جامعة محمد بوضياف – المسيلة–

كلية:العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.

قسم:العلوم التجارية.

الرقم التسلسلي: .....

مذكرة مكملة لنيل شهادة: الماستر أكاديمي.

تخصص: علوم تجارية فرع: بنوك.

العنوان:

اختبار كفاءة بورصة الجزائر عند المستوى الضعيف

- دراسة قياسية للفترة (2008-2015) -

إعداد الطالب: معاش نور الإسلام.

تاريخ المناقشة: 2016/05/24.

أمام لجنة المناقشة المكونة من:

- د. سعودي نجوى..... رئيسا.
- أ. بلفيطح ريمة.....مشرفا.
- أ. عيسى بدروني.....ممتحنا.

السنة الجامعية: 2016/2015

جامعة محمد بوضياف – المسيلة–

كلية:العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.

قسم:العلوم التجارية.

الرقم التسلسلي: .....

مذكرة مكملة لنيل شهادة: الماستر أكاديمي.

تخصص: علوم تجارية فرع: بنوك.

العنوان:

اختبار كفاءة بورصة الجزائر عند المستوى الضعيف

- دراسة قياسية للفترة (2008-2015) -

إعداد الطالب: معاش نور الإسلام.

تاريخ المناقشة: 2016/05/24.

أمام لجنة المناقشة المكونة من:

- د. سعودي نجوى..... رئيسا.
- أ. بلفيطح ريمة.....مشرفا.
- أ. عيسى بدروني.....ممتحنا.

السنة الجامعية: 2016/2015

الإهــداء

أهدي هذا الجهد المتواضع

إلى الذي ربانـي على الفضيلة والأخلاق وكان لي درع الأمان ووفر لي متطلبات النجاح والتفوق ووجهني إلى طريق الخير...

إلى أبيالعزيز الغالي... حفظه الله وأطال في عمره.

إلى التي جعلت الجنة تحت أقدامها...ريحانة حياتي وبهجتها...

إلى التي غمرتني بعطفها وأنارت لي درب حياتي بحبها وكانت لي الصدر الحنون والقلب العطوف...إلى أمي العزيزة الغالية حفظها الله وأطال في عمرها.

إلى الأستاذة المشرفة... بلفيطح ريمة.

ولا أنسى كلا من أصدقائي وزملائي وإخوتي وأخواتي، وفقهم الله في حياتهم

و إلى كل من وسعتهم ذاكرتي ولم تسعهم مذكرتي.

الطالب: معاش نور الإسلام

شكر وتقدير

الحمد لله الذي أنار لي درب العلم والمعرفة وأعانني ووفقني على انجاز هذاالعمل.

أتوجه بجزيل الشكر والامتنان

إلى الأستاذة المشرفة **"بلفيطح ريمة"**، التي لم تبخل علي بتوجيهاتها ونصائحها القيمة خلال انجاز هذا العمل، و أرائها السديدة التي كانت عونا لي في إتمام هذه الدراسة.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على تكبدهم عناء قراءة وتنقيح هذا العمل، وعلى ما أبدوه من توجيهات وتصويبات.

وأتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى مسؤولي وموظفي بورصة الجزائر، وبالأخص مسؤول التواصل عبر موقع البورصة على إرساله البيانات و على سعة صدره ولباقته.

كما أشكر كل من ساعدني من قريب أو بعيد على إنجاز هذا العمل المتواضع من الأهل و الأصدقاء.

الطالبة: معاش نور الإسلام

فهرس المحتويات

المحتويات	الصفحة
آية قرآنية	**I**
الإهداء	**II**
شكروتقدير	**III**
فهرس المحتويات	**IV**
قائمة الجداول	**VIII**
قائمة الأشكال	**IX**
الملخص باللغة العربية	**X**
الملخص باللغة الأجنبية	**X**
مقدمة	أ
إشكالية الدراسة	**ب**
فرضيات الدراسة	**ب**
أهداف الدراسة	**ج**
أهمية الدراسة	**ج**
مبررات اختيار الموضوع	**ج**
منهج الدراسة	**ج**
طرق جمع البيانات	**د**
الدراسات السابقة	**د**
هيكل الدراسة	**و**
صعوبات الدراسة	**و**
الفصل الأول: الأسواق المالية وكفاءتها	
تمهيد	**08**
المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية	**09**
المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وخصائصها	09
الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية	09
الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية	10
المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية	**10**
الفرع الأول: سوق النقد	10
الفرع الثاني: سوق رأس المال	11

المطلب الثالث: وظائف ومؤشرات الأسواق المالية	**14**
الفرع الأول: وظائف الأسواق المالية	14
الفرع الثاني: مؤشرات الأسواق المالية	16
المطلب الرابع: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي	**18**
الفرع الأول: ماهية الأسهم	18
الفرع الثاني: ماهية السندات	20
الفرع الثالث: ماهية المشتقات المالية	25
المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية	**26**
المطلب الأول: تعريف كفاءة الأسواق المالية وخصائصها	**26**
الفرع الأول: تعريف كفاءة الأسواق المالية	26
الفرع الثاني: خصائص السوق الكفء	27
المطلب الثاني: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية	**28**
الفرع الأول: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	28
الفرع الثاني: كفاءة السوق وسلوك السعر	29
المطلب الثالث: مستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية	**29**
الفرع الأول: الشكل الضعيف لكفاءة السوق	29
الفرع الثاني: الشكل شبه القوي	32
الفرع الثالث: الشكل القوي	32
خلاصة الفصل	33
الفصل الثاني: بورصة الجزائر وكفاءتها	
تمهيد	**34**
المبحث الأول: ماهية بورصة الجزائر	**35**
المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر	**35**
الفرع الأول: نشأة بورصة الجزائر	35
الفرع الثاني: مراحل تطور بورصة الجزائر	37
المطلب الثاني: شروط الإدراج في بورصة الجزائر	**40**
الفرع الأول: شروط القبول في بورصة الجزائر	40
الفرع الثاني: عملية الإدراج في بورصة الجزائر	41
المطلب الثالث: الشركات المدرجة ومؤشر بورصة الجزائر	**44**

الفرع الأول: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	44
الفرع الثاني: مؤشر بورصة الجزائر	46
المبحث الثاني: الدراسة القياسية لكفاءة بورصة الجزائر	**48**
المطلب الأول: تحليل مؤشرات أداء بورصة الجزائر	48
الفرع الأول: مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	48
الفرع الثاني: مؤشر القيمة السوقية	49
الفرع الثالث: مؤشر التداول في بورصة الجزائر	52
الفرع الرابع: مؤشر ارتباط أسعار الأسهم بمؤشر بورصة الجزائر	53
المطلب الثاني: الأساليب الإحصائية المستخدمة في التحليل	**54**
الفرع الأول: اختبار التوزيع الطبيعيTest of Normality	54
الفرع الثاني: اختبار استقرار السلاسل الزمنية Unit Root test	55
الفرع الثالث: اختبار التكراراتRuns Test	55
المطلب الثالث: منهجية الدراسة	**56**
الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة	56
الفرع الثاني: حساب العوائد اليومية	57
الفرع الثالث: الإحصاءات الوصفية للدراسة	57
المطلب الرابع: اختبار فرضيات الدراسة	**59**
الفرع الأول: اختبار الفرضية الأولى	59
الفرع الثاني: اختبار الفرضية الثانية	61
الفرع الثالث: اختبار الفرضية الثالثة	64
خلاصة الفصل	**66**
الخاتمة	**67**
قائمة المراجع	**69**

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (1998-2015)	48
02	مؤشر القيمة السوقية لشركتي الأوراسي وصيدال وبورصة الجزائر للفترة (2008-2015)	49
03	مؤشر التداول في بورصة الجزائر للفترة (2008-2015)	52
04	نتائج اختبار الارتباط للأسعار للفترة (2008-2015)	53
05	الإحصاءات الوصفية لبيانات الدراسة للفترة (2008-2015)	58
06	نتائج اختبار الالتواء والتفلطح للأسعار والعوائد للفترة (2008-2015)	59
07	نتائج اختبار Jarque-Bera و Kolmogorov- Smirnov للتوزيع الطبيعي للفترة (2008-2015)	60
08	نتائج اختبار ديكي فولر المطور للأسعار للفترة (2008-2015)	61
09	نتائج اختبار فيليبس- بيرون للأسعار للفترة (2008-2015)	62
10	نتائج اختبار ديكي فولر المطور للعوائد للفترة (2008-2015)	63
11	نتائج اختبار فيلبس وبيرون للعوائد للفترة (2008-2015)	64
12	نتائج اختبار التكرارات للفترة (2008-2015)	65

الرقم	قائمة الأشكال	الصفحة
01	التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر	**35**
02	معدلات النمو في القيمة السوقية لشركتي صيدال والأوراسي وبورصة الجزائر للفترة (2008-2015)	**51**

الملخص

هدفت الدراسة إلى اختبار كفاءة بورصة الجزائر عند المستوى الضعيف للفترة (2008-2015). شمل مجتمع الدراسة جميع الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ومؤشرها، حيث تكونت عينة الدراسة من شركة الأوراسي ومجمع صيدال و مؤشر بورصة الجزائر. تم استخدام أسعار الإغلاق اليومية وحساب العوائد اليومية بالطريقة اللوغاريتيمة لأسهم العينة والمؤشر. ولتحقيق إلى أهداف الدراسة تم استخدام ثلاثة اختبارات رئيسية، اختبار التوزيع الطبيعي من خلال إحصاءة الالتواء والتفلطح، اختبار Jarque-Bera واختبار Kolmogorov-Smirnov.التعرف على استقرارية سلسلة الأسعار والعوائد بتطبيق اختبار ديكي فولر الموسع واختبار فيليبس- بيرون، وفي الأخير اختبار طبيعة حركة الأسعار والعوائد عن طريق اختبار العشوائية باستخدام اختبار التكرارات.

أظهرت نتائج الدراسة أن بورصة الجزائر غير كفؤة عند المستوى الضعيف للفترة (2008-2015) سواء باستخدام الأسعار وباتفاق كل الاختبارات الإحصائية، في حين أن اختبار الإستقرارية فقط أشار إلى أن بورصة الجزائر كفؤة عند المستوى الضعيف إذا ما اعتمد على تحليل العوائد.

الكلمات المفتاحية: المستوى الضعيف للكفاءة، عائد السهم، اختبار التوزيع الطبيعي، اختبار الإستقرارية، اختبار التكرارات، بورصة الجزائر.

Abstract:

The study aimed to test the Weak-Form Efficiency for the Algiers Stock Exchange for the period (2008-2015). The study population included all listed companies in Algiers Stock Exchange and its index, where the study sample consisted of EGH EL AURASSI and SAIDAL and Market Index (Dzair Index). The study used daily closing prices and the Logarithmic daily returns.

To achieve the objectives of the study, three main tests were used, the Test of Normality test through calculating skewness and Kurtosis, Jarque-Bira test and Kolmogorov-Smirnov test. Dickey-Fuller test and Pilips- Peron tests to Identify the stability of prices and returns. Lastly, about the prices and returns movement nature through a random test using Runs test.

The Results showed that all statistical tests agree that the Algiers Stock Exchange is not efficient in the weak-form for the period (2008-2015) using prices, while only stability test indicated that Algiers Stock Exchange is efficient in the weak-form if it relied on the returns analysis.

Keywords: Weak-Form efficiency, Returns, Normal distribution test, Stationary test, Runs test, Algiers Stock Exchange.

المقدمة

مقدمة

تعتبر السوق المالية أحد أهم الأسواق التي أفرزها النظام الرأسمالي، أين تبحث كل مؤسسة في السوق المالية عن رؤوس الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها الاستثمارية. تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظام الاقتصادي المعاصر، الذي يعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية.

شهدت الأسواق المالية في بدايتها تعاملات بالمقايضة، لتتلاشى شيئا فشيئا فاسحة المجال لظهور العقود ثم العملات، ثم وسائل ائتمان ووسائل دفع غير نقدية. وقد بلغ هذا التطور ذروته بظهور البورصات التي بدأت التعامل في البضائع، ثم المعادن، ثم العملات لتصل إلى بورصات الأوراق المالية، وتطورت هذه الأسواق لتشغل حيزا أكبر، فانتقلت من أسواق مالية محلية إلى أسواق مالية عالمية. ساعد على ذلك التطور المضطرد للاقتصاد الرأسمالي وتوجهه نحو العولمة، وما صاحبه من ثورة علمية وتكنولوجية أسهمت في تحرير الأسواق متخطية الحدود الوطنية لإنشاء أسواق عالمية.

تعتبر الأسواق المالية ذات أهمية كبرى للاقتصاد القومي والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق باعتبارها منبع للأموال التي تتلقاها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها الاستثمارية ولتمويل عمليات النمو، والتوسع في الشركات القائمة فضلا عن كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي.

تعد كفاءة الأسواق المالية من الموضوعات التي أثارت ولا تزال تثير جدلاً واسعاً بين المهتمين، فقد دخلت فرضية كفاءة الأسواق المالية بقوة إلى الأدب المالي خلال العقود القليلة الماضية بسبب أهميتها التطبيقية، حيث أشار FAMA سنة 1992 أن السوق الكفء هو ذلك السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، سواء تمثلت تلك المعلومات في القواعد المالية أو في المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأسهم في الفترات الماضية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم، نتيجة لقرارات بعض المستثمرين، ولذلك قام FAMA سنة 1992 بتصنيف فرضية كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات تصاعدية اعتماداً على مدى توفّر المعلومات في السوق، المستوى الضعيف، والمستوى شبه القوي، والمستوى القوي.

وقد تم اختبار فرضية كفاءة الأسواق المالية التي اقترحه FAMA سنة 1992 في الأسواق المالية المتطورة والناشئة على حد سواء، حيث ركّزت الدراسات التي تمت في الأسواق الناشئة، على وجه

الخصوص، على المستوى الضعيف وهو المستوى الأدنى، ذلك لأنه إذا لم يتم إثبات المستوى الضعيف من الكفاءة فليس من الضروري اختبار الكفاءة على المستوى الأوسع سواء شبه القوي أو القوي.

تعتبر بورصة الجزائر سوقا حديثة وناشئة، انطلقت بموجب مرسوم تشريعي سنة 1993 يتضمن إنشاء بورصة الجزائر، وبدأ التداول فيها سنة 1999. وكان من أهم أهداف إنشاء بورصة الجزائر خلق مصدر جديد لتمويل المشاريع الاستثمارية، خاصة بعد فتح المجال للقطاع الخاص.

إشكالية الدراسة:

يعتبر وجود سوق أوراق مالية قادرة على حشد وتخصيص الموارد اللازمة بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار، وبالتالي تحقيق أهداف السوق، والجزائر كغيرها من الدول النامية تتطلع إلى تحديث وتعميق وتقوية هذه السوق.

وعليه يمكن صياغة الإشكالية الخاصة بهذه الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:

هل تتمتع بورصة الجزائر بالكفاءة عند المستوى الضعيف للفترة (2008-2015)؟

ومن خلال التساؤل الرئيسي السابق يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

1- هل سلسلة الأسعار اليومية وسلسلة العوائد اليومية لأسهم الشركات ومؤشر بورصة الجزائر للفترة (2008-2015) موزعة طبيعيا؟
2- هل سلسلة الأسعار اليومية وسلسلة العوائد اليومية لأسهم الشركات ومؤشر بورصة الجزائر للفترة (2008-2015) مستقرة؟
3- هل سلسلة الأسعار اليومية وسلسلة العوائد اليومية لأسهم الشركات ومؤشر بورصة الجزائر تتحرك بطريقة عشوائية خلال الفترة (2008-2015)؟

فرضيات الدراسة:

للإجابة على جملة التساؤلات المطروحة في الإشكالية، تم صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية:

تتمتع بورصة الجزائر بالكفاءة عند المستوى الضعيف للفترة (2008-2015).

