

1985



جامعة محمد بوضياف - المسيلة
Université Mohamed Boudiaf - M'sila

جامعة محمد بوضياف بالمسيلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

الرقم التسلسلي:

مذكرة لنيل شهادة ماستر

فرع: علوم اقتصادية

تخصص: اقتصاديات البنوك والتمويل

متطلبات كفاءة سوق رأس المال

- دراسة حالة الدول العربية -

- -

إعداد الطالبة

جاب الله كوثر

تاريخ المناقشة: 2016/05/26

أمام لجنة المناقشة المكونة من:

- حدباوي أسماء

- بنابي فتيحة

- دياب محمد

رئيسا

جامعة المسيلة

مشرفا ومقررا

جامعة المسيلة

ممتحنا

جامعة المسيلة

السنة الجامعية: 2015 - 2016

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وعرفان

قال الله تعالى: (لئن شكرتم لأزيدنكم ۝) سورة إبراهيم، الآية 07

يا رب شكرك واجب مُحتمٌ
عَدَّ النجوم بعرض السماء مقدارا
مالي أرى نعم الإله تحيطني
دعني أحدث بالنعيم فإني
ها أنا ذا بالشكر أتكلم
يرضيك أني بعد شكرك مسلم
من كل نَحْبٍ ثم لا أتكلم
ممن يقر ولست ممن أكرم
نحمد الله حمدا كثيرا ونشكره شكرا جزيلا الذي كان له فضله وعطاؤه كريما
بحمده لأنه سهل لنا المبتغى وأعاننا على إتمام هذا العمل الذي نسأله أن يكون
خالصا لوجهه الكريم.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى أستاذتي الفاضلة
والمشرفة علي: "د. بنابي فتيحة"
والتي لم تبخل علي بنصائحها وإرشاداتها

كما أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير إلى الأستاذ الدكتور "ولهي بوعلام"
وأتمنى له دوام الصحة والعافية

ولكل من ساهم في إنجاح هذا العمل من قريب أو من بعيد
كما أتقدم بجزيل الشكر إلى كل دفعة 2016/2015

كوثر

إهداء

إلى نوري عيني .. بصري وبصيرتي ..
جنتي في الحياة ومفتاحها في الآخرة ..
أبي وأمي.

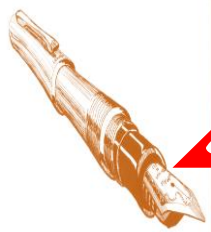
إلى شقائق الروح .. أخواتي
أسماء، سمية، حفصة، والصغيرة رقية
صفا

إلى من لا طعم للحياة دونهما .. أخوي
سفيان، إبراهيم الخليل
إلى صغير العائلة حبوبي .. أحمد صفي
الرحمن

إلى كل العائلة والأصدقاء فردا .. فردا
أهدي ثمرة جهدي المتواضع هذا

محبتكم كوثر





فهرس المحتويات

الفهرس

الصفحة	المحتوى
	شكر وعرقان
	الفهرس
	قائمة الجداول والاشكال
ب	مقدمة
	الفصل الأول: الأسواق المالية
2	تمهيد الفصل الأول
3	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
3	المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية وأهميتها
9	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية
15	المبحث الثاني: ماهية أسواق رأس المال
15	المطلب الأول: تعريف أسواق رأس المال
16	المطلب الثاني: أهمية أسواق رأس المال والمتدخلون فيها
21	المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
25	خلاصة الفصل الأول
	الفصل الثاني: كفاءة سوق رأس المال
27	تمهيد الفصل الثاني
28	المبحث الأول: ماهية كفاءة سوق رأس المال
28	المطلب الأول: تعريف كفاءة سوق رأس المال
31	المطلب الثاني: أنواع الكفاءة
34	المطلب الثالث: شروط الكفاءة سوق رأس المال
36	المطلب الرابع: دور المعلومة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال

41	المبحث الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال
41	المطلب الأول: الصيغة الضعيفة
45	المطلب الثاني: الصيغة متوسطة القوة
50	المطلب الثالث: الصيغة القوية (استراتيجيات الاستثمار التي تعترف بكفاءة السوق)
58	خلاصة الفصل الثاني
	الفصل الثالث: كفاءة أسواق رأس المال العربية
60	تمهيد الفصل الثالث
61	المبحث الأول: واقع أسواق رأس المال العربية
61	المطلب الأول: عوامل نشأة أسواق رأس المال العربية وخصائصها
72	المطلب الثاني: أسواق رأس المال لمجموعة الدول العربية ذات الفائض المالي
77	المطلب الثالث: أسواق رأس المال لمجموعة الدول العربية ذات العجز المالي
83	المبحث الثاني: أساسيات بناء سوق الأوراق المالية و عوامل رفع كفاءتها في الدول العربية
83	المطلب الأول: كفاءة أسواق رأس المال العربية
87	المطلب الثاني: أساسيات بناء سوق الأوراق المالية في الدول العربية
91	المطلب الثالث: عوامل رفع كفاءة أسواق المال العربية
95	خلاصة الفصل الثالث
97	خاتمة
	قائمة المراجع

1- قائمة الجداول

الرقم	الجدول	الصفحة
01	الجدول رقم (01): أهم الفروقات بين السوقين الأولية والثانوية.	14
02	الجدول رقم (02): نسبة تركيز أنشط عشر شركات عربيا.	68
03	الجدول رقم (03): بيانات أسواق المال العربية 99 - 2003.	71

2- قائمة الأشكال

الرقم	الشكل	الصفحة
01	شكل رقم (01): تقسيمات الأسواق المالية.	13
02	شكل رقم (02): الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي.	24
03	الشكل رقم (03): العلاقة بين المستويات المختلفة لكفاءة السوق المالية.	56



مقدمة

المقدمة عامة

يعد موضوع الأسواق المالية من الموضوعات المرتبطة بتمويل التنمية، وقد أجمعت العديد من الدراسات النظرية في الجوانب الاقتصادية والمالية على أن العنصر الأساسي والحاسم للتنمية هو رأس المال، وأمام عجز بعض البلدان العربية عن توفير ذلك فقد ركز معظم الاقتصاديين اهتمامهم لسنوات طويلة على التمويل الخارجي باعتباره البديل الأمثل لحل مشكلة العجز في التمويل المحلي، وإنشاء سوق للأوراق المالية ستؤدي إلى الإسهام بشكل فاعل في رفع معدلات النمو الاقتصادي، وتحقيق التنمية الاقتصادية عن طريق تشجيع الاستثمارات وتوسيع الطاقة الإنتاجية وتعبئة الموارد المالية وجذب الاستثمار الأجنبي المباشر، ووجود أسواق مالية منتظمة تعمل على تجميع المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال لمشاريع ذات كفاءة إنتاجية عالية، سوف يسهل عملية جذب الاستثمارات المحلية الأجنبية.

وقد شهدت الدول العربية في السنوات الأخيرة تزايد في الاهتمام على المستوى المحلي بموضوع إنشاء أسواق رأس المال وتطويرها، وكذا إمكانية الربط فيما بينها على المستوى القومي في محاولة لإقامة سوق مالية عربية مشتركة أو موحدة، ويظهر هذا الاهتمام من خلال الجهود التي تبذل في هذا المجال والمتمثلة في المناقشات التي دارت في مختلف المجالس واللجان الحكومية والندوات العلمية المتخصصة ومؤتمرات المستثمرين العرب حول إمكانية الاستثمار ومعوقاته في الأقطار العربية وتشجيع حركة انتقال الأموال من بلدان الفائض المالي إلى بلدان العجز.

رغم أن لكل سوق من أسواق المال العربية خصوصية تنبثق من ظروف نشأتها، إلا أنها تتميز بخصائص مشتركة من حيث ضيق نطاقها وقصور هيكلها المؤسسية وأطرها التشريعية وافتقارها إلى متطلبات الشفافية، مما جعل أدائها يتسم بالتدني وعدم تحقيق

الأهداف المنتظرة منها مقارنة بنظيراتها من الأسواق العالمية، لذا كان إلزاما على هذه الدول توفير آليات لتطوير هذه الأسواق لمواجهة التحديات المالية الجديدة.

وتعد كفاءة الأسواق المالية أساس النظرية المالية الحديثة، والمنتبع لحكة أسعار الأسهم يلاحظ أن هناك تذبذبات يومية، بل من لحظة إلى أخرى، والسبب الأساسي في ذلك يعود إلى أن المتعاملين والمستثمرين يقومون بإعادة التقييم في سوق الأوراق المالية على أساس معلومات جديدة واردة على السوق، سواء كانت تفاؤلية أو تشاؤمية مما يعني أن المعلومات هي أساس اتخاذ القرارات المالية، وتدور نظرية الكفاءة حول مدى تأثير المعلومات وانعكاساتها على سعر الورقة المالية، وكذا دراسة سلوك المستثمر تجاه كل معلومة جديدة واردة إلى السوق، تعتبر فرضية أسواق الأوراق المالية الكفاءة إحدى المواضيع الأكثر جدلا في الأدبيات الاقتصادية.

1- السؤال الرئيسي:

ومن خلال ما تقدم نطرح الإشكالية التالية التي حاول بحثها في هذه المذكرة:

ما هو واقع كفاءة أسواق رأس المال في البلدان العربية؟

ويتفرع من السؤال الرئيسي الاسئلة الفرعية التالية:

- ماهي المفاهيم المتعلقة بأسواق رأس المال؟
- ماهية كفاءة أسواق رأس المال وما هي أهم متطلباتها؟
- هل أسواق رأس المال العربية كفوة؟

1- الفرضيات:

ستكون الإجابة على إشكالية الدراسة من الفرضيات التالية:

- تعتبر الأسواق المالية همزة وصل بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز ومن مكوناتها سوق رأس المال الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية.
- يقصد بكفاءة سوق رأس المال مدى انعكاس المعلومات على الأوراق المصدرة فيها ولتحقيق الكفاءة يجب توفير سمتين أساسيتين هما كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير.
- تعتبر أسواق رأس المال حديثة وغير متطورة وتواجه العديد من المعوقات تحول دون كفاءتها.

2- أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من أهمية الدور الاقتصادي الذي تؤديه هذه الأسواق ولها دور فعال في تخصيص الفوائض المالية من خلال إقامة مشاريع الاستثمارية ويتوقف نجاح هذه الأسواق على مستوى المحلي في مدى المقومات والشروط اللازمة لإرساء هذه الأسواق ودرجة انفتاحها.

3- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة أسواق رأس المال العربية وذلك لتحقيق جملة من الأهداف نوجزها فيما يلي:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب المتعلقة بالأسواق المالية.
- محاولة معرفة مختلف المفاهيم المتعلقة بكفاءة أسواق رأس المال ومتطلباتها.
- التعرف على واقع أسواق رأس المال العربية ومدى كفاءتها.

4- حدود الدراسة: سيتم معالجة إشكالية البحث ضمن الحدود التالية:

• الحدود المكانية: سيقصر الإطار المكاني للبحث في جانبه التطبيقي على أسواق العالم العربي.

• الحدود الزمنية: الإطار الزمني للبحث يقتصر على واقع أسواق رأس المال العربية من بداية نشوئها في فترة الثمانينات.

5- أسباب اختيار الموضوع: يمكن التمييز بين نوعين من الأسباب التي

دفعتنا إلى اختيار البحث في هذا الموضوع:

أ- الأسباب الذاتية:

- الرغبة الشخصية للبحث في الموضوع.
- طبيعة التخصص الدراسي في ميدان اقتصاديات تمويل وبنوك.

ب- الأسباب الموضوعية:

يعود سبب اختيار الموضوع إلى كونه من أهم المواضيع التي تجلب اهتمام الباحثين خصوصا إن أهمية الأسواق المالية تأخذ حيزا مهما في اقتصاديات الدول العربية.

6- المناهج والأدوات المستخدمة في الدراسة:

تستدعي طبيعة الموضوع إلى استخدام المنهج الوصفي و المنهج التحليلي، من أجل الإحاطة بالجوانب المختلفة لكل من الأسواق المالية وكفاءة أسواق رأس المال ودراسة كفاءة حالة أسواق رأس المال العربية اعتمادا على ما تم التوصل إليه من معطيات ومصادر متنوعة المتمثلة في الكتب، الرسائل الجامعية، التشريعات، التقارير وتلك المستقاة من خلال الدراسة الميدانية.

7- الدراسات السابقة:

من بين الدراسات التي بحثت في هذا المجال:

- بن اعمر بن حاسين، مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، تتمحور الإشكالية حول هل تعتبر الأسواق المالية في الدول النامية فعالة وماهي متطلبات تفعيلها ؟

خلص إلى أن أسواق رأس المال العربية ليست كفؤة وأن من أهم متطلبات كفاءتها تفعيل الأنظمة والقوانين تشديد الرقابة على أداء الأسواق والعاملين فيها ضرورة تنويع قاعدة السوق وحجم عرض المستثمرين.

- لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للأسهم، دراسة حالة بعض أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، وتمحورت الإشكالية حول هل لكفاءة أسواق رأس المال أثر على القيمة السوقية للأسهم؟

وخلص البحث إلى مجموعة من النتائج هي أن سوق رأس المال العربية ليست كفؤة على المستويات الثلاثة أو صيغ الكفاءة الصيغ الضعيفة والصيغ متوسطة القوة وعلى الصيغ القوية وهي نتيجة متوقعة وذلك لعدم توفر أدنى الشروط والمقومات التي يجب أن تتوفر في أي سوق رأس مال.

8- صعوبات الموضوع:

من الصعوبات التي واجهت الدراسة:

- نقص المراجع المتخصصة في هذا المجال.
- صعوبة الحصول على المراجع والمعلومات الإحصائية.
- قصر المدة الممنوحة لإعداد البحث.

9- هيكل البحث:

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة قسمنا البحث إلى ثلاث فصول، الفصل الأول عالجت فيه الأسواق المالية من خلال مبحثين الأول عن ماهية الأسواق المالية والثاني عن أسواق رأس المال، وفي الفصل الثاني عرضنا مفاهيم عامة حول كفاءة أسواق رأس المال في المبحث الأول والصيغ المختلفة للكفاءة في المبحث الثاني، أما الفصل الثالث فقسم إلى مبحثين، الأول لمحة عامة حول أسواق رأس المال العربية والثاني عن أساسيات بناء السوق ومعوقاتهما وسبل الرفع من كفاءتهما.



الفصل الأول

تمهيد الفصل الأول:

إن الركيزة الأساسية في نجاح التنمية الاقتصادية هو التوظيف الجيد والاستغلال الكبير في رؤوس الأموال المتاحة، فلا يكون الانتعاش للاقتصاد الوطني إلا من خلال انجاز استثمارات متنوعة، حيث أنه يتطلب دراسة عميقة للأسواق المالية التي لها أهمية متصاعدة في الدول كافة، وهذا بصرف النظر عن نظمها الاقتصادية.

كل هذا عجل بظهور وسائل غير تقليدية، لتمويل هذه الاحتياجات من الأموال، فلجأت مختلف هذه الدول إلى العمل على خلق وتنظيم أسواق رأس المال في إطار قانوني وتنظيمي منضبط، كما أنها أصبحت تكتسي صبغة عالمية خاصة مع بروز شركات كبرى والمشاريع الضخمة وفي هذا الفصل نتطرق إلى الأسواق المالية وفقا لمبحثين:

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.

المبحث الثاني: ماهية سوق رأس المال.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

تعد الأسواق المالية الآن مقياسا للتطور الاقتصادي ومرآة تعكس التنوع في القطاعات الإنتاجية والأدوات الاستثمارية المتاحة المختلفة.

المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية وأهميتها

أولاً: تعريف الأسواق المالية:

إن السوق المالي له عدة مفاهيم وتعريف فإذا أطلق بدون تحديد يفهم عادة على أنه سوق الأوراق المالية، بما فيها الأسهم والسندات ويعتبر هذا المفهوم هو المفهوم الضيق لسوق المال.¹

ويعرف على أنه المؤسسات المالية التي تتعامل بقروض طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

إلا أن المفهوم الأقرب للمعنى هو الذي يشمل أيضا الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد.

كما أن هناك من اعتبر الأسواق المالية هي عبارة عن حلقة وصل بين البائع والمشتري، فهي بذلك مكان التقاء البائع والمشتري، والذي يتم فيه عرض وطلب الأموال حيث يكون العرض من قبل المدخرين الذين يعرضون الأموال الفائضة عن حاجاتهم والطلب يكون من طرف المستثمرين الذين يقومون بتوظيف هذه الأموال في مشاريع إنتاجية مربحة وتدر عائدا أو ربحا.²

¹ - مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2005، ط3، ص 17.

² - محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، الأردن، 2009، ص 13.

ويطلق البعض الآخر تعبير "سوق المال" على جميع المنظمات التي تقوم بطريقة مباشرة لمرحلة أو أكثر من مراحل التوسط بين المقرضين والمقترضين وبناء على ذلك يمكن اعتبار البنوك بأنواعها المختلفة، وشركات التأمين والمؤسسات الادخارية وسوق الأوراق المالية جزء من سوق المال كما يعتبر سوق المال أيضا مجموعة القنوات التي ينساب فيها المال من أفراد ومؤسسات وقطاعات.

كما تعتبر السوق المالية التي تجمع بين بائعي الأوراق المالية يشتري تلك الأوراق بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه ولكن يشترط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل التامان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لآية ورقة مالية متداولة فيه.¹

إن الأسواق المالية تعمل على إيجاد الطرق المناسبة التي يرغب المدخرين لاستثمار أموالهم بها، من حيث الفترة التي ترغبون في التخلي عن أموالهم فيها وتفاوت هذه الفترة من شخص لآخر من حيث شروطهم ورغبتهم في المخاطرة أو عدم المخاطرة فتلجأ إذن أسواق المال إلى الطرق المختلفة التي تتلاءم مع الأفراد.

ثانيا: أهمية الأسواق المالية:

تحتل الأسواق المالية مكانة متميزة في الحياة الاقتصادية المعاصرة خصوصا تلك التي تركز على نشاطي القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال المطلوبة الأغراض تنموية وتستحوذ الأوراق المالية على أهمية خاصة بالنظر لما تزاوله من نشاط وتعد انعكاسا للنظم المالية والاقتصادية في أي بلد وقد ازدادت أهمية الأسواق المالية إثر حدوث تطورات مهمة على مستويين العالمي والوطني.

¹ - سعيد عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، سوق المال وتمويل المشروعات، دار الجامعية الاسكندرية، 2011، ص.

وترجع أهمية الأسواق إلى عدة عوامل يمكن إيجازها في الآتي:¹

1- تمويل خطط التنمية

حيث تحتاج عملية التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة وفي هذه الحالة بدلا من لجوء الدولة إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كبيرة، تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.

2- عدم قدرة المصارف التجارية

عدم قدرة المصارف التجارية على التمويل المتوسط وطويل الأجل لأسباب عديدة منها: مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة، التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض المتوسطة والطويلة.

3- تساعد السوق المالي على منح القروض

بشروط مناسبة وبتكاليف قليلة بمقارنتها بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.

4- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق الأوراق المالية القابلة للتداول بالحمولات

القابلة للتحويل

مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.

1- حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية، دار زهران، الأردن، 2013، ص 16.

5- أن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية

غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذا الأوراق وبما يعود عليهم بأرباح عالية وبمخاطر قليلة وخاصة في توظيفها في شركات استثمار وصناديق استثمار لديها خيارات عالية ومتخصصة.

6- أن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية

تمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة وبدون تحمل أية خسائر أو عناء.¹

ثالثا: شروط قيام الأسواق المالية:

يتطلب التكوين سوق مالي توفر عدة شروط يمكن إيجازها في الآتي:

1- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة

ويرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي وبين تنمية المدخرات بقصد تشجيع عمليات الاستثمار، حيث أن المؤسسات المالية قنوات ادخارية للأفراد وتقوم هذه المؤسسات بعملية الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين بغية تكوين شركات ومشروعات إنتاجية حيث تغير جزءا مهما، في عملية التنمية الاقتصادية، وعليه فان تشجيع السوق المالي يستدعي الادخار في القطاع الخاص والتي تتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم بدون توفر هيكل متكامل من البنوك والمؤسسات التي تستخدم أساليب فنية متقدمة، كتحسن ورفع مستوى الخدمات المصرفية، رفع أسعار الفائدة كمحفز على الادخار، تحسين الجهاز المصرفي وزيادة عدد فروعها وقربها من عامة الشعب.

1- حسني علي خريوش وآخرون، مرجع سابق، ص18.

2- تحويل المدخرات إلى استثمار

تعد أسواق المال من أهم الأدوات التي من خلالها يتم تحويل المدخرات إلى استثمارات وذلك يكون هذه السوق تعد بمثابة سوق الاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصص من رأس المال للمؤسسات الصناعية والتجارية والعقارية أو قروض تتمثل في سندات.¹

وهناك عدة طرق متبعة لتمويل المدخرات إلى استثمارات منها:

أ- اقتطاعات إجبارية من الموظفين وذلك باقتطاعه نسبة من مرتبات الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات قوية مساهمة أو مدهم سندات قومية، كما تقوم بعض البلدان باقتطاع إجباري من المزارعين عند بيع محصولهم الزراعي وتخصيص هذه المبالغ في إنشاء شركات زراعية مساهمة.

ب- تخصيص أيام خاصة للجمهور بزيارة سوق رأس المال من أجل معرفة عملها وتسمى هذه المحاولة بجعل سوق رأس المال شعبية في متناول الجميع.

ج- إنشاء ما يسمى بنوادي الاستثمار وهي عبارة عن جمعيات أشخاص يخصص كل عضو من أفرادها مبلغا معيناً من المال، وتقوم الجمعية باستثماره لحساب أعضائها في شراء أوراق مالية.

3- إنشاء أسواق رأس المال.

تعتبر أسواق رأس المال من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط حيث يلعب كل من القطاع العام والخاص دوره في هذا الشأن.

فأسواق رأس المال هي أسواق لاستثمار أموال الأفراد والبنوك التجارية وصناديق الادخار وغيرها من مصادر تجميع الأموال ويتداول فيها الأوراق المالية التي تمثل حصصاً في رأس مال المؤسسات الصناعية وتجارية.

¹- نوازذ الهيتي، مرجع سابق، ص 24.

