010/04/30 . ينص الاختبار على إن وجود علاقة تكامل بين سهمين في نفس السوق تعنى عدم وجود كفاءة في هذا الأخير و العكس صحيح.

قد توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى إثبات صحة هذه الفرضية و كانت النتيجة هي فعالية السوقيين محل الدراسة خلال فترة اجرائها.

خاتمة البحث:

عالج موضوع الدراسة "المعلومات : حرك لتحسين و تطوير نجاعة الأسواق المالية مع دراسة قياسية لسوقي تونس و المغرب" موضوعا مهما في الاقتصاد العالمي ككل و الاقتصاد العربي بصفة خاصة، حيث شهد القرن الحالي تحولات اقتصادية كبرى إلا أن التخلف الاقتصادي موجود رغم وجود الموارد المالية و البشرية التي تربط ما بين التحول الصناعي العالمي بالصناعات الثقيلة و من هنا أصبح اندماج أسواق المال العالمية واقعا ملموسا ينبغي التعامل معه بكل حذر و واقعية إذ يتطلب إنشاء أسواق رأس المال دراسات واسعة و في اتجاهات متعددة بهدف وضع أنظمة و آليات لعمل السوق بما يتناسب مع الظروف المحلية فهي تعتبر أحد الآليات الهامة لتجميع و توجيه الموارد المالية و توظيفها في كافة المجالات إذ تلعب دور الوسيط بين المستثمر و بين الجهة المصدرة للأوراق المالية دون أن ننسى التركيز على أهمية المعلومات و أهمية توافرها و توافر الكوادر القادرة على تحليلها من خلال فهم السلوك التاريخي و العلاقات التي تربط بين معدلات أسعار معينة و بين مؤثرات بورصة الأوراق المالية التي يمكن استخدامها في التعرف على نقاط التحول الرئيسية بالسوق.

زاد التحرر المالي من ترابط أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدما في العالم و في نفس الإطار أدركت الدول العربية أهمية مثل هذه الأسواق خاصة في ظل التوجه الجديد في تقليص دور الدولة و القطاع العام و الاتجاه نحو الخصوصية و هو أحد أهم المقومات

المساعدة على تطور همة الأسواق إذ تعد الموجه الأساسي لحركة النشاط الاقتصادي لأي دولة لذلك كان من الضروري بناء تلك الأسواق على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة من أجل مواكبة التغيرات الحاصلة فهي متباينة فيما بينها من حيث درجة التطور و التنظيم و النشاط و تسعى كل دولة عربية إلى تطوير سوقها إلا أن أغلبها مازال في مراحل الأولى و من بين العراقيل التي تواجهها هذه الدول: قصور التشريعات الاقتصادية و المالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية.

في هذا الإطار قسمنا موضوع البحث إلى 3 فصول شملت:

الفصل الأول: قدمنا فيه جل التعاريف و المفاهيم الخاصة بالسوق المالي و أهميته و المؤسسات الساهرة على نجاح أنشطته من وسطاء و هيئات وصية... كما تطرقنا إلى دراسة البورصة و التي تمثل سوق التداول و عالجتنا هذا الجزء بمختلف جوانبه من مؤشرات و طرق التعامل و المشاكل التي يمكن أن تنشأ من جراء سوء استخدامها كالأزمات المالية.

بالنسبة **للفصل الثاني:** فقد تطرقنا إلى دراسة المعلومات و مختلف الأنظمة المعلوماتية كما رأينا العلاقة بين المعلومات و الكفاءة السوقية حيث أن منطلق فرضية الكفاءة هو أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة في السوق و عليه فإن أي خلل في استقبال هذه المعلومات أو تحليلها من شأنه أن يضعف من نشاط السوق كما تطرقنا إلى

العقلانية التي بها يكتمل النشاط الأمثل للسوق و اكتشفنا العلاقة التي تنشأ بين المعلومات و تحليلها بصفة عقلانية و بالتالي الوصول إلى الكفاءة الكلية و المثالية.

الفصل الثالث: في هذا الجزء من الدراسة قمنا بدراسة الأسواق المالية العربية بالتعرف عليها و على الاصلاحات الحاصلة فيها و كذا خصائصها ثم بعد ذلك قمنا باختيار سوقين كنموذج لدراستنا خلال الفترة الممتدة ما بين 2010/01/01 إلى 2010/04/30 و بطبيعة الحال بعد تعرضنا إلى تقنية التكامل المتزامن و التعرف إلى اختباراتها.