الفرضيات الفرعية:

1- سلسلة الأسعار اليومية وسلسلة العوائد اليومية لأسهم الشركات ومؤشر بورصة الجزائر للفترة (2008-2015) موزعة طبيعيا.

2- سلسلة الأسعار اليومية وسلسلة العوائد اليومية لأسهم الشركات ومؤشر بورصة الجزائر للفترة (2008-2015) مستقرة.

4- سلسلة الأسعار اليومية وسلسلة العوائد اليومية لأسهم الشركات ومؤشر بورصة الجزائر تتحرك بطريقة عشوائية خلال الفترة (2008-2015).

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى:

- إعطاء لمحة عن بورصة الجزائر ومختلف الشركات المدرجة بها.
- تحليل أداء بورصة الجزائر للفترة (2008-2015).
- اختبار كفاءة بورصة الجزائر عند المستوى الضعيف.
- التوصل إلى نتائج وتقديم توصيات تساعد في زيادة كفاءة بورصة الجزائر.

أهمية الدراسة:

تنبع أهمية الدراسة من الدور الهام الذي تلعبه الأسواق المالية في الوساطة المالية، من حيث تعبئة المدخرات وتوظيفها من خلال الاستثمار. وتعد كفاءة السوق المالي أولى المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها، حيث يشكل ذلك حافزاً للمستثمرين في زيادة عملية الاستثمار في السوق، كما يؤدي إلى دخول مستثمرين جدد. إضافة إلى ذلك تعتبر الدراسة مهمة نظرا لخصوصية بورصة الجزائر التي تعد من البورصات الناشئة التي لم تحظى بقدر كبير من الدراسات والأبحاث القياسية -حسب اطلاع الطالب-.

مبررات اختيار الموضوع:

ترجع أسباب اختيار الموضوع إلى ما يلي:

- يندرج الموضوع في إطار المواضيع المتجددة والقابلة لإعادة الاختبار دوما.
- كونه متعلقا بالبورصات والتي تعتبر مهمة لاقتصاد أي دولة .
- الرغبة في التعرف على هذا الموضوع، والتعرف أكثر على المفاهيم المتعلقة به من الناحية النظرية.

منهج الدراسة:

تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، حيث يمكن من توضيح الجوانب النظرية للموضوع، والتعريف بكافة المفاهيم المتعلقة بالبورصة. وفي الجانب التطبيقي، فقد تم الاعتماد على دراسة قياسية لأسعار وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ومؤشرها.

طرق جمع البيانات:

اعتمدت الدراسة في جمع البيانات على:

- الكتب المتعلقة بالأسواق المالية.
- الدراسات والأبحاث التي أجريت على الأسواق المالية سواء العربية أو الأجنبية.
- النشرات والتقارير التي تصدرها بورصة الجزائر والمتمثلة في نشرات الأسعار اليومية لمختلف أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، بالإضافة إلى مختلف القوانين والأنظمة التي تضبط طريقة العمل داخل بورصة الجزائر.

الدراسات السابقة:

توجد العديد من الدراسات العربية والأجنبية التي تطرقت إلى كفاءة الأسواق المالية نوجزها فيما يلي:

في دراسة أجراها محمد محفوظ جبار سنة 2004، بعنوان "**كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001**"، مستخدما أداة الاستبيان لجمع المعلومات من العمال المساهمين في مؤسسة رياض سطيف. توصلت الدراسة إلى أن العديد من المستجوبين قد تحصلوا على المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات الاستثمارية عبر قنوات غير عادية وعلى فترات متفاوتة أي أنهم لم يعاملوا بمساواة في الحصول عليها مما أدى إلى عدم كفاءة بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة.

وفي دراسة قام بها محمد يوسف عنتر الفالوجي سنة 2007، بعنوان "**اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف في الفترة الممتدة بين (2004-2005)**"، شملت كافة الشركات المدرجة في سوق فلسطين المالي خلال الفترة المدروسة، توصل الباحث إلى أن سوق فلسطين للأوراق المالية غير كفء عند المستوى الضعيف.

وفي دراسة على ثلاثة من البورصات العربية، أعدها عبد الله بن الضب سنة 2011، بعنوان "**كفاءة الأسواق المالية وتكاملها**" **دراسة قياسية بالبورصات العربية (بورصة عمان، الكويت، الدار البيضاء) خلال الفترة (2001-2009)**" توصل الباحث إلى أن الأسواق المالية العربية لا تتسم بالكفاءة المعلوماتية عند المستوى الضعيف.

كما قامت خيرة الداوي سنة 2012 بدراسة بعنوان "**تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية** "**دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2006**"، باستخدام أسعار الإغلاق اليومية لعينة من

الشركات المدرجة في السوق، وباستخدام اختبار الاستقرارية والتوزيع الطبيعي، توصلت الدراسة إلى أن سوق عمان للأوراق المالية غير كفء عند المستوى الضعيف.

وفي دراسة عن بورصة الجزائر للباحثين الشريف ريحان والطاوس حمداوي، سنة 2013، بعنوان "**بورصة الجزائر رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية**"، باستخدام مختلف مؤشرات تحليل الأداء، توصلت الدراسة إلى انعكاس الأزمة العالمية على بورصة الجزائر ملخصة في ضيق حجم السوق وانخفاض درجة السيولة وعدد المتدخلين في السوق وضعف جاذبية عوائد الأسهم مما أدى إلى قصور بورصة الجزائر لتجسيد التمويل المباشر للاقتصاد عوض التمويل بالاستدانة.

أما دراسة محمد زرقون سنة 2013، بعنوان "**العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية**"، والتي استخدمت مستخدما مؤشرات تحليل لأداء الشركات التي أدرجت في بورصة الجزائر عن طريق العرض العمومي، توصلت إلى عدة نتائج أهمها أن العرض العمومي في البورصة حيث يحقق هدفين رئيسيين هما توسيع نطاق المشاركة الشعبية في ملكية المؤسسات العمومية وتطوير وتنشيط الأسواق المالية، كما أشار الباحث إلى أن طرح الأسهم للاكتتاب العام لم يساعد كثيرا على الارتقاء بكفاءة الأداء المالي لمؤسستي صيدال وأليانس.

كما قامت صليحة بولحية سنة 2014، بتقييم أداء بورصة الجزائر عبر دراسة بعنوان "**تقييم أداء بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة بين (2000-2011)**، توصلت من خلالها إلى أن هناك جملة من المشاكل التي تعيق تطور بورصة الجزائر ومن أهمها عدم توفر الشركات صانعة الأسواق مما يؤدي إلى تقلب شديد في الأسعار، غياب الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار والادخار، عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني، محدودية شركات الوساطة المالية، التي تقوم بترويج وتسويق الإصدارات الجديدة، عدم تنوع الأوراق المالية.

في دراسة عن سوق مالي أجنبي، أجرتها عائشة بخالد سنة 2015، بعنوان "**اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف دراسة حالة مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة من (1928 إلى 2014)**"، توصلت الدراسة من خلال نتائج اختبارات استقلالية التغيرات السعرية أن عوائد مؤشر داو جونز الصناعي الماضية غنية بالمعلومات حول العوائد المستقبلية، ومن خلال نتائج اختبارات الذاكرة الطويلة تبين أن عوائد مؤشر داو جونز الصناعي الماضية قابلة للتنبؤ بالعوائد المستقبلية على المدى الطويل، بالإضافة إلى أن التلاعب في سوق نيويورك المالي من أهم الأسباب التي تعرقل كفاءته ومنه يعتبر سوق نيويورك المالي غير كفؤ عند المستوى الضعيف.

هيكل الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة في الدراسة، تم تقسيم الدراسة إلى فصلين:

تضمن الفصل الأول الأسواق المالية وكفاءتها، وقد تم تقسيمه إلى مبحثين، تطرق المبحث الأول إلى ماهية الأسواق المالية وقد قسم إلى أربعة مطالب، تضمنت مفهوم الأسواق المالية وخصائصها، أنواع الأسواق المالية، وظائف ومؤشرات الأسواق المالية، وأخيرا الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي. أما المبحث الثاني فتضمن كفاءة الأسواق المالية، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مطالب، خصص الأول لتعريف كفاءة الأسواق المالية وخصائصها، والثاني لأنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية، والثالث لمستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية.

أما بالنسبة للفصل الثاني فجاء تحت عنوان بورصة الجزائر وكفاءتها، وقد تم تقسيمه إلى مبحثين، تعرض المبحث الأول للتعريف ببورصة الجزائر، حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مطالب، تم التطرق فيها بالترتيب إلى نشأة وتطور بورصة الجزائر، شروط الإدراج في بورصة الجزائر، ومؤشر بورصة الجزائر والشركات المدرجة بها. أما المبحث الثاني فقد خصص للدراسة التطبيقية تم التطرق فيها بالترتيب إلى تحليل مؤشرات أداء بورصة الجزائر، الأساليب الإحصائية المستخدمة في التحليل، منهجية الدراسة، وأخيرا اختبار الفرضيات.

صعوبات الدراسة:

من بين الصعوبات التي واجهت الطالب خلال انجاز هذه الدراسة:

- عدم تسلسل البيانات اليومية في بورصة الجزائر، حيث أن بورصة الجزائر لا تقوم بوضع نفس سعر الإغلاق السابق في حالة عدم تداول سهم شركة ما في الجلسة. مما جعل الطالب يقوم بمتابعة سلسلة التداول يوميا للشركات عينة لدراسة ومراجعتها وتعويض الأيام المفقودة بسعر الإغلاق السابق.
- عدم وجود دليل شركات خاص يصنف تقارير الشركات المدرجة في البورصة، لمعرفة الأحداث التي تسببت بانخفاض أو ارتفاع أسعار أسهمها، حيث أن هذه التقارير كانت بصورة إجمالية وبصفحات كثيرة العدد، تصعب قراءتها مع الوقت المتاح لانجاز الدراسة.
- توزع البيانات بين موقعين لبورصة الجزائر، مما شتت عملية البحث قليلا.

الفصل الأول

الأسواق المالية وكفاءتها

تمهيد

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولا سيما الدول الرأسمالية، وقد جاء انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الأوراق يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كأمريكا وانجلترا وفرنسا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية.

عرفت الأسواق المالية تطورا كبيرا وعميقا منذ ذلك الحين، وبغض النظر عن تلك التطورات أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي.

وقد تناولنا في هذا الفصل موضوع الأسواق المالية وكفاءتها، حيث قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين، عرضنا في المبحث الأول ماهية الأسواق المالية والأدوات المالية المتداولة فيها، وفي المبحث الثاني مفهوم كفاءة الأسواق المالية.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

إن تطور الأسواق المالية ارتبط بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم الدول خاصة الرأسمالية، نظرا للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في الاقتصاد، فأصبح يحظى بأهمية كبرى باعتباره مصدرا لتمويل المشرعات، وفي هذا الصدد فقد قمنا بإعطاء نظرة عامة عن الأسواق المالية من خلال أربعة مطالب تطرقنا فيها إلى مفهوم الأسواق المالية وخصائصها، أنواع الأوراق المالية، وظائف ومؤشرات الأسواق المالية. والأدوات المالية المتداولة في السوق المالي.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وخصائصها

الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية Financial markets

للأسواق المالية تعاريف متعددة ولكنها تصب في معنى واحد، ونجد منها أن سوق الأوراق المالية هو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل مثل السندات والأسهم والقروض العقارية[1].

كما تعرف بأنها السوق الذي يجمع بين مشتري الأوراق المالية والبائعين لها وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا التجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن يجب توفر قنوات اتصال مؤثرة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة[2].

وتعرف الأسواق المالية على أنها الوسيلة التي يلتقي من خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون من ذوي الاهتمامات (المالية والنقدية)، وذلك بغرض تداول الأصول المختلفة (المالية والحقيقية والنقدية) لفترات معينة (طويلة وقصيرة) اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات وكذلك عادات وتقاليد وأعراف محليا أو دوليا[3].

ومنه تعرف الأسواق المالية على أنها السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية بيعا وشراء، على نحو تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال بين المؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع، مما يساعد على تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد الوطني[4].

---

[1] عبد الكريم أحمد قندوز: **المشتقات المالية**، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص28. *بتصرف*

[2] المرجع نفسه، ص28.

[3] هوشيار معروف: **الاستثمارات والأسواق المالية**، ط1، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص58.

[4] عصام حسن: **أسواق الأوراق المالية (البورصات)**، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص18.

الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية

تتمثل خصائص الأسواق المالية فيما يلي:

- الأسواق المالية هي سوق يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة وقصيرة الأجل.
- هي سوق لتمويل الاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل بواسطة قطاعات الأعمال والقطاع الحكومي العائلي.
- هي وسيلة من الوسائل التي يتم من خلالها تمويل الاحتياجات المالية.
- تعمل الأسواق المالية على تحقيق الكفاءة الاقتصادية من خلال تحويل المدخرات المتراكمة إلى استخدامات إنتاجية.
- تعتبر الأسواق المالية وسيلة يلتقي من خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون بغرض تداول مختلف الأصول المالية.

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية

تنقسم الأسواق المالية إلى قسمين رئيسيين هما سوق النقد وسوق رأس المال.

الفرع الأول: سوق النقد Money Market

وهو الشق الأول للأسواق المالية ويتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية والجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق، وعادة لا تزيد مدة استحقاق الأوراق عن سنة غير أنهه يمكن التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر على الإطلاق وذلك نظرا لضمان عملية السداد[1].

كما تتمثل سوق النقد في المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية قصيرة الأجل، أي إقراض الأموال واقتراضها لأجل لايزيد عن سنة، ويكون إقراض الأموال لأجل قصير بهدف استثمار الأموال المتاحة لفترة مؤقتة، كما يكون اقتراض هذه الأموال بهدف تمويل احتياجات مؤقتة أيضا، وبعبارة أخرى فإن سوق النقد تمثل نقطة التقاء الاستثمار قصير الأجل مع التمويل قصير الأجل[2].

الفرع الثاني: سوق رأس المال Capital Market

وهي الشق الثاني للأسواق المالية وتتمثل في المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية طويلة الأجل، أي إقراض الأموال واستثمارها لفترة تتجاوز السنة الواحدة، ويكون إقراض الأموال أو

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: **الأسواق والمؤسسات المالية**، الدار الجامعية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2001، ص256.

[2] محروس حسن: **الأسواق المالية والاستثمارات في الأسواق المالية**، بدون دار نشر، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 1993، ص40.

استثمارها لأجل طويل بهدف استغلال أموال متاحة لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها، كما يكون الهدف من الحصول على هذه الأموال هو تمويل استثمارات رأسمالية (طويلة الأجل)، وتنقسم سوق رأس المال بدورها إلى قسمين: أسواق حاضرة وأسواق آجلة[1].

أولا: أسواق حاضرة Spot Market

وهي الأسواق التي يتم تسليم الأوراق المتداولة فيها فورا (أي خلال ثلاثة أيام) من تاريخ إبرام الصفقة، وتنقسم الأسواق الحاضرة بدورها إلى قسمين، أسواق أولية وأسواق ثانوية[2].

1- أسواق أولية Primary Market

وفيها تصدر الأوراق المالية لأول مرة وتعمل فيها مؤسسات مالية تسمى مصارف تقوم بتقديم الاستثمار Investment Bankers، التي تقوم بتقديم النصح والمشورة إلى الشركات فيما يتعلق بأنسب أنواع الأوراق المالية المزمع إصدارها وأنسب توقيت للإصدار وأنسب سعر وأنسب كمية، كما تقوم بترويج الأوراق المالية المصدرة وكذا قد تضمن للشركات بيع كم معين من الأوراق المالية المصدرة بسعر معين، وقد يقوم بنفس وظائف مصارف الاستثمار كل من البنوك وشركات سمسرة الأوراق المالية.