4- ضرورة الإسهام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدول الأعضاء في الأسواق المشتركة.

ويرجع ذلك لتشجيع انتقال الأموال بين دولة وأخرى مما يشجع ذلك على إقامة مشاريع مشتركة مساهمة يتم الاكتتاب فيها من قبل مواطني جميع الدول الأعضاء ويتم تداول أسهم هذه المشاريع في أسواق رأس المال لتلك الدول كما هو محمول في السوق المالي الأوروبي ويتطلب في هذه الحالة عمل عقود نموذجية لمثل هذه الشركات يتم استخدامها في جميع الدول الأعضاء. ومن أهم النظم والقوانين التي يتطلب تنسيقها أسعار صرف العملات والنظم والقوانين الضريبية. ومما يجدر ملاحظته في هذا الشأن وجود اتفاقيتين ضريبيتين على نطاق الدولة العربية هما:

أ- اتفاقية تجنب الازدواج الضريبي ومنع التهرب من الضرائب.

ب- اتفاقية التعاون لتحصيل الضرائب.

5- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها

إن تكوين الشركات أو طرح السندات لابد أن يصحبه إعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر الفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله، وحتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين فإنه لابد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صبغة جدية ويتطلب ذلك التدخل لحذف البيانات غير الصحيحة إذ كان هناك ضرورة لذلك وعن طريق الإعلانات المنظمة يمكن توجيه صغار المدخرين إلى المشروعات الهامة والواجب مشاركتهم فيها لأهميتها بالاقتصاد القومي فعلى سبيل المثال:

عند نشر بيانات عن الخطة الاقتصادية للدول يستطيع القطاع الخاص وصغار المدخرين معرفة الشركات التي يمكن المشاركة فيها وتمويلها وبالتالي توفير النقد اللازم لهذه المشروعات بدلا من الجهود التي تبذلها الخزنة العامة لتوفير النقد لازم لها.

6- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة وعدم وجود رقابة على النقد

وتعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال وتحويلها من إدخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، وإذا كان هذا العامل مهما بالنسبة للمواطن العادي المقيم في دولته فهو أكثر أهمية بالنسبة للمستثمرين من خارج الوطن فالاستقرار السياسي فيقتضي من الدولة المضيفة أن توفر للمستثمرين وخاصة المستثمرين الأجانب بعض التسهيلات في تحويل صافي إرباحهم إلى الخارج وتحويل رأسمال المستثمر الأجنبي أيضا عند نهاية استثمار إلى بلده.¹

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية

يتمثل السوق المالي في جميع التعاملات المالية في المجتمع أيا كانت هذه التعاملات من خلال العديد من التقسيمات والتي يمكن إيجازها في الآتي:

أولاً: أسواق رأس المال:

وهي أسواق متخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة وتتعامل بشكل رئيسي بالأسهم والسندات.²

والأوراق المالية الأخرى، وأهمية هذه السوق هي تشجيع الاستثمار الرأسمالي وتقديم تمويل طويل الأجل إلى مشاريع تحتاج إلى فترة طويلة قبل أن تبدأ في إعطاء مردود وتنقسم أسواق المال إلى مجموعتين من الأسواق هما:

ثانياً: الأسواق الحاضرة أو الفورية:

وهذه الأسواق تتضمن التعامل بأوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل والتي من أهمها أسهم العادية والممتازة والسندات بأنواعها. ويتم تسليم الأوراق المتداولة فيها فوراً من تاريخ إبرام الصفقة وتنقسم هذه الأسواق بدورها إلى:³

¹ - حسني علي خريوش، مرجع سابق، ص 22.

² - معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، الأردن، 2003، ص 68.

³ - محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية، زمزم، الأردن، 2009، ص 32.

1- الأسواق الأولية:

هي التي تتعامل فيها على الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة وتختص بتأسيس الشركات الجديدة وطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة الأوراق المالية ولهذه الأسواق القدرة على تحمل المخاطرة والقدرة الأكبر على طمأنة المستثمرين وترغيبهم في الاستثمار.

2- الأسواق الثانوية:

وهي الأسواق التي يتم فيها عادة بيع وشراء الأوراق المالية التي سبق إصدارها ويتم التعامل بها في الأسواق الأولية، أي أن التعامل في هذه الأسواق يتم بإصدارات سابقة، وتوفر الأسواق الثانوية للمستثمرين عاملين رئيسيين: هما السيولة وفرص الربح، وتمثل السيولة لحامل السند إمكانية بيعه بسرعة أما فرص الربح فتتسبأ عندما ترتفع قيمة السهم أو السند.¹

3- الأسواق الاحتكارية:

وهي الأسواق التي توجد فيها جهات لها القدرة على السيطرة على السوق وتمثلها في الغالب الأسواق التي يغلب عليها بالأوراق المالية التي يصدرها الحكومة ومؤسساتها مثل السندات الادخارية التي تحتكرها وزارة المالية(وزارة الخزانة) والبنك المركزي.

ثالثاً: أسواق العقود المستقبلية أو الأسواق الاختيار:

تتمثل الأسواق المستقبلية بأسواق الاختيار وتعد الأسواق للاختيار أحد صور العقود المستقبلية ويستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية ويستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح الرأسمالية، و يوجد نوعين من عقود الاختيار:

وهما قد يتحققان بشكل منفرد أو يمكن الجمع بينهما:

- خيار الشراء.

- خيار البيع.

¹ - فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، عمان، 2006، ص39.

وبموجب خيارات الشراء فإن مخاوف المشتريين من ارتفاع أسعار الأدوات التي يتعاقدون عليها تدفعهم إلى الاتفاق مع البائعين على استلام هذه الأدوات على وفقا لأسعار الحالية (أي وقت التعاقد)، وبذلك يحاول المشترون تجنب أنفسهم تأثيرات ارتفاع الأسعار في المستقبل وبالتالي يمكن لهؤلاء شراء الأدوات بأسعار أدنى (التي هي أسعار وقت التعاقد) ثم بيعها بأسعار أعلى (خلال الفترة الزمنية المحددة).¹

أما بالنسبة إلى خيارات البيع فإن تخوف البائعين من مخاطر انخفاض أسعار أدواتهم المعروضة يدفعهم إلى الاتفاق مع المشتريين على الالتزام مستقبلا بالأسعار السائدة وعليه عند انخفاض الأسعار يصبح بإمكان هؤلاء البيع إلى المشتريين بسعر أعلى من الأسعار السائدة وتمكينهم من شراء نفس الأداة بسعر منخفض في الأسواق المحلية.

وهكذا يتحوط المشتري أو البائع من تقلبات الأسعار وفي نفس الوقت يحقق عوائد إضافية من فروقات الأسعار في المستقبل.

رابعاً: الأسواق النقدية:

هي أسواق الاستثمار قصيرة الأجل الذي لا يتجاوز أجل استحقاقها سنة واحدة، وهذا النوع من الأسواق ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات يوفر هذا السوق الفرصة للمفترضين بالحصول على درجة عالية من الأمان في استثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة ودرجة مخاطرة منخفضة ولذلك تقل فيها معدلات العائد بالمقارنة مع الأوراق المالية طويلة متوسطة الأجل.²

وتلعب البنوك التجارية دوراً قيادياً في نشاط هذا السوق ويشاركها في ذلك مجموعة أخرى من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوساطة فيه، أما المستثمرون الأفراد فدورهم في سوق النقد محدود نسبي نظراً لانخفاض معدل العائد المتوقع في أدوات الاستثمار فيه.

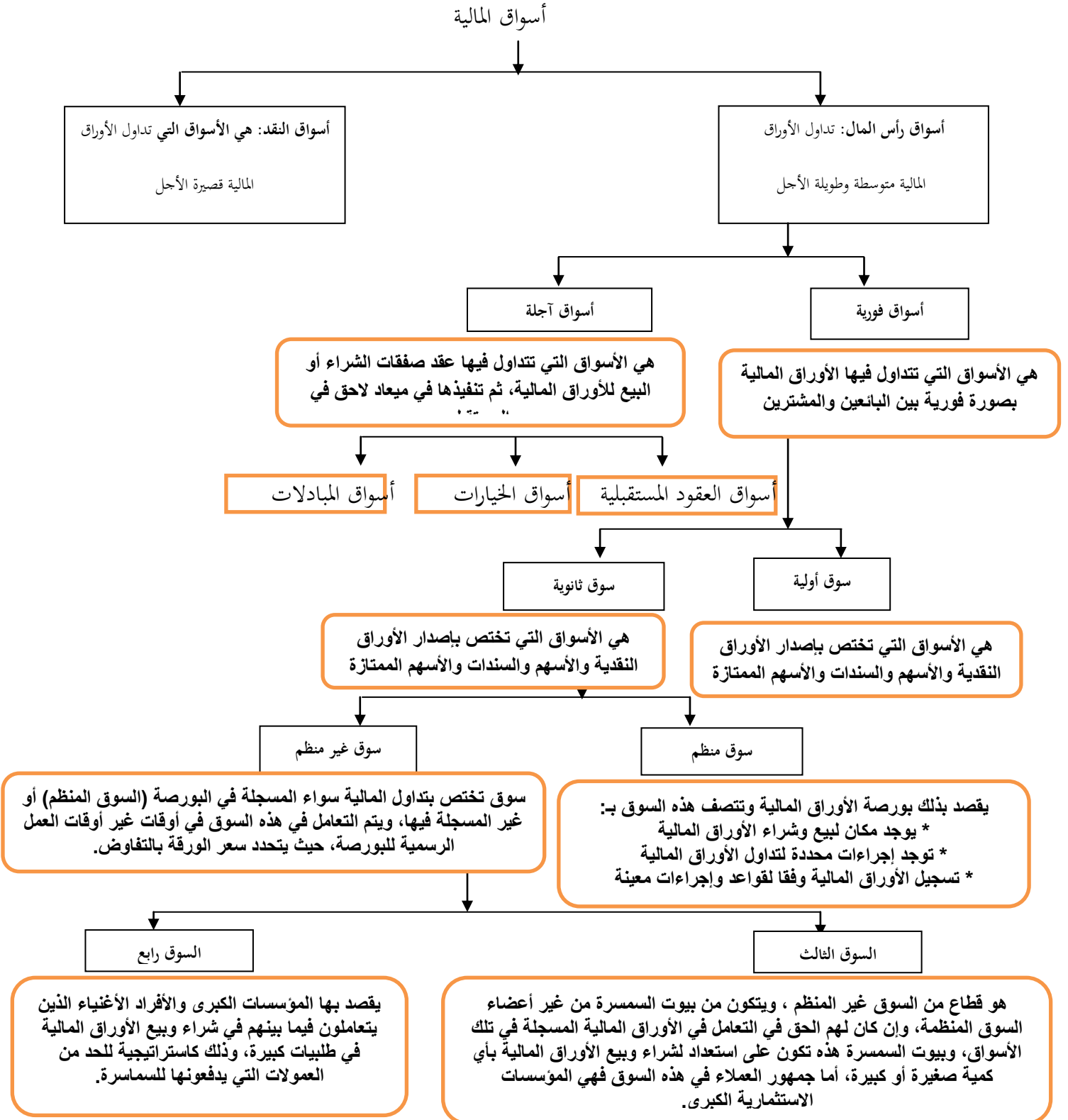
¹ - معروف هوشيار، الاستثمار والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 66.

² - محمد العمري، الأسواق المالية، بين التمويل السيولة والاستثمار، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، جامعة أم القرى، مكة، العدد الثاني، 2013، ص 75.

كما يعرف سوق النقد بأنه السوق الذي يجري فيه تداول الأصول المالية ذات الآجال القصيرة التي تسحق خلال أقل من عام لإتمام عملية السداد مثل أدونات الخزينة، شهادات الإيداع، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية ومعظم تداولت في سوق النقد توجد على شكل أحجام كبيرة وبالتالي هي غير متاحة لصغار المستثمرين.

- ومن أهم مزايا سوق النقد مرونته العالية فمعظم الصفقات المالية التي تتم فيه تحدث في السوق الثانوي.

شكل رقم (01): تقسيمات الأسواق المالية



المصدر: محمد صلاح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار

الجامعية - مصر، 2005، ص 06.

الجدول الموالي يوضح أهم الفروقات بين السوقين الأولية والثانوية حسب تقسيم سوق العمليات المالية ووفق معيار التفرقة:

الجدول رقم (01): أهم الفروقات بين السوقين الأولية والثانوية

السوق الثانوية	السوق الأولية	معيار التفرقة
<ul style="list-style-type: none"> - تبادل القيم المتداولة - المؤسسات المالية المختصة والجمهور. - توظيف الادخار وإمكانية تبادل القيم المتداولة الموجودة في المحفظة المالية. - سوق الإصدارات القديمة. - البنوك والمؤسسات المالية المختصة والوسطاء (من وكلاء الصرف وغيرهم). 	<ul style="list-style-type: none"> - إصدار القيم المتداولة. - المؤسسات، الدولة، الجمهور والمؤسسات المالية المختصة. - توظيف الادخار. - سوق الإصدارات الجديدة. - الدولة (ممثلة بالخزينة العمومية)، البنوك، صناديق الادخار، البريد، الخ... 	<ul style="list-style-type: none"> - الوظيفة الأساسية - المتعاملون - الأهمية بالنسبة للمستثمر - طبيعة الإصدارات - المؤسسات المختصة بجمع الأموال

المصدر: جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، ط1، ج1، 2002، ص63.

من الجدول نلاحظ أن أساس التفرقة بين السوقين يرتكز على الوظيفة الأساسية والأهمية وكذا طبيعة الإصدارات إضافة إلى المؤسسات المختصة في جمع الأموال.

المبحث الثاني: ماهية أسواق رأس المال

إن التطور الاقتصادي أدى إلى قيام مشاريع كبرى وتداول سلع جديدة لك تكن معروفة من قبل ألا وهي الأوراق المالية التي مكنت المؤسسات الخاصة والحكومية من الاستفادة من مدخرات الأفراد واستثمارها، بالإضافة إلى إقبال الجماهير على تداول هذه الأوراق كان من شأنه قيام سوق تجارية خاصة بها وهي أسواق رأس المال والتي تعتبر كأحد المؤسسات المالية غير المصرفية الهامة والتي تعكس حركة النمو الاقتصادي ومرآة النشاط الاستثماري في الدولة لكونها إحدى القنوات الرئيسية لامتناس الفوائض المالية وتعبئة المدخرات.¹

ومن خلال هذا المبحث نتناول:

المطلب الأول: تعريف أسواق رأس المال

هناك عدة تعاريف لسوق رأس المال سنعرض منها ما يلي:

إن المفهوم الضيق للأوراق المالية أو المحدود لسوق رأس المال وهو الأكثر شيوعاً في الاستيعاب والذي يقتصر على السوق المنظمة للأسهم والسندات التي يتم التعامل فيها بالبيع والشراء عن طريق خدمات الوسطاء المسموح لها بالتعامل في السوق.

- كما تعد سوق رأس المال سوقاً يلتقي فيه كل من البائع والمشتري لإتمام عملية تبادل من المبادلات المختلفة.

- أو بعبارة أخرى سوق رأس المال هي سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية من أجل شراء وبيع مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية ويؤدي مصطلح سوق رأس المال معنيين هما:

- المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون للبيع والشراء.

¹- طارق يوسف المنيسي، أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية، العدد 40 يناير 2006، ص 72.

- مجموع العمليات التي تتعدّد فيه.¹

كما تمثل سوق رأس المال أهم أجهزة السوق المالية ويمكن تعريفها بأنها تنظيم يتم من خلال التقاء العرض والطلب بوسيلة من وسائل الاتصال المألوفة وإجراء التعامل بأوراق مالية معينة تتوافر فيها شروط محددة وفقا لنظم وقواعد معينة.²

المطلب الثاني: أهمية أسواق رأس المال والمتدخلون فيها

تلعب أسواق رأس المال دورا هاما في تطوير وتنظيم أساليب التمويل ونظرا لهذه الأهمية البالغة نلاحظ وجود عدد كبير من المتدخلين في أسواق رأس المال.

وتعرف سوق رأس المال بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه لجمع بين البائعين والمشتريين لأصل مالي معين، حيث تمكن بذلك مستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم السندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال ولكن نمو شبكات وسائل الاتصال أدى إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية وبالتالي السماح بالتعامل من خارج السوق، شركات السمسرة المنتشرة في الخارج.³

أولا: أهمية أسواق رأس المال:

تلعب سوق الأوراق المالية دورا في توزيع مدخرات الأفراد على مختلف المشاريع الاقتصادية وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي هي بذلك تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للبلاد في أوقات الرواج والكساد وفيما يلي أهم المزايا التي تحققها سوق الأوراق المالية في النظم المعاصرة.⁴

¹-مروان عطوان، مرجع سابق، ص 18.

²- نبيل خليل طه، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، رسالة ماجستير فرع إدارة أعمال، جامعة غزة، 2007، ص 28.

³- عصام حسين، أسواق لأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة، عمان، الأردن، 2008، ص 17.

⁴- صلاح الدين حسن السيسي، " بورصات الأوراق المالية" عالم الكتب، 2003، ص 5.

- تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد القومي ككل.

- تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات في سهولة ويسر.

- مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية أي أن أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية.¹

تفادي التقلبات العنيفة للأسعار، وتجنب الآثار التضخمية لحد بعيد لذا لو قامت المصارف المحلية بعمليات التمويل سيؤدي ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي وبالتالي أحداث موجات تضخمية خاصة وأن أهداف القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل.²

- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم.

- من خلال ما سبق يمكن القول أن السوق الأوراق المالية تستمد أهميتها في الدور متعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي القومي ومجالاته وفي الوقت نفسه تتأثر به، كما تلعب أسواق الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف في الاقتصاد القومي، وتحويل من مال عاطل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية.

¹- ضياء مجيد الموسوي، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص7.

²- عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص 259.

ثانياً: المتدخلون في أسواق رأس المال

نظراً لدور الفعال والهام الذي تلعبه أسواق رأس المال في النشاط الاقتصادي لذا كان لابد من وجود متدخلين في عمليات أسواق رأس المال، يمثلون العنصر الأساسي والمحرك للمعاملات التي تجري في حال بلوغ الأهداف المرجوة منها ويمكن تصنيفهم إلى طالبين وعارضين لرؤوس الأموال ووسطاء ماليين.

1- طالبوا رؤوس الأموال

وهم الذين بحاجة إلى أموال إضافية لتغطية نفقاتهم المتزايدة من أجل تنفيذ وتوسيع مشاريعهم ويمكن حصولها فيما يلي:

أ- الدولة وإيراداتها:

قد لا تحصل الدولة على الموارد الكافية لتغطية نفقاتها المجسدة في الميزانية العامة من الاقتطاعات الجبائية، (ضرائب، رسوم... إلخ) وفي هذه الحالة تلجأ الدولة إلى السوق المالية لطلب القروض من الأشخاص المعنويين أو الطبيعيين من خلال سندات القرض العام لتغطية هذا العجز.

ب- القطاع الخاص:

تحتاج المؤسسات الخاصة في بداية نشأتها إلى رؤوس أموال كبيرة، بالإضافة إلى زيادة تكاليفها خلال ممارسة نشاطها فتكون مضطرة إلى طلب تمويل زائد من المساهمين الأوائل عند المنشآت فإن ذلك لا يكفيها تقوم بإصدار أوراق مالية جديدة لتسديد العجز القائم في استثمارها.

ج- البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية:

ويتمثل ذلك في البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار والنقابات والجمعيات (التعاونية، وغيرها) وشركات التوظيف والاستثمار وصناديق الاستثمار وهي شركات ومن أهم وظائفها، توظيف أموالها وأموال عملائها في أسواق رأس المال، وبسبب خبرة هذا النوع من المتدخلين فأنهم بلا شك أكثر معرفة باحتياجات الاقتصاد القومي.¹

¹-مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي والبورصات، دار الجامعة الجديدة، 1998، ص 401.

2- عارضو رؤوس الأموال

وهم الذين يمتلكون فوائض مالية كانت مدخرة أو مكتنزة فبواسطتها يتدخلون في أسواق رأس المال قصد الاستفادة من الأرباح التي تعود عليهم من خلال استثمارها في الأوراق المالية الصادرة عن المجموعة التي تعاني من العجز ويمكن حصر هذه الفئة فيما يلي:

أ- العائلات:

تعتبر العائلات من المتدخلين الاعتياديين ومن أكبر المتعاملين في أسواق رأس المال نظرا للحجم الهائل من السيولة التي بحوزتهم.

ب- المستثمرون المؤسسون:

وهي الهيئات المالية التي يتجلى دورها الاقتصادي في عملية تجميع المدخرات الآتية من مختلف القطاعات التي تقوم بتوظيف هذه المدخرات في شكل أوراق مالية وبذلك يعدون من أكبر المالكين للسيولة ومن أهم المتدخلين في أسواق رأس المال.

ج- الهيئات التوظيف الجماعي للأوراق:

يمكن للمستثمرين أن يتدخلوا في أسواق رأس المال بطريقة غير مباشرة باستعمال نظام التوظيف الجماعي للأوراق المالية وفي هذه الحالة يمكن لهم شراء الحصص لإحدى المنظمتين الآتيتين: شركة الاستثمار في رأس مال متغير والصندوق الجماعي للتوظيف ويتم تسيير هذه المنظمات من طرف أخصائيين ينتمون إلى المؤسسات المالية المصرفية انطلاقا من رؤوس الأموال المقدمة.

3- الوسطاء الماليون

نقص المعرفة والمعلوماتية تعد عائق أمام تبادل الأوراق المالية سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداول وأساس ذلك يعود إلى نقص الخبرة عند المتعاملين في رأس المال وبالتوظيف الأمثل من حيث العوائد والمخاطر المالية ولذا من الضروري

توجد طائفة من الوسطاء الماليين تتمتع بخبرة كبيرة وتحاول أن توافق بين العارضين والطالبين لرؤوس الأموال والمتمثلة في:¹

أ- السماسرة أو وكلاء التبادل:

السمسار في سوق رأس المال هو الذي يقوم بعمليات الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية وينفذ الأوامر ويضمن سلامة العملية ولا يجوز إتمام أي عملية في أسواق رأس المال إلا عن طريق السمسار.²

ب- صناديق الاستثمار:

تعتبر صناديق الاستثمار إحدى الوحدات العاملة في مجال الأوراق المالية وتمثل شكلا من الأشكال التنظيمية الحديثة، والتي تعمل على إدارة الأموال وفقا لرغبات الجمهور المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر.³

ج- المحكمون والمراقبون:

إن وظيفة أسواق رأس المال بصفة عامة ليست فقط اتمام العمليات بل أيضا ضمان انتظامية العمليات وشرعيتها والرقابة على السوق لمنع أي انحراف أو الاطمئنان على سلامة العملية والتأكد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل ولذلك يكون لكل سوق رأس مال مجلس إدارة ومحكمين تكون وظيفتهما التنظيم والتسعير والمعلومات والرقابة.