أهم الملاحظات المتوصل إليها من خلال الدراسة:

1- لا تزال معظم أسواق المال العربية بدائية و ذلك بسبب نقص التطور في هذه الأسواق و هذا راجع إلى حداثة نشأتها.

2- غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار الأسهم و هذا يؤدي إلى عدم كفاءتها حيث أن عدم توفر المعلومات يؤدي إلى عدم تحقيق كفاءة السوق.

3- عدم ثبات القوانين و التشريعات المنظمة لأسواق المال العربية و الذي يلزم بعض الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة الدولية.

4- ضآلة الطلب و هذا راجع إلى انخفاض معدلات الادخار و انخفاض العائد المحصل عليه بالإضافة إلى عدم استقرار أسعار الفائدة.

5- قلة التنويع و هذا راجع إلى ضآلة العرض أمام المستمر لتنويع محفظته المالية.

6- انخفاض السيولة في الكثير من البلدان العربية خاصة خلال الأزمة العالمية.

التوصيات:

من خلال الملاحظات التي توصلنا إليها أثناء قيامنا بهذه الدراسة نحاول اقتراح بعض التوصيات لتحقيق الكفاءة في الأسواق المالية العربية:

1- من الضرورة إبراز الدور الرقابي الذي تمارسه هيئة سوق الأوراق المالية حتى يتسنى لها تنظيم عملياتها و حماية المتعاملين فيها.

2- توفير مناخ ملائم لسلامة العمليات و المعاملات المالية.

3- تعزيز الشفافية و الإفصاح و ذلك بإنشاء شركات متخصصة في تحليل البيانات و المعلومات و نشرها.

4- تشجيع الادخار و زرع ثقافة الاستهلاك الأمثل لمختلف الموارد.

5- زيادة ترقية أنظمة التداول من أجل رفع كفاءة استعمال الأوراق المالية و زيادة الشفافية لدى المستثمرين.

6- إقامة برامج تدريب للعاملين في قطاع سوق رأس المال لتمكينهم من اكتساب المهارات و العلوم الضرورية المساهمة في رفع فعالية السوق.

7- الربط و التكامل بين مختلف البورصات العربية و ذلك عن طريق إنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة و شركات مساهمة عربية للوساطة بين الدول العربية ككل.

و في الأخير محاولة الاستفادة من خبرات البورصات الأخرى سواء العربية أو بورصات الدول المتقدمة.

باللغة العربية:

1. د. ارشد فؤاد تميمي، د. أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار الميسرة للنشر و التوزيع 2004 .
2. د. السيد أطبيبي، البورصات وتدعيم الاقتصاد الوطني، الدار الجامعية الإسكندرية.
3. د. أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة و التوزيع القاهرة.
4. د. إبراهيم سلطان، "نظم المعلومات الإدارية مدخل النظم"، دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية 2005
5. ثابت إدريس عبد الرحمن، نظم المعلومات الإدارية في المنظمات المعاصرة، دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية، 2005
6. حامد عبد المجيد دواز، دراسات في السياسات المالية، الدار الجامعية الإسكندرية . 2004
7. حنفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية . 2004
8. حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق استثمار الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2001.
9. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية ،مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع الطبعة 2 عمان . 2001
10. د. خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، ط2سنة مؤسسة الحديثة للكتاب بيروت. 2000
11. خالد نور، التكامل الصناعي والعالم العربي التنمية الصناعية، الدار الجامعية الإسكندرية.
12. خالد وهيب الراوي، "إدارة المخاطر المالية"، دار الميسرة عمان 2009

قائمة المراجع

13. د. زياد رمضان، د. مراد شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق
مصر، 2007
14. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية،
1996
15. سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، ط2 مكتبة مدبولي القاهرة
1999
16. شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوى
للنشر و التوزيع 2008
17. طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية الإسكندرية 2007
18. طارق عبد العال حماد، دليل مستثمر بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية
الاسكندرية 2008
19. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، "مؤسسة شباب الجمعية، الإسكندرية،
2005،
20. عبد القادر محمد عطية. الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق. الدار
الجامعية ط2 2009.
21. الدكتور فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس والنظرية
والعلمية، دار وائل للنشر و التوزيع عمان 2007
22. محمد صالح القریشى، المالية الدولية مؤسسة وراق للنشر عمان 2008
23. محمد محمود الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصة)، دار الشروق للنشر و
التوزيع عمان 2005