2- أسواق ثانوية Secondary Market

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق تداولها في السوق الأولية، أي إنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المستثمرين وبعضهم البعض وليس بين المستثمرين والشركات والهيئات المصدرة لهذه الأوراق (أو ضامني الاكتتاب) كما هو الحال بالنسبة للسوق الأولية، وبناء على ذلك فإن السوق الأولية توفر تمويل فعلي للمؤسسات والشركات المصدرة للأوراق المالية، بينما نجد أن السوق الثانوية لا توفر أي تمويل فعلي لهذه المؤسسات والشركات، وبعبارة أخرى فإن التعامل في السوق الثانوية يكون في أوراق مالية سبق إصدارها وبيعها للمستثمرين، وبالتالي فإن التعامل في هذه السوق لا يعدو أن يكون نقلا لملكية تلك الأوراق من مستثمر لآخر، وبدورها تنقسم السوق الثانوية إلى قسمين هما السوق المنظمة أو الرسمية والسوق غير المنظمة أو غير الرسمية[3].

1-2 السوق المنظمة (الرسمية) Organized Market

ويطلق عليها أيضا بورصة الأوراق المالية:

---

[1] **المرجع نفسه**، ص45.

[2] محمد أحمد عبد النبي: **الأسواق المالية**، ط1، دار زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009، ص32.

[3] **المرجع نفسه**، ص47.

أ- تعريف بورصة الأوراق المالية:

تعرف البورصة على أنها سوق لتداول الأوراق المالية (أسهم، سندات...الخ)، التي تصدرها الشركات من خلال مجموعة من السماسرة أو مندوبيهم أو الوسطاء حيث يتم التعامل بالبيع و الشراء على هذه الأوراق المالية في ساعات محدودة، فالبورصة هي سوق مالي تعد من أجهزة الأسواق المالية[1].

وتعرف البورصة على أنها سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية، وتؤدي كلمة بورصة ممعنين، المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون بيعا وشراء ومجمع العمليات التي تنعقد فيه[2].

ومن خلال التعاريف السابقة يتضح لنا أن البورصة هي عبارة عن سوق له مكان معروف وتحكمه مجموعة من القوانين، تتم فيه عمليات التداول بيعا وشراء.

ب- وظائف البورصة:

إن الوظائف الأساسية للبورصة هي[3]:

- ضمان الاستخدام الفعال للموارد المالية من حيث الزمان والمكان وفي ظل محيط يتميز بالمخاطرة وعدم التأكد.
- تضمن أسواق الأوراق المالية سيولة الاستثمارات، بمعنى إمكانية الرجوع في قرار استثماري سابق بأقل تكلفة ممكنة وفي وقت قصير.
- إن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتميز بتوفر المعلومات اللازمة عن كل المجالات المتاحة للتوظيف، سواء كانت هذه المعلومات تخص المخاطر والفرص البديلة أو حركة الأسعار والشركات المسعرة.

ج- أهمية البورصة:

تستمد البورصة أهميتها من الوظائف التي تؤديها والخدمات التي تقدمها للشركات والمستثمرين معا حيث أنها تعتبر[4]:

- موجها للاستثمار داخل الاقتصاد.

---

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: **مرجع سابق**، ص295.

[2] وليد الصافي، أنس البكري: **الأسواق المالية والدولية**، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص226.

[3] بلجبلية سمية: **أثر التضخم على عوائد الأسهم**، مذكرة ماجستير، تخصص تسيير مؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2009-2010، ص26.

[4] المرجع نفسه، ص27.

- أداة فعالة في تحريك الاقتصاد.
- جذب الفائض المالي غير المستثمر.
- تضمن مجالات توظيف مناسبة لكل الفئات.
- تعتبر البورصة إحدى الأدوات المستعملة لتنفيذ السياسة النقدية في الدولة.
- تعتبر مهمة لذوي المداخيل الضعيفة حيث تمكنهم من استثمار مدخراتهم مما يمكنهم من تحقيق عائد.
- تلبي الحاجات للمستثمرين الكبار والصغار، لذلك فهي ضرورة ملحة في كل الاقتصاديات متطورة أو نامية، ولكن هذه الحاجة أكبر وأكثر أهمية في الدول النامية وذلك نظرا لحاجة هذه الدول للموارد التمويلية لتنمية نشاطاتها الاقتصادية، فالدول النامية لديها حاجات تمويلية خاصة ولكنها لا تتوفر على المؤسسات اللازمة لتوفير هذه الاحتياجات.

2-2 سوق غير منظمة (غير رسمية) Unorganized Market

وهذه السوق لا تمثل مكانا معينا يتم فيه تداول الأوراق المالية، ولكنها تتكون من عدد من المتعاملين في هذه الأوراق منتشرين في أماكن متفرقة داخل الدولة، وقد يتخصص كل من هؤلاء المتعاملين في نوع معين أو أنواع معينة من الأوراق المالية يقتصر نشاطه عليها، وقد يقوم هؤلاء المتعاملون بعمليات البيع والشراء مع متعاملين آخرين أو مع سماسرة أو مع الجمهور، والأوراق المالية موضع التعامل في هذه السوق تخص الشركات التي لا تستطيع الوفاء بمتطلبات وشروط القيد في السوق الرسمية، وكذلك الشركات التي لا تريد الإفصاح عن المعلومات الخاصة بها بالشكل الذي يتطلبه القيد في السوق الرسمية، وبدورها تنقسم السوق غير المنظمة إلى قسمين هما السوق الثالث والسوق الرابع[1]:

أ- السوق الثالث Third Market

وهي أسواق غير منظمة تقوم بعمليات البيع والشراء الكبيرة من خلال سماسرة غير أعضاء في الأسواق الثانوية لحساب غيرهم من المستثمرين بتكاليف منخفضة نسبيا، وتضم بيوت السمسرة والمتعاملين في الأوراق المالية المنظمة مع الاستعداد للبيع والشراء بأي كمية وفي أي وقت، وعادة ما تكون الصفقات بين شركات الاستثمار نفسها.

[1] فيصل محمود الشواورة: **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية و العملية**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص58.

ب- السوق الرابع Fourth Market

وهي أسواق أيضا غير منظمة وتقوم بعمليات البيع والشراء الكبيرة عن طريق التعامل المباشر بين المستثمرين، وليس من خلال السماسرة ويتم التعامل فيما بين المستثمرين على كافة الأوراق المالية، وتمتاز بانخفاض التكاليف والبساطة في الإجراءات.

ثانيا: الأسواق الآجلة Forward Market

يتم في هذه الأسواق الاتفاق على شروط الصفقة في توقيت معين على أن تتم عملية التسليم وإقفال الصفقة في وقت لاحق، وتنقسم إلى ثلاثة أسواق، أسواق عقود المستقبليات، أسواق الاختيارات، أسواق المبادلات[1].

المطلب الثالث: وظائف ومؤشرات الأسواق المالية

الفرع الأول: وظائف الأسواق المالية

إن للأسواق المالية عدة وظائف سواء تعلق ذلك بالمؤسسات أو المستثمرين أو بالاقتصاد وتتمثل هذه الوظائف فيما يلي[2]:

أولا: تعبئة المدخرات

تقوم السوق المالية بهذه الوظيفة وذلك من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين مثل (الأسهم والسندات)، بالإضافة إلى إتاحة فرص الربح للمدخر والمستثمر، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة المدخرات، بالإضافة إلى انخفاض المخاطر، مما يجعل المدخرات تنتقل إلى مجالات الاستثمار المختلفة، وبالتالي زيادة نمو الاستثمارات، مما يؤدي إلى ارتفاع نمو الاقتصاد الوطني.

ثانيا: الاحتفاظ بالثروة

تعمل سوق رأس المال من خلال الأدوات التي توفرها على القيام بدور مخزن القيمة أو الثروة، حيث تتسم هذه الأدوات بأنها لا تتعرض للإهتلاك، كما أنها تولد دخلا خلال فترة الاحتفاظ بها، وتعني الثروة مجموع قيم كل الأصول الموجودة بالمجتمع، حيث يشير مفهوم الثروة إلى أنها تتكون من إجمالي المدخرات بالمجتمع بالإضافة إلى العائد أو الدخل المحقق، ومن ثم فان زيادة قدرة سوق رأس المال على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية يؤدي إلى زيادة الثروة في الاقتصاد وبالتالي زيادة الاستثمار.

---

[1] محمد أحمد النبي: **مرجع سابق**، ص33.

[2] إيهاب الدسوقي: **اقتصاديات كفاءة البورصة**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2000، ص87.

ثالثا: توفير السيولة

من أهم الوظائف هي توفير السيولة، بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة وسرعة إلى نقدية سائلة مع انخفاض المخاطر، إن توفير الأدوات المالية للسوق المالية السيولة والعائد المرتفع في آن واحد يؤدي إلى استفادة كل من المستثمر والمدخر من السيولة مما يعكس سهولة زيادة الاستثمار ونموه في المجتمع.

رابعا: توفير التمويل للاستثمار

تقوم السوق المالية بتوفير التمويل اللازم وذلك من خلال إمكانية طرح المؤسسات للأوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للاستثمار أو التوسع، حيث يتميز هذا التمويل بأنه طويل الأجل، إذ أن المؤسسات غير ملزمة باسترجاع الأدوات المالية التي تصدرها من أصحابها ولكن يقوم صاحب الأداة المالية ببيعها في السوق المالية لفرد آخر.

كذلك تقوم السوق المالية بإتاحة فرصة لزيادة التمويل عند حاجة المؤسسة وذلك من خلال إصدار أوراق مالية جديدة، كما يوفر السوق المالي للمؤسسات فرصة الاقتراض بصورة غير مباشرة وذلك عندما ترتفع القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة منها، مما يجعل هناك ثقة كبيرة في نشاط المؤسسات ويتيح لها فرصا للاقتراض من أي مصدر آخر بخلاف السوق المالية.

خامسا: تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر

تعمل السوق المالية على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنويع التي توفرها، حيث تمكن السوق المالية من بناء محفظة تضم أوراقا مالية لقطاعات مختلفة ومؤسسات متنوعة مما يعمل على تخفيض المخاطر، كما يكون التنويع على المستوى الدولي مما يتيح فرصا أكبر لتخفيض المخاطر، حيث نجد كل مؤسسة تعمل على تحسين وضعها والاستفادة من ارتفاع أسعار أوراقها المالية الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل من جهة، ويضع الثقة في تعاملاتها من جهة أخرى، وبهذا فان حركة الأسعار في السوق تعمل بمثابة رقابة ومرشد للمديرين لتحسين أوضاع نشاطها وتحسين مركزهم المالي مما يؤدي إلى تحسين نمو الاستثمارات.

سادسا: تحقيق الاستقرار الاقتصادي

تعد السوق المالية أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتنفذ الحكومات مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي، وتجنب التضخم والكساد وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة، وبالتالي تغير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد، حيث تقوم الحكومة بالتأثير من خلال أدوات غير

مباشرة في التدخل لتحريك سعر الفائدة مما ينعكس على حركة الأسعار في السوق المالية، لأن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والأسعار في السوق المالية ومن ثم التأثير في زيادة نمو الاستثمارات.

الفرع الثاني: مؤشرات الأسواق المالية

أولا: تعريف المؤشر Index

المؤشر هو محصل للتغيرات التي حدثت في أسعار الأسهم خلال فترة زمنية معينة بما يساعد على كشف الاتجاه العام للسوق، كما يقوم المؤشر على عينة من أسهم الشركات التي تتداول في أسواق المال المنظمة وغير المنظمة وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تسمح للمؤشر بعكس الحالة التي عليها السوق المالية[1]، ويعتمد المؤشر على بنائه على النقاط التالية:

- عينة كافية لإعطاء نتيجة جيدة.
- تحديد أوزان لكل مفردة من العينة.
- طريقة رياضية واضحة لحساب المؤشر.

ثانيا: أنواع المؤشرات

يوجد نوعين من المؤشرات التي تقيس الأداء داخل الأسواق المالية[2]:

1- **المؤشرات العامة General Index:** وهي المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة أو أداء السوق بشكل عام.

2- **المؤشرات القطاعية Sectorial Index:** وهي المؤشرات التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة.

ثالثا: استخدامات المؤشرات

للمؤشر استخدامات عديدة نذكر بعضها فيما يلي[3]:

1- **إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحافظ:** حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار إجراء مقارنة بين التغير في عائد حافظة الأوراق المالية مع التغير الذي يطرأ على مؤشر السوق وبهذا يتفادى المستثمر متابعة أداء كل ورقة على حدة.

---

[1] محمد عبد الحميد محمد عطية: **الاستثمار في البورصة**، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2011، ص373.

[2] غازي فلاح المومني: **إدارة المحافظ الإشمارية الحديثة**، ط2، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص290.

[3] سارة عبدلي: **أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية**، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011-2012، ص07.

2- **الحكم على أداء المديرين المحترفين:** يمكن للمستثمر الذي يختار محتويات محفظته بطريقة عشوائية أن يحقق عائدا يعادل تقريبا عائد السوق، (متوسط معدل العائد على الأوراق المالية) الذي يعكسه المؤشر، مما يعني أن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق.

3- **التنبؤ بالحالة التي تكون عليها السوق:** يرتكز هذا العنصر على القدرات الفنية للمحلل بحيث إذا تمكن من معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (التحليل الأساسي) فبإمكانه أن يتنبأ مقدما بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل.

رابعا: أهم المؤشرات العالمية

توجد عدة مؤشرات عالمية نذكر أهمها فيما يلي[1]:

1- مؤشر داو جونز الصناعي The Dow Jones Industrial Average

يحتوي هذا المؤشر على 30 شركة صناعية في الولايات المتحدة الأمريكية، ويعتمد هذا المؤشر على ما يسمى بالوسط الموزون بالسعر، ويعتمد على سعر السهم في السوق وأنه يجب وضع أساس للأسعار في اليوم الأول في السوق، ويتحدد المؤشر وفق الصيغة التالية:

2- مؤشر كاك 40 CAC 40

يتم حسابه انطلاقا من عينة تتكون من (40) شركة فرنسية مقيدة في سوق التسديد الشهري، وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة لقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 31 ديسمبر 1987 بقيمة معطاة له في نفس التاريخ مقدرة بـ (1000) نقطة.

وتتم عملية حساب المؤشر وفق الصيغة التالية:

3- مؤشر فاينانشال تايمز Financial Times

يعد هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويعرف كذلك باسم FOOTSI ويتكون من (100) سهم من الأسهم المتداولة ببورصة حيث تمثل هذه الأسهم (100) شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية، وتمثل هذه الأسهم 70% من حجم رأس المال المتداول في

[1] أحمد عبد اللطيف سعد: **بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص251.

البورصة، وقد تم حساب قيمة المؤشر على أساس أسعار الإقفال ليوم العمل المنتهي في 30 ديسمبر 1983، وتم إعطاء قيمة أساسية للمؤشر قدرها (1000) نقطة.

المطلب الرابع: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

تعتبر الأوراق المالية موضوع التعامل في الأسواق المالية، إذ يتم إصدارها من طرف المؤسسات الاقتصادية مهما كانت طبيعة نشاطها، وتأخذ الأوراق المالية عدة أشكال أهمها الأسهم، السندات، والمشتقات المالية.

الفرع الأول: ماهية الأسهم

أولا: تعريف الأسهم Shares

يمثل السهم جزء من رأس مال شركة المساهمة، إذ أن رأس مال شركة المساهمة يقسم إلى أجزاء متساوية يسمى كل جزء منها سهما[1].