¹ - سيد علي بودرة، سوق رؤوس الأموال على المدى الطويل في الجزائر واقع وآفاق، رسالة ماجستير فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2001، ص 26.

² - مصطفى رشدي شيحة، مرجع سابق، ص 406.

³ - أسامة عبد المنعم الخولي، المحاسبة في صناديق الاستثمار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص 6.

المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعية الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال الفورية وتعرف بأنها صكوك أو مستندات تثبت حق صاحبها في ملكية جزء من صافي أصول وموجودات الشركة وما ينتج عن استثمارها.¹ وتنقسم إلى:

أولاً: السندات

يتمثل السند حق دين لأجل طويل، صادر عن الدولة أو الهيئات محلية خاصة يمنح صاحبه حق الحصول على فوائد وحق استرجاع قيمته.

كما يعرف على أنه "صك قابل للتداول في الأسواق المالية يتمثل قرض صادر عن مؤسسات عمومية أو خاصة يترتب عليه دفع فوائد معينة وسداد قيمته كاملة وذلك وفقاً لشروط (نسبة الفوائد، مدة الاستحقاق...) متفق عليها مسبقاً في العقد، وهذا الدين لا يعطي لصاحبه أي حق في ممارسة سلطة داخل المؤسسة" ويوجد أنواع مختلفة من السندات، كالسندات المضمونة بأصول والسندات العادية والسندات من الدرجة الأولى، أو من الدرجة الثانية وكل هذه الأنواع لها تاريخ استحقاق محدد، حيث ينبغي أداء هذه الالتزامات ولحملة هذه السندات الحق في الحصول على دخل ثابت.

يحصل حملة السندات على فوائد قبل الدفع التوزيعات للملاك مع الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم إذا ما تم بيع وتصفية أصول الشركة وإذا توقفت أو تعثرت الشركة في سداد أي من هذه الحقوق (فوائد وأصل قرض) فهذا يعني الإفلاس القانوني للشركة".²

¹ - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، ماجستير إدارة الأعمال، جامعة غزة، 2007، ص

31.

² - عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 38.

ثانياً: الأسهم

تمثل حقوق ملكية في الشركات التي تقوم بطرحها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي توسيع أنشطتها الاستثمارية ويمكن للمستثمرين إعادة بيع هذه الأسهم في السوق أما للحصول على سيولة نقدية أو لتعديل محافظ استثماراتهم ويمكن التمييز بين شكلين للأسهم.

1- الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي صك له قيمة اسمية وقيمة دفترية وتتمثل القيمة الاسمية في التنمية المدونة وعادة ما تكون منصوصة عليها عند عقد تأسيس الشركة ويتمتع حملة الأسهم العادية بصفتهم ملاك شركة بمزايا مختلفة وحقوق متعددة كالحق في المشاركة في تسيير المؤسسة، الحق في الحصول على جزء من الأرباح.¹

2- الأسهم الممتازة:

وتعتبر هذه الأسهم مزيج من الأسهم العادية والسندات حيث يحصل حاملوها على نسبة معروفة ومحددة مقدما كالأرباح قبل حملة الأسهم العادية كما أن حامل هذه الورقة لا يتمتع بحق التصويت إلا أنها تعتبر مستند ملكية ويمكن تحويلها إلى أسهم عادية.

وغالبا ما لا تتوقف الشركات عن دفع توزيعات الأسهم الممتازة إلا في الأحوال الاقتصادية المتدهورة ويخصم الجزء الأكبر من توزيعات الأرباح من الدخل الخاضع للضريبة.

"ويحصل حامل السهم الممتاز على ميزة تتمثل في أن غالبية هذه الأسهم محجمة الأرباح حيث يتم سداد توزيعات الأسهم الممتازة عن الفترات التي تحققت فيها خسائر وذلك عند تحقيق الأرباح وقبل توزيع الأرباح لحمل الأسهم العادية".²

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف الإسكندرية، 2006، ص7.

² - محمد الصيرفي،، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 58.59.

ثالثا: المشتقات المالية

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين بمختلف أنواعها يوجد أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية تجمع بين صفات وخصائص الأسهم والسندات.¹

تعرف بالمشتقات فهي: "عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعينة والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد".²

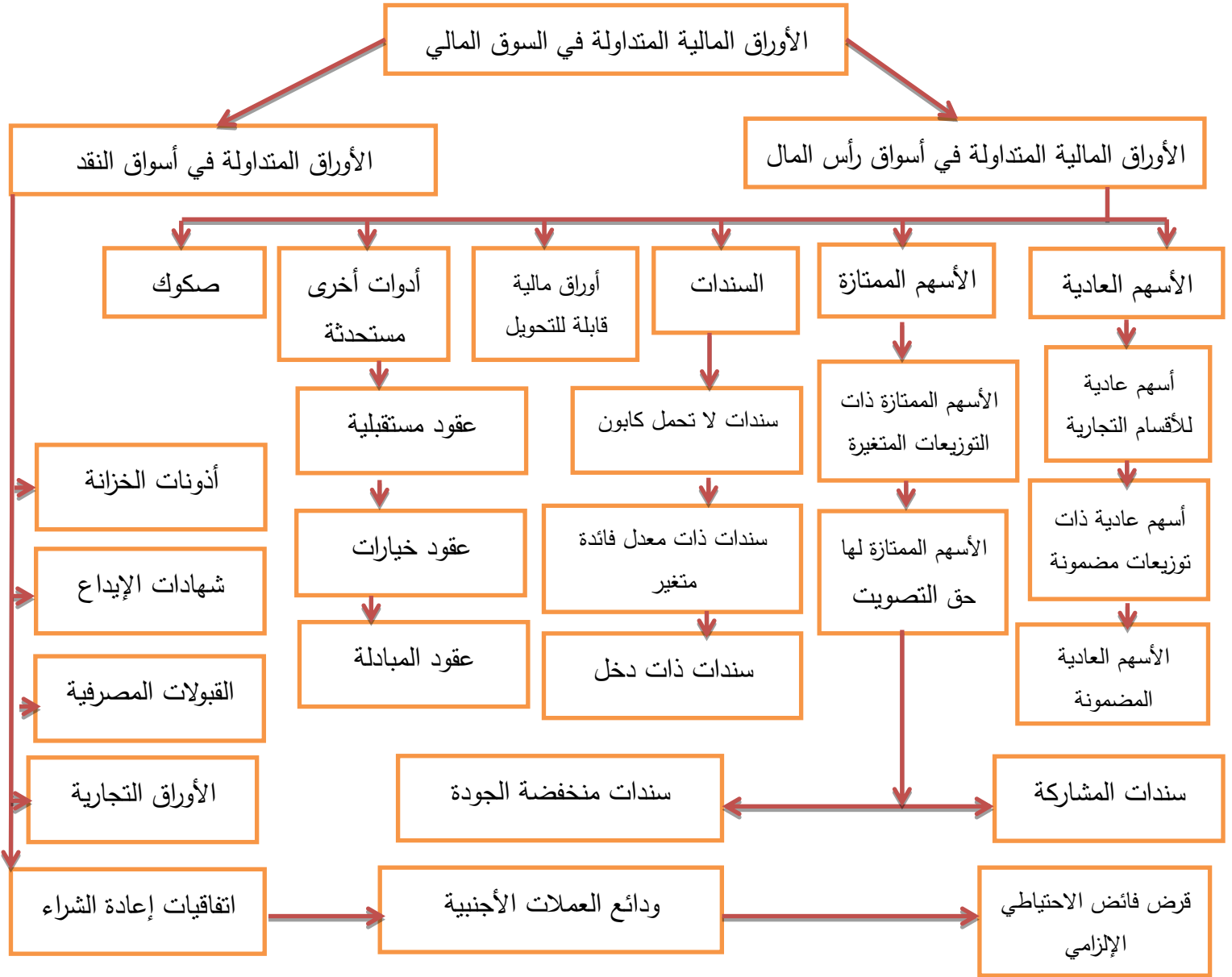
والمشتق أو الورقة المالية المشتقة هي أداة مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية وفي السنوات الأخيرة اكتسبت الأوراق المالية المشتقة أهمية متزايدة في مجال التمويل، ويتم الآن تداول عمليات التسليم الأجل وخيارات البيع، الشراء الأجل بنشاط كثير من أسواق رأس المال، فهذا النوع من الأوراق المالية لا ينشأ من تلقاء نفسه مثل الأنواع السابقة بل يعتمد في وجوده على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل ولذلك يطلق عليه الأوراق المالية المشتقة من أجل مالي آخر موجود ومن بينها نجد العقود المستقبلية وعقود الاختيار وعقود المبادلات.

كما تتميز المشتقات بتخفيض المخاطرة التي يتعرض لها المتحوظون وذلك بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسن النتائج كما تستخدم المشتقات لمحاولة تحقيق الكسب وذلك عن طريق المضاربون الذين يراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية.

¹ - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية والعربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005، ص 66.

² - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية و(مفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة) الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 5.

شكل رقم (02): يبين الأوراق المالية في السوق المالي



المصدر: عباس كاظم جاسم الدعيمي، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة الممتدة من 2006/1990، أطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد ضمن متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة، تخصص: العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، 2008، العراق، متاح على: www.4shared.com، ص 106.

خلاصة الفصل الأول:

تعتبر الأسواق المالية القناة تمر عبرها الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لديها أو ثقافي عجز وبالتالي فإن الأسواق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها، كما تتصف سوق الأوراق المالية إذ اهتمام إدارة السوق بكفاءة أسواق الأوراق المالية ومؤشراتها سوف يتم التطرق إلى هذه العناصر في الفصل الثاني.



الفصل الثاني

تمهيد الفصل الثاني:

تتميز سوق رأس المال بالتنوع والتداخل الكبير فيما بين أقسامها، كما أنها تقدم خدمات مختلفة للقطاع المالي والمتعاملين فيه ومن أبرز وظائفها توفير السيولة وتعبئة المدخرات من أصحاب الفوائض المالية، هذا فضلا عن الخيارات التي تتيحها لمسيري الشركات والمستثمرين من خلال ما تقدمه من معلومات ضرورية لاتخاذ قرارات استثمارية. وقد أثارت فكرة كفاءة سوق رأس المال خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق من حيث مدلوله وشروطه وصيغته.

وفي هذا الفصل سنتطرق لكفاءة سوق رأس المال وفقا لمبحثين:

المبحث الأول: ماهية كفاءة سوق رأس المال.

المبحث الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال.

المبحث الأول: ماهية كفاءة سوق رأس المال

ظهر مفهوم كفاءة رأس المال نتيجة للتطورات التي عرفت أسواق رأس المال وقد أثار هذا المفهوم الكثير من الجدل والتساؤلات حول مدلوله وكيفية صياغته وتبنيه.

المطلب الأول: تعريف كفاءة سوق رأس المال

مفهوم الكفاءة يفرض سوق مثالي، بمعنى بورصة سعر الأصول فيه يسمح باتخاذ قرارات صائبة (جيدة) حول تخصيص الموارد، لأن سعر الأوراق المالية يعكس في لحظة معينة، بشكل صحيح كل المعلومات المتاحة، سواء حول الأحداث السابقة أو المستقبلية.

كما يرى البعض بأن السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات⁽¹⁾.

ولقد أعطيت لكفاءة السوق مجموعة كبير من التعاريف حيث نظر BEAVER لكفاءة السوق على أساس كيفية إحداث التوازن في أسعار الاستثمارات حيث أن أسعار الاستثمارات في فترة زمنية معينة تعتمد على المعلومات التي تصل للأفراد في خلال هذه الفترة، ويكون السوق غير كفاء إذا لاحظ المستثمرين وجود فرق بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها.

أي أنه ربط كفاءة السوق بالمعلومات التي تصل إليه وأثرها على توازن سعر الاستثمارات وقيمتها الحقيقية.

ويرى HAIM MARSHALL أنه يمكن النظر للكفاءة على أساس أن المعلومات المناسبة المعطاة عن الأسهم تنعكس على أسعارها، بمعنى أنه في السوق الكفاء يكون

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص

أفضل توقع لقيمة السهم ممثلاً في سعره الحالي، وأنه لا يمكن تحقيق أية أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات الجديدة.

ويرى JENSEN أن السوق يكون كفوفاً بالنظر إلى المعلومات المتوفرة، وذلك طالما كان من المستحيل تحقيق أرباح اقتصادية بالاعتماد على هذه المعلومات، بمعنى أن متوسط الأرباح الاقتصادية الذي يحققه مستخدمو هذه المعلومات في السوق يساوي الصفر. بينما يرى DYCHAM وآخرون أن كفاءة السوق تصف التغيرات في أسعار الاستثمارات التي تعكس أنواعاً معينة من المعلومات فوراً وبشكل غير متحيز.

بينما عرف FAMA السوق الكفاء بأنه " ذلك السوق الذي يشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصادياً والراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل⁽¹⁾.

وعليه يمكن وصف أسواق رأس المال التي تتسم بالكفاءة على أنها السوق التي تكون في حالة التوازن المستمرة بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها.

كذلك في ظل السوق الكفاء نجد أن سعر الورقة المالية يتغير وبسرعة تبعاً لنوع المعلومات الجديدة التي يتحصل عليها المتعاملون في هذا السوق، فإذا كانت هذه المعلومات مرضية أي تعكس صورة إيجابية عن المنشأة المصدرة لهذه الورقة، سنلاحظ زيادة الطلب على هذه الورقة المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، والعكس الصحيح.

وعليه يمكن القول أن سعر السهم في السوق الكفاء هو مرآة عاكسة لكل معلومة تصل السوق بشأن ذلك السهم.

¹ - عصام فهد العرييد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا للنشر، سوريا، 2002، ص ص 46، 47.

وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الادعاء بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للأسهم هي قيمة عادلة FAIR VALUE تعكس تماما قيمته الحقيقية أو الذاتية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر.

وعليه فإنه في السوق الكفاء تتحدد القيمة الاستثمارية لأي ورقة مالية، حيث أن القيمة الاستثمارية للورقة المالية هي القيمة الحالية لتدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع صاحب الورقة المالية أن يحصل عليها.

وفي حالة وجود اختلاف بين سعر الورقة المالية، وقيمتها الاستثمارية فهذا يدل على عدم كفاءة سوق رأس المال.

وعموما فإنه في ظل وجود عدد كبير من المتعاملين الذين يسعون إلى شراء الأوراق المالية التي تحقق عوائد مستقبلية مرتفعة، اعتمادا على المعلومات التي تم الحصول عليها، وانطلاقا من كون أن المعلومات تكون متوفرة ومتاحة للجميع وبتكاليف منخفضة، فإننا نعتقد أنه لن يكون لأي واحد من هؤلاء المتعاملين الحظ في تحقيق فرص ربح غير عادية مقارنة بغيره من المتعاملين.

المطلب الثاني: أنواع الكفاءة

إن المبدأ الذي يقوم عليه السوق الكفاء، هو الانعكاس السريع للمعلومات التي ترد إلى السوق على سعر السهم، بمعنى أن أسعار الأسهم تتغير مباشرة بعد كل معلومة جديدة يتحصل عليها المتعاملون في هذا السوق - تبعا لطبيعة هذه المعلومة - وهو ما يعني أنه لا توجد فترة زمنية بين الحصول على المعلومات وتحليلها وبين التغير في سعر السهم.

أولاً: الكفاءة الكاملة

إن مفهوم الكفاءة الكاملة التي يتطلب تحقيقها توفير مجموعة من الشروط نوردها فيما يلي:

- 1- المعلومة المناسبة يجب أن تكون متاحة مجاناً لكل المشتركين في السوق.
 - 2- يجب أن يكون عدد المشتركين في السوق كبيراً وأن يكون بينهم منافسة حقيقية.
 - 3- أنه لا توجد قيود على التعامل فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب.
- كما يمكن للمستثمر أن يشتري ويبيع أي كمية من أسهم المنشأة مهما صغر حجمها وذلك بيسر وسهولة.
- هذا إلى جانب عدم وجود قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق، سواء بالنسبة للمستثمرين أو المنشآت الراغبة في الحصول على الأموال، كما لا توجد قيود أخرى من أي نوع.

- 4- أن المستثمرين يتصفون بالرشد ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم⁽¹⁾.

لكن إذا تمعنا جيداً في هذه الشروط فسوف نجد أن أغلبها شروط نظرية أكثر منها واقعية، فبالنسبة للشروط الأولى ليس هناك ما يضمن أن لا يكون لأحد المتعاملين في

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، الإسكندرية، 1999، ص 401.

أسواق رأس المال علاقات صداقة أو قرابة في المنشأة المعنية، تسمح له بالحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره من المتعاملين.

كما لا يمكننا إلغاء فكرة وجود تكاليف للمعاملات في أسواق رأس المال وإن كانت تختلف من سوق لآخر.

وإذا رجعنا إلى الشرط الثاني فسوف نواجه بالحقيقة التي تشير إلى أن ما بين 70% إلى 75% من المعاملات التي أبرمت خلال العشر سنوات الأخيرة في بورصة نيويورك كانت لحساب المؤسسات المالية المتخصصة التي أبرمت خلال العشر سنوات الأخيرة في بورصة نيويورك كانت لحساب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، وأن حجم الصفقات لبعض هذه المؤسسات كان من الضخامة بحيث يترك في بعض الأحيان آثارا على سعر الورقة المالية التي تضمنتها الصفقة⁽¹⁾.

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

يبقى الشرط الرابع هو الشرط الوحيد المعقول والمعمول به في أسواق رأس المال، إذ نجد أن معظم المتعاملين يسعون إلى تحقيق أكبر عائد ممكن في ظل مستوى معين من المخاطرة.

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، الإسكندرية، 1999، ص 402.

ثانيا: الكفاءة الاقتصادية

وعليه فإنه بتحقق الشرط الرابع نكون قد أثرنا فكرة الكفاءة الاقتصادية. والكفاءة الاقتصادية تعني وجود فاصل زمني بين الحصول المعلومات وتحليلها، وانعكاس تلك المعلومات على أسعار الأسهم.

بمعنى أنه في ظل الكفاءة الاقتصادية لأسواق رأس المال علينا أن ننتظر بعض الوقت بعد حصولنا على المعلومات حتى تظهر آثار هذه المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أنه سيكون هناك فرق بين القيمة السوقية للسهم وقيمه الاستثمارية أو الحقيقية لفترة زمنية معينة. غير أنه من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل⁽¹⁾.

ويجب الأخذ بعين الاعتبار أن تحقق الكفاءة الاقتصادية في أسواق رأس المال يتطلب توافر شرطين أساسيين هما، كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير.

¹ - عبد الغفار حنفي، البورصات، مرجع سابق، ص 150.

المطلب الثالث: شروط الكفاءة سوق رأس المال

يتطلب تحقق الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال شرطين أساسيين هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

1- كفاءة التسعير:

تعرف كفاءة التسعير بأنها الكفاءة الخارجية لأنها تعتمد على وصول المعلومات إلى المتعاملين بالسوق بسرعة وبتكلفة منخفضة ويكون أمام كل المتعاملين في السوق الفرصة لتحليل المعلومات وتحقيق الأرباح وبنعكس هذا على صعوبة تحقيق أرباح غير عادية والمستثمر الذي يخسر يكون بسبب جهله وعدم تحليله للمعلومات المتوافرة في السوق⁽¹⁾.

وإذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق، إلا أنه أيضا أمر غير مستحيل فقد يمني مستثمرا عديم الخبرة أو كسول بخسائر فادحة نظرا لدخوله السوق دون تحليل للمعلومات المتاحة، غير أن هذا لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته⁽²⁾.

كما يمكن لمستثمر آخر أن يحقق أرباح تفوق ما حققه غيره من المستثمرين نظرا لتمكنه من الحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره. لكن غالبا ما يكون عدد هؤلاء المستثمرين محدود وبالتالي فلن يكون لهم تأثير كبير على تحقيق كفاءة السوق، وحتى إن تمكنوا من تحقيق أرباح غير عادية فذلك لن يدوم طويلا، لأن المعلومة ستصل لا محالة لباقي المستثمرين.

¹- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص 34.

²- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص 215.

2- كفاءة التشغيل:

وهي التي تعرف باسم الكفاءة الداخلية، ذلك لأنها تقوم على مبدأ خلق التوازن بين العرض والطلب داخل سوق رأس المال، في ظل انخفاض تكاليف المعاملات وهو الأمر الذي يشجع على زيادة حجم المعاملات مع سرعة تنفيذها.

كما أنه في ظل كفاءة التشغيل لن يتمكن المتخصصين من تحقيق عوائد مرتفعة نظرا لانخفاض تكاليف السمسرة.

كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة⁽¹⁾.

ويجب الأخذ بعين الاعتبار أن الطلب على الأوراق المالية لأي منشأة يتوقف على طبيعة المعلومات المتحصل عليها والمتعلقة بالمنشأة المعنية، فإذا كانت هذه المعلومات مشجعة على الاستثمار في أسهم هذه المنشأة، فإننا سوف نسجل زيادة الطلب على هذه الأسهم مما سيؤدي إلى ارتفاع أسعارها، في المقابل سنلاحظ تراجع الطلب على أسهم المنشآت التي تكون وضعيتها غير مشجعة على الاستثمار في أوراقها المالية مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها.

وبهذا المعنى سيتم تحقيق الكفاءة في تخصيص الموارد، من خلال توجيه الموارد المالية إلى المجالات (المنشآت) الأكثر ربحية، وتحقيق الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال سيتم تحقيق كفاءة الاقتصاد الوطني.