قائمة المراجع

24. د. محمد عوض عبد الجواد، د علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة- أسهم -
سندات أوراق مالية، دار مكتبة الحامد للنشر و التوزيع عمان
25. د. محمد صالح الحناوي، د. جلال إبراهيم العبد. "بورصة الأوراق المالية بين النظرية
والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002
26. د. منير إبراهيم هندي. "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف،
الإسكندرية، 2002
27. د. منير إبراهيم هندي. "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف،
الإسكندرية
28. د. مصطفى كمال الدين الدهراوي، "نظام المعلومات المحاسبية"، دار الجامعة الجديدة للنشر
الإسكندرية، 2002
29. د. محمد حسين آل فرج الطائي، مدخل نظم المعلومات الإدارية، دار وائل للنشر عمان،
2005
30. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف الإسكندرية 1999
31. هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، الطبعة
الأولى، عمان، 2003
32. د. وليد صافي د. انس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر عمان الأردن
الطبعة 1 في 2009.
33. تأليف: كارين أ. هورشر، وتعريب: د. عطا الله وارد خليل، ود. محمد عبد الفتاح
العشماوي، أساسيات إدارة المخاطر المالية، مكتبة الحرية للنشر و التوزيع 2008

34. ربابعة عبد الرعوف وحطاب ، التحليل المالي و تقييم الأسهم و دور الإفصاح في تعزيز كفاءة الأسواق المالية بورصة أبو ظبي الإمارات العربية المتحدة ديسمبر 2005 ص27.
35. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، عمليا وعلميا، مكتبة و مطبعة الإشعاع العنبة الإسكندرية
36. يسري محمود أبو العلا، تحديد مفهوم استيعاب الاستثمارات المالية العربية، دار الفكر الجامعي الاسكندرية 2008

الرسائل و الأطروحات

1. بوكساني رشيد ،معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 2005/2006.
2. دربال أمينة كفاءة الأسواق المالية ،دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية جامعة تلمسان 2006./2007
3. رفيق مزاهدية كفاءة سوق الأوراق المالية و دورها في تخصيص الاستثمارات دراسة حالة سوق الأسهم السعودي مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية جامعة باتنة 2006/2007.
4. سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد ،دراسة تجربة الأسواق المالية العربية ،الملتقى الدولي حول التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات جامعة بسكرة يومي 21/21 نوفمبر/2006.

مواقع الانترنت

<http://www.cgb.fim/BN/bn068/inages/ic-salin-crisefinanciere.1pdfp>

Achelis & Steven, "Introduction - Technical Analysis: Introduction - Support & Resistance", Downloadable at:

<http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=9>

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

www.tadawul.net.forum

url.http://www.economica.2000.com

www.bvmt.com.tn بورصة تونس

www.casablanca-bourse.com بورصة المغرب

www.bvmt.com.tn Attijair leasing

titres@bt.com.tn بنك تونس

الخطوط الجوية التونسية

finance@Poulina.Com.tn مجموعة بولينا القابضة

<http://www.alliances.com.ma> Alliances مؤسسة

www.atlannta.ma ATlanta مؤسسة

www.Casablanca.bourse.Com Maror leasing

www.ima.ma اتصالات المغرب

www.m2m.group.Com m2m مجموعة

www.amenbank.com.tn Amen bank بنك الأمان

باللغة الأجنبية

1. B. Jacquillat and B Solink.marché financier gestion de portefeuille et des risques édition Paris 1992.
2. Christian Walter, "Searching for Scaling Laws in Distributional Properties of Price Variations: A Review over 40 Years", Price Water House Coopers and University of Evry, Paris (April 2001).