فالسهم هم عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته، مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة[2].

فالأسهم بهذا تشكل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة[3].

ومن خلال التعاريف السابقة، يمكن القول بأن الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، تمكن صاحبها أو حاملها من الحصول على حصة من رأس مال الشركة المصدرة لها، إضافة إلى جزء من التوزيعات من الأرباح التي تحققها، هذه الأوراق تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتعد هذه الأوراق أداة لتكوين أو رفع رأس مال الشركة.

[1] محمود أمين الزويل: **بورصة الأوراق المالية (موقعها من الأسواق–أحوالها ومستقبلها)**، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000، ص44.

[3] هوشيار معروف: **مرجع سابق**، ص92

[2] الطاهر لطرش: **تقنيات البنوك**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص82.

ثانيا: أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى[1]:

1- من حيث الأولوية في قبض الأرباح

وتنقسم الأسهم إلى:

أ- **الأسهم الممتازة:** تمثل جزء من رأس مال الشركة، والعائد يتوقف على تحقيق الشركة أرباحا فالامتياز يأتي من حق الأولوية لحملة الأسهم الممتازة في الحصول على الأرباح الموزعة قبل حملة الأسهم الأخرى.

ب- **أسهم ممتازة مجمعة الأرباح:** وهي كالأسهم الممتازة وإنما تزيد عليها في أن لحامليها حقا في الأرباح يتجمع ويستوفى من الأرباح في السنوات المقبلة إذا لم تنتج الشركة ربحا في سنة أو أكثر.

ج- **أسهم عادية:** وهي أجزاء متساوية من رأس مال شركة المساهمة، ويتقاضى حملة الأسهم العادية الأرباح الموزعة بعد حملة الأسهم الممتازة، ولحملة الأسهم العادية الحق في الاشتراك في الأرباح عند توزيعها والحق في حضور الجمعيات العمومية وبالتالي الحق في التصويت والحق في الاكتتاب عند إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة، ولهم أيضا الحق في الاشتراك في أصول الشركة عند بيعها بمناسبة تصفيتها.

2- من حيث الحصة التي يدفعها المساهم

وتنقسم الأسهم إلى:

أ- **أسهم نقدية:** يسدد المساهم قيمتها نقدا.

ب- **أسهم عينية:** تسدد قيمتها عينا في شكل أراضي أو عقارات... الخ، وعادة تخصص للمؤسسين أصحاب الفكرة في إقامة المشروع.

ج- **أسهم مختلطة:** ويدفع جزء نقدا وجزء عينا.

د- **حصص التأسيس:** وتصدرها الشركة عند تأسيسها وليس لها قيمة اسمية تكتب على الصك إنما كل ما في الأمر أن لها نصيب من الأرباح، ولا تدخل طبعا حصص التأسيس في رأس مال الشركة ويكتفي بذكر عددها عند إعداد الميزانية العمومية وتمنح للمؤسسين مقابل جهودهم في تأسيس الشركة.

[1] محمود أمين الزويل: **مرجع سابق**، ص47.

الفرع الثاني: ماهية السندات

أولا: تعريف السندات

السند هو عبارة عن عقد (أداة دين) تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض (المصدر للسند) أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند (المقرض) ويحمل السند قيمة اسمية Nominale وتاريخ استحقاق معين Maturité Date، ومعدل فائدة محددCoupon Rate[1].

1- **القيمة الاسمية:** وهي قيمة مبينة على وجه السند، وتمثل كمية النقود التي تقترضها الشركة وتعد بدفعها عند تاريخ استحقاقها. وعادة ما تكون القيمة (1000د.ج) أو مضاعفا لهذا المبلغ.

2- **تاريخ الاستحقاق:** كل سند له تاريخ استحقاق معين محدد في المستقبل، وعند هذا التاريخ يجب على الجهة المقترضة أن تدفع القيمة الاسمية وأن معظم السندات لها تواريخ استحقاق تتراوح بين (10) إلى (40) سنة.

3- **معدل الفائدة:** على المصدر للسند أن يدفع مبلغ محدد من الفائدة على السند كل سنة (وعادة تدفع الشركات كل ستة أشهر) وأن سعر الفائدة على السند يساوي قسمة دفعات الفائدة السنوية على القيمة الاسمية للسند.

ثانيا: خصائص السندات

تتمثل خصائص السندات فيما يلي[2]:

- قابلية السند للتداول إذا كان اسميا بطريق القيد في سجلات الشركة وبطريقة التسليم إذا كان السند لحامله.
- قرض السندات عادة ما يكون طويل الأجل تتراوح آجاله ما بين عشر سنوات إلى ثلاثين سنة.
- السندات قرض جماعي حيث تتعاقد الشركة المصدرة للسندات مع مجموعة من المقترضين وليس مع كل مقترض على حدة.
- ليس لمالك السند حق الاشتراك أو التدخل في الإدارة للشركة حيث لا يحقق له حضور الجمعية العمومية للشركة وليس له حق التصويت أو الرقابة على إدارة الشركة عكس الأسهم.

[1] عبد النافع الزرري، غازي فرح: **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص160.

[2] حمدي عبد العظيم: **اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2012، ص52.

- تتمتع السندات بضمان عام يتمثل في قيمة كافة أصول ممتلكات الشركة ولا يحصل المساهمون على حقهم في استرداد قيمتها عند تصفية الشركة إلا بعد الوفاء بقيمة السندات والفوائد المستحقة وكافة ديون الشركة.
- تستهلك السندات في نهاية المدة المحددة للقرض أو خلالها طبقا لما تقضي به نصوص الإصدار ونشرة الاكتتاب.
- يمكن إصدار السند بقيمة أقل من قيمته الاسمية أي بخصم إصدار.

ثالثا: أنواع السندات

نظرا لتعدد الشروط والبنود التي قد يتضمنها عقد السند فقد ظهرت العديد من أنواع السندات لكي تتناسب مع إما الجهة المصدرة للسندات أو المستثمر المحتمل الذي يمكن أن يقتني مثل هذه السندات[1].

1- من حيث أجل الاستحقاق

أ- السندات الدائمة Perpétuel Bonds

وهي تمثل تلك السندات التي ليس لها أجل استحقاق محدد وهنا فإن حامل السند لا يتوقع أن تقوم المنشأة بسداد قيمة السند في القريب العاجل ولكن ما عليه إلا أن يحصل على الفوائد الدورية التي يقدمها هذا السند، وإذا أراد التخلص منها فإن ما عليه إلا أن يقوم ببيعها في سوق الأوراق المالية وغالبا ما تقوم الحكومة بإصدار مثل هذا النوع من السندات أو المنشآت الضخمة التي تتمتع بسمعة طيبة.

ب- أذونات الخزينة Treasury Bills

وهي أداة دين قصيرة الأجل لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة وتتراوح عادة بين 3، 6، 12 شهر، وتحرص الحكومات على ضمان استمرارية تلك الأذونات في السوق فتصدرها بشكل دوري، فالإذن يباع بخصم على قيمته الاسمية عند الإصدار، فمثلا يمكنك أن تشتري إذن قيمته الاسمية (9.000 د.ج) وتستلم في نهاية المدة (عند الاستحقاق) مبلغ (1.000د.ج)، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يحققه المستثمر. وإذا قرر المستثمر بيع هذا الإذن قبل تاريخ الاستحقاق فإنه يضمن على الأقل استرداد قسمته الاسمية التي سبق وأن دفعها لشرائه[2].

[1] طارق الشهاوي، محمد صالح الحناوي: **الاستثمار في الأوراق المالية**، الدار الجامعية، جامعة الإسكندرية، مصر، 2012، ص79.

[2] عبد النافع الزرري، غازي فرح: **مرجع سابق**، ص162.

ج- السندات العادية Regular Bond

وهي تلك السندات التي يطلق عليها السندات المحددة الاستحقاق، وهنا يحدد تاريخ الاستحقاق في عقد السند وتلتزم المنشأة بالسداد في ذلك التاريخ.

د- السندات ذات الحق في الاستدعاء Bonds With Call Provision

وهي تلك السندات التي يرفق بها الحق في الاستدعاء، حيث يسمح للمنشاة بإجراء الاستدعاء خلال فترة زمنية محددة وسداد قيمة القرض إما مرة واحدة أو على دفعات سنوية.

2- من حيث الفوائد الدورية:

أ- سندات ذات فوائد نصف سنوية Semi-annuel Coupon Bonds

وهي تلك السندات التي تحمل كوبونات نصف سنوية حيث يحصل حاملو هذه السندات على عوائدهم بصفة دورية كل ستة أشهر.

ب- سندات ذات الفوائد السنوية Annual Coupon Bonds

وهي تلك السندات التي تحمل كوبونات سنوية حيث أن حاملها يحصل على عوائد بصفة دورية كل سنة.

ج- سندات مجمعة الفوائد Zero Coupon Bonds

وهي تلك السندات التي لا تقدم فوائد تدفع بصفة دورية، وإنما تقوم بتجميع الفوائد ويحصل عليها المستثمر في نهاية عمر السند، وهذا النوع من السندات يناسب المنشآت التي في حاجة شديدة إلى توافر أموال سائلة بدون أن تتحمل المنشأة أي أعباء دورية في الأجل القريب، ومن المعروف أن القيمة الرأسمالية (القيمة السوقية) للسند تزداد بقيمة الفوائد المستحقة على السند كلما طالت فترة احتفاظ المستثمر بالسند وإذا أراد المستثمر الحصول على أموال سائلة فإنه يستطيع بيع حصة من السندات التي يمتلكها لتوفير أموال سائلة.

د- سندات ذات معدل الفائدة المتغير Floating Rate Bonds

هذا النوع من السندات قد يكون مضمونا أو غير مضمون وقد استحدثت هذه السندات نتيجة للتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة الجارية في السوق منذ بداية الثمانينيات، وعادة ما يرتبط سعر الفائدة

على هذه السندات بسعر الفائدة على سندات أخرى مثل سندات الخزانة، ويتم تعديل سعر الفائدة على هذه السندات بين فترة وأخرى ليتلاءم مع أسعار الفائدة الجارية في السوق والتي تتغير عبر الزمن[1].

هـ- السندات ذات الخصم Municipal Bonds

وهي تلك السندات التي غالبا ما تصدرها الجهات الحكومية حكومات الولايات المحلية (المحافظات) لغرض تمويل عمليات التنمية المحلية وتمويل مشروعات البنية الأساسية، ولكي تشجع المستثمرين نحو شرائها فإن الدخل الذي يحصل عليه المستثمر من مثل هذا النوع من السندات يعتبر معفي من الضرائب.

3- من حيث الجهة المصدرة للسند

أ- السندات الحكومية Treasury Bonds

وهي تلك السندات التي يتم إصدارها بواسطة الحكومة وبالتالي فهي تضمن سدادها وسداد الفوائد المستحقة عليها في آجال استحقاقها، ويعتبر عائد مثل هذا النوع من السندات هو عائد أقل مخاطرة بالمقارنة بعوائد السندات التي تصدرها الشركات المساهمة والتي تنطوي على مستوى أعلى من المخاطر.

ب- سندات شركات المساهمة Corporate Bonds

وهي تلك السندات العادية والمصدرة بواسطة الشركات المساهمة حيث يسمح لهذه الشركات بإصدار سندات يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وتتحدد مدى جودة طبقا لمدى جدية الشركة المصدرة لهذا السند في السداد، والسمعة الماضية للشركة لها تأثير كبير على جودة السند الذي تصدره، وعموما فإن سندات الشركات المساهمة تتعرض لمخاطر عدم السداد Default Risk بالمقارنة بالسندات الحكومية التي لا تتعرض لهذا النوع من المخاطر.

ج- السندات الأجنبية Foreign Bonds

وهي تلك السندات التي يتم إصدارها بواسطة الحكومات الأجنبية أو بواسطة الشركات الأجنبية ويتم تداولها في السوق المحلي للأوراق المالية (إذا كانت مسجلة بهذا السوق) أو يمكن الحصول عليها من الأسواق العالمية

[1] **المرجع نفسه**، ص 163.

4- من حيث مستوى جودة السند

أ- السندات عالية الجودة High Quality Bonds

وهي تلك السندات التي تصدرها جهات لها تاريخ طويل وتتمتع بسمعة طيبة مثل شركات المساهمة الوطنية ويقبل المستثمر على مثل هذا النوع من السندات (مع أنها قد تقدم عائد منخفض) بالمقارنة بالأنواع الأخرى من السندات، نظرا لأنها تنطوي على قدر ضئيل من المخاطر وخصوصا مخاطر عدم القدرة على السداد.

ب- السندات رديئة الجودة Junk Bonds

وهي تلك السندات التي تصدرها منشآت إما حديثة العهد أو إنها تعاني من مشاكل تمويلية بصفة مستمرة ولكي تغري المستثمر على شراء مثل هذا النوع من السندات فهي تقدم عائد دوري عالي بالمقارنة بالأنواع الأخرى من السندات.

الفرع الثالث: ماهية المشتقات المالية

أولا: تعريف المشتقات المالية Financial derivatives

يقصد بالمشتقات المالية العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد)، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية...، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضع العقد، ومن أهم المشتقات: العقود المستقبلية، عقود الاختيار، وعقود المبادلات.

ويمكن تعريفها كذلك بأنها عبارة عن عقود مالية تتعلق ببنود خارج الميزانية، وتتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها[1].

ثانيا: أنواع المشتقات المالية

تنقسم المشتقات المالية إلى[2]:

1- العقود المستقبلية Future Contracts: هي التزام نمطي إما بالبيع أو لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل والعنصر الأساسي في هذا

[1] عبد العال حماد: **المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص05.

[2] بن عمر بن حاسين: **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية**، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012-2013، ص28.

العهد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليهما عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل.

2- **العقود الاختيارية Option Contracts:** وتسمى هكذا لأنها تعطي مشتري العقد الحق وليس التزام كما هو الحال في العقود المستقبلية في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، وذلك نظير مبلغ غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض أو المكافأة.

3- **عقود المبادلات Swops Contracts:** هي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية...)، وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المدفوعات أو المتحصلات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية كما يضاف أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية

بدأ الاهتمام بمفهوم كفاءة سوق رأس المال وعلاقته بالبيانات التي تحتوي عليها القوائم المالية للمشروع كنتيجة لقيام محللي الأوراق المالية بما يعرف بتحليل القوائم المالية والذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية المسعرة تسعيرا خاطئا، لذلك توصل الباحثون في مجال الاستثمار إلى أن عدم الكفاءة معناه انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية.

المطلب الأول: تعريف كفاءة الأسواق المالية وخصائصها

الفرع الأول: تعريف كفاءة الأسواق المالية Market Efficiency

يعكس مفهوم كفاءة أسواق المال العلاقة بين أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها وبين البيانات والمعلومات المتوفرة على مستواها[1]، ويتم عادة تعريف الكفاءة في الأدبيات المالية بكونها محصلة لثلاثة أشكال من الكفاءة[2]:

1- **الكفاءة التخصيصية:** فهي الطريقة التي يتم بها التوزيع الأمثل للموارد على مختلف الاستخدامات البديلة لها، أخذين في الحسبان تكاليف استخدامها.

2- **الكفاءة التشغيلية:** هي تتعلق بتكلفة الحصول على رأس المال، إذ تسمح بالالتقاء الأمثل بين طالبي وعارضي الأموال، بشكل يرضي الطرفين، ولهذا السبب تجعل للوسطاء الماليين دورا هاما في إتمام هذه العملية بأقل التكاليف وأنسب العوائد.

3- **الكفاءة المعلوماتية:** وهي التي تقصد عند الحديث عن كفاءة سوق المال.