¹ - عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، المرجع السابق، ص 154.

المطلب الرابع: دور المعلومة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال

لا يمكننا الفصل بين كفاءة سوق رأس المال ومدى توفر البيانات والمعلومات الضرورية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات⁽¹⁾.

كما أن استخدام المعلومة بطريقة ذكية وفعالة، تسمح للمبادلات الاقتصادية بالاقتراب من وضعية السوق المثالي (الكفاء)، أين يكون المتعاملين مطلعين بشكل كامل، وأين لا توجد تكاليف لاستعمال السوق ولقد سبق وأوضحنا أن السوق الكفاء هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة، سواء كانت هذه المعلومات ماضية أو حالية أو متوقع حدوثها في المستقبل.

بعبارة أخرى السعر الحالي للسوق يعكس كل معلومة متوفرة، ضمن هذه الشروط، السعر الحالي للسوق المالي في كل الأسواق يمكن أن يكون أفضل تقدير لقيمة الاستثمار.

كما أن أسعار الأسهم في هذا السوق تجعل عائد السهم يتناسب مع درجة المخاطرة، وهو ما يؤكد على ضرورة توفر المعلومات المناسبة وتمائلها بالنسبة لجميع المتدخلين أو المستثمرين في سوق رأس المال.

ويمكن الحصول على هذه المعلومات من عدة مصادر، كالقوائم المالية والتقارير المالية، حيث تحتوي التقارير المالية إلى جانب القوائم المالية على معلومات مالية نجدها خاصة في الميزانية المحاسبية، الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج... إلخ.

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004، ص

كما تحتوي على معلومات غير مالية تخص نشاط المنشأة المعنية، نقصد بذلك الإنتاج، التسويق، التخزين، بالإضافة إلى تحليل مختلف الظروف الاقتصادية والسياسية التي قد تمس بنشاط المنشأة في المستقبل.

وتجدر الإشارة إلى أن القوائم المالية يتم مراجعتها من طرف مراقب حسابات من أجل التأكد من مصداقيتها وشرعيتها، وعليه فإن التقارير المالية تضم كذلك تقرير مراقب الحسابات، وتقرير مجلس الإدارة الذي يضم معلومات عن مركز الشركة المالي، وقدرتها التنافسية، أهدافها، معلومات عن نشاطها، نمو الأرباح والمبيعات ... إلخ.

بالإضافة إلى المجالات المالية المتخصصة، التي تعد كذلك مصدرا للمعلومات، نشریات سوق رأس المال، والمعلومات التي توفرها المواقع الالكترونية الخاصة بأسواق رأس المال ... إلخ.

لذلك يمكن القول بأن المعلومات المتاحة بصفة -خاصة المعلومات المالية- تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء المعلومات المالية المنشورة.

أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار.

مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين وزيادة حجم التعامل، ويؤدي ذلك إلى تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية حيث تشير الدراسات إلى أن أسواق

رأس المال التي تتميز بالكفاءة تساعد على رفع كفاءة الأعمال وتنشيط الاقتصاد والتنمية⁽¹⁾.

كل ذلك يؤكد أن تحقق كفاءة السوق يتوقف بصورة أساسية على المعلومات المالية ودرجة الإفصاح عنها أو نشرها، حيث يعرف الإفصاح: " بأنه عرض للمعلومات المهمة للمستثمرين من الدائنين وغيرهم من المستفيدين بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة المشروع على تحقيق أرباح في المستقبل، وقدرته على سداد التزاماته، كما أن هناك من يربط بين درجة الإفصاح وتخفيض حالة عدم التأكد لدى المستفيدين من خلال نشر كل معلومات اقتصادية لها علاقة بالمشروع سواء كانت معلومات كمية أو معلومات أخرى تساعد المستثمر على اتخاذ قراراته وتخفيض من حالة عدم التأكد لديه عن الأحداث الاقتصادية المستقبلية"⁽²⁾.

كما يعني الإفصاح إتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهمة بالمشروع، ويعد الإفصاح الكافي من أهم المبادئ الرئيسية لإعداد القوائم المالية، وهذا يعني أن تشتمل القوائم المالية والملاحظات والمعلومات الإضافية المرفقة بها، كل المعلومات المتاحة المتعلقة بالمشروع لتجنب تضليل الأطراف المهمة بالمشروع.

ويجب على المحاسب الإفصاح عن المعلومات الهامة والتي يترتب على عدم الإفصاح عنها تغيير واختلاف جوهري في اتخاذ قرارات مستخدمي القوائم المالية⁽³⁾.

إن العلاقة بين المعلومات التي يتم نشرها وبين أسعار الأوراق المالية هي التي تعكس مفهوم كفاءة سوق رأس المال.

¹ - محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 131.

² - محمود إبراهيم عبد السلام تركي، تحليل التقارير المالية، مطابع جامعة الملك سعود، السعودية، 1995، ص 25.

³ - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدر الجامعية، مصر، 2000، ص 55.

كما أن هذه العلاقة هي التي تحدد إقبال المستثمرين على تحليل المعلومات والاعتماد عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فإذا كان المستثمر مقتنع بأن السوق كفاء فانه سوف يقوم بإتباع استراتيجيات بسيطة أو خاملة في تكوين محفظة أوراقه المالية، كما أن المعلومات تكون قد انعكست فعلا في سعر الورقة المالية، وبالتالي سيقل إقبال المستثمر على المعلومات، ولن تكون هناك فائدة من القيام بالتحليل.

أما إذا كان المستثمر يعتقد بعدم كفاءة السوق، فسيعمل على الحصول على المعلومات من مصادرها المختلفة، كما يمكن أن يستعين بالخبراء المختصين في تحليل المعلومات المنشورة، كما قد يلجأ إلى إتباع استراتيجيات الاستثمار النشطة قصد تحقيق عائد يفوق ما حققه غيره من المستثمرين.

السوق المالية لن تتحقق لها الكفاءة إلا في الحالة التي يعتقد فيها البعض بعدم كفاءة السوق بما لديهم من توقعات يعتقدون أنها تتفوق على توقعات الآخرين ولذلك فهم دائما يبحثون عن توقعات أفضل، ويقومون بإجراء التحليلات، وبذلك يساعدون في توافر تلك المعلومات للسوق وزيادة كفاءته، وبالتالي فإن سعي المحللين الماليين للحصول على معلومات إضافية (حتى من المصادر الخاصة) وتحويلها إلى معلومات عامة (عن طريق التداول) سوف ينعكس أثره على كفاءة عمل المحلل المالي وهكذا فإن التحليل المالي يساعد في زيادة كفاءة سوق رأس المال.

كما أن كفاءة السوق تساعد المحلل المالي في تحقيق اقتصاديات إنتاج المعلومات اللازمة للاستخدام في الأسواق المالية⁽¹⁾.

¹ - عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق، مرجع سابق، ص 68، 69.

إن الهدف الأساسي من القيام بدراسة وتحليل المعلومات المالية وغير المالية هو محاولة اكتشاف الأوراق المالية المسعرة بأكثر أو بأقل من قيمتها الحقيقية، من أجل تحقيق أرباح غير عادية.

فإذا كانت الورقة المالية مسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية، سيزداد الطلب عليها، مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها حتى يصل إلى سعر التوازن الذي يعكس قيمتها العادلة أو الحقيقة.

وإذا كانت الورقة المالية مسعرة بأكثر من قيمتها الحقيقية، سينخفض الطلب عليها، الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض سعرها حتى يصل إلى سعر التوازن.

معنى ذلك أن التحليل المالي يعد وسيلة هامة وخطوة رئيسية لتحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية لأن أسعار جميع الأسهم لن تعكس القيم المحورية في جميع الأوقات، وبالتالي سوف تظهر من وقت لآخر فرص للاستفادة من تحليل المعلومات المالية، وتحقيق بعض العوائد غير العادية، وذلك في الفترة القصيرة.

ومع مرور الوقت وتزايد المعاملات سوف تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من قيمتها الحقيقية أو المحورية وذلك بفضل التحليل المالي الذي يساعد على تقديم المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الرشيدة التي تساهم في النهاية في تخفيض التباين بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية⁽¹⁾.

¹ - محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، مرجع سابق، ص 136.

المبحث الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال

المطلب الأول: الصيغة الضعيفة

في إطار فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق رأس المال فإن " سعر الورقة المالية بحد ذاته يعكس كل المعلومات الماضية الخاصة بسعر هذه الورقة المالية ".

وهذا يرتبط بقواعد التحليل الفني كوسيلة للحكم على تطور السوق وبالتالي يصبح تحليل المعلومات المتاحة عديم الجدوى للمستثمر⁽¹⁾.

بمعنى أنه في إطار فرض الصيغة الضعيفة لسوق رأس المال لن يستطيع أي مستثمر أن يعتمد على المعلومات الماضية الخاصة بالورقة المالية، من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعرها مستقبلاً.

ذلك لأن القيمة الحالية للورقة تعكس فقط المعلومات الماضية، وهو الأمر الذي سيخلق اختلافاً بين أسعار الأوراق من فترة زمنية لأخرى.

أو بعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي رابط، أو ما يمكن أن نعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار⁽²⁾.

وعليه فإن أفضل تقدير لسعر الغد هو سعر اليوم، كما أن المستثمر في أسواق رأس المال ضعيفة الكفاءة لن يستطيع أن يحقق أرباح غير عادية.

وقد تعرض بعض الباحثين والمهتمين بالموضوع لبعض المداخل المستعملة لاختبار فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق رأس المال وهي ثلاثة: سلسلة الارتباط،

قواعد التصفية، اختبار الأنماط الطارئة.

¹ - منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، مصدر سابق، ص 505.

² - عبد الغفار حنفي، البورصات، مصدر سابق، ص 156.

1- سلسلة الارتباط:

يستند هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل ويعتمد الاختبار على الفترة القصيرة فقط، حيث أن المدى الطويل سوف يكشف في الغالب عن وجود نمط في الخمسينات، عندما قام باختبار EUGENE FAMA معين لاتجاه الأسعار ويرجع هذا الاختبار إلى 30 سهما من داوجونز من خلال اختبار معامل الارتباط لفترة من يوم إلى 10 أيام، وقد وضح أن نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة⁽¹⁾.

وعليه فإن الصيغة الضعيفة لسوق رأس المال، تفترض عدم وجود ترابط بين سعر الورق خلال فترة الدراسة، والتي يجب أن تكون فترة قصيرة (شهر على الأكثر).

لأن وجود ترابط بين سعر الورقة خلال هذه الفترة، معناه وجود اتجاه معين لسعر السهم، كما أن طول فترة الدراسة قد يؤدي إلى ظهور اتجاه معين لسعر الورقة كذلك وهو ما ينفي نظرية الحركة العشوائية للأسعار (أي الصيغة الضعيفة).

هذا ويعاب على أسلوب سلسلة الارتباط تأثرها بضخامة بعض المفردات أي قيم التغير، كذلك إذا ما تجاهل المحلل حالات ثبات الأسعار نتيجة لعدم وجود تعامل على الورقة في بعض الأحيان، فسوف يكون لذلك آثار غير محمودة على نتائج التحليل، لذا يوصي بتنقية البيانات قبل إجراء التحليل⁽²⁾.

¹- إيهاب الدسوقي، مصدر سابق، ص 47.

²- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، توزيع منشأة المعارف، مصر، 1996، ص 53.

2- قواعد التصفية:

يعترض البعض على مدخل تحليل الارتباط على اعتبار أنه أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون بديلا واقعا لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، فالذين يعتقدون في تلك الصيغة عليهم أن يقدموا قواعد للمتاجرة أو التعامل تبنى على الحركة التاريخية للأسعار، ويمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد توقيت أوامر الشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له - بعد خصم تكلفة المعاملات- عائدا متميزا عن أقرانه الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد.

هذا ويطلق على هذه القواعد بقواعد التصفية وتوجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية⁽¹⁾:

المجموعة الأولى تضم مجموعة من المؤشرات التي يمكن اعتمادها كأساس لاتخاذ قرار شراء أو بيع الأوراق المالية فمثلا ظهور اتجاه لارتفاع سعر الورقة بنسبة معينة، سيشجع المستثمر على اتخاذ قرار الشراء، في حين أن ظهور اتجاه لانخفاض سعر الورقة بنسبة معينة سيدفع بالمستثمر إلى اتخاذ قرار البيع.

أما المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات الموسمية ومن بينها تلك التي تقضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار. ومنها كذلك ما يقضي بأن أسعار الأوراق تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة، وهو ما يسمى بتأثير التوقيت الذي أشار إليه كين⁽²⁾.

يبقى المتوسط المتحرك والقوة النسبية لسعر الورقة، واللذان يمثلان المجموعة الثالثة والرابعة على التوالي لقواعد التصفية، وهي كلها مؤشرات تطرقنا إليها من خلال

¹- عبد الغفار حنفي، المصدر السابق، ص 219.

²- منير إبراهيم هندي، المصدر السابق، ص 55.

دراسة التحليل الفني، الذي تعكس مبادئه فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بصورة واضحة.

3- اختبار الأنماط الطارئة:

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

(+) تعني حركة سعرية زائدة.

(-) تعني حركة سعرية بالنقص.

(0) صفر تعني عدم وجود حركة.

كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغير⁽¹⁾.

ما يميز هذا المدخل عن المدخلين السابقين (أي سلسلة الارتباط، وقواعد التصفية) هو أنه يمكننا من قياس التغيرات الطارئة التي يمكن أن تظهر في السلسلة الزمنية لسعر الورقة سواء كانت هذه التغيرات موجبة أو سالبة، معبرين عنها بالإشارة (+) في الحالة الأولى وبالإشارة (-) في الحالة الثانية.

بينما نضع صفر في حالة عدم وجود أي تغير في الأسعار، مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار المدة الزمنية التي يستغرقها كل تغير. وتؤكد دراسات ميدانية عديدة استخدمت واحدا أو أكثر من المداخل الثلاثة (سلسلة الارتباط، قواعد التصفية، اختبار الأنماط الطارئة) على مصداقية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق.

هذا بالطبع لا يعكس تأييدا مطلقا، وإلا لما كان هناك وجود للفنيين الذين يكرسون

جهودهم لاكتشاف أنماط في حركة أسعار الأوراق المالية⁽²⁾.

¹- إيهاب الدسوقي، المصدر السابق، ص 46.

²- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، المصدر السابق، ص 221.

المطلب الثاني: الصيغة متوسطة القوة

فرض الصيغة متوسطة القوة يعني أن أسعار الأوراق المالية لا تعكس المعلومات التاريخية فحسب، وإنما تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة المنشورة لعامة الناس. فإذا استجابت الأسعار وعكست تلك المعلومات بالسرعة المطلوبة تكون السوق كفاءة والعكس بالعكس⁽¹⁾.

انطلاقا من ذلك لن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية مقارنة بغيره من المستثمرين، لأن سعر الورقة في هذه الحالة سيعكس فعلا جميع المعلومات، سواء كانت هذه المعلومات تخص التغيرات التاريخية لسعر السهم وحجم التداول عليه، أو كانت هذه المعلومات تتعلق بالظروف الدولية، وظروف الاقتصاد الوطني، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، أو ظروف المنشأة في حد ذاتها لأنه في كل لحظة، سعر البورصة يعكس كل معلومة متوفرة تخص حياة المنشأة، بالإضافة إلى أثر الأحداث على الأداء المستقبلي للشركة.

نستنتج من ذلك أنه لا توجد أي ضرورة لقيام المستثمر بالتحليل من أجل التوقع بقيمة الورقة مستقبلا، لأنه حتى ولو قام بهذا التحليل فإنه لن يتمكن من تحقيق أي ربح إضافي، لأن المعلومات التاريخية والمعلومات المتاحة لعامة الناس تكون قد انعكست فعلا في سعر الورقة.

ومن ناحية أخرى هناك دراسات كشفت عن أن الأسعار لا تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة، وأن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لإجراء تحليل لتلك المعلومات، بما يتيح لبعض المستثمرين أن يحققوا سبق ويجنون أرباحا متميزة ولو إلى حد ما، بل

¹- محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، العدد 2004/3، ص 85.

وأكثر من ذلك أن دراسة ستيكل قد كشفت عن أن أسعار الأوراق لا تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة، بل وأنها لا تعكس كافة ما هو متاح للجمهور من مبيعات⁽¹⁾.

ويبدو هذا بوضوح في حالة أوراق المنشآت صغيرة الحجم، بما يعني أن هناك فرصة متاحة لبعض المستثمرين لأن يحققوا أرباحاً غير عادية على حساب آخرين.

وعموماً فإنه لا اختبار صيغة الفرض متوسط القوة، يستعمل أسلوب التحليل الأساسي

الذي يهتم بدراسة الظروف الاقتصادية الدولية، وظروف الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى ظروف المنشأة المعنية، حيث أن التحليل الأساسي لا يستند إلى الأسعار وإنما إلى الواقع الاقتصادي للمؤسسة، ومن هنا يجب على المستثمر أن يقوم بدراسة عدد معين من العناصر (رقم الأعمال، النتيجة الصافية...)، وإنجاز عدد معين من الحسابات للوصول إلى تقييم صحيح للمؤسسة.

وعليه فإنه للقيام بالتحليل الأساسي لابد من دراسة العناصر التالية:

- تحليل الظروف الاقتصادية العامة.

- تحليل ظروف الصناعة.

- تحليل ظروف المنشأة.

1- تحليل الظروف الاقتصادية العامة:

للاهتمام بتحليل الظروف الاقتصادية العامة أهمية كبيرة لما لهذه الظروف من تأثير على الاقتصاد الوطني، ومن ثم على المنشآت التي تعمل داخل هذا الاقتصاد.

¹ - منير إبراهيم هندي، المصدر السابق، ص 509.

فحالة الانكماش أو التوسع التي يمر بها الاقتصاد العالمي ستنعكس لا محالة على اقتصاديات الدول، خاصة في إطار التجارة الخارجية.

بمعنى أنه سيتأثر نشاط الشركة المصدرة بوضعية اقتصاد الشركة المستوردة وبمستوى الأسعار في ذلك الاقتصاد، بالإضافة إلى ذلك فإننا سوف نجد فرقا كبيرا بين وضعية منشأة في اقتصاد يمر بمرحلة انتعاش، عن منشأة أخرى يكون الاقتصاد الوطني فيها يمر بمرحلة ركود أو انكماش، إلى جانب ذلك لا يمكننا أن نتجاهل مدى تأثير العوامل السياسية على اقتصاديات الدول، ذلك لأن الاستقرار السياسي يلعب دورا هاما في جلب الاستثمارات الأجنبية، والتي تساهم بدور فعال في تحقيق التنمية الاقتصادية ورفع الإنتاج وتحسين نوعيته نتيجة المنافسة.

2- تحليل ظروف الصناعة:

يعتبر تحليل ظروف الصناعة الخطوة الثانية في التحليل الأساسي، وتكمن أهمية تحليل ظروف الصناعة في التباين بين أداء الصناعات المختلفة، وبالتالي يوضح التحليل الصناعات المتميزة التي يمكن الاستثمار في المنشآت التي تنتمي إليها، خاصة أن هناك بعض الدراسات التي أثبتت أن هناك تماثلا في ربحية المنشآت داخل الصناعة الواحدة⁽¹⁾.

لكن قبل إجراء تحليل للصناعة، فإنه من الضروري أولا تصنيف هذه الصناعات، بمعنى يجب تمييز كل صناعة عن الأخرى وفق معايير معينة، فحسب معيار الملكية يمكن التمييز بين الصناعات التي تكون ملك للدولة، والصناعات التي تكون ملك للخاص، بالإضافة إلى الصناعات إلى تكون ملكيتها مختلطة، أي ملك للدولة والخاص معا.

¹ - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، القاهرة، 2000، ص 56.

أما من حيث طبيعة المنتجات، فيمكن أن التمييز بين الصناعات على أساس طبيعة المنتجات التي تنتجها كل صناعة، كصناعة السيارات، وصناعة الملابس، السلع الغذائية، الأجهزة الكهرومنزلية وغيرها. لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أنه يمكن أن توجد في صناعة واحدة (قطاع واحد) منشآت لا تنتج نفس المنتجات (هذا من أجل قياس حدة المنافسة بين المنشآت في نفس القطاع).

كما يمكن أن توجد منشآت تنتمي لصناعة مختلفة، رغم أنها تنتج منتجات مختلفة، هذا راجع لكون هذه السلع رغم اختلافها في الخصائص إلا أنها تلبى نفس الحاجة عند المستهلك.

كل هذه الأمور يجب أخذها بعين الاعتبار عند القيام بتحليل الصناعة من أجل تحديد الصناعات التي تحقق نمواً، ومن ثم تحديد المنشآت القوية داخل هذه الصناعة.

ولا يقتصر دور المحلل في هذه المرحلة على تعريف الصناعة، بل ينبغي أن يمتد لتصنيف الصناعات حسب كيفية تأثرها بالدورات التجارية، وفي هذا الصدد يمكن تصنيف الصناعات إلى صناعات متنامية، وصناعات مرتبطة بالدورات، وصناعات دفاعية، ثم صناعات متنامية ومرتبطة أيضاً بالدورات، وأخيراً صناعات متدهورة⁽¹⁾.

¹ - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، الإسكندرية، 1999، ص 167.

3- تحليل ظروف المنشأة:

يهدف تحليل ظروف المنشأة إلى دراسة وضعية ومركز هذه المنشأة، وتعتمد هذه الدراسة غالبا على الميزانية المحاسبية، الميزانية المالية، جدول حسابات النتائج، بالإضافة إلى التقارير، كتقرير مراقب الحسابات، وتقارير الجمعية العامة، المجالات المتخصصة... إلخ، وهي كلها تعتبر مصادر هامة جدا للمعلومات. يجب الأخذ بعين الاعتبار أن تحليل أداء المنشأة، أو تقييم الأداء المالي للمنشأة لا يتحقق دفعة واحدة، وإنما يمر بمراحل تعتبر خطوات أساسية لا يمكن تجاوزها، وإلا لن يكون لعملية التقييم أي معنى إذا لم تحترم هذه المراحل، كما أنها لن تؤدي إلى تحقيق الأهداف المرجوة من عملية التقييم.