3. D. Gumrier et Massu "Stratégie et système d'information sécurité et qualité des systèmes d'information approche systématique", Paris 1991.
4. Didier Vitra « Tout savoir sur la bourse » édition 2002/2003, Paris.
5. Eugene F.Fama, "Efficient capital market. A Reasieur of theory and empirical work", journal of finance, May 1970.
6. Frederic S.Miskin "Financial markets, institution and money" New York: Happs collins lublisker, 1995.
7. F.M "Monnaie banque et marché financier" 8ième édition Pearson éducation France 2007.
8. Frank. J. Fabozzi and Franco Modigliani. "Capital market institutions and instruments (New Jersy: Prentic-Hall international, INC. 1992.
9. Fama EF, "Behavior stock market prices" Jowar of Bourse, 1965, vol.38.
10. Gérard Charreaux, Théorie financière pagesperso-orange.fr/gerard charreaux thfi encvr.pdf.
11. Harcimiar (R) et Rowe (F) "Système d'information dynamique, organisation", édition economica Paris 1997.
12. Jacques Teulié, Patrick. TOPSACALAIN, « Finance », 2^{ème} édition, Paris ; 1997.
13. Julien Turbé, Philippe Démon "Les marches financiers".
14. Joh Muth "Rational expectations and the theory of price movement", economica 29 (1961).
15. Margaret E.Kulesa. "The economic and social effects of structural adjustment policy, theory and practice" Economics, vol5m 1994.
16. Mourgue N, Financement et coût du capital de l'entreprise, Economica, Paris, 1993.
17. Peaucelle (j-L) "Les systèmes d'informations la représentation" édition economica Paris.
18. Philippe Spieser "Information économique et marché financiers"édition economica paris2000.
19. Robert Reix "Système d'information et management des organisations" 2ième édition, 1998.
20. Rolland Rutubise "Information décision 1973" Recueil d'articles sur système d'information complais.

21. Régis bourbonnais.econometrie 2 eme édition donop paris 1998.
22. R. Gobbaut, théorie financière édition économisa paris 2002.
23. Sandrine Lardic, Valérie Mignon "Efficiene informationnelle des marchés financiers édition la découverte paris2006.
24. Stev emblier "L'efficiene des marchés financiers.
25. Valérie Mignon "Les ambiguïtés de la théorie de l'efficiene informationnelle des marchés financier"université de paris.
26. B. Jacquillat and B Solink.marché financier gestion de portefeuille et des risques édition paris 1992.

الملخص

يتلخص موضوع الدراسة في كون أن المعلومات هي المحرك الأساسي الذي يساهم في نجاعة الأسواق المالية بفرض أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة لتحقيق هذه النجاعة، و الأسواق العربية هي إحدى الأسواق التي تعاني من هذا المشكل و يرجع السبب إلى تخلف نظمها و سياساتها المالية. فمن خلال هذه الدراسة سنقوم بتسليط الضوء على جانب من هذه الأسواق ألا و هي الأسواق المغربية (تونس، المغرب) وذلك بإجراء دراسة قياسية بتطبيق تقنية التكامل المتزامن من أجل معرفة ما إذا كانت هذه الأسواق تتوفر على الكفاءة المعلوماتية أو لا.

الكلمات المفتاحية:

الأسواق المالية، المعلومات، النجاعة، التوقعات العقلانية، الأسواق العربية.

Résumé

L'objet de l'étude se résume du fait que les informations sont le mobile essentiel qui participe à l'efficience des marchés financiers, étant donné que les prix reflètent toute l'information disponible qui permet la réalisation de cette efficience, les marchés Arabe sont parmi les marchés qui endurent de ce problème et dont le motif essentiel est le sous développement de leurs institutions et de leur politique financière.

Et grâce à cette étude, nous apporterons la lumière sur ces marchés, savoir les marchés maghrébine (*Tunisie, Maroc*) en procédent à une étude économétrique par l'application de la Co-intégration en vue de savoir si ces marchés remplissent la capacité l'efficience informationnelle ou non.

Mots clé :

Marchés financiers, information, efficience, anticipation rationnelle, marchés arabe.

Abstract

Study object is summarized of the fact that information's are the essential motive which is participated to the efficient of the money markets.

In view that stock prices reflect all the information coming to the market which are permit this efficient realization, the Arab markets endure this problem and the essential motive of which is underdevelopment of their financial institutions .

And thanks to this study, we shall clarify on these markets to know the magribine markets(*Tunisia, morocco*)are a product it in a detailed study by the application of the co-integration to knowing if these markets fill the capacity of the informational efficient or no.

Key words:

financial markets, efficient, information, rational prediction, Arab markets.