وعليه تعرف كفاءة الأسواق المالية كما يلي:

يعتبر مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية امتداد للنظرية الكلاسيكية للاقتصاد، والتي تعتبر أنه لا توجد أرباح زائدة في ظل ظروف المنافسة، فإذا كانت هناك مجموعة معينة من البيانات معرفة لجميع المتعاملين في سوق الوراق المالية فإنه في ظل ظروف المنافسة السائدة في السوق سو فيكون معدل العائد الذي يحققه المستثمر قريبا من معدل العائد المتوقع[3].

---

[1] محمد صالح الحناوي: **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص 123.

[2] جعدي شريفة، سليمان ناصر، **قياس الكفاءة التشغيلية باستخدام طريقة النسب المالية لعينة من البنوك العاملة بالجزائر دراسة تطبيقية خلال الفترة 2006-2010**، مجلة الباحث، العدد12، جامعة ورقلة، الجزائر، 2013، ص 160.

[3] المرجع نفسه، ص160.

كما أن سوق الأوراق المالية تكون كفء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة[1].

فعرفه على أنه ذلك السوق الذي يكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية لقيمتها الحقيقية[2].

كما تعرف السوق الكفء بأنها السوق الكفء تعكس الأسعار جميع المعلومات إلى غاية المستوى الذي تصبح فيه الأرباح الناجمة عن استغلال المعلومة مساوية تماما للتكاليف الإضافية المرتبطة بالحصول عليها[3].

ومن خلال ما سبق يمكن تعريف السوق الكفء على أنه ذلك السوق الذي تعكس فيه الأسعار جميع المعلومات المتاحة للمستثمرين حول الأوراق المالية المتداولة فيه.

الفرع الثاني: خصائص السوق الكفء

وفقا لمفهوم الكفاءة يستخلص المميزات التالية[4]:

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم.
- المعلومات متاحة للجميع من دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء المؤسسات خلال الفترة القادمة.
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.
- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

---

[1] **المرجع نفسه**، ص161.

[2] فيصل محمود الشواورة، **مرجع سابق**، ص 49.

[3] Jaques Hamon: **Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers,** In : Les grands Auteurs en finance, Collection Dirigée par M. Albouy, Edition Ems, Colombelles, 2003, P 101.

[4] جهيدة زيد: **مرجع سابق**، ص04.

المطلب الثاني: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية

نجد في هذا الصدد نوعين هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، وكفاءة السوق وسلوك السعر.

الفرع الأول: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

ليكون السوق كفء لابد من وجود عدد معتبر من المستثمرين الذين يعتقدون بعدم كفاءة السوق، لأنه بسبب هذا الاعتقاد سوف يسعى كل منهم للحصول على المعلومات وتحليلها وتشغيلها لينفرد بميزة معلوماتية تتمثل فيما يحصل عليه من معلومات قبل غيره من المستثمرين، حتى يمكنه اكتشاف القيمة السوقية الحالية للسهم ومقارنتها مع القيمة الحقيقية وهو ما ينجم عنه تغير في القيمة السوقية للأوراق المالية بحيث تتعادل مع قيمتها الحقيقية وتتحقق كفاءة السوق، ولا يستطيع أي من هؤلاء المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية والتي يسعى لتحقيقها[1].

وهنا لابد من التفرقة بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية[2].

1- الكفاءة الكاملة:

تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل الشروط التالية:

أ- المعلومات متوفرة لكامل المستثمرين في نفس الوقت وبدون تكلفة، وبالتالي توقعات هؤلاء المستثمرين تكون متماثلة.

ب-لا توجد تكاليف معاملات أو ضرائب أو غيرها.

د- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.

هـ-وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.

و- المستثمرون يتميزون بالتصرف الرشيد لتعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

2- الكفاءة الاقتصادية:

كفاءة السوق هي الكفاءة الاقتصادية ولكي يكون السوق يتميز بهذه الكفاءة لابد من توفر ميزتين:

أ- **كفاءة التسعير:** وتسمى بالكفاءة الخارجية ويقصد بها وصول المعلومات الجديدة لا يستغرق وقت (دون فاصل زمني)، وتكون متاحة للجميع وهذا يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة، وبذلك يكون التعامل في السوق بمثابة مباراة عادلة لكن هذا لا يمنع بأن يحقق

[1] سارة عبدلي: **مرجع سابق**، ص09.

[2] **المرجع نفسه**، ص10.

المستثمر خسائر فادحة ولا يرجع ذلك إلى أن السوق غير كفء بل يرجع إلى جهل بعض المستثمرين ونقص الخبرة في تحليل المعلومات الواردة.

ب- **كفاءة التشغيل:** وتسمى بالكفاءة الداخلية وهي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب من دون تمل تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح لصناع السوق الفرصة لتحقيق هامش ربح مغالى فيه. ومنه الكفاءة الداخلية في السوق تساهم في تحقيق الكفاءة الخارجية، حيث تعكس أسعار الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق إذا كانت التكاليف التي يتحملها المستثمرون في الحصول على تلك المعلومات وتشغيلها عند أدنى حد ممكن وهذا ما يشجع السعي للحصول عليها.

الفرع الثاني: كفاءة السوق وسلوك السعر

وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة مما يعني أن السعر عادل ولا يوجد مجال للقول بأن السعر السائد أقل مما يجب أو أعلى مما يجب[1].

المطلب الثالث: مستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية

هناك ثلاث أشكال من الكفاءة في سوق الأوراق المالية، الشكل الضعيف، والشكل الشبه القوي، والشكل القوي.

الفرع الأول: الشكل الضعيف لكفاءة السوق Weak Efficiency Form

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي، وهو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى، هذا وتعرف صيغة الفرض الضعيف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، ذلك أنه إذا كان من المستحيل التنبؤ بسعر السهم اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي، فإن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي أو بعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية

[1] **المرجع نفسه**، ص10.

مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط، أو ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار[1].

وقد اختبرت الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق من خلال ثلاثة مداخل مختلفة هي سلسلة الارتباط، وقواعد التصفية، واختبار الأنماط الطارئة، وسوف نعرض باختصار لما يعنيه كل مدخل[2]:

أولا: سلسلة الارتباط Serial Correlation

تقيس سلسلة الارتباط معامل الارتباط بين التغير في سعر سهم ما خلال فترة معينة، وإذا ما كشفت نتائج تحليل تلك السلسلة عن وجود نمط للتغير في الأسعار، فإن هذا يعد بمثابة رفضا لنظرية الحركة العشوائية للأسعار أو ما يطلق عليه بالصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، كل هذا مع ملاحظة أننا نهتم بالمدى القصير وليس بالمدى الطويل(يوم، أسبوع، شهر) الذي يسعى فيه المضاربين وبعض المستثمرون للتنبؤ بالأسعار المستقبلية بناء على حركة الأسعار في الماضي وتحقيق أرباح تفوق ما يمكن أن يحققه مستثمرون آخرون لا يقومون بمثل هذا التنبؤ.

ثانيا: قواعد التصفية Filtering Rules

يعترض البعض على مدخل تحليل الارتباط على اعتبار أنه أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون بديلا واقعيا 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 عائدا متميزا عن أقرانه الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد، هذا ويطلق على هذه القواعد بقواعد التصفية، وفي هذا الصدد توجد أربعة مجموعات من القواعد للتصفية التي اقترحها الفنيون:

1- المجموعة الأولى

تقوم على أن ارتفاعا في الأسعار بنسبة معينة يعد مؤشرا يعتمد على قرار الشراء، وأن انخفاضا في السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا سليما لقرار البيع.

---

[1] عبد الغفار حنفي: **الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم–سندات–وثائق الاستثمار–الخيارات)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص217.

[2] **المرجع نفسه**، ص218.

2- المجموعة الثانية

فهي قواعد الدورات والموسمية Market Cycles and Seasonally ومن بينها تلك التي تقضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، ومنها كذلك ما يقضي بان أسعار الأسهم تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة وهو ما يسمى بتأثير الوقت الذي أشار إليه كين Keane، وبالطبع لو صح ذلك الاعتقاد فإنه يمكن لمن يتبعه أن يتخذ قرار الاستثمار المناسب في الوقت المناسب.

3- المجموعة الثالثة

فهي التي تعتمد على المتوسط المتحرك، حيث يعتبر الفنيون أن التقاء المنحنى البياني الممثل لتغيرات سعر الورقة المالية والمنحنى البياني للمتوسطات المتحركة المحسوبة على أساس هذه التغيرات بتأخر **(t)** فترة زمنية على أساس اتخاذ قرارات الشراء أو البيع[1].

4- المجموعة الرابعة

فهي خريطة القوة النسبية للسعر، فهناك أسهم ترتفع أسعارها بسرعة عندما يكون السوق في صعود إلا أن أسعارها تنخفض ببطء عندما تكون السوق في هبوط وعادة ما يتولد عنها عائد مميز[2].

ثالثا: اختبار الأنماط الطارئة

من الانتقادات الموجهة إلى سلسلة الارتباطات وقواعد التصفية أنهما قد يفشلا في اكتشاف الأنماط الطارئة في التغيرات السعرية قد تكون عشوائية معظم الوقت، إلا أنها قد تأخذ من آن إلى آخر نمطا معينا يمكن اقتفاء أثره، وللتأكد من مدى إمكانية حدوث ذلك يمكن استخدام اختبارات التغير في اتجاه الأسعار، التي تهدف إلى معرفة عدد المرات التي حدث فيها تغير في اتجاه الأسعار وطول الفترة في كل مرة، فالسلسلة التالية من الأسعار تكشف عن إن هناك 4 تغيرات سعريه موجب، صفر، سالب، موجب، +س تعني حركة سعريه بالزيادة، –س تعني حركة سعريه بالانخفاض كما تكشف كذلك عن تفاوت الفترة التي أمضاها كل تغير.

الفرع الثاني: الشكل شبه القوي Semi – Strong Form

وتكون المعلومات المهمة عن الشركة وتوقعات سير عملها وأرباحها ونموها وأسعار أسهمها ومصادر موادها الخام وأسواقها...الخ، منشورة ومتاحة للجميع في وقت واحد ومن السهل الحصول عليها

[1] بلجبلية سمية: **مرجع سابق**، ص 40.

[2] **المرجع نفسه**، ص 41.

بسرعة وبدون تكلفة تذكر بحيث لا يمكن لأحد من البائعين أو المشترين أن يستفيد من معرفته بها في تحقيق أرباح غير عادية وذلك لأن الجميع يعرفونها، وفي مثل هذه السوق تكون الأسعار السائدة قريبة جدا من السعر العادل الذي يعبر عن القيمة الحقيقية للأداة موضوع التعامل[1].

الفرع الثالث: الشكل القوي Strong Form

بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعام والخاص، أي المعلومات المنشورة للعامة إضافة إلى المعلومات التي يحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم (وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين)، ويعني هذا أن حركة أسعار الأسهم في السوق هي حركة عشوائية طالما أن المعلومات ترد إلى السوق في شكل نمط عشوائي وغير منتظم وقد تكون مسار أو غير ذلك[2].

[1] زياد رمضان: **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، ط4، دار وائل للنشر، عمان الأردن،2007، ص129.

[2] محمد الصيرفي: **البورصات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر،2007،ص34.

خلاصة الفصل:

تعتبر الأسواق المالية الوسيلة التي يتم من خلالها تمويل الاحتياجات المالية، وهي تمثل حلقة وصل بين المشترين والبائعين، بالإضافة إلى ما توفره من السيولة وتعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، ومن أهم خصائصها أنها سوق ثابتة المكان وفي مواعيد محددة وتعتبر مؤشرات داو جونز ومؤشر أس أند بي من أهم المؤشرات العالمية.

يتعامل السوق بمجموعة من الأدوات، من بينها الأسهم والسندات فالأسهم تعتبر جزءا من رأس المال للشركة، وتتفرع إلى نوعين أساسيين هما الأسهم العادية والأسهم الممتازة. أما السندات فهي عبارة عن أداوت دين طويلة الأجل. كما يوجد ما يسمى بالمشتقات المالية وهي أدوات حديثة تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي وتنقسم إلى عقود آجلة ومستقبلية، وعقود الخيارات، وعقود المبادلات.

إن تداول هذه الأدوات المالية يتطلب وجود سوق يتسم بالكفاءة، والتي تعكس العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين البيانات والمعلومات المتوفرة على مستواها، أين تنقسم كفاءة الأسواق المالية إلى ثلاث مستويات: المستوى الضعيف، والمستوى شبه القوي، والمستوى القوي.

الفصل الثاني

بورصة الجزائر وكفاءتها

تمهيد

بعد أن تطرقنا في الفصل السابق إلى الأسس النظرية المتعلقة بالأسواق المالية وكفاءتها، عرضنا في هذا الفصل الدراسة التطبيقية لاختبار الفرضيات، وللإلمام أكثر بهذا الجانب قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين، تعرضنا في البحث الأول لبورصة الجزائر حيث شمل نشأة وتطور بورصة الجزائر، وشروط الإدراج في بورصة الجزائر بالإضافة إلى مختلف الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ومؤشر بورصة الجزائر. في حين خصصنا المبحث الثاني لدراسة كفاءة بورصة الجزائر عند المستوى الضعيف حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مطالب، تضمن المطلب الأول تحليلا لمؤشرات أداء بورصة الجزائر، أما المطلب الثاني فقد عرضنا فيه الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة أما المطلب الثالث فقد عرضنا فيه أهم النتائج المتوصل إليها.

المبحث الأول: ماهية بورصة الجزائر

يعرض هذا المبحث ماهية بورصة الجزائر، حيث شمل ثلاث مطالب تطرقنا فيها إلى نشأة ومراحل تطور بورصة الجزائر، بالإضافة إلى شروط وعملية الإدراج بها. وفي الأخير تم عرض الشركات المدرجة ببورصة الجزائر وإعطاء نبذة عن مؤشر بورصة الجزائر وطريقة حسابه.

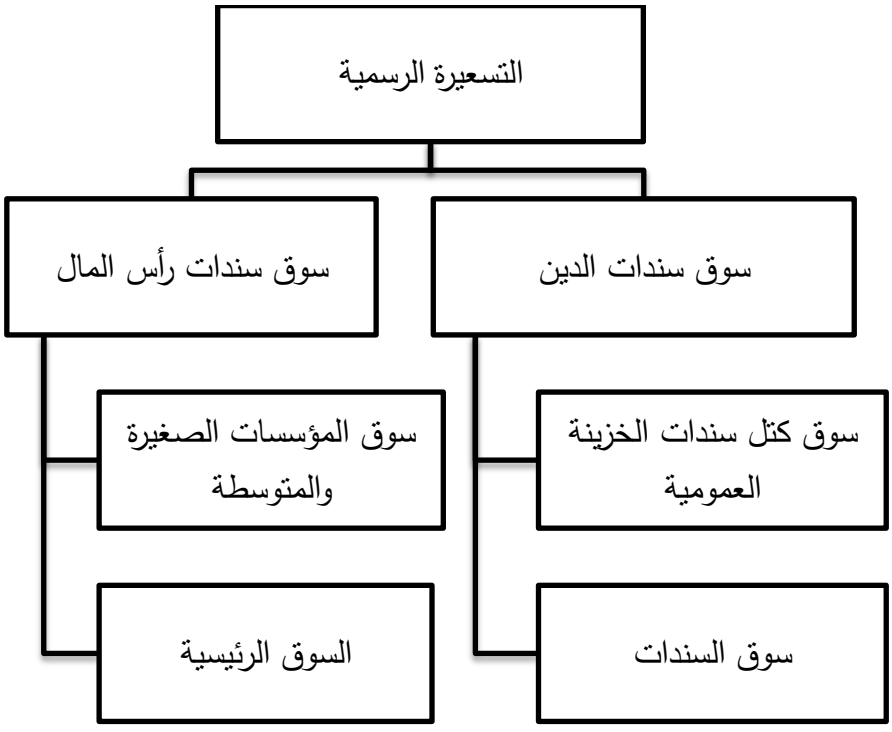
المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر

الفرع الأول: نشأة بورصة الجزائر

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988، أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة فكان ابتداء من سنة 1990. وانطلقت بورصة الجزائر من 1990 إلى غاية الآن[1].