المطلب الثالث: الصيغة القوية (استراتيجيات الاستثمار التي تعترف بكفاءة السوق)

الصيغة القوية للكفاءة تدل على أن سعر الأوراق لفترة زمنية معينة يعكس كل معلومة متوفرة، كذلك المتحصل عليها من طرف الجمهور (العامة)، وتلك المتحصل عليها من طرف المتدخلين أصحاب الامتيازات (المحللين الماليين، مسيري رأس المال... إلخ).

انطلاقاً من ذلك فإن المعلومات العامة المتاحة للجمهور، والمعلومات الخاصة المتاحة لبعض الأفراد، كإدارة المنشأة، والإطارات الكبرى فيها تكون قد انعكست فعلاً في سعر الورقة، وبذلك لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق عوائد غير عادية، ويعتبر فرض الصيغة القوية هو أقصى درجات الكفاءة، ذلك أن سعر الورقة يعكس كل معلومة يمكن معرفتها.

لقد كشفت الدراسات الميدانية عن صعوبة الجزم بأن السوق الكفاء يكون على مستوى الفرض الأقوى أو مستوى الفرض متوسط القوة، حتى في ظل المفهوم الاقتصادي للكفاءة. مثل هذه الرؤية لكفاءة السوق تحمل في طياتها تحدياً للمتهنين حرفة التحليل الأساسي للأوراق المالية وللمستثمرين خاصة المحترفين منهم، ونقصد بهم القائمين على شؤون محفظة مؤسسة مالية متخصصة في الاستثمار، يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية، وذلك طالما أن السوق ليس بالكفاءة التي تحول دون ذلك.

وفي هذا الصدد يقترح أمبتشير **AMBACHTSHEER**، ضرورة أن يكون الأساس في استراتيجيات هؤلاء هو البحث عن الأوراق التي فشل السوق في تسعيرها عند قيمتها الحقيقية أي تلك الأوراق التي يؤكد التحليل أن قيمتها السوقية أقل مما ينبغي⁽¹⁾.

¹ - عبد الغفار حنفي، المصدر السابق، ص 221.

أما فيما يخص فرض الصيغة الضعيفة فلا مجال لتحقيق أرباح غير عادية، ذلك أن تتبع التطور التاريخي لحركة الأسعار في الماضي من أجل إيجاد اتجاه عام لحركة الأسعار يمكننا من التوقع بقيمة السعر مستقبلا، لن تكون ذات فائدة، لأن المعلومات الماضية انعكست فعلا في سعر الورقة، وهو ما يعد تأكيدا وتأييدا لفرض الصيغة الضعيفة، حيث أثبتت الدراسات أن الفنين لم يتمكنوا من تحقيق أرباح غير عادية على حساب باقي المستثمرين الذين لا يقومون بأي نوع من أنواع التحليل وإنما يكتفون فقط بسياسة اشترى واحتفظ. في هذا السياق يتبادر إلى ذهننا تساؤل حول الاستراتيجيات التي يتبعها المستثمر في ظل السوق الكفاء.

لقد أوضحنا سابقا أنه في ظل السوق الكفاء تعكس أسعار الأوراق وبسرعة المعلومات التي تصل إلى السوق، وبالتالي لن تكون هناك فرصة لأي مستثمر لكي يحقق أرباح غير عادية، وإذا حدث ذلك فإنما يكون نتيجة للصدفة فقط، كما أن القيمة السوقية للورقة في هذا السوق تعبر عن قيمته الحقيقية والتي تعتبر بالنسبة للمستثمر قيمة عادلة، على أساس أنه من خلال هذه القيمة العادلة يتم تحقيق عائد كافي لتغطية المخاطر الناتجة عن الاستثمار في هذا السهم.

انطلاقا من هذه القناعة لن يكون هناك مبرر لتغيير مكونات محفظة الأوراق المالية، من أجل تحقيق عوائد غير عادية، لذلك يتم الاحتفاظ بالمكونات السابقة للمحفظة. وهو القرار الذي يندرج ضمن الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق، وتسمى كذلك هذه الاستراتيجيات، بالاستراتيجيات الساكنة أو السلبية.

أضف إلى ذلك أن باقي الاستراتيجيات التي تخرج عن نطاق الاستراتيجيات الساكنة، والتي تقوم بإجراءات، تحليلات ودراسات من أجل اختيار مكونات محفظة أوراق مالية تحقق عوائد مرتفعة تفوق معدلات السوق، لن تتمكن من تحقيق ذلك لأن تكاليف إجراء هذه التحاليل ستفوق العائد المحقق.

عموماً يمكن تصنيف الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق إلى استراتيجية الشراء والاحتفاظ، واستراتيجية صناديق المؤشرات.

1- استراتيجية الشراء والاحتفاظ:

وفق هذه الاستراتيجية يقوم المستثمر بالشراء عندما تتوفر لديه الأموال، ويقوم بالبيع عندما يرغب في الحصول على الأموال، وليس عليه انتظار المستقبل ليقوم بذلك أملاً في تحقيق أرباح، لأن السوق الكفاء لن يسمح له بتحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين.

لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أن مخاطر وعوائد الورقة المالية تختلف من ورقة لأخرى تبعاً لعدة عوامل، كالظروف الاقتصادية العامة، ظروف المنشأة... إلخ، وعليه فإنه ليس هناك ما يمنع المستثمر من تغيير مكونات محفظته من فترة لأخرى تبعاً لدرجة المخاطر التي يكون مستعداً لتحملها. ويضيف جونز أن على المستثمر - حتى في ظل هذه الاستراتيجية - أن يجري تغييراً في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر أو يدعوه لتحمل مخاطر أقل، أو إذا اتضح انخفاض أداء أحد الأوراق بصورة لافتة للنظر.

كذلك فقد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة، لترتفع قيمتها النسبية بشكل قد يؤدي إلى ارتفاع مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخطط له، بحيث تصبح إعادة تشكيل مكونات المحفظة مسألة لا مفر منها⁽¹⁾،

إلا أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار أن هناك مجموعة من الشروط الواجب توافرها في استراتيجية الشراء والاحتفاظ حتى تحقق الأهداف المرجوة منها، أو ما تم التخطيط لتحقيقه من وراء هذه الاستراتيجية (أي التوقعات). ومن أهم هذه العوامل أو الشروط نذكر:

¹ - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال المصدر السابق، ص 417.

أ- تحقيق مستوى ملائم من التنوع:

يقصد بالتنوع ضرورة أن يستثمر الفرد أمواله في أكثر من ورقة مالية، بمعنى يستحسن أن ينوع المستثمر مكونات محفظة أوراقه المالية، تجنباً للوقوع في المخاطر الناتجة عن الاستثمار في أسهم منشأة واحدة، ذلك لأن أي خطر يصيب هذه المنشأة قد يعرض صاحبه لخسائر فادحة. وهناك طريقتين للتنوع: التنوع الساذج أو البسيط، وتنوع ماركوتز.

يقوم مبدأ التنوع الساذج أو البسيط على أن زيادة تنوع مكونات محفظة الأوراق المالية يؤدي إلى تخفيض المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها عائدها، انطلاقاً من هذا المبدأ فإن المحفظة التي تضم أوراق خمسة منشآت أفضل من محفظة تضم أوراق أربعة منشآت، لأن المخاطرة فيها أقل، لكن لا يجب المبالغة في التنوع كثيراً، لأن ذلك من شأنه أن يحقق نتائج عكسية نتيجة لارتفاع تكاليف البحث عن أوراق مالية جديدة، صعوبة إدارة المحفظة والتحكم فيها نتيجة العدد الكبير لأوراقها المالية... إلخ.

أما النوع الثاني من أساليب التنوع هو تنوع ماركوتز، والذي يقوم على حساب معامل الارتباط بين عوائد مكونات محفظة الأوراق المالية، فإذا ثبت أن هناك ارتباط بين عائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة، أي أن هناك علاقة طردية بينها، فإن ذلك دليل على زيادة مخاطر هذه المحفظة، والعكس صحيح.

و يؤكد سورنسن وبيورك (SORENSEN & BURKE, 1986) على أن استراتيجية الشراء والاحتفاظ التي تقوم على تنوع ساذج يمكن أن تحقق عائداً يفوق متوسط عائد السوق ويقترحان في هذا الصدد ترشيح عدد من الصناعات المتميزة (من ثلاثة إلى عشر صناعات) وفقاً لتحليل ظروف الصناعة.

على أن يتم بناء مبدئي للمحفظة من أسهم منشآت تنتمي إلى تلك الصناعات، ثم تجري عمليات إحلال في إطار تلك الصناعات - من وقت لآخر - وذلك بأن يتم التخلص من أسهم منشأة ما وإحلالها بأسهم منشأة أخرى، وذلك على أساس مستوى أداء كل منها⁽¹⁾.

ب- السيولة:

يقصد بالسيولة، سهولة التخلص من الورقة المالية بأسرع وقت ممكن وبأقل خسائر ممكنة (أو دون خسائر نهائياً)، ويعتبر هدف السيولة من الأهداف التي يسعى المستثمر لتحقيقها عند تكوين محفظة الأوراق المالية. ولكي يضمن المستثمر تحقيق هذا الهدف، فما عليه إلا الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية (كالسندات الحكومية، وأذونات الخزينة) التي تعتبر أوراق مالية شديدة السيولة بالإضافة إلى الأوراق المالية الخاصة بالمنشآت ذات المراكز المالية القوية والسمعة الجيدة إذ يمكن تصريفها بسهولة.

ج- مستوى المخاطر:

إن أي مستثمر يهدف دائماً من خلال تنويع محفظة أوراقه المالية إلى التقليل من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها. انطلاقاً من ذلك يمكن للمستثمر أن يخفض من مستوى المخاطر التي تتعرض لها محفظة أوراقه المالية، وذلك بالاستثمار في الأوراق المالية الحكومية (السندات الحكومية، وأذونات الخزينة).

بالإضافة إلى أوراق المنشآت القوية (ذات المراكز المالية القوية) والواعدة ففي هذه الحالة يضمن المستثمر إمكانية بيع هذه السندات والأسهم لأنها ذات سيولة عالية، كما أنه يضمن من جهة أخرى تقليل المخاطر الناتجة عن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق خاصة السندات الحكومية، لأنها ذات عائد ثابت ويمكن تصريفها في أي وقت.

¹ - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المصدر السابق، ص 418.

هناك بديل آخر من أجل التقليل من درجة المخاطرة، وهو الاستثمار في الأوراق المالية للشركات الدفاعية، كشركات صناعة الأدوية، وشركات الصناعات الغذائية، وهي من الشركات التي تتعرض لمخاطر أقل مقارنة بغيرها من الشركات.

د - توقيت الاستثمار:

لن يكون المستثمر الذي يؤمن بكفاءة السوق ويطبق استراتيجيات الاستثمار التي تعترف بهذه الكفاءة مضطرا لأجراء دراسة وتحليل من أجل تحديد توقيت الاستثمار المناسب خاصة في ظل استراتيجية الشراء والاحتفاظ، إذ يمكن للمستثمر أن يشتري عندما يكون لديه ما يكفي من النقود لتنفيذ عملية الشراء، كما يمكنه البيع عندما يكون بحاجة إلى النقود، وعليه فإن تحديد توقيت الاستثمار ليس مشكلا في ظل استراتيجية الشراء والاحتفاظ وطالما أن السوق كفاء، وأن القيمة السوقية هي قيمة عادلة فإن الإقدام على المضاربة من أجل تحقيق عوائد إضافية لن تكون ذات فائدة، إذا ما احتسبنا التكاليف الناتجة عن عملية المضاربة.

هـ - الاعتبارات الضريبية:

تعتبر الاعتبارات الضريبية من الأمور المهمة التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تطبيق استراتيجية الشراء والاحتفاظ على محفظة الأوراق المالية، إذ عادة ما نجد كبار المستثمرين يفضلون الأوراق المالية التي لا تقوم المنشأة المصدرة لها بإجراء توزيعات عند تحقيق أرباح، أو تقوم بتوزيع جزء فقط من هذه الأرباح، خاصة إذا كان معدل الضريبة على الأرباح الإيرادية، أي معدل الضريبة على التوزيعات أكبر من معدل الضريبة على الأرباح الناتجة عن ارتفاع سعر الورقة المالية.

هناك اعتبار ضريبي آخر قد يأخذه المستثمر بعين الاعتبار عند تشكيل محفظة الأوراق المالية، وهو تحقيق وفرة ضريبية من خلال التخلص من الورقة المالية عندما ينخفض سعرها، وبذلك يحقق وفرة ضريبية (تتمثل في الفرق بين مبلغ الضريبة على سعر الورقة عند

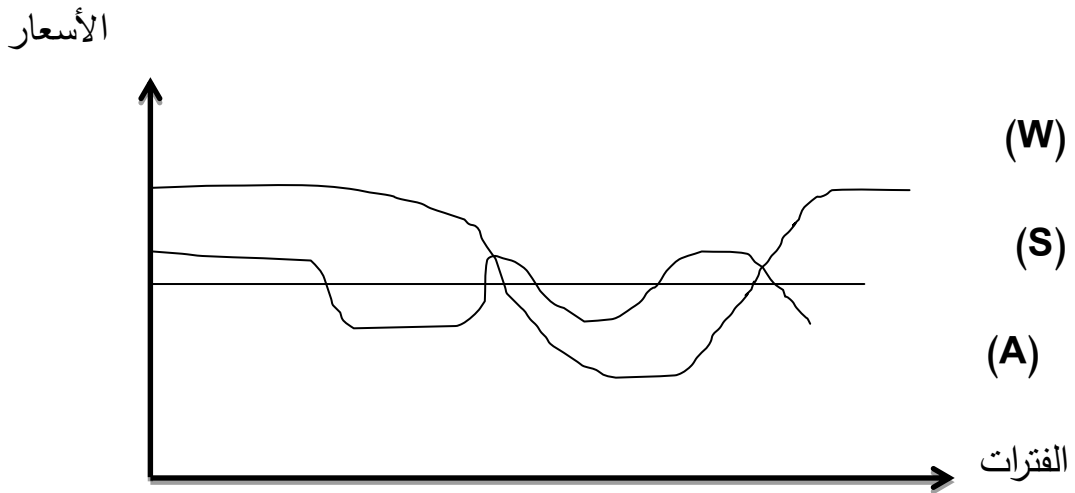
شرائه ومبلغ الضريبة على سعر الورقة عند بيعها عندما ينخفض سعرها)، تتمثل في الخسارة مضروبة في معدل الضريبة، ويمكنه أن يستثمر المبلغ الذي تحصل عليه من بيع الورقة التي انخفض سعرها في شراء أوراق منشآت أخرى.

2- استراتيجية صناديق المؤشرات:

تقضي تلك الاستراتيجية بقيام المستثمر ببناء محفظة مماثلة لأحد مؤشرات السوق مثل مؤشر ستاندر آند بور S&P500 أو مؤشر دوغنز industrial average DOW Jones، وبذات نسبة الأوراق لكل منشأة داخل المؤشر، وبالطبع يمكن للمستثمر أن يربح نفسه كلية، وذلك بأن يشتري وثائق استثمار صناديق مؤشرات أي شراء صناديق استثمار تماثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر.

في هذه الحالة سوف يضمن المستثمر حصوله على عائد يماثل متوسط عوائد الأوراق المتداولة في السوق، دون أن ينطوي ذلك على تحمله مخاطر أكبر، وذلك طالما أن حركة المؤشر تعكس حركات أسعار الأوراق المتداولة في السوق⁽¹⁾.

الشكل رقم (03): العلاقة بين المستويات المختلفة لكفاءة السوق المالية



المصدر: عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مرجع سابق، ص 65.

¹ - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المصدر السابق، ص 421.

من الشكل يمثل الخط (S) السعر الحقيقي للسهم، ويعكس الكفاءة التامة للسوق، والتي تمثلها الصيغة المساوية للكفاءة، حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة. ويمثل المنحنى (A) الشكل لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية صغيرة، يمثل المنحنى (W) الشكل الضعيف لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية الواسعة.

خلاصة الفصل الثاني:

تعتبر سوق رأس المال أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح للمستثمرين تحقيق أرباح، ويقتضي ذلك توفير قدر كبير من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة حتى تتصف بالكفاءة وهذه الأخيرة لا تتحقق إلا بشرطين ، كفاءة التسعير وهي الكفاءة الخارجية التي تعتمد على وصول المعلومات بسرعة وبأقل تكلفة وفي نفس وقت وكفاءة التشغيل التي تقوم على مبدأ تحقيق التوازن بين العرض والطلب داخل سوق رأس المال.



الفصل الثالث

تمهيد الفصل الثالث:

تزايد اتجاه الدول النامية خلال نهاية عقد الثمانينات وبداية التسعينات من القرن العشرين إلى التحول نحو اقتصاد السوق، مع تزايد الاختلالات الاقتصادية الكلية وتفاقم مشكلات المديونية الخارجية بها، وفي إطار تحولها إلى اقتصاد السوق تبنت مختلف الدول النامية بما في ذلك الدول العربية برامج إصلاحية شاملة، خاصة فيما يتعلق بالجانب التمويلي لاقتصاديتها، بحثا منها عن تحقيق نتائج إيجابية وإحداث تنمية اقتصادية، من خلال اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل باللاوساطة المالية عن طريق إنشاء الأسواق المالية.

وتعتبر الدول العربية حديثة العهد بالأسواق المالية، حيث لم تركز على الاستثمار في الأوراق المالية وبشكل منظم حتى بداية التسعينات من القرن الماضي، غير أن العقدين الأخيرين شهدا انتشارا واسعا للأسواق المذكورة في كافة الدول المعنية، بل وكذلك في المدن الرئيسية في هذه الدول، وسنحاول من خلال هذه المداخلة تسليط الضوء على وضعية البورصات في الاقتصاديات العربية وكفاءتها من خلال التطرق للمباحث التالية:

المبحث الأول: واقع أسواق رأس المال العربية.

المبحث الثاني: أساسيات بناء أسواق رأس المال وعوامل الرفع من كفاءتها في الدول العربية.

المبحث الأول: واقع أسواق رأس المال العربية

لم يكن في المنطقة العربية حتى النصف الأول من الستينات سوى بلدان لديهما سوق مالية منظمة للأوراق المالية وهما مصر ولبنان الذين تم تأسيسهما بين العامين 1899 و1920، وقبل نهاية الستينات عملت كل من المغرب ثم سنة 1969 على إقامة بورصة للأوراق المالية تطويراً لآلية تسعير القيم المنقولة في كل منهما.

المطلب الأول: عوامل نشأة أسواق رأس المال العربية وخصائصها

أولاً: عوامل نشأة أسواق رأس المال العربية

شهد النصف الثاني من السبعينات افتتاح بورصة للأوراق المالية عام 1977 في كل من الكويت والأردن، ثم تبعها إنشاء سوق عمان المالية عام 1978، وقبل أن ينتهي عقد الثمانينات قامت البحرين بإنشاء بورصتها عام 1988 وسلطنة عمان بإنشاء سوق مسقط للأوراق المالية عام 1989، وخلال التسعينات تم إنشاء سوق بغداد المالي عام 1993، ثم بدأت بورصة الخرطوم نشاطها مع مطلع العام 1995 الذي شهد أيضاً افتتاح بورصة بيروت بعد بعد توقف دام نحو خمسة عشر عاماً، وقد شهد عام 1996 افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية، كما أن السعودية تطور سوقها للأوراق المالية في الوقت الحاضر وفقاً لأسس قانونية حديثة¹.

وهناك عدة عوامل دفعت الدول العربية لإنشاء أسواق مالية يمكن تلخيصها في:

1- فشل سياسات الاستدانة والاقتراض الخارجي في حل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي، وهذا التوجه إلى الخارج كان نتيجة السياسة المالية في الستينات والسبعينات، والتي اعتمدت بشكل رئيسي على الضرائب لزيادة الواردات هذا من جهة، ومن جهة أخرى لتماشي سياسة الاتفاق على المشاريع والبنى التحتية مع الإمكانات

¹ - خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص 263.

الاقتصادية، وقد نتج عن ذلك الإخفاق تبني سياسات تهدف إلى تشجيع الإدخارات المحلية الخاصة وذلك من خلال توجيهها نحو الأسواق المالية التي عملت على رعايتها وتنظيمها.¹

2- ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول تقريبا وما تطلب ذلك من الاعتماد على السندات الحكومية وأذونات الخزينة.

3- تعاظم السيولة خاصة في الدول المصدرة للبترول الخام، والذي صاحبه ارتفاع أهمية القطاع الخارجي (التجارة الخارجية) وحركة رؤوس الأموال والموارد البشرية والخدمات المختلفة وأسعار الصرف، وذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي.

4- توكيد دور القطاع الخاص ودعم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وإنشاء الشركات المساهمة.²

5- التوسع النقدي وتنامي القوة الشرائية، والذي رافقه ازدياد الاهتمام والوعي بالعلاقات الاقتصادية والنقدية، وهذا ما لفت انتباه عدد كبير من المواطنين والمدخرين إلى الأسواق المالية والأدوات المالية التي تستخدم فيها، وذلك في ظل نجاح بعض النماذج التي ارتكزت على الأسواق المالية في تحقيق تنميتها كالهند وسنغافورة والبرازيل مثلا.³

ثانيا: خصائص الأسواق المالية العربية

إن عملية رصد الوضع الراهن لأسواق الأوراق المالية العربية يكشف عن وجود عدد من الخصائص الأساسية المشتركة التي تتميز بها، فقد واجهت هذه الأسواق مجموعة من المشكلات والعقبات الرئيسية التي اعترضت نموها وحدثت من كفاءة أدائها، وإذا كان لكل سوق خصوصيته التي تشتق من ظروف نشأته ونمط تشريعاته ونظمه وهياكله، فإن لهذه الأسواق قاسما مشتركا من المشكلات الرئيسية التي يمكن حصرها في العوامل التالية:

¹ - المرجع نفسه، ص 266.

² - هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، الأردن، دار صفاء للنشر، 2003، ص 299.

³ - خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مرجع سابق، ص 263.

1- ضالة عرض الأدوات الاستثمارية: تعاني الأسواق المالية العربية في نقص واضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، ويبرز ذلك جليا من خلال سيطرة الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق. ويعود ذلك لعدة أسباب نذكر منها ما يلي:

أ- سيطرة النمط العائلي للشركات المساهمة: في العديد في أسواق المال العربية، مما يترتب عليه احتفاظ مؤسسي هذه الشركات بالغالبية العظمى من الإصدارات الخاصة بأسهم الاكتتاب سواء الجديدة أو الإصدارات اللاحقة لها عند الزيادة في رأس المال، وهذا ما يحرم السوق من الإصدارات الجديدة من الأسهم، ويجعل قاعدة المساهمين والمتعاملين ضيقة للغاية¹.

ب- طبيعة أسواق السندات والتركيز الرأسي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة: لقد اعتمدت الحكومات العربية في الآونة الأخيرة على الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة من خلال طرحها للسندات للاكتتاب العام، غير أن النمط المؤسسي لتملك هذه السندات قد حال دون تداولها في السوق، فمعظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب بها من قبل البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد، وهذه المؤسسات تحتفظ بهذه السندات دون طرحها للتداول، وقد انعكس ذلك في ضالة ما هو معروض من هذه الأدوات في الأسواق الثانوية².

ج- ضعف أسلوب توزيع الاكتتابات: لقد كان أسلوب التوزيع قائما على الاتصال الشخصي المباشر، وذلك بسبب الافتقار إلى المؤسسات التي تقوم بضمان التغطية والمعونة في توزيع الاكتتاب.

¹ - المرجع نفسه، ص 253.

² - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، 2000، ص 182.

د- محدودية أحجام التداول وقلة عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق: وتعزي محدودية حجم التداول إلى امتلاك الحكومات ومؤسسات القطاع العام لجزء كبير من الأسهم المصدرة، وغالبا ما تتجه هذه الفئات إلى الاحتفاظ بهذه الأسهم لفترات طويلة¹.

2- قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية: تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من تدني الطلب على الأوراق المالية، ومن العوامل التي يعزى إليها هذا الأمر ما يلي:

أ- انخفاض معدل الادخار الفردي: وعدم ثباته بسبب تدني الدخل النقدي وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه.

ب- منافسة الحكومات ومؤسساتها لجمهور المدخرين: وذلك في الطلب على أسهم الشركات وحيازتها وحرمان السوق منها من جهة، علاوة على منافسة الأوراق المالية الحكومية و الأوعية الادخارية للبنوك في تحجيم الطلب على الأوراق المالية للشركات من جهة أخرى.

ج- تفضيل السيولة في الاستثمار قصير الأجل: لقد اتجهت معظم المدخرات الخاصة نحو الودائع الادخارية لدى البنوك التجارية وصناديق الادخار، نظرا لما يتطلبه الاستثمار في سوق المال من توافر مستوى عال من الوعي الادخاري والتوظيفي لدى المدخرين².

د- عدم انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية: وضعف ثقة الراغبين بما كتب (أو شركات) الوساطة.

هـ- انخفاض ربحية الأدوات الاستثمارية: وهو ما يتعلق جزئيا بالواقع الضعيف للشركات المصدرة لهذه الأدوات وجزئيا مما يتصل بضعف كفاءة أو خبرة العاملين من

¹ - المرجع نفسه، ص 183.

² - سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، مصر، 1999، ص ص 128، 129

الوسطاء والسماسرة وصناع السوق، هذا فضلا عن المحددات الرسمية لسقف (الفروقات السعرية) وذلك بغرض تتجاوز أو تقليل ميول المضاربة لدى المستثمرين.¹

و- ضالة الدور الذي تلعبه المؤسسات المحلية: في تنشيط السوق، ففي الأسواق المتقدمة تستحوذ المؤسسات على 60 % من حجم التعامل مقابل 40 % للأفراد، وهذه الصورة تبدو معكوسة في السوق المصرية مثلا، حيث يستحوذ الأفراد على 80 % تقريبا، بينما تستحوذ المؤسسات على 20 %.

ز- ضعف الفرص المتاحة للتنوع: تتسم جميع البورصات العربية - شأنها في ذلك شأن البورصات الغربية - بضعف المتاحة للمستثمر لتنوع محفظة أوراقه المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على استراتيجيات الاستثمار، سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، كما أصبح سهم المحمول والاتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول.²

3- قصور الأطر التشريعية والتنظيمية التي تحكم أسواق المال العربية: يلاحظ أن من بين أهم المعوقات التي تحد من تطور أسواق الأوراق المالية العربية، تخلف أو قصور النظم والتشريعات التي تحكم أصول وقواعد العمل في السوقين الأولية والثانوية، ويبدو هذا في عدد من الجوانب وتتمثل في³:

أ- غياب الاستقلال الإداري لبعض البورصات العربية: وقلة الصلاحيات المخولة لهذه البورصات واقتنارها لأدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية.

ب- غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر: على سوق الأسهم والمكاملة لدوره، ومن أهم هذه المؤسسات الشركات الصانعة للسوق، حيث أدى في بعض الأسواق إلى زيادة مدة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الاستثمار مخاطر الاستثمار في هذه

¹ - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 306.

² - سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، مصر، 1999، ص 130.

³ - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، مرجع سابق، ص ص 181، 182.

الأسواق. كما تفتقر الأسواق العربية إلى مؤسسات الحفظ والإيداع المركزي وشركات التسوية والمقاصة والتي من شأنها التقليل من مخاطر الإخفاق، التي يمكن أن يتعرض لها المتعاملون في السوق، بالإضافة إلى زيادة سرعة تبادل الأوراق المالية بين المتعاملين، كما تفتقر معظم أسواق الأوراق المالية العربية إلى شركات الترويج وضمن الاكتتاب التي تقوم بإدارة الإصدارات والترويج لها وضمن الاكتتاب الكامل بالأسهم المطروحة وإلى وجود وكالات محلية لتصنيف وتقييم الملاءة الائتمانية، وهي تلعب دورا كبيرا في إنجاز عمليات الخصخصة وخاصة في الأوقات التي يتم فيها طرح كميات من الأسهم يصعب على السوق استيعابها.

4- دقة الإفصاح وتدقيق المعلومات: تعد المعلومات روح الأسواق المالية والمصدر الرئيس لاتخاذ قرارات الاستثمار سواء بالبيع أو الشراء والاستمرارية في تدفقها وتوقيت نشرها وصحتها ودقتها وصدقيتها هي الأساس في كفاية الأسواق المالية. لقد أقرت المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال عددا من المبادئ بخصوص موضوع الإفصاح تنص على "الإفصاح الكامل والدقيق، وفي المواقف المناسبة عن المعلومات المالية ونتائج العمال والمعلومات الأخرى اللازمة للمستثمر لاتخاذ قراره الاستثماري ن إضافة إلى حصول مالكي الأوراق المالية أو مساهمي الشركات على معاملة عادلة ومتساوية، خصوصا في ما يتعلق بالحقوق في الحصول على البيانات والمعلومات وحتى لا تستغل المعلومات الداخلية لمصلحة فئة على حساب الأخرى، إضافة إلى إعداد البيانات المالية وتدقيقها طبقا للمعايير المحاسبية والمراجعة المقبولة دوليا¹.

تعاني الأسواق المالية العربية من غياب النصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لإشهار المعلومات، والمتعلقة بالشركات وسير أعمالها وكشف حقيقة مراكزها المالية، وقد ترتب على غياب هذه النصوص ضعف الرقابة على الشركات المساهمة، وتعذر توفير

¹ - إيداد الأجداد، البورصات العربية تعاني عجز السياسات الاقتصادية وضعف الثقافة الاستثمارية والمالية، موقع العربية، (-08-24

.http:// www.alarabiya.net/ arabic/ 2006/05/14/24943.html (2006

الضمانات الأساسية من ناحية صحة المعلومات، ومن شأن هذا أن يزيد من احتمالات تعريض حقوق المستثمرين للضياع والتلاعب بمدخراتهم، ولعل هذا ما يخلق عدم الثقة بالسوق ويدفع المدخرين للإحجام عن ولوجه¹.

لقد أسهم تدني مستوى الإفصاح والشفافية باعتماد العديد من المتعاملين في الأسواق العربية على إشاعات التي يروجها المضاربون بهدف تعزيز حجم الطلب على أسهم بعض الشركات ورفع سعرها. وهذا بالطبع يسبب خسائر كبيرة لصغار المستثمرين فمعايير المحاسبة الدولية لا تستخدم من قبل جميع الشركات المساهمة، كما أن جودة التقارير المالية متفاوتة من سوق على آخر، فالكثير من الشركات لا توفر بيانات وحسابات تفصيلية شاملة، وتقتصر على توفير الحد الأدنى للإفصاح كنشر الميزانية السنوية، وعادة ما يتأخر صدور هذه البيانات في كثير من الأحيان، كما أن النصوص القانونية في بعض الأسواق العربية لا تلزم الشركات المدرجة فيها بإصدار تقارير نصف أو ربع سنوية، فضلا عن ذلك فإن الأسواق العربية تفتقر إلى وجود كفاءات فنية قادرة على فهم البيانات المالية في حالة توفرها².

5- ارتفاع درجة تركيز التداول: ويقصد بها نسبة تداول الأسهم إلى إجمالي حجم التداول، وتعاني كافة البورصات العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات جاذبية، ويشير الخبراء على سببين رئيسيين يعزى لها ارتفاع درجة التركيز هما³:

- احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.
- انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، لاسيما شركات القطاع العام.

¹ - سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سابق، ص 130.

² - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، مرجع سابق، ص 185.

³ - سليمان منذر، البورصات العربية...وهن في مرحلة الشباب، مرجع سابق، ص 131.

الجدول رقم (02): نسبة تركيز أنشط عشر شركات عربية

الدولة	نسبة التركيز (يونيو 2000)
الأردن	72
مصر	28.7
المغرب	70.4
السعودية	77.3
عمان	45
الكويت	54.5

المصدر: النشرات الإحصائية لعدد من البورصات العربية.

من الموقع www.amf.org.ae أطلع عليه يوم 2016/04/26 على الساعة 15:00

6- التقلبات الشديدة في الأسعار: من الخصائص الأساسية التي تميز بورصات الأوراق المالية في الوقت الحاضر شدة التقلبات في حركة الأسعار ويعزى ذلك في الأسواق الناشئة على اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم، مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، كما أن هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى (الرفع المالي) من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية وبالتالي:

في معظم البورصات العربية هامش مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح بين 7 و 10 % في بورصة الكويت مثلاً، وتتردد بعض المقترحات لرفع هذا المستوى على 20%، ولكن الأخذ بهذا المقترح من شأنه أن يزيد من هامش

التقلبات في الأسعار، فكلما كان التقلب السعري في حدود ضيقة كان ذلك مؤشرا على تطور كبير في السوق.

تسيطر المضاربة على نشاطات التعامل اليومي في الأسواق المالية العربية حيث تبحث كافة المعاملات عن الأرباح السريعة من خلال التركيز على فروقات الأسعار خاصة في مجال أسهم الشركات. وكثيرا ما يقع مشترو الأسهم ضحايا لما يعرف بالشركات الوهمية نتيجة تداول أسهم شركات لم تنته بعد إجراءات تأسيسها¹.

وقد شكلت طبيعة المستثمر والثقافة الاستثمارية في هذه الأسواق عاملا أساسيا في الارتفاع الكبير في الأسعار ومن ثم الانهيار الحاد الذي ضرب الأسواق الخليجية في الآونة الأخيرة. إذ أن غالبية المستثمرين هم من المدخرين والمضاربين الذين كانوا يتخذون القرارات الاستثمارية معتمدين على الإشاعات وعلى بعض آليات التقويم الاستثماري التقني من دون دراية. بمقومات التحليل وتقنياته ن والتقويم المالي الأساس خصوصا والصناعة المالية عموما. تضاف إلى ذلك محدودية دور المؤسسات الاستثمارية في هذه الأسواق، وهي مؤسسات متخصصة بهذه الصناعة المالية ولديها الموارد والدراسة الكافية لتتخذ قرارات استثمارية، وهي في أسوأ الأحوال أصح وأكثر استمرار من تلك التي يتخذها المستثمرون الأفراد.

إن تدفق الأموال إلى الأسواق الخليجية تم في فترة قصيرة نسبيا وبكميات كبيرة، لم تعط الفرصة لأصحاب الاستثمارات لتطوير أعمالهم وتوفير فرص استثمارية حقيقية وجدية لتحقيق عائدات تتناسب مع أسعار الأسهم وتوقعات المستثمرين. وهذا ما يتحقق عادة على المدى المتوسط أو الطويل، ما أدى إلى تضخم أسعار الأسهم أكثر من المفترض في

¹ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 308.

الأحوال الطبيعية، لتتجاوز القيمة السوقية لمعظم الأسهم، قيمتها الجوهرية أضعافا مضاعفة.¹

7- ضآلة حجم السوق: تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء، وباستثناء مصر فإن متوسط عدد الشركات المدرجة في كل سوق لا يتجاوز 75 شركة، ويعتبر هذا العدد منخفضا بالمقارنة مع الأسواق المتقدمة والناشئة، ذلك أن متوسط عدد الشركات في الأسواق الناشئة يصل على 330 شركة، ويصل في الأسواق المتقدمة على 740 شركة.²

كما تتصف البورصات بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي (قيمة الأسهم حسب أسعار آخر يوم تعامل)، وانخفاض نسبته على الناتج المحلي الإجمالي، ويمكن تقسيم الأوراق المالية العربية من حيث الحجم النسبي لها على الناتج المحلي الإجمالي إلى ثلاث مجموعات: الأولى تضم كل من سوق الكويت والبحرين وقطر والأردن وتزيد نسبة القيمة السوقية اللتين ترتفع فيهما نسبة رأس المال على الناتج المحلي الإجمالي عن 100%، أما المجموعة الثانية فتتمثل في الأسواق التي تزيد قيمتها السوقية عن قيمتها السوقية عن 50%.³

لقد عرفت الأسواق المالية العربية تطورات كبيرة في مستوى أدائها خلال السنوات الأخيرة كما هو موضح في الجدول التالي:

¹ إياد الأجداد، البورصات العربية تعاني عجز السياسات الاقتصادية وضعف الثقافة الاستثمارية والمالية، موقع العربية، مرجع سابق.

² سليمان منذر، البورصات العربية... و هن في مرحلة شباب، مرجع سابق، ص 73.

³ التقرير العربي الاقتصادي 2004، مرجع سابق، ص 35.

الجدول رقم (03): بيانات أسواق المال العربية 99 - 2003.

2003	2002	2001	2000	1999	
361.8	208.9	152.3	148.2	149.4	القيمة السوقية (مليار دولار)
230.4	65.4	42.7	36.5	35.6	قيمة الأسهم المتداولة (مليار دولار)
63.4	46.1	23.5	9	11.9	عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)
1723	1826	1687	1678	11.9	عدد الشركات المدرجة
63.7	31	28	24.6	23.9	معدل دوران الأسهم %

المصدر: بيانات صندوق النقد العربي.

من الموقع www.amf.org.ae أطلع عليه يوم 2016/04/26 على الساعة 15:00

استمرت أسواق الأوراق المالية العربية في أدائها الجيد على مدى السنوات 99 - 2004، حيث ارتفعت أحجام هذه الأسواق مقاسة بالقيمة السوقية لتبلغ نهاية هذه الفترة 622.4 مليار دولار. كما زادت قيمة الأسهم المتداولة لتبلغ في نهاية الفترة 568.3 مليار

دولار وهذا ما أثر إيجابا على مؤشر عدد الأسهم المتداولة في نهاية عام 2004 حوالي 57.029 سهم، ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفوة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما حققت البورصات العربية من زيادة في سيولتها من خلال ارتفاع معدل دوران الأسهم الذي وصل في نهاية عام 2004 إلى مستوى 91% وتعكس النتائج السابقة مدى قدرة الأسواق العربية على المساهمة في توفير التمويل اللازم للنشاط الاقتصادي إذا لقيت الاهتمام اللائق من قبل الحكومات.

- شروط قبول المؤسسات قاسية مع عدم فتح المجال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية المستدامة، بالإضافة إلى الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة إدارة بورصة القيم، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة.

المطلب الثاني: أسواق رأس المال لمجموعة الدول العربية ذات الفائض المالي

سنتطرق في هذا المطلب إلى معرفة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية الموجودة في الاقتصاديات الحرة، والتي تتمتع بفوائض مالية وهي كما يلي⁽¹⁾:

1- سوق البحرين للأوراق المالية:

تم التداول الرسمي للأوراق المالية عام 1989/06/17 وقد أعلن في منتصف التسعينات عن تحويلها إلى سوق دولية حيث سمح بتسجيل أسهم الشركات الإقليمية والدولية وصناديق الاستثمار والسندات الأجنبية، وكذلك السماح لغير موظفي دول مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم المدرجة في السوق البحرين لأوراق المالية التي يتم تنفيذها تتضمن عدة مشاريع هامة من بينها أنظمة التداول والتسويات ونقلها إلى أنظمة إلكترونية وربط

¹ - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005، ص 216.

عناصر سوق رأس المال داخل البحرين وخارجها بشبكة إلكترونية متصلة بشكل فوري مع السوق، كما يعرف نظام التداول في سوق البحرين للأوراق المالية بنظام المزايدة المكتوبة الذي يتطلب من الوسيط كتابة أوامر البيع والشراء التي يتلقاها من المستثمر على لوحات التداول في قاعة التداول، ويتم إتمام الصفقات عند تماثل أو تساوي أسعار العرض والطلب وقد استمر العمل بهذا النظام حتى عام 1999.

ومن أولويات سوق البحرين للأوراق المالية هي:

- تطوير عملية الإفصاح عن أوضاع الشركات المالية والقانونية والإدارية.
- زيادة وتنويع الأدوات المالية المدرجة في السوق خاصة فيما يتعلق بتحويل السوق إلى مراكز لإصدار وتداول السندات وصناديق الاستثمار في المنطقة.
- الانفتاح على المجتمع الدولي بتسويق السوق عالمياً وزيادة التنسيق والربط مع الأسواق المالية في الدول العربية والدول المتقدمة لزيادة اتساع السوق وفرص الاستثمار أمام المستثمرين المحليين والأجانب في سوق البحرين.

2- سوق الأوراق المالية السعودية:

تعتبر سوق الأوراق المالية السعودية الأكبر والأكثر نمواً بين أسواق الشرق الأوسط بالرغم من عدم وجود سوق رسمية.

فقد صدر في وقت لاحق المرسوم الملكي رقم: 8/1230 في 1403/01/17 هـ لتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية اعتباراً من 1405/03/01 الموافق لـ 1984/11/23 إذ تم إنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم **SSRE** في 1984/05/28 وتحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي، وتتولى هذه الشركة إدارة سجلات مساهمي

معظم الشركات المساهمة وتمثل أسهمها المتداولة 80% من إجمال حجم التداول في السوق وبالإضافة إلى ذلك فإن شروط الإدراج في السوق هي: (1)

- أن تكون شركة مساهمة عامة وتكون أسهمها قابلة للتداول طبقاً لنظام الشركات السعودية.

- أن تقدم الشركة طلباً للإدراج مرفقاً بصورة من النظام الأساسي وقائمة بأعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية أسهمها.

وأيضاً فإن سوق الأوراق المالية السعودية هي سوق متنوعة كما تتميز بنظام تعاملها الإلكتروني المتطور وبالتسوية التي تتم بعد إتمام الصفقة بيوم واحد فقط، ورغم ذلك تفتقر إلى مقاييس ومعايير محاسبية دولية.

3- سوق الكويت للأوراق المالية:

في سنة 1977 تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية حيث سميت سوق الكويت للأوراق المالية وقد استمر التعامل بهذا النظام حتى سنة 1983، وفي شهر 08/1983 صدر المرسوم الأميري الخامس بإعادة تنظيم سوق كهيئة مستقلة بواسطة لجنة الأوراق المالية وإدارة تنفيذية تقوم بوضع القواعد والأحكام المناسبة لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية للدولة. (2)

كما أصدرت وزارة التجارة والصناعة الكويتية قرار يسمح لأعضاء دول مجلس التعاون الخليجي بتملك وتداول أسهم الشركات المساهمة الكويتية وأسهم البنوك وشركات

¹ - د. بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 214.

² - د. جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2002، ص 125.

التأمين بنسبة لا تتجاوز 49 % ويتولى إدارة السوق لجنة تشكل برئاسة وزير المالية والاقتصاد وعضوية كل من:⁽¹⁾

- مدير السوق ويكون نائباً للرئيس.
- عضو عن وزارة المالية والاقتصاد.
- عضو يمثل بنك الكويت المركزي.
- اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارها مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد.

- أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء.
وتمارس لجنة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق وتكون مسؤولة بصفة خاصة كما يلي:⁽²⁾

- تشجيع الادخار وتوجيهه للاستثمار فيما يعود بالنفع على الاقتصاد.
- تطوير أداء السوق الكويتي عن طريق الاستفادة من الأسواق العالمية.
- التنسيق مع مختلف الفعاليات الاقتصادية وتحقيق الاستقرار المالي للدولة.

4- سوق الإمارات العربية:

أنشئ سوق الإمارات للأوراق المالية عام 1986، حيث أصدر البنك المركزي قراره بشأن نظام وسطاء بيع وشراء الأسهم والسندات بالدولة.

¹- د. بوكساني رشيد، أطروحة الدكتوراه، مرجع سابق، ص 217.

²- د. يسرى محمد أبو العلا، مرجع سابق، ص 110.

وفي سنة 2000/02/01 تأسست هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع بموجب القانون الاتحادي رقم 2000/04 وذلك للإشراف على نشاط سوقي للأوراق المالية والسلع مما يشجع الاستثمار فيهما، وقد تم إنشاء الهيئة من قبل الحكومة الاتحادية للفصل بين السلطة الإشرافية والسلطة التنفيذية للتداول على الأوراق المالية.

بالإضافة إلى ذلك أنها هيئة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها، ومن أهم فوائد قيام سوق الأوراق المالية ما يلي:⁽¹⁾

- تحسين نوعية الاستثمار وزيادة الوعي الاستثماري والإقبال على شركات ذات الأداء الجيد.
- تعريف الجمهور بالأسهم المتداولة.
- المساهمة في تطوير الخدمات المالية.
- توفير المعلومات والبيانات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية سليمة.
- توفير المناخ الملائم لاستثمار المدخرات في الأوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويحقق سلامة التعامل ويحمي المستثمرين.
- تنظيم وتطوير ومراقبة أسواق المال والسلع.
- حماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين والجمهور بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها.