تنقسم بورصة الجزائر إلى مجموعة من الأسواق أو ما يطلق عليه بالتسعيرة الرسمية، حيث يمثل الشكل رقم (01) التسعيرة الرسمية لبورصة للقيم المنقولة بالجزائر.

الشكل رقم (01): التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر



المصدر: موقع بورصة الجزائر(www.sgbv.dz)، تاريخ الاطلاع 2016/02/14.

[1] صليحة بولحية، **تقييم أداء بورصة الجزائر (2000-2011)**، مذكرة ماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2013-2014، ص05.

من خلال الشكل يتضح لنا أن تسعيرة بورصة الجزائر للقيم المنقولة تتكون من سوقين هما[1]:

أولا: سوق سندات رأس المال The market for equity securities

وتتكون من:

1- السوق الرئيسية The Main market

وهي سوق موجهة للمؤسسات الكبرى، ويوجد حالياً خمس (05) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي:

- **مجمع صيدال:** الناشط في القطاع الصيدلاني.
- **مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي:** الناشطة في قطاع السياحة.
- **أليانس للتأمينات:** الناشطة في قطاع التأمينات.
- **أن .سي .أرويبة:** الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.
- **مجمع بيوفارم:** الناشط في القطاع الصيدلاني.

2- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة Small and Medium Enterprises Market

خصصت هذه السوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 جانفي 2012، المعدّل والمتمم للنّظام رقم 97-03 المؤرخ في17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلّق بالنّظام العام لبورصة القيم المنقولة.(صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 جويلية 2012)[2].

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

ثانيا: سوق سندات الدين The market of debt securities

حيث تتكون من:

[1] موقع بورصة الجزائر (www.sgbv.dz)، تاريخ الاطلاع 2016/02/14.

[2] موقع الجريدة الرسمية الجزائرية (www.joradp.dz)، تاريخ الاطلاع2016/05/17.

1- سوق سندات الدين:

وهي سوق خاصة بالسندات التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة. ويوجد إلى غاية الآن (ماي 2016) سند واحد مدرج في تسعيرة هذه السوق، وهو خاص بمجموعة **دهلي***، والتي من المقرر أن يحل تاريخ استحقاق سندها في نهاية سنة 2016.

2- سوق كتل سندات الخزينة العمومية:

وهي سوق مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، تأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً 26 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من (400 مليار و. ن). ويتم التداول على سندات الخزينة التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و10 و15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

الفرع الثاني: مراحل تطور بورصة الجزائر

مرت عملية تطور بورصة الجزائر بعدة مراحل نذكرها فيما يلي:

أولا: مرحلة (1990-1992)

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 وينص المرسوم رقم 101-90 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح المرسوم رقم 102-90 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990[1] أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها. حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية والأخرى، وفي أكتوبر من نفس السنة، ومن خلال هيئات مؤهلة الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيأة بتسمية مؤقتة "شركة القيم المتداولة" وبتاريخ 09 نوفمبر 1990 قامت صناديق المساهمة الثمانية* بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ (320000 و. ن)، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة، ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة،

*هي شركة ذات أسهم (دايو الجزائر للفندقة والترفيه والعقارات)، تم إنشاؤها في 9 أكتوبر 1996، تعمل في مجال عقارات الأعمال، ، كما تشارك في قطاع السياحة، لا سيما الفندقة (فندق هيلتون)، وتوفر خدمات مثل تأجير مساحات للاستخدام المكتبي، ويمتد نشاطها أيضا إلى خدمات أخرى ذات صلة.

[1]موقع الجريدة الرسمية الجزائرية (www.joradp.dz)، تاريخ الاطلاع 2016/05/17.

بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، وتتوفر لديها جميع الإمكانات للرقي والازدهار ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة، والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب إن تلعبه، فقد تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فيفري 1992 إلى (9.320.000.00 و. ن) كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية. وبالرغم من كل المجهودات المبذولة إلا إن تكون عملية بالمرة في هده المرحلة، حيث اعترضت انطلاقتها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد[1].

ثانيا: مرحلة (1993-1995)

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة، حيث منع قانون 04-88 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهدا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة، أما فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على جعل إمكانية تأسيسها، والشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير زيادة رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من (300.000.00 و. ن) إلى:

- خمسة ملايين دينار جزائري (5.000.000.00 و. ن) في حالة إجراء العرض العمومي للادخار.
- مليون دينار جزائري (1.000.000.00 و. ن) عند عدم اللجوء للعرض العمومي للادخار.

ثالثا: مرحلة (1996-1997)

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة، وأصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.

وعليه فقد تم في فيفري1996 تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة **C**ommission d'**O**rganisation et de **S**urveillance des **O**pérations de **B**ourse(COSOB)، إلى جانب شركة تسيير القيم La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs(**SGBV**)، مع تحديد مخطط كل منها، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

[1] صليحة بولحية، **مرجع سابق**، ص05.

ومع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات داخل البورصة، حيث يمثلون مختلف المؤسسات المالية، وتولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين مع تنظيم عدة ملتقيات[1].

رابعا: مرحلة (1998-2006)

تميزت هذه الفترة ببداية إدراج الشركات في البورصة، حيث كان مجمع رياض سطيف الرائد في مجال إنتاج الصناعات الغذائية من الحبوب ومشتقاتها أول شركة أدرجت في بورصة الجزائر، وقد طرح المجمع أسهمه للاكتتاب العام في 17 جويلية 1998. ويعتبر أيضا أول الشركات التي خرجت من البورصة بعد تجربة دامت أكثر من 7 سنوات، وذلك في 06 ديسمبر 2006 بطلب منها وذلك على إثر قرار مجلس مساهمات الدولة بسحب المؤسسة من البورصة قصد التنازل عنها للقطاع الخاص.

كما شهدت هذه الفترة أيضا دخول كل من مجمع صيدال الرائد في الإنتاج الصيدلاني 17 جويلية 1999 ومؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي الرائدة في القطاع الخدماتي في أواخر سنة 1999[2].

خامسا: مرحلة (2007-2016)[3]

تميزت هذه الفترة بزيادة في عدد الشركات المنظمة لبورصة الجزائر، كما تم إدراج شركة أليانس للتأمينات وذلك في 07 مارس 2011، وتعتبر من الشركات الوطنية الكبرى المملوكة للقطاع الخاص الرائدة في قطاع التأمينات. كما شهدت هذه الفترة إدراج شركة أن سي أ رويبة الناشطة في مجال إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة وذلك في أفريل 2013. وفي شهر مارس من سنة 2016 تم إعلان العرض العمومي للادخار لمجمع بيوفارم الناشط في مختلف قطاعات الصناعات الصيدلانية. ليصبح بذلك عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خمسة (05) شركات. وفي نفس السنة 2016 بدأ نشاط مؤشر بورصة الجزائر بأخذ سنة 2008 كسنة أساس. وقد مرت الجزائر خلال هذه الفترة بعدة أحداث لعل أبرزها الأزمة المالية العالمية 2008، وقد تأثرت الجزائر بها على غرار كل دول العالم، لكن سرعان ما تحسن الوضع الاقتصادي وذلك بسبب الارتفاع الكبير في أسعار المحروقات والذي كان سببا في انتعاش الاقتصاد الوطني وخروجه من الأزمة.

---

[1] المرجع نفسه، ص05.

[2] النشرات الإعلانية لبورصة الجزائر 2016، (www.sgbv.dz)، تاريخ الاطلاع 2016/02/14.

[3] المرجع نفسه.

المطلب الثاني: شروط الإدراج في بورصة الجزائر

تتمثل شروط قبول إدراج الشركات ببورصة الجزائر في[1]:

الفرع الأول: شروط القبول في بورصة الجزائر

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم.
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار جزائري (5.000.000.00 د. ن).
- أن تكون قد نشرت البيانات المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.
- أن تقدم تقريرا تقييميا لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على ألا يكون عضوا في هذه الأخيرة.
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة.
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات.
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة.
- العمل على الامتثال لشروط الإفصاح عن المعلومات.
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20٪ على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهما كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

[1] موقع بورصة الجزائر (www.sgbv.dz)، تاريخ الاطلاع 2016/02/14.

الفرع الثاني: عملية الإدراج في بورصة الجزائر

تتضمن عملية الإدراج في بورصة الجزائر ثلاث مراحل مهمة هي[1]:

أولا: مرحلة ما قبل الإدراج

هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المُصدر، مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج. وتتضمن المراحل التالية:

1. **القرار بإجراء العملية**

تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار ولا يمكنها أن تفوّض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلاّ الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.

2. **الإعداد القانوني للشركة والأسهم**

إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزَم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

3. **تقييم الشركة**

يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على ألا يكون عضواً في هذه الأخيرة، ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

4. **اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتتمثّل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال.

ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.

[1] المرجع نفسه.

وأما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقي البورصة، وذلك لمدة خمس (05) سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سنداتها والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

5. إعداد مشروع المذكرة الإعلامية

يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي واستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني ...). وتملك لجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.

6. الانضمام إلى مؤتمن السندات المركزي*

قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمن المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

7. حملة التسويق

سعياً لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف...) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.

8. بيع السندات

يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

9. كشف النتائج

في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأنّ العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

10. تسوية العملية

*المؤتمن المركزي أو الجزائر للمقاصة: يُعنى بالعمليات المتعلقة بالسندات فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات، مركزة حفظ للسندات، إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المُصدِرة، نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

يقوم المؤتمن المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

ثانيا: مرحلة الإدراج

وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة، تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند، كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

ثالثا: مرحلة ما بعد الإدراج

وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيّراته في السوق:

1. عقد السيولة

يسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة، ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة، والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها.

2. نشر المعلومات

ما إن يتمّ تسعيرة السند في البورصة حتّى تُصبح الجهة المصدرة مُلزمة باطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه، إن كان معروفاً، التأثير بشكل كبير على سعر السندات، ويتعين عليها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

المطلب الثالث: الشركات المدرجة ومؤشر بورصة الجزائر

الفرع الأول: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

توجد في بورصة الجزائر خمس شركات مدرجة هي[1]:

[1] موقع بورصة الجزائر (www.sgbv.dz)، تاريخ الاطلاع 2016/02/14

أولا: مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي (Aurassi)

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 ماي 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات حتى عام 1983، في ذلك العام، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقي ، (المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 أفريل 1983)، وعدّل الفندق ، في 12 فيفري عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي"، وفي عام 1995، وفي جوان 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثّل مبلغ العرض (480 مليون و. ن) ، أو ما يعادل 20٪ من رأس المال الاجتماعي.

ثانيا: شركة أليانس للتأمينات (Alliance Assurance)

أليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره (500 مليون و. ن)، أنشئت في جوان 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين. وتم رفع رأس مالها إلى (800 مليون و. ن) خلال العام 2009. وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ (2.2 مليار د.ج) بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار ومكنّت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين، في نوفمبر 2010 شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. وانصب مبلغ العرض على 31٪ من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته (1.44 مليار و. ن) مقسمة إلى 1804511 سهم، في مارس 2011 بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011. وقدر سعر الإدراج بـ (830 و. ن).

ثالثا: شركة أن- سي- أ الروبية (N.C.A. Rouiba)

الشركة ذات الأسهم أن سي أ-روبية هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأسمال قدره (792 مليون د.ج)، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة. وقد تأسست

في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة تحت اسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية". في سنة 2003 غيّرت الشركة شكلها القانوني وأصبحت شركة ذات أسهم، وفي سنة 2008 تم تغيير الاسم السابق للشركة من "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية" إلى " أن سي أ رويبة "، ورفع رأس المال الشركة من 792 مليون دينار جزائري إلى (849 مليون د.ج)، وفي سنة 2011 صدر قرار مجلس الإدارة في 27 ماي 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين في 31 جانفي 2012، وفي أفريل 2013 شرعت مؤسسة أن سي أ الرويبة في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 25٪ من رأس المال، أي ما يعادل (212.25 مليون د.ج) موزعة على 8950491 سهم.

رابعا: مجمع صيدال (Saidal)

تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري، وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم، ثم إن هذه الشركة غيّرت اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال. وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم، وفي عام 1993، تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكّنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة، في فيفري 1999 قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 20٪ من رأس مال المجمع، أي ما يعادل (500 مليون و. ن) موزعة على 2 مليون سهم.

خامسا: مجمع بيوفارم (Biopharm)

مجمع بيوفارم الناشط في مختلف قطاعات الصناعات الصيدلانية، كانت بداية نشاطه في 1991/10/14، برأس مال اجتماعي قدره 5 ملايير دينار جزائري مقسمة إلى 25 مليون و500 ألف سهم، يقع مقرها في بلدية الرغاية ولاية الجزائر، وله فروع في البليدة، وهران، سطيف، تيزي وزو، ورقلة،

سطيف)، وعرض مجمع بيوفارم أكثر من 5 ملايين سهم تمثل 20% من رأس مال الشركة بسعر قدره (1225 د.ج) للسهم.

الفرع الثاني: مؤشر بورصة الجزائر

أولا: تعريف مؤشر بورصة الجزائر DZAIR INDEX

هو المؤشر المرجعي لبورصة الجزائر، يضم إجمالي المؤسسات المسعرة في السوق الرئيسي من مختلف القطاعات، ويعكس الاتجاه العام للسوق وتتم عملية تسيير وحساب مؤشر **دزاير اندكس** من قبل رسميي المقصورة لشركة تسيير بورصة القيم[1].

ويتم حسابه بإتباع مبدأ ترجيح الرسملة العائمة للسوق، بحيث يكون وزن كل قيمة متضمنة في المؤشر موافقة لعدد أسهم الشركة القابلة للتداول، ويتم حساب المؤشر اعتمادا على أسعار قيم العينة عند الإغلاق في نهاية كل حصة تداول، ويحسب المؤشر دزاير اندكس اعتمادا على أساس (1000) بتاريخ 03 جانفي 2008، وقد يتوجب إخضاع المؤشر لتعديلات خاصة في الحالات التالية[2]:

- ادراج قيمة جديدة في السوق الرئيسي.
- رفع أو تخفيض رأس المال.
- شطب قيمة معينة.
- دمج قيمتين أو اندماج قيمة أخرى مسعرة.
- دفع كوبونات أرباح الأسهم.
- أي حدث آخر من شأنه التأثير مباشرة وبشكل جوهري على المؤشر.

ثانيا: صيغة حساب المؤشر

يتم حساب المؤشر وفقا للصيغة التالية[3]:

$$\text{DZAIR INDEX} = \frac{\sum_{i=1}^{n} F_{i.t} * C_{i.t} * Q_{i.t}}{\sum_{i=1}^{n} C_{i.0} * Q_{t.0} * K_g} * 1000$$

حيث:

$$K_g = K_1 * K_2 * \ldots\ldots\ldots k_N$$

t = تاريخ الحساب.

[1] موقع بورصة الجزائر (www.sgbv.dz) تاريخ الاطلاع 2016/02/14.

[2] المرجع نفسه.

[3] المرجع نفسه.

n = عدد قيم العينة.