¹- د. رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 78.

المطلب الثالث: أسواق رأس المال لمجموعة الدول العربية ذات العجز المالي

سنحاول في هذا المطلب نتطرق إلى معرفة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية التي لها العجز المالي في ظل الحرية الاقتصادية هي كالتالي:

1- بورصة عمان:

تم إنشاء سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 1976/03 وتم افتتاحه رسمي بتاريخ 1978/04/01، وقد صدر قانون عمان المالي رقم لسنة 1990 ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 ليتمكن كافة الأمور والقضايا المتعلقة بالسوق تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى بورصة عمان وأنها تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري.⁽¹⁾

وتتمثل أهداف بورصة عمان فيما يلي:

- تأمين السيولة للمدخر والمستثمر واستقطاب رؤوس الأموال.
- نشر أسعار التداول تحقيقاً للمساواة ودعم الثقة في الائتمان.
- توفير مناخ استثماري ملائم وتطوير سوق رأسمال عن طريق الوسطاء.

2- بورصة مصر:

تعتبر سوق الأوراق المالية في مصر من أقدم الأسواق المالية في الشرق الأوسط، فقد أنشأت أول سوق للأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883 وأنشأت أكبر سوق للأوراق المالية في القاهرة عام 1890 لكي تتعامل كلاهما في الأوراق المالية.⁽²⁾

¹- د. جمال جويدان الجميل، مرجع سابق، ص 157.

²- د. أحمد فهمي إمام، الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، جامعة الكويت، الكويت، ص 208.

وفي سنة 1904 صدر قانون تنظيم الشركات، وتبعه قانون 1907 والمتعلق باللائحة العامة للبورصات حيث برزت الرقابة الحكومية لضمان حسن سير العمل، ونظرا لتحديد الأرباح القابلة للتوزيع من قبل الشركات نلاحظ تراجع في حجم التبادل في السوق.

ومنذ سنة 1971 ونظرا لإتباع سياسة الانفتاح الاقتصادي تتابعت القوانين المحفزة لاستقطاب رأس المال العربي والأجنبي للاستثمار في مصر مما ساعد على إنعاش التعامل في سوق البورصة وتم تشكيل الهيئة العامة للاستثمار والهيئة العامة لسوق المال عام 1979 لتنظيم وتنمية سوق المال وتشجيع الادخار والاستثمار وفي عام 1992 صدر قانون خاص بسوق رأس المال مستحدثا أنشطة جديدة في مجال الأوراق المالية.

وتركزت التطلعات خلال سنة 1997 على تحقيق طموحات كثيرة أهمها:

- تطوير برنامج الخصخصة بهدف تحسين التكنولوجيا والإدارة.
- نمو حجم التعامل بمعدلات عالية سواء من حيث عدد العمليات المقيدة في السوق أو من حيث قيمة كل عملية.
- العمل على سرعة تطوير وتحديث أساليب العمل، واستحداث أدوات مالية وخدمات جديدة.
- تعزيز دور البنوك وصناديق الادخار وهيئة التأمين والمعاشات في سوق الأوراق المالية حتى يتمكن من خدمة عدد كبير من المستثمرين.
- تطور التشريعات وسرعة تنفيذ القرارات وتحويلها إلى حقيقة.⁽¹⁾

¹- د. رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 70.

3- بورصة المغرب وبورصة الدار البيضاء:

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

كما عرفت بورصة الدار البيضاء عدة إصلاحات وهي:⁽²⁾

أ- الإصلاح الأول:

جاء سنة 1984 تمتع بورصة الدار البيضاء بشخصية معنوية لبورصة القيم المنقولة.

¹ - الهندي خليل، أنطوان الناشر، العمليات المصرفية والسوق المالية الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص 251.

² - أ. شيخي بلال، السوق المالية العربية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 12، فيفري، الجزائر العاصمة، ص 121.

ب- الإصلاح الثاني:

سنة 1967 فقد مكنها من إعادة تنظيمها قانونيا وتقنيا وتحديد معاملها كمؤسسة عمومية، ومنذ سنة 1993 أعطى إصدار مجموعة من النصوص القانونية تم بموجبها إصلاح السوق المالية للبورصة الدار البيضاء الإطار التنظيمي والتقني الضروري وتماشيا مع متطلبات الاقتصادية والتوجهات الاستثمارية بحيث أنها تقوم حاليا بتنفيذ استخدام التسعير الآلي وذلك:

- انطلاق النظام الإلكتروني لتسعير بالنسبة للقيم المتداولة في مارس 1997 وتعميم التسعير الإلكتروني على جميع قيم قسم الأسهم وذلك في جوان 1998.

- الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة.

- وتم انطلاق بورصة الدار البيضاء على شبكة الإنترنت في سبتمبر 1999.

- تم إدماج بورصة الدار البيضاء في مؤشر الأسواق الناشئة التابع للشركة المالية وذلك بنسبة 0.75 % وذلك في سبتمبر سنة 1996.⁽¹⁾

- استحداث نظام للتسوية والمقاصة بأسرع وقت وأقل التكلفة.

- تنفيذ عمليات البيع والشراء إلكترونيا وربطها مع الأسواق العالمية.

4- بورصة تونس:

تأسست سوق القيم المنقولة في تونس سنة 1988 بصدور القانون رقم: 13/1988 بدأت تمارس نشاطها كسوق منظمة في 1989 وتتولى مراقبة أسواق الأوراق المالية وتنظيم وإدارة السوق، والتحقق من سلامة التعامل فيها.

¹- د. بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 225.

- الهيئات المنظمة لبورصة تونس: هي مجلس السوق المالية وهو هيئة حكومية رقابية تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري ويتكون مجلس من 9 أعضاء ورئيس المجلس ويكون دوره إشرافي ويتمثل في الرقابة على البورصة والعاملين فيها من الوسطاء وشركات استثمار ومستثمرين وذلك بهدف إعطاء ضمانات للمتعاملين والتسيير الجيد للبورصة ومراقبة تطبيق القوانين وإصدار عقوبات للمخالفين.⁽¹⁾

بورصة القيم المتداولة هي شخصية اعتبارية تعمل من طرف الوسطاء والمتعاملين فيها وتقوم بالمهام التالية:

- تسجيل العمليات التي تتم في البورصة والتأكد من أنها تتم حسب الشروط والأنظمة في البورصة وذلك حماية لعدم وقوع مخالفات قانونية في المبادلات البورصية.

- إصدار نشرة يومية بالبيانات المتعلقة بالمبادلات اليومية واتجاهاتها أسعار الأوراق المالية في البورصة.

- اقتراح قوانين وإجراءات لمواجهة التطورات الموجودة في البورصة.

أ- الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية:

هي شركة مساهمة تأسست من طرف الوسطاء الماليين العاملين في البورصة والبنوك، تهدف إلى تسجيل المبادلات التي تتم في سوق الأوراق المالية وتحويلها ملكيتها وفق نظام محاسبي معين وخفض تكاليف تلك المبادلات وسرعة تنفيذ عمليات التبادل باستخدام النظام الآلي.⁽²⁾

¹- أ. شيخي بلال، مرجع سابق، ص 122.

²- الهندي خليل، أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص 251.

ب- شروط الإدراج في البورصة:⁽¹⁾

- تحقيق أرباح صافية للسنتين الأخيرتين.

- الالتزام بطرح 20 % من أسهم رأس المال الشركة لتداول كحد أدنى ووجود مراقب حسابات في الشركة.

- ضرورة موافقة مجلس السوق المالية.

- وجود حد أدنى للمساهمين هو 500 مساهم على مستوى السوق الأولية و300 مساهم على مستوى السوق الثانوية.

ج- مميزات الاستثمار في بورصة تونس:

- تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية والأدوات المالية القابلة لتداول بالبورصة.

- تسهيل تعبئة رؤوس الأموال الوطنية والأمنية من قبل الشركات لتمويل استثماراتها.

- حماية الادخار الموظف في الأوراق المالية وكل الأدوات المالية الأخرى القابلة للتداول بالبورصة.

- الحصول على الإعفاءات وتخفيضات ضريبية على أرباح الشركات وعلى عوائد الأوراق المالية.

- يحق للمستثمر الأجنبي حيازة 49 % من أسهم شركات المدرجة في البورصة ولا يحق التعامل في الوساطة المالية بالبورصة.

¹- د. بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 226.

المبحث الثاني: أساسيات بناء سوق الأوراق المالية وعوامل رفع كفاءتها في الدول العربية.

إن تطور العلاقات المالية في الدول العربية من خلال السوق المالية يرتبط ارتباطاً جدياً بمجموعة من الظروف والشروط التي تشكل بالنسبة لتدفق رأس المال داخل الاقتصاد تعتبر القوة الدافعة، وذلك بحكم تأثيرها المباشر وغير المباشر في حجم واتجاه وطبيعة هذا التدفق.

المطلب الأول: كفاءة أسواق رأس المال العربية.

تتفق معظم الدراسات والبحوث التي أجريت على أسواق رأس المال العربية أنها أسواق غير كفئة مع أن بعض الدراسات تثبت فعالية بعض أسواق رأس المال على المستوى الضعيف ولكن من الأكيد أن أسواق رأس المال غير كفئة حسب الصيغتين متوسطة القوة والقوية، وفيما يلي مجموعة من الدراسات والأبحاث عن أسواق رأس المال.

خلصت الدراسات التي تناولت نموذج توازن الأصول الرأسمالية السلوكية وكفاءة أسواق رأس المال من خلال اختيارات قياسية في سوق رأس المال السعودي، أن هذه الأخيرة تتميز بكفاءة على المستوى الضعيف حيث أن جميع السلاسل التي درستها تتبع التوزيع الطبيعي هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن سلسلة الأسعار غير مستقلة بعكس السلاسل الخاصة بعوائد الشركات المدرجة في الدراسة التي تمزت بالاستقرائية.¹

من خلال إختبار نموذج السير العشوائي لحركة الأسعار أسهم في كل من بورصتي الكويت كعينة من دول أسواق رأس المال ذات الفائض المالي وسوق رأس المال المغربي وهي أسواق رأس المال تتبع السير العشوائي للكفاءة عن المستوى الضعيف أو ذلك من خلال إستعمال أدوات إحصائية والتوزيع الطبيعي للمؤشر.²

¹ - بن الضب علي، بلقاسم حليلة، نموذج توازن الأصول الرأسمالية السلوكية وكفاءة أسواق رأس المال، دراسة حالة بورصة السعودية، أبحاث إقتصادية وإدارية، العدد 18، ديسمبر 2015، الجزائر، ص313.

² - هني محمد نبيل، غراية زهير، إختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في أسواق رأس المال العربية، أبحاث إقتصادية وإدارية، العدد 11، جوان 2012، الجزائر، ص76.

قام الباحث في هذه الدراسة باختبار كفاءة سوق رأس المال لدولة عمان على المستوى الضعيف، وذلك بتطبيق عدد من الإختبارات القياسية على بيانات عوائد السوق من 2009/01/01 حتى 2013/02/17 وقد جاءت نتائج هذه الدراسة متفقة مع جميع الدراسات السابقة التي تناولت سوق عمان للأوراق المالية والتي تميزت بخاصية الكفاءة على مستوى الصيغة الضعيفة للكفاءة، حيث ان أسعار الأسهم لا تسير بشكل عشوائي وهناك إرتباط بين البيانات التاريخية والأسعار المستقبلية للأسهم.¹

اعتمد في تقييم أسواق رأس المال في الدول العربية على اختبار الصيغة الضعيفة لفعالية أسواق رأس المال في كل من بورصة عمان، تونس، السعودية، المغرب، باستعمال اختبار استقرائية السلاسل الزمنية للأسعار الاوراق المالية أسواق رأس المال العينة خلال الفترة جانفي 2010 إلى جوان 2010 تخص أسعار ثلاثة أسهم لقطاعات مختلفة في كل سوق والقيام باختبار الجذور الأحادية ثم اختبار علاقات التكامل المتزامن وقد تبين من خلال كل من اختبار الجذور الأحادية للاستقرائية السلاسل الزمنية، أن القيم الموجبة أصغر من الاحصائية الجدولية وبالتالي عدم استقرائية السلاسل الزمنية مما يدل على وجود عشوائية في

¹ - سام سعد محمد، عشوائية حركية الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي، حالة سوق عمان للأوراق المالية، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 41، العدد2، الجزائر، 2014، ص 69.

أسعار الأسهم في كل من سوق تونس، السعودية، المغرب وعمان بموجب الصيغة الضعيفة نستنتج عدم فعالية هذه الاسواق.

وتبين نتائج اختبار التكامل المتزامن أن القيمة الاحصائية المحسوبة أصغر من القيمة الموجبة في كل من سوق عمان للأوراق المالية والمغرب وبالتالي قبول فرضية عدمية وعدم وجود علاقات تكامل متزامن بين أسعار الأسهم في المدى الطويل على عكس بورصة تونس تبين وجود علاقة تكامل متزامن بين أسعار أسهمها في المدى الطويل.¹

خلص البحث الذي اجري على مجموعة من أسواق رأس المال العربية من خلال دراسة تأثير كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للأسهم الى ان كلا من بورصة عمان وسوق الأسهم السعودي، ، وسوق الكويت للأوراق المالية، هي أسواق كفاءة في مستواها الضعيف، وذلك لأن التغير في مؤشر السوق كان عشوائي، أو أن السوق يعرف حركة عشوائية للأسعار. بينما اتضح أن بورصة مصر، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ليست كفاءة في صيغتها الضعيفة، وهذا نظرا لكون التغيرات المتتالية في مؤشر السوق غير مستقلة عن بعضها البعض. كذلك بالنسبة لبورصة الجزائر، اتضح أن التغيرات المتتالية في سعر سهم الاوراسي غير مستقلة عن بعضها البعض، وهو ما يعكس عدم كفاءة السوق في صيغته الضعيفة، وأعتقد أنها نتيجة متوقعة فإذا كانت أدنى الشروط والمقومات التي يجب أن تتوفر في أي سوق رأس مال لا تتوفر في بورصة الجزائر، فهل

¹ - بن أحمد بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بو زيان، كفاءة الاسواق المالية في الدول النامية. دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد2، الجزائر، 2013، ص 259، ص 262.

ننتظر فعلا أن تحقق اختبار الكفاءة، أيضا من بين ما تم التوصل إليه أن لمعظم الأسواق قدرة على جذب المدخرات، وتشجيع الاستثمار، بما يساهم في اتساع السوق واتجاهه نحو الكفاءة، وان كانت هذه القدرة تتفاوت من سوق لآخر، حسب ما يعكسه مؤشر سوق المال السوقي، فيمكن القول أن بورصة الجزائر تبقى عاجزة على تعبئة الادخار، وتشجيع الاستثمار، وزيادة الغصدارات الجديدة، بالشكل الذي يؤدي إلى تقلص القاعدة الاستثمارية في البورصة، وهو ما يعني أن بورصة الجزائر لا تملك أدنى مقومات الكفاءة، بعد اختبار مدى كفاءة أسواق رأس المال في صيغتها الضعيفة، تم الانتقال إلى محاولة اختبار كفاءة هذه الأسواق في صيغتها المتوسطة، وذلك نظرا لعدم وجود ارتباط حقيقي بين كل من معدل التضخم، معدل البطالة، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر السوق. أي أن أسعار الأسهم لا تستجيب للتغيرات في العوامل الاقتصادية محل الدراسة، وهو ما يعكس عدم كفاءة السوق. مع أنه تم تسجيل حالة استجابة واحدة لمؤشر بورصة الأردن للتغير في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، لكن يعتقد أن ذلك لا يكفي، فتتحقق الكفاءة في صيغتها المتوسطة يتطلب أن تتغير الأسعار تبعا لكل معلومة جديدة تصل إلى السوق سواء كانت هذع المعلومات تاريخية أو عامة تخص الاقتصاد ككل أو تخص المؤسسة في حد ذاتها، وعليه فإن عدم استجابة مؤشر السوق لأحد هذه المتغيرات، يؤدي إلى عدم تحقق الكفاءة للسوق.¹

¹ - لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للأسهم، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، الجزائر، 2010، ص 140.

المطلب الثاني: أساسيات بناء سوق الأوراق المالية في الدول العربية.

تكمن أساسيات بناء أسواق رأس المال العربية فيما يلي:

1- الطاقة الاستيعابية:

يتصف مفهوم الطاقة الاستيعابية بطابع النسبية ونظرا لتعدد المفاهيم الاقتصادية أصبحت من صعب تحديده فقد استخدم هذا المفهوم في الفكر الاقتصادي للدلالة على نقص فرص الاستثمار.

كما استخدم للدلالة على معنى الحجم الأمثل للاستثمار عندما يترتب على تجاوزه عدم حدوث زيادة في الإنتاج بسبب عدم كفاية عوامل الإنتاج الأخرى التي تتعلق بتوافر الخبرات الفنية والإدارية ومستوى التقدم التكنولوجي واستعملت أيضا للدلالة على ضعف معدل التنمية الاقتصادية بالبلدان العربية.⁽¹⁾

ويمكن تعريفها أيضا أنها تمثل الطاقة الاستيعابية مجموع الفرص الاستثمارية التي يمكن استغلالها بنجاح خلال فترة معينة وباعتبارها تعتمد كثيرا على مفهوم عائد الاستثمار خاصة وأن المشكلة أساسا لا تكمن في تحديد ما يمكن استخدامه بربح وعائد معقول.⁽²⁾

وتتطلب القاعدة التي تحكم الاستثمارات وتتجاوز حجم التكاليف في شرطين هما:

- ضمان جدوى المشروع ومن ثم تأمين الارتفاع بطاقة الإنتاجية إلى الحد الأمثل

للاستخدام.

¹- بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود- بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، ص 165.

²- محمود مشعل، تشجيع وتنسيق الاستثمار الصناعي بيد الدول العربية، مجلة التنمية الصناعية، العدد 32، 1977، ص 07.

- توافر الشروط الأساسية لإقامة المشاريع الاقتصادية وأهمها الهياكل الأساسية التي تمثل عقبة رئيسية تعوق الاستثمار نظرا لما يترتب عليها رفع درجة كفاءة الاستخدام وبالتالي زيادة تحول رؤوس الأموال داخل الدولة.

تتمثل أهمية الطاقة الاستيعابية كأحد المقومات الأساسية للسوق المالية من أنها تعكس جانب الطلب على التمويل الاستثماري الكلي، وفيما يتعلق بالطلب على التمويل الخارجي فهو يعكس حجم الفجوة ما بين الموارد المحلية المتاحة للاستثمار - المدخرات المحلية - وحجم التمويل الكلي اللازم للمشروعات التي تمت دراستها وثبتت بدؤها خلال فترة زمنية معينة، ولا يمكننا اعتبار حجم الاقتراض الخارجي التي تحقق في العالم المتخلفة خلال السنوات القليلة مقياسا دقيقا للطاقة الاستيعابية والاقتصاديات الدول العربية، حيث أن هذا الاقتراض عكس أساسا ما أمكن تحقيقه في ظل أوضاع معينة للأسواق العالمية وللظروف الاقتصادية للدول المقترضة.

رغم أن احتياجات الدول العربية للتمويل كان يمكن أن تكون أكبر في ظل ظروف تتيح فرصا أفضل للإنتاج في إطار درجة أعلى من التكامل بين الاقتصاديات الدول العربية، نظرا للتأثير الإيجابي لاتساع حجم الأسواق على ربحية المشروعات.

2- المناخ الاستثماري:

إن العديد من الاقتصاديين قد تعرض أكثر من مرة لتعريف الأهمية القصوى لإيجاد المناخ الملائم لتوطين الموارد المالية في الاقتصاد الدول العربية، بحيث أصبح يحق لنا القول بأن المناخ الاستثماري الملائم صار يضاها من حيث الأهمية لقيام الاستثمار بقيمة العوامل الأخرى مجتمعة، نظرا لاتصاله الوثيق بثقة المستثمر في مستقبل استثماره.⁽¹⁾

¹ - د. حكمت شريف النشاشيبي، استثمار الأرصدة وتطوير الأسواق العربية، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، الطبعة الأولى، 1980، ص

وتتطلب الأشكال المتعددة المطلوب تشجيعها للتدفقات الاستثمارية داخل الدول العربية وخاصة الاستثمارات المباشرة بطبيعتها إيجاد قدر كافي وواضح من المزايا والتسهيلات والإعفاءات سواء بالنسبة لدخول رأسمال أو خروجه أو تمويل عوائد أو إعطاء المستثمر حق الإقامة والعمل والتنقل وتعبئة العناصر البشرية واستيراد المعدات والآلات اللازمة.

ولقد عملت الكثير من الدول العربية في الآونة الأخيرة خطوات واسعة نحو تحسين مناخ الاستثمار فيها، فقد تعرض هذا المناخ لديناميكية جديدة في ظل فلسفة اقتصادية وسياسية تختلف عما ساد خلال الستينات. ومع تغير النظرة السياسية نحو الاستثمارات الخارجية ثم الإطار القانوني لمعاملة هذه الاستثمارات في هذه الدول أصبح المناخ الجديد للاستثمار فيها أفضل من سابق بالرغم من غياب أي ضمان مطلق للمستثمرين، وهو ما لا يتوافر في أي مكان، فإن المواقف السياسية والارتباطات الدولية والتشريعات الداخلية والمصلحة الذاتية للدول العربية المضيفة للاستثمارات تدعم التفاؤل حول استمرار التحسن في هذا المناخ.

3- الأجهزة والمؤسسات المالية:⁽¹⁾

على الرغم من قيام أسواق مالية محلية في عدد من الدول العربية ومع اختلاف درجة اتساعها ومستوى تطورها، فإن قنوات الاتصال بين هذه الأسواق ما زالت محدودة للغاية، وذلك راجع لعدة أسباب هي:

- عدم تنوع الأدوات الاستثمارية أكثر في هذه الأسواق بما يتناسب مع احتياجات المتعاملين فيها.
- ارتفاع معدلات الضرائب على الدخل الناتج عند اقتناء الأوراق المالية في الكثير من الدول العربية.

¹ - الهندي خليل، أنطون الناشف، مرجع سابق، ص 278.

- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية وخاصة شركات الاستثمار التي تضطلع بمهام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.
- عدم توافر الوعي الاستثماري في ما يتعلق بالأوراق المالية وقصور الجهود المبذولة لتطوير هذا الوعي مما يترتب عليه سيطرة القطاع المؤسسي على التعامل في أسواق السندات ومحدودية المشاركة الفردية في هذا النشاط الاستثماري.
- ضيق أو انعدام السوق الثانوية لتداول الأوراق المالية مما يحد من سيولتها وإقبال المستثمرين على اقتنائها.

4- حرية انتقال رؤوس الأموال:

تعتبر حرية انتقال رؤوس الأموال إحدى المقومات الضرورية لإيجاد قنوات للاتصال بين الأسواق في الدول العربية، كما تضطر الكثير من الدول المستوردة لرؤوس الأموال لفرض درجات متباينة من القيود على تحويل رؤوس الأموال بسبب أوضاعها الاقتصادية إلا أن معالجة هذا الوضع لا تتطلب بالضرورة إلغاء قوانين الرقابة على النقد بصفة كلية، حيث يمكن التغلب على هذه الصعوبات عن طريق إعطاء معاملة تفضيلية لأنواع معينة أو عمليات محددة، كما ترى السلطات المسؤولة في الدول المعنية أنها تتفق مع سياساتها ومصالحها الاقتصادية، وكذلك الحال بالنسبة لرأس المال الدول العربية المستثمر في الأوراق المالية الصادرة محليا وقد اتجهت الكثير من الدول العربية في الآونة الأخيرة إلى سن وتطبيق التشريعات اللازمة لإعفاء رأس المال من بعض القيود المفروضة على حرية تحويل رؤوس الأموال.

5- استقرار أسعار الصرف:

إن استقرار أسعار الصرف يعتبر من العوامل الهامة على تشجيع انتقال رؤوس الأموال، إلا أن التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، حتى بالنسبة للاستثمار في العملات الدولية أصبح أمرا لا يمكن التهرب منه بسهولة، ولا ينشأ هذا الخطر في حالة تقويم القروض أو

السندات بمعملة الدولة المقترضة أو بعملية حسابية (على أساس سلة من العملات)، إلا أن هذا غير صحيح بالنسبة للاستثمارات المباشرة.

المطلب الثالث : عوامل رفع كفاءة أسواق المال العربية

إن تطوير وتنشيط الأسواق المالية العربية سيساعدها على أن تلعب دوراً أساسياً في استقطاب المدخرات وتوجيهها على أكثر الأوعية الاستثمارية كفاءة، وفي جذب رؤوس الأموال المهاجرة، وزيادة معدل تدفق رؤوس الأموال الأجنبية للمنطقة العربية.

وبالرغم من أن الأسواق المالية العربية قد حققت خلال العوام القليلة الماضية نتائج مشجعة جداً وأن الأجهزة المصرفية في الأقطار العربية تمكنت من تقوية قاعدتها الرأسمالية، إلا أنه ومع ذلك لا تزال في مراحلها الأولى بالمقارنة مع الأسواق المالية المتقدمة (وهي الدول التي تمتلك أسواق متطورة لرأس المال) بالنسبة لأحجامها والمجالات الاستثمارية التي توفرها.

إن هناك مجموعة من العوامل اللازمة لتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية و الإرتقاء بها إلى مستوى السوق الكفؤة.

1- توجيه اهتمام أكبر بالسوق الولية "سوق الإصدار":

وذلك من خلال العمل على تسهيل إجراءات إنشاء المشروعات والشركات ذات الأثر على الاقتصاد القومي، وذلك بمنحها مزايا وإعفاءات ضريبية وجمركية، وضمان توزيع أسهمها - بعد الإطمئنان إلى قيامها ونجاحها- على عدد أكبر من المدخرين الأفراد، ووضع حدود للملكية وأيضاً وضع عقوبات رادعة من شأنها منع تحويل الشركات المساهمة إلى ملكية محدودة.¹

2- توحيد أسواق المال الثانوية العربية، كخطوة أولى وفتح باب الإستثمار أما جميع المواطنين

العرب من خلال شراء الأسهم، أما الخطوة الثانية فتشمل فتح الأسواق العربية أما التكتلات

¹ خليل الهندي و انطوان الناشر ، العمليات المصرفية و السوق المالية ، ج 2 ، مرجع سابق ، ص ص 260 ، 259

المالية (المصارف، شركات المساهمة الكبيرة) للمساهمة في الشركات العربية، بما يضمن حرية إنتقال رؤوس الأموال العربية.¹ بالإضافة إلى إنشاء مؤسسات صانعي الأسواق التي تلعب الدور الهام في تنشيط السوق الثانوية، وذلك بتوفير السيولة للشركات نتيجة لقيامها بالمتاجرة بأدوات الاستثمار، ومن أسهم وسندات لحسابها الخاص، خصوصا القوانين الخاصة .

3- أهمية تطوير التشريعات وتحديثها وإدخال المرونة عليها بما يقود إلى خلق المناخ الملائم للاستثمار، وتمكين الاسواق المالية والمصارف العربية من التطوير وتبني التكنولوجيا الجديدة.

4- دعم تطوير الهياكل المؤسسية للأسواق وخاصة ما تعلق بجانب الوساطة المالية، و إتاحة الفرصة للمصارف للقيام بذلك الدور، بالاعتماد على ما توفر لديها من موارد وكفاءات فنية وشبكات فروع واسعة. كما يتطلب الأمر تطوير الكفاءات الفنية الأخرى المؤهلة في المجالات المالية والمحاسبية والقانونية المتعلقة بعمل هذه الأسواق، علاوة على عدم الهيكل التنظيمي للمؤسسات المالية والمصرفية وهذا ما يسمح لها من الابتكار بتوفير الأدوات المالية الجديدة والمبتكرات بما فيها المشتقات المالية المختلفة بما يتناسب واحتياجات المستثمرين ، مثل: صناديق الاستثمار، والسندات القابلة للتحويل، وغيرها. لابد من تنظيم نشاط السمسرة ورفع كفاءة العاملين فيها وتحسين خدماتها؛ وهذا يتطلب دورات تدريبية لرفع مستوى أداء هؤلاء مهنيين؛ ولعل التطورات الحديثة التي شهدتها أنظمة التداول الالكتروني تحتم إعادة النظر في مهام الوسطاء وتحديث وتنويع اختصاصاتهم كإدارة المحافظ الاستثمارية.²

5- ضرورة تشجيع الاتجاه نحو الاستثمار في شركات المساهمة بما يحفز المستثمرين على اللجوء للاستثمار في أسهم هذه الشركات بما يشجع الشركات المساهمة المغلقة على التحول

¹ صلاح الدين حسن السيسى ، قضايا اقتصادية معاصرة ، لبنان ، دار الوسام للطباعة و النشر ، 1998 ، ص 148 .

² سليمان النذري ، البورصات .. وصفة للعلاج -24(artical5.shtm) http:// www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/

إلى شركات مساهمة عامة، وقد يكون هذا التشجيع من خلال إعطاء مزايا وإعفاءات ضريبية على عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة، أو من خلال تبسيط الإجراءات الخاصة بتحويل عوائد الأسهم إلى الخارج.

6- ضرورة العمل المستمر على تعميق الوعي الاستثماري تعميق الوعي الادخاري والوظيفي خاصة لدى صغار المدخرين وتعريفهم بفرص وامكانيات ومزايا الاستثمار في الأوراق المالية وهذا يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الاعلام الاستثماري العربي بمختلف وسائل التوعية والاتصال، وهذا ربما يكون البداية الصحيحة في اتجاه تشجيع وتنمية البورصات.¹

7- خلق الثقة في السوق من خلال حماية حقوق المستثمرين ضد عمليات المضاربة أي لاتفيد الاقتصاد الوطني ولا تضيف قيمة مضافة حقيقية آلية، وكذلك الأشهار التام عن أنشطة الشركات المساهمة المتداول إسمها في السوق بما يسمح للمستثمرين من فهم كامل لاستثماراتهم، وتقييم قراراتهم على أسس سليمة، وبعد مبدأ " الإفصاح والشفافية" ركنا أساسيا من أركان سلامة المعاملات في البورصة، ويفترض أن توفر الشفافية نشر البيانات والمعلومات الكافية غير الشركات المساهمة المدرجة في البورصة بالإضافة على القوائم المالية المنشورة.

لهذا فقد آن الأوان لتجاوز الشركات المساهمة مبدأ السرية في نشر بياناتها التفصيلية التي يجب نشرها بنص القانون، بحيث تقوم الشركات المساهمة بإعداد بيان دوري (شهريا مثلا) يوضح فيه تطور الداء، ثم إعداد نشرة تفصيلية بأية أحداث اقتصادية كبر ذات مردود سلبي أو ايجابي على الشركة.

8- " لاشك أن الإصلاحات في مجالات أخرى كالتوسع في برامج خصخصة مشاريع القطاع العام ، وما يتبع ذلك من طرح لسهمها في السوق، وإصلاح صناديق التقاعد، وتعديل الأنظمة الضريبية، بما يحقق إزالة الحواجز المالية التي تفرق في المعاملة الضريبية بين الأسهم من جهة وأدوات الدن من جهة أخرى. كما أن إنشاء وتطوير حجم صناديق الاستثمار التعاوني من شأنه أن يساعد على جذب صغار المدخرين للإستثمار في الأسهم"

¹ خليل الهندي وانطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج 2 ، مرجع سابق، ص 206، 261

كما أبرزت التجربة أن تواجد أسواق مالية كفوّة يساعد على تنفيذ برامج الإصلاح بأقل تكلفة دون تراجع في النمو الاقتصادي.

9- أن مواجهة مشكلة صغر حجم البورصات يحتاج على حزمة من الحلول تتضمن معالجة متوسط رأس المال السوقي بوضع حد أدنى للحجم كشرط لقيود الشركات في البورصة؛ كما يمكن مواجهته بالدعوة لإدماج الشركات الصغيرة وفتح الشركات المغلقة العائلية. أم مواجهة مشكلة انخفاض عدد الأسهم الجيدة، فيمكن معالجته من خلال الإسراع بربط الأسواق العربية وفتحها للتداول الإقليمي، الأمر الذي سيساعد بدوره على نموها، وجذب المستثمر الاستراتيجي الذي لديه القدرة على تحسين أداء الشركة إذا تمكن من حيازة حصة ملائمة من رأس مال الشركة، في ظل حاجة البورصات العربية للتكامل والتنسيق بغرض توسيع نطاق أسواق المال (الأوراق المالية والعملات والأسواق النقدية) لذلك يجب توفير آليات جديدة لربط البورصات العربية بشبكة للمعلومات المالية تساعد المستثمرين والمقترضين والوسطاء الماليين على إتخ قرارات تداول الأوراق المالية بكفاءة عالية.¹

10- إن مواجهة تحديات العولمة المالية تتطلب وضع ضوابط على التدفقات الراسمالية تتوافق مع آليات السوق؛ وضوابط تحكيمية تفرضها المصلحة العامة؛ حتى لا تتحول البورصة لدى تغير التعاملات فيها إلى مسرح للمضاربات ومحترفي ثقافة الخبطة؛ وتبتعد عن الدور المنشود لها كآلية لتمويل الاستثمارات أو التوسعات في المشاريع القائمة.²

يرى بعض الاقتصاديين أن تطوير السوق المالية يتم في جانب العرض، وذلك من خلال تشجيع إنشاء شركات الموال وخلق أدوات جديدة، وإما من جانب الطلب وذلك المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات أعمال المختلفة ونشاطاتها، وفي البلدان المتقدمة يكفي التطوير من جانب واحد، حيث أن المحيط الاقتصادي والاجتماعي السائد يتكفل بتطوير الجانب المتبقي.

أما في الدول العربية فإنه ليس هناك فائدة من تطوير أحد الجانبين دون تطوير الجانب الآخر، فزيادة العرض دون مقابلة ذلك بطلب كاف لن يعطي النتيجة المرجوة.

¹ صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص 149

² سليمان المنذري، البورصات العربية ... وصفة للعلاج، مرجع سابق

خلاصة:

إن الدول العربية حديثة العهد نسبيا بالأسواق المالية التي كان إنشاؤها نابعا من الظروف الاقتصادية التي ميزتها خاصة الجانب المالي فيه، و الذي عانى من نقص واضح في الموارد التمويلية و وقف حائلا أمام أي توسع اقتصادي أو زيادة في الكفاءة الانتاجية.

وجاء هذا الاهتمام نتيجة لما لهذه الأسواق دور ريادي في خدمة التنمية المحلية وتوفير البدائل التمويلية اللازمة.

و قد تضافرت جملة عوامل حالت دون قيام البورصات بمهامها المأمولة محليا وإقليميا، الأمر الذي شكل سمات مشتركة لهذه البورصات تتمثل في كونها أسواقا صغيرة الحجم، تعاني من ارتفاع درجة تركيز التداول، وضعف الفرصة المتاحة للتنويع، والتقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية. كما يلاحظ أن الهياكل التنظيمية والتشريعية والمؤسسية للبورصات العربية يعترها الضعف، وأن عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدودة الخبرة، بالإضافة الى محدودية الأدوات المالية المستخدمة واقتصارها على الأسهم والسندات القليلة. ومازالت البورصات العربية تعاني من تفاوت في مستويات التطور والنمو والأولوية في البرامج والسياسات الاقتصادية العربية، وهذه السمات لا تتيح للبورصات العربية الوصول لمرحلة النضوج والوقوف على قدم المساواة مع البورصات الناضجة في العالم، بل وحتى الناشئة منها.



خاتمة

الخاتمة عامة

لقد زاد الاهتمام في العديد من الدول العربية بتأسيس وتطوير أسواق رأس المال ضمن سياسة الإصلاح الاقتصادي باعتبارها آلية مناسبة لتنفيذ برامج الخصخصة لأهميتها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة في ظل نظام الاقتصاد الحر الذي تبنته معظم الدول العربية منذ منتصف التسعينات، رغم التعدد النسبي لأسواق رأس المال في الدول العربية التي بلغ عددها 17 سوقا ماليا والاهتمام المتزايد بتنشيطها عن طريق تخصيص فضاء للموارد المتأتية من أصحاب الفوائض إلى أفضل استخدامات التي تترجم في شكل استثمارات حقيقية فهذا الانتقال يتم انطلاقا من مجموعة أدوات مالية تمثل محور النشاط الأساسي لهذه الأسواق وتمكن المستثمرين من المفاضلة بين مختلف البدائل الاستثمارية واتخاذ القرارات المناسبة في الوقت المناسب سواء من خلال نوع الأصل المتداول فيه أو تاريخ الاستثمار في كل نوع من أنواع الأصول المالية المتاحة.

1- اختبار الفرضيات:

بعد دراستنا للموضوع يمكن أن نختبر صحة الفرضيات كالتالي:

- لأسواق رأس المال دور مبالغ الأهمية في اقتصاديات مختلف الدول نظرا لتمكين هذه الأسواق من تحريك المدخرات من الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض إلى الوحدات الاقتصادية التي لديها عجز مالي.
- يعتبر أساس كفاءة السوق هو سرعة الاستجابة إلى المعلومات المنشورة عن الورقة المالية أو عن السوق ككل، لتتحقق الكفاءة هناك شرطين أساسيين هما: كفاءة التسيير وهي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق، وكفاءة التشغيل هي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب.

- شهدت أسواق رأس المال في الدول العربية في السنوات الأخيرة تطبيق برامج نظام الإصلاح المالي شملت نظام القانوني والهيكلية والتي انعكست بشكل ايجابي على رسملة هذه الأسواق وحجم التداول فيها إلا أنها تبقى دون المستوى المطلوب وتظهر متغيرات متباينة بين الأسواق العربية بشكل معوقات تحول دون كفاءتها لذا كان من الضروري البحث عن سبل وآليات الرفع من كفاءة هذه الأسواق.

2- نتائج الدراسة:

توصلنا من خلال دراستنا إلى مجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي:

- تعد سوق رأس المال الموجه الأساسي لحركة نشاط اقتصادي لأي دولة ومن الضروري بناء الأسواق على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة.

- لتحقيق كفاءة سوق رأس المال لابد من توفر شرطين أساسيين كفاءة التشغيل وتعني قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض والطلب، وكفاءة التسعير وتعني سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني وبأقل التكاليف.

- تعتبر كفاءة أسواق رأس المال نسبيه فهي متباينة من حيث التطور والنشاط وأسس قيامها كما تواجهها العديد من المعوقات تحول دون كفاءتها.

3- التوصيات والاقتراحات:

من خلال النتائج المتحصل عليها يمكن تقديم مجموعة من التوصيات والاقتراحات على الشكل التالي:

- ضرورة إبراز أهمية الدور الرقابي الذي تقوم به هيئة سوق الأوراق المالية حتى يتسنى لها تنظيم عملياتها وحماية المتعاملين فيها.

- توفير المناخ الملائم لسلامة المعاملات المالية.
- الارتقاء بكفاءة السوق ورفع مستوى الأداء بتدريب العاملين في تلك الأوراق المالية وتحسين مهاراتها لتمكينهم من المساهمة الفعالة في العمل.
- ضرورة توفير نظام معلوماتي فعال قائم على الشفافية
- توفير مناخ استثماري ملائم يعتمد على التنوع في الأدوات المالية وحجم الاستثمار المناسب.
- إيجاد مؤسسات مالية ومصرفية متطورة قادرة على تقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأدوات المالية ومخاطر عدم تماثل المعلومات.

4- آفاق البحث:

- متطلبات كفاءة سوق رأس المال في الجزائر.
- أثر كفاءة سوق رأس المال على التنمية الاقتصادية.



قائمة المراجع

قائمة المراجع:

1- المراجع:

1. أحمد فهمي إمام، الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، جامعة الكويت، الكويت.
2. أسامة عبد المنعم الخولي، المحاسبة في صناديق الاستثمار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010.
3. بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود- بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان.
4. بلال شيخي، السوق المالية العربية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 12، فيفري، الجزائر العاصمة.
5. جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2002.
6. حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية، دار زهران، الأردن، 2013.
7. حكمت شريف النشاشيبي، استثمار الأرصدة وتطوير الأسواق العربية، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، الطبعة الأولى، 1980.
8. خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
9. خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
10. رشيد بوكساني، مقومات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005.
11. سعيد عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، سوق المال وتمويل المشروعات، دار الجامعية الإسكندرية، 2011.

12. سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، مصر، 1999.
13. سيد علي بودرة، سوق رؤوس الأموال على المدى الطويل في الجزائر واقع وآفاق، رسالة ماجستير فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2001.
14. صلاح الدين حسن السيبي، قضايا اقتصادية معاصرة، لبنان، دار الوسام للطباعة والنشر، 1998.
15. ضياء مجيد الموسوي، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
16. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية و(مفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
17. طارق يوسف المنيسي، أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية، العدد 40 يناير 2006.
18. عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 38.
19. عصام حسين، أسواق لأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة، عمان، الأردن، 2008.
20. عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010.
21. فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، عمان، 2006.
22. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية، زمزم، الأردن.
23. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
24. محمد العمري، الأسواق المالية، بين التمويل السيولة والاستثمار، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، جامعة أم القرى، مكة، العدد الثاني، 2013.
25. محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، الأردن، 2009.
26. محمود مشعل، تشجيع وتنسيق الاستثمار الصناعي بيد الدول العربية، مجلة التنمية الصناعية، العدد 32، 1977.

27. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2005.
28. مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي والبورصات، دار الجامعة الجديدة، 1998.
29. معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، الأردن، 2003.
30. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف الإسكندرية، 2006.
31. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، ماجستير إدارة الأعمال، جامعة غزة، 2007.
32. لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للأسهم، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، الجزائر، 2010.

2-المجلات:

- 1-التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، 2000.
- 2-بن الضب علي، بلقاسم حليلة، نموذج توازن الأصول الرأس مالية السلوكية وكفاءة أسواق رأس المال، دراسة حالة بورصة السعودية، أبحاث إقتصادية وإدارية، العدد 18، ديسمبر 2015، الجزائر.
- 3-هني محمد نبيل، غراية زهير، إختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في أسواق رأس المال العربية، أبحاث إقتصادية وإدارية، العدد 11، جوان 2012، الجزائر.
- 4-سام سعد محمد، عشوائية حركية الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي، حالة سوق عمان للأوراق المالية، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 41، العدد 2، الجزائر، 2014.

5- بن أعر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بو زيان، كفاءة الاسواق المالية في الدول النامية. دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد2، الجزائر، 2013.

3- المواقع الإلكترونية:

- 1- <http://www.alarabiya.net/Arabic/2006/05/14/24943.html>
- 2- <http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05 /articla5 .html>
- 3- [ww.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

ملخص

تعد سوق رأس المال الهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة لديهم، الأمر الذي يتطلب توفر قدر من البيانات والمعلومات المالية الصحيحة المتعلقة بالمؤسسات التي تتداول أدواتها في السوق حتى يتمكن هؤلاء من ترشيد قراراتهم وتحقيق أرباح غير عادية في ظل سوق تتصف بالكفاءة.

ومما لا شك فيه أن تجارب البورصات في الدول المتقدمة تتميز بالكفاءة العالية، نتيجة توفر أنظمة قوية وفعالة للمعلومات المتاحة من المؤسسة والسوق نفسه، وهو ما يجعل أسعار أسهمها تعكس كافة المعلومات المتاحة، وضمن هذا السياق نتساءل عن مكانة أسواق رأس المال العربية والمعوقات التي تحول دون كفاءتها ونقترح آليات وسبل رفع كفاءتها.

Abstract

Capital market is the target for investors who are interested in the efficient allocation of financial resources they have available, which requires the provision of data as correct financial information relating to institutions that are trading tools on the market, so those institutions can be able to rationalize their decisions and make unusual profits in light of efficient market.

There is no doubt that the stock market experiences in developed countries are characterized by high efficiency, as a result of providing strong and effective systems of information available from the institution and the market itself, Which makes their stock prices reflect all available information, and within this context, we wonder about the status of Arab capital markets and obstacles to reach efficiency and suggest ways and mechanisms to improve their efficiency.

كلمات مفتاحية: Keywords

كفاءة السوق : Market efficiency

السوق المالي : Financial market

أسواق رأس المال العربية : Arabian capital markets