$C_{i.t}$ = سعر القيمة **i** بتاريخ الحساب **t** .

$Q_{i.t}$= القيمة لأسهم الإجمالي العدد **i** الحساب بتاريخ **t.**

$C_{i.0}$ = سعر القيمة **i** بتاريخ قاعدة الحساب .

$Q_{i.0}$ = العدد الاجمالي للأسهم القيمة**i**بتاريخ قاعدة الحساب .

$F_{i.t}$ = نسبة عائمية القيمة**i** بتاريخ الحساب**t** .

k_g = للتعديل الاجمالي المعامل .

N= الحدث المستدعي تعديل المؤشر.

المبحث الثاني: الدراسة القياسية لكفاءة بورصة الجزائر

تم من خلال هذا المبحث القيام بدراسة كفاءة بورصة الجزائر عند المستوى الضعيف، حيث قسمنا المبحث إلى ثلاث مطالب، عرضنا فيها تحليل مؤشرات أداء بورصة الجزائر، والإحصاءات المستخدمة لاختبار الكفاءة، وأخيرا تم اختبار فرضيات الدراسة.

المطلب الأول: تحليل مؤشرات أداء بورصة الجزائر

الفرع الأول: مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

إن زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة له دلالة هامة على التطور السريع للسوق المالي[1]. ويمثل الجدول رقم (01) عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة بين 1998 و2015:

الجدول رقم(01): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (1998-2015)

السنوات	عدد الشركات المدرجة	السنوات	عدد الشركات المدرجة
1998	1	**2007**	2
1999	3	**2008**	2
2000	3	**2009**	2
2001	3	**2010**	2
2002	3	**2011**	3
2003	3	**2012**	3
2004	3	**2013**	4
2005	3	**2014**	4
2006	2	**2015**	4

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر (www.sgbv.dz)، تاريخ الاطلاع 2016/03/15.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (01) أن عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ضئيل جدا حيث لم يتجاوز 5 الشركات منذ 1998، حيث انطلقت بورصة الجزائر بمؤسسة واحدة هي مؤسسة رياض سطيف، ثم ارتفع عدد الشركات في السنة التالية إلى ثلاث شركات هي مؤسسة رياض سطيف، مجمع صيدال، فندق الأوراسي، واستمر هذا العدد إلى غاية سنة 2005، إلى أن انسحبت مؤسسة رياض سطيف سنة 2006 وأصبح عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر شركتان فقط للفترة الممتدة بين سنتي، حيث يعود سبب انسحاب شركة رياض سطيف لأسباب سياسية، وفي سنة 2011 انضمت شركة أليانس

[1] الشريف ريحان والطاوس حمداوي: **بورصة الجزائر (رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية)**، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي المختار، العدد 34، عنابة، الجزائر، جوان 2013، ص52.

للتأمينات، ثم شركة أن سي أ رويبة ليرتفع عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر إلى أربعة شركات للفترة الممتدة بين (2011-2015). وتجدر الاشارة أنه في مارس 2016 تم طرح أسهم مجمع بيوفارم للاكتتاب العام بعد الموافقة على إدراجها في البورصة ليصبح العدد الإجمالي للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خمس شركات فقط، وهو عدد ضئيل طبعا مقارنة بالبورصات العربية والأجنبية الناشئة.

الفرع الثاني: مؤشر القيمة السوقية

تعبر القيمة السوقية عن حاصل جداء عدد الأسهم المدرجة وسعر السهم في السوق لحظة التقييم. ويمثل الجدول رقم (02) مؤشر القيمة السوقية لشركتي الأوراسي وصيدال ومؤشر بورصة الجزائر للفترة الممتدة بين 2008 و2015

الجدول رقم (02): مؤشر القيمة السوقية لشركتي الأوراسي وصيدال وبورصة الجزائر للفترة (2008-2015)

(الوحدة: مليون دينار)

السنوات	الأوراسي		صيدال		بورصة الجزائر	
	القيمة السوقية	معدل النمو%	القيمة السوقية	معدل النمو%	القيمة السوقية	معدل النمو%
2008	2700	9,76	3800	-5.00	6 500	-31.52
2009	2700	0,00	3850	1,32	6 550	-25.34
2010	2700	0,00	5200	35,06	7 900	-5.73
2011	2700	0,00	7150	37,50	14 968	-2.51
2012	2040	-24.44	6200	-13.29	13 029	2,97
2013	2340	14,71	4500	-27.42	13 820	-35.48
2014	2640	12,82	5600	24,44	14 793	-3.73
2015	2880	9,09	6050	8,04	15 429	0,62

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات موقع بورصة الجزائر(www.sgbv.dz)، تاريخ الاطلاع 2016/03/15.

1- شركة الأوراسي

من خلال الجدول رقم (02) أن هناك ثباتا في القيمة السوقية في لشركة الأوراسي بين سنتي (2008-2011) حيث بلغت (2700 و. ن)، لتنخفض خلال سنة (2012) وتلغ قيمة (2040 و. ن)، ثم تعاود الارتفاع في الفترة (2013-2015) وتبلغ القيمة السوقية (2880 و. ن).

2- شركة صيدال:

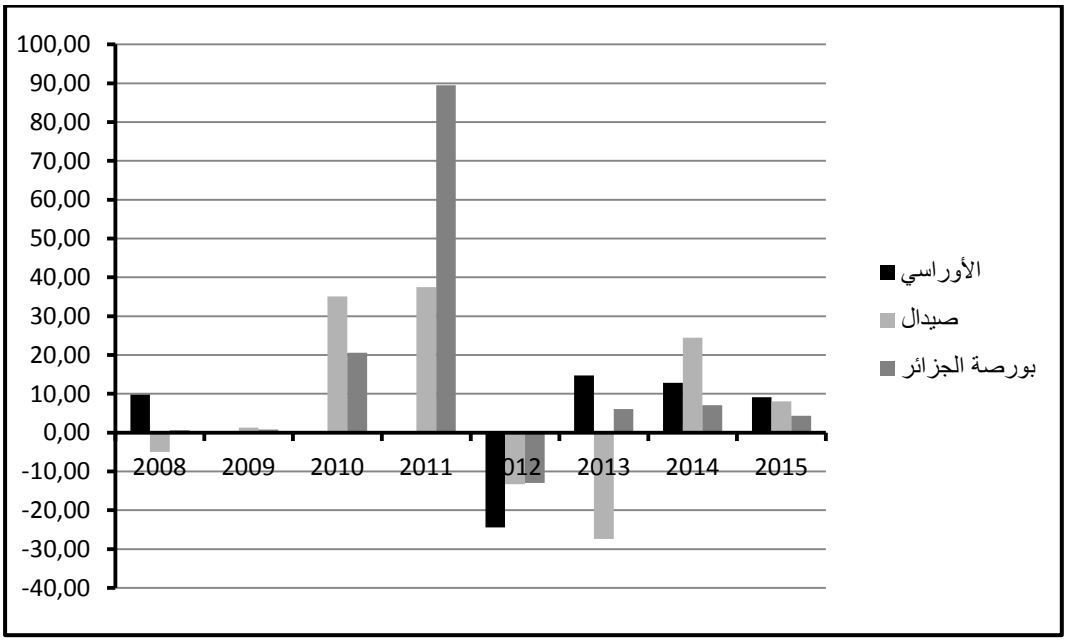
نلاحظ من خلال الجدول رقم (02) أن هناك ارتفاعا مستمرا في القيمة السوقية لسهم صيدال في الفترة (2008-2011) حيث بلغت القيمة السوقية (7150 و. ن)، ثم انخفضت القيمة السوقية لشركة صيدال في الفترة (2012-2013) لتبلغ القيمة السوقية (450 و. ن)،لكن في الفترة (2014-2015) انتعشت القيمة السوقية لأسهم صيدال لتبلغ القيمة السوقية (6050 و. ن).

3- بورصة الجزائر:

نلاحظ من خلال الجدول رقم (02) أن هناك ثباتا في القيمة السوقية لبورصة الجزائر في الفترة (2008-2009) عند قيمة (6500 و. ن) ثم ترتفع القيمة السوقية لبورصة الجزائر في الفترة (2010-2012) حيث بلغت القيمة السوقية (14968 و. ن)، ثم انخفضت القيمة السوقية لبورصة الجزائر في الفترة (2012-2013) لتبلغ القيمة السوقية (13820 و. ن)،لكن في الفترة (2014-2015) انتعشت القيمة السوقية لبورصة الجزائر لتبلغ القيمة السوقية (15429 و. ن).

ويمثل الشكل رقم (02) معدلات النمو في القيمة السوقية لشركتي صيدال والأوراسي وبورصة الجزائر للفترة (2008-2015):

الشكل رقم (02) معدلات النمو في القيمة السوقية لشركتي صيدال والأوراسي وبورصة الجزائر للفترة (2008-2015)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (02).

1- الأوراسي:

يظهر من خلال الشكل أن معدل النمو في القيمة السوقية موجب حيث بلغ (9.76%)، ثم انخفض لتثبت الأسعار للفترة (2001-2009) بمعدل نمو (0%)، ثم تنخفض الأسعار في سنة 2012 بمعدل (-24.44%)، يليه انتعاش في أداء سهم الأوراسي حيث ارتفع معدل النمو في القيمة السوقية في سنة 2013 ليبلغ أعلى قيمة له خلال فترة الدراسة (14.71%)، وفي سنة 2014 كان هناك انخفاض طفيف في معدل نمو القيمة السوقية أين بلغ (12.82%)، واستمرت القيمة السوقية في الانخفاض لتبلغ سنة 2015 (9.09%).

2- صيدال:

يظهر من خلال الشكل أن معدل النمو في القيمة السوقية متذبذب حيث بلغ (5%) سنة 2008، يليه انتعاش طفيف السنة التالية ليبلغ (1.32%)، ثم يتحسن نمو القيمة السوقية وحقق قفزة نوعية خلال الفترة (2010-2011) ليبلغ أعلى معدل النمو عند (37.50%)، لكنه عاد للانخفاض في الفترة (2012-2013) بشكل كبير لتبلغ (27.42%)، لترتفع مجددا سنة 2014 وتبلغ (24.44%)، ثم تعاود الانخفاض سنة 2015 ليصل معدل نمو القيمة السوقية (8.04%).

3- بورصة الجزائر:

يظهر من خلال الشكل أن معدل النمو في القيمة السوقية سالب لستة سنوات من ضمن ثمان سنوات فترة الدراسة، وشهدت القيمة السوقية معدلات نمو موجبة لسنتي (2012) و(2015)، بقيمة (2.97%) و(0.62%) على التوالي، وهي قيمة منخفضة مقارنة بمعدل نمو القيمة السوقية لكل من الأوراسي وصيدال.

ويعود هذا سبب هذا الأداء المتذبذب إلى الوضع الاقتصادي الذي مرت به الجزائر خلال فترة الدراسة مما الذي تميز بالتقلبات في أسعار المحروقات الأمر الذي أدى إلى تحقيق نسب نمو ضعيفة وصلت إلى أدنى مستوياتها سنة 2008 إلى 2.1% بسبب ارتفاع أسعار المواد الأولية، لكن مع كل هذا شهدت الجزائر تحسنا في الوضع الاقتصادي فقد حققت الجزائر فائضا في الميزان التجاري قدره (14 مليار دولار)، وارتفاع في الاحتياطي الأجنبي حيث وصل إلى (157 مليار دولار) سنة 2011، وهذا راجع إلى ارتفاع أسعار المحروقات[1].

[1] موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (www.cosob.dz)، تاريخ الاطلاع 2016/05/12.

الفرع الثالث: مؤشر التداول في بورصة الجزائر

يمثل الجدول رقم (03) مؤشرات التداول في بورصة الجزائر للفترة (2008-2015):

الجدول رقم(03): مؤشر التداول في بورصة الجزائر للفترة (2008-2015)

السنوات	عدد الأسهم المتداولة		حجم التداول (مليون)		عدد أيام التداول	
	القيمة	معدل النمو %	القيمة	معدل النمو %	القيمة	معدل النمو %
2008	184110	-	1218	-	100	-
2009	143563	-22,02	896	-26.44	103	0.03
2010	117729	-17.99	670	25.22-	102	-0.0097
2011	252954	114,86	321	52.09-	101	-0.0098
2012	167827	-33.65	673	109,66	104	0.03
2013	127589	-23.98	101	84.99-	102	-0.019
2014	101950	-20.09	148	46,53	103	0.0097
2015	213901	109,81	1259	750,68	103	0,00

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر(www.sgbv.dz) 2016/03/15.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (03) أن هناك تذبذبا في عدد الأسهم المتداولة وحجم التداول حيث شهدت الفترة بين 2008 و2015 عدة تغيرات بالارتفاع والانخفاض لكن تم تسجيل العدد الأكبر من الأسهم المتداولة في سنة 2011 و2015 وذلك راجع إلى زيادة في عدد الشركات، حيث ارتفع عدد الشركات من 2 في 2008 إلى 4 في 2015 وذلك بانضمام كل من شركتي أليانس للتأمينات وأن سي أ رويبة. وبالمقابل سجلنا ارتفاع في عدد الأيام المتداولة مقارنة بسنة 2008، مع تسجيل أكبر نشاط في البورصة سنة 2012 بـ 104 يوم للتداول.

الفرع الرابع: مؤشر ارتباط أسعار الأسهم بمؤشر بورصة الجزائر

يمثل الجدول رقم (04) نتائج اختبار الارتباط وفق احصاءة الارتباط لـ Spearman بالنسبة لأسعار شركتي الأوراسي وصيدال ومؤشر بورصة الجزائر.

من خلال النتائج المتحصل عليها في الجدول رقم (04) نلاحظ أن هناك ارتباط طردي قوي ومعنوي بين سلاسل الأسعار لسهم صيدال ومؤشر بورصة الجزائر حيث بلغ معامل الارتباط وفق اختبار Spearman نسبة (96,8%)، ما يدل على أن التحركات في أسعار سهم صيدال تسير وفق التحركات في مؤشر بورصة الجزائر بنسبة (96,8%)، وهو ما يعطي فكرة عن إمكانية توقع أسعار سهم صيدال انطلاقا من مؤشر بورصة الجزائر والعكس.

الجدول رقم (04): نتائج اختبار الارتباط للأسعار للفترة (2008-2015)

الارتباط	الأوراسي	صيدال	المؤشر
الأوراسي	1	(*) 0,110	(**)0,212
صيدال	(*) 0,110	1	(**)0,968
المؤشر	(**)0,212	(**)0,968	1
* معنوي عند5%			
** معنوي عند 1%			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 8.

إن معامل الارتباط بين سلسلة الأسعار لسهم الأوراسي ومؤشر بورصة الجزائر، وكذلك بين سلسلة الأسعار لسهم الأوراسي وسهم صيدال منخفض جدا ومعنوي، ما يدل على عدم وجود علاقة ارتباط وبدلالة إحصائية بين سهم الأوراسي ومؤشر بورصة الجزائر، وبين سهم الأوراسي وسهم صيدال.

المطلب الثاني: الأساليب الإحصائية المستخدمة في التحليل

الفرع الأول: اختبار التوزيع الطبيعي Normality test

هناك العديد من الاختبارات التي تفحص طبيعة التوزيع هل هو طبيعي أم لا، ويمكن الاعتماد بداية على إحصائيتين هامتين، إحصاءة الالتواء (Skewness) إحصاءة التفلطح (Kurtosis).

حيث يعطي مقياس الالتواء فكرة عن تمركز قيم المتغير، فإذا ما كانت قيم هذا المتغير تتمركز باتجاه القيم الصغيرة أكثر من تمركزها باتجاه القيم الكبيرة فإن توزيع هذا المتغير ملتو نحو اليمين ويسمى موجب الالتواء وتكون قيمة الالتواء موجبة. أما إذا كان العكس فان هذا الالتواء يكون سالبا أو ملتو نحو اليسار وتكون قيمة الالتواء سالبة. أما إذا كانت قيمة معامل الالتواء صفرا فان التوزيع يكون طبيعيا.

ويأخذ الالتواء (Skewness) قيمة الصفر من أجل متغير يتبع التوزيع الطبيعي، وتكون سالبة في حال ارتفاع التقلبات السالبة على التقلبات الموجبة بالنسبة للمتوسط، والعكس.

في حين يأخذ التفلطح (Skewness) قيمة نظرية تساوي الثلاثة عندما يكون توزيع المتغير طبيعيا.

بالإضافة إلى الاحصاءتين السابقتين، يمكن استخدام اختبارين إحصائيين هما:

- اختبار جارك- بيرا Jarque-Bera باستعمال برنامج الاقتصاد القياسي Eviews، حيث يتم الحكم على هذا الاختبار بالنظر إلى قيمة الاحتمال Probability لإحصاءة جارك-بيرا، فإذا كانت قيمة

الاحتمال أكبر أو يساوي مستوى المعنوية المعتمد في الدراسة (5% في الدراسات الاجتماعية والإنسانية)، فيتم الحكم بأن توزيع البيانات طبيعي، والعكس صحيح.

- اختبار كولمغروف–سمرنوف Kolmogorov-Smirnov يرمز له اختصارا بـ K-S باستعمال برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS، فهو اختبار يقارن توزيع المجتمع الإحصائي من خلال عينات عشوائية مستقلة مأخوذة من هذا المجتمع حيث أن المتغير يحمل خصائص التوزيع الطبيعي إذا كان مستوى المعنوية للإحصاءة أكبر أو يساوي مستوى المعنوية المحدد[1].

الفرع الثاني: اختبار استقرار السلاسل الزمنية Unit Root test

أولا: اختبار ديكي– فولر المطور Augmented Dickey-Fuller (ADF)

يعد اختبار ديكي– فولر المطور(ADF) من أهم الاختبارات المستخدمة لقياس استقرار السلاسل الزمنية من خلال اختبار فرضية جذر الوحدة، فإذا كان لإحدى السلاسل جذر وحدة فهذا يعني أن السلسلة غير مستقرة وتتبع حركة عشوائية، وعليه فقد أصبح من الاختبارات المستخدمة لدراسة كفاءة السوق على المستوى الضعيف. ويقوم هذا الاختبار على فرضية عدم، تفيد أن السلسة غير ساكنة ولها جذر وحدة $H_0 : \delta = 0$، فإذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار جذر الوحدة أصغر من القيمة الجدولية عند مستوى معنوية يتم تحديده، نرفض فرضية العدم بوجود جذر وحدة للسلسلة وتكون السلسة تتمتع بالسكون.

ويعتمد اختبار ديكي فولر على تقدير الانحدار التالي[2]:

$$\Delta y_1 = \beta_1 + \beta_2 T + \delta y_{t-1} + \sum_{t=1}^{n} \alpha_t \Delta y_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث Y_t تعبر عن متغيرات الدراسة في الزمن t، و ε_t حد الخطأ العشوائي، n عدد فترات التباطؤ الكافية لإلغاء الارتباط الذاتي لحد الخطأ.

ثانيا: اختبار فيليبس– بيرون Philips-Perron (PP)

يعتمد هذا الاختبار إلى تصحيح غير معلمي لإحصائيات ديكي فولر، وذلك من أجل الأخذ بعين الاعتبار الأخطاء المرتبطة، فهو يسمح بإلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات

[1] الداوي خيرة: **تقييم أداء الأسواق المالية**، مذكرة ماجستير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011–2012، ص 155.

[2].Gugarati. Damodar. N: **Basic Econometrics**, Fourth edition. Mc Gaw-Hill Ink, USA ,2003, P383.

العشوائية، حيث اعتمد فيليبس وبيرون نفس التوزيعات المحدودة لاختبار ديكي فولر[1]. وعليه يتبع نفس الحكم على سكون السلسلة الزمنية.

الفرع الثالث: اختبار التكرارات Runs Test

يعتمد هذا الاختبار على وضع سلسلة من الأسعار أو العوائد المتتالية الموجبة والسالبة في جدول ومقارنتها مع التوزيع المختبر لعينتها في إطار نظرية السير العشوائي. ويعرف التكرار بأنه حدوث تكرار لنفس القيمة للمتغير، يقوم هذا الاختبار على فرضية عدم تفيد بأن العدد المتوقع للتكرارات يجب أن يساوي العدد الفعلي للتكرارات: $H_0 : E(runs)=E(r)$، وعليه تكون حركة الأسعار عشوائية وتحقق فرضية الكفاءة على المستوى الضعيف، وعندما يكون عدد المشاهدات كبيرا يمكننا استخدام اختبار Z الذي يحسب كما يلي:

$$Z = \frac{R - E(R)}{\sigma_r}$$

حيث أن:

$$E(R) = \frac{2n_1n_2}{n_1 + n_2} + 1$$

$$\sigma_r = \frac{2n_1n_2 * (2n_1n_2 - n)}{(n)^2 * (n-1)}$$

وتمثل:

n عدد المشاهدات، وn_1 عدد المشاهدات التي ترتفع عن قيمة المتوسط، وn_2 عدد المشاهدات التي تنخفض عن قيمة المتوسط.

E(R)= العدد المتوقع للتكرارات.

σ_r= الانحراف المعياري للتكرارات.

فإذا كانت القيمة المحسوبة لـ Z أكبر أو تساوي القيمة الجدولية لمستوى المعنوية المحدد، عندها نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، ونستنتج أن الأسعار أو العوائد ليست مستقلة عن بعضها البعض، وهي لا تتحرك عشوائيا، ويمكن التنبؤ بها وبالتالي فإن السوق لا تتصف بالكفاءة من المستوى الضعيف[2].

[1] الداوي خيرة: **مرجع سابق**، ص157.

[2] سام سعد محمد: **مرجع سابق**، ص 419.

المطلب الثالث: منهجية الدراسة

الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

يشتمل مجتمع الدراسة على كافة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وعددها أربعة شركات بالإضافة إلى مؤشر بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة بين 2008 إلى غاية 2015. وقد تم اختيار الأسهم المكونة لعينة الدراسة وفق الشرطين التاليين:

1- توفر أسعار الإغلاق اليومية طوال فترة الدراسة.

2- أن تكون أسهمها قد تداولت لمدة سنة كاملة على الأقل، ولم يصدر بحق الشركة أي قرار يمنع أو يعيق التداول خلال سنة على الأقل.

وعليه فقد تم استثناء كل من شركتي أليانس للتأمينات ومجمع أن سي أ رويبة ومجمع بيوفارم بسبب قصر طول السلسلة الزمنية، حيث تم إدراجهم في بورصة الجزائر سنة 2011 و2013 و2016 على التوالي ، مما يعطي حجم بيانات قليل، لا يسمح بدراسة حركة الأسعار والعوائد.

وعليه فإن عينة الدراسة تتكون من أسعار الإغلاق اليومية لشركتي صيدال والأوراسي ومؤشر بورصة الجزائر للفترة (2008-2015).

وقد استخدمت الدراسة برامج إحصائية ممثلة برنامج الاقتصاد القياسي EVIEWS وبرنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS، بالإضافة إلى برنامج Excel.

الفرع الثاني: حساب العوائد اليومية

تم استخدام المعادلة التالية لحساب العائد اليومي للأسهم:

$$R_{it} = Ln\left(\frac{P_{i.t}}{P_{i.t-1}}\right)$$

حيث يمثل R_{it} عائد السهم i لليوم t، P_{it}، $P_{i.t-1}$ سعر السهم لليوم t واليوم $t-1$، على التوالي، Ln اللوغاريتم الطبيعي.

وقد تم حساب العوائد بصيغة اللوغاريتم الطبيعي باعتباره أكثر تماثلا (Symmetric)، من حسابه باستخدام الصيغة الحسابية $\left(R_{it} = \left(\frac{P_{i.t}-P_{i.t-1}}{P_{i.t-1}}\right)\right)$، علما أن الصيغتين تنتجان عواد متقاربة في حالة

العوائد الصغيرة[1]، كما أن عوائد بورصة الجزائر صغيرة بالقدر الذي لا يحدث خلافا بين العوائد الطبيعية أو بالصورة اللوغاريتمية*.

الفرع الثالث: الإحصاءات الوصفية للدراسة

يمثل الجدول رقم (05) الإحصاءات الوصفية لعوائد وأسعار أسهم شركتي الأوراسي وصيدال ومؤشر بورصة الجزائر:

الجدول رقم (05): الإحصاءات الوصفية لبيانات الدراسة للفترة (2008-2015)

الإحصاءات الوصفية	الأسعار			العوائد		
	الأوراسي	صيدال	المؤشر	الأوراسي	صيدال	المؤشر
عدد المشاهدات	532	532	532	532	532	532
المتوسط الحسابي	432,030	537,472	1196,575	0,030	0,088	0,048
أعلى قيمة	500	725	1458,484	8,701	4,879	4,349
أدنى قيمة	340	380	987,558	-19,268	-18,232	-3,736
الانحراف المعياري	41,538	109,888	141,387	1,500	1,507	0,778

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 8.

1- بالنسبة للأسعار:

يوضح لنا الجدول أن متوسط الأسعار اليومي لسهم الأوراسي كان (432,03 و. ن) بانحراف معياري قدره (41,538)، وقد بلغ أعلى سعر لسهم الأوراسي قيمة (500 و. ن)، في حين أن أدنى سعر بلغه سهم الأوراسي كان (340 و. ن) وهو أقل بكثير من سعر الإدراج (400 و. ن)

وبالنسبة لسهم مجمع صيدال، فقد بلغ متوسط الأسعار اليومي (537,472 و. ن) بانحراف معياري قدره (109,888)، وقد بلغ أعلى سعر لسهم مجمع صيدال قيمة (725 و. ن)، في حين أن أدنى سعر بلغه مجمع صيدال كان (380 و. ن) وهو أقل بكثير من سعر الإدراج (800 و. ن)

أما مؤشر بورصة الجزائر فقد كان متوسط الأسعار (1196,575 د.ج) بانحراف معياري قدره (141,387)، وقد بلغ أعلى لمؤشر البورصة (1458,484 و. ن)، في حين أن أدنى سعر بلغه مؤشر البورصة كان (987,558 و. ن) وهو أقل من سعر الإدراج (1000 و. ن)

[1]Hashemi Jahangir. and Hussain Abrar: Active Portfolio Management-A performance evaluation of Swedish equity mutual funds, Department of Science in Finance, university of Gothenburg, Sweden, 2009.

*قام الطالب بحساب العوائد بالطريقة العادية ولم تظهر فروقات معتبرة ذلك أن عوائد بورصة الجزائر صغيرة نسبيا.

وتجدر الإشارة إلى أن الانحراف المعياري يعتبر مقياسا لدرجة تذبذب الأسعار أو المخاطرة، بمعنى أن تذبذب أسعار مؤشر بورصة الجزائر أعلى من تذبذب سعر سهم صيدال، وأقل تذبذب كان لسعر سهم الأوراسي.

2- بالنسبة للعوائد:

يوضح لنا الجدول أن متوسط معدل العوائد اليومية لسهم الأوراسي كان (0.030) بانحراف معياري قدره (1.5)، وقد بلغ أعلى عائد لسهم الأوراسي قيمة (8.701)، في حين أن أدنى سعر بلغه سهم الأوراسي كان (-19.268).

وبالنسبة لسهم مجمع صيدال، فقد بلغ متوسط العوائد اليومية (0.088) بانحراف معياري قدره (1.507)، وقد بلغ أعلى عائد لسهم مجمع صيدال قيمة (4.879)، في حين أن أدنى سعر بلغه مجمع صيدال كان (-18.232).

أما مؤشر بورصة الجزائر فقد كان متوسط عوائد المؤشر (0,048) بانحراف معياري قدره (0.788)، وقد بلغ أعلى عائد لمؤشر البورصة (40349)، في حين أن أدنى سعر بلغه مؤشر البورصة كان (-3.736).

المطلب الرابع: اختبار فرضيات الدراسة

الفرع الأول: اختبار الفرضية الأولى

والتي تنص على أن سلسلة العوائد اليومية وسلسلة الأسعار اليومية لأسهم الشركات ومؤشر بورصة الجزائر للفترة (2008-2015) موزعة طبيعيا.

أولا: بالاعتماد على مقياسي الالتواء والتفلطح

يمثل الجدول رقم (06) نتائج اختبار الالتواء والتفلطح لعينة الدراسة:

الجدول رقم (06): نتائج اختبار الالتواء والتفلطح للأسعار والعوائد للفترة (2008-2015)

	الأسعار			العوائد		
	الأوراسي	صيدال	المؤشر	الأوراسي	صيدال	المؤشر
الالتواء	-0,594	-0,063	0,172	-5,521	-3,885	-0,167
التفلطح	3,023	1,764	1,940	86,120	50,821	10,875

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS8.

1- معامل الالتواء

يظهر من خلال الجدول أعلاه أن قيم معامل الالتواء كلها سالبة سواء للأسعار أو العوائد، ما عدا التواء مؤشر بورصة الجزائر، ما يعني أن قيما كثيرة من البيانات تكون أعلى من متوسطها الحسابي، أي أن أسعار وعوائد كل من سهم الأوراسي وسهم صيدال وعائد مؤشر البورصة في معظم مدة الدراسة كان اكبر من المتوسط.

في حين أن التواء مؤشر بورصة الجزائر كان موجبا، ما يعني أن التوزيع ملتو نحو اليمين، أي موجب الالتواء، وعليه فإن مؤشر بورصة الجزائر أقل من المتوسط الحسابي في معظم مدة الدراسة.

من الملاحظ أن قيمة معامل الالتواء لكل من العوائد والأسعار لا يقترب من الصفر، وعليه فإن السلسلة الزمنية للعوائد والأسعار لسهمي الأوراسي وصيدال ولمؤشر بورصة الجزائر لا تتبع التوزيع الطبيعي.

2- معامل التفلطح

يظهر من خلال الجدول أن قيمة معامل التفلطح لسعر سهم الأوراسي بلغ قيمة (3,023)، وهو يقترب من (3)، ما يعني احتمال أن يكون توزيع سلسلة سعر الأوراسي طبيعيا، غير أن معامل الالتواء كان أقل الصفر، وبالتالي لا يمكن اعتبار توزيع سلسلة الأسعار اليومية لسهم الأوراسي طبيعيا، حيث أن شرطي الالتواء والتفلطح متلازمان.

وبالنسبة لأسعار سهم صيدال ومؤشر البورصة فقد كان معامل التفلطح أقل من (3)، ما يشير إلى شكل توزيع مدبب وهو يختلف عن التوزيع الطبيعي. أما عن عوائد سهمي الأوراسي وصيدال وعائد مؤشر البورصة، فنلاحظ أن قيمة معامل التفلطح كان أكبر من (3)، ما يدل على أن شكل التوزيع لكل سلسلة عائد من العوائد منبسط، وهو يختلف بدوره عن التوزيع الطبيعي.

ثانيا: بالاعتماد على مقياس Kolmogorov-Smirnov و Jarque-Bera

يمثل الجدول رقم (07) نتائج اختبار Jarque-Bera واختبار Kolmogorov–Smirnov للتوزيع الطبيعي.

الجدول رقم (07): نتائج اختبار Jarque-Bera وKolmogorov-Smirnov للتوزيع الطبيعي للفترة (2008-2015)

نوع الاختبار / السهم		Jarque-Bera		Kolmogorov-Smirnov		النتيجة
		القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية	القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية	
الأسعار	الأوراسي	31,322	0,000	0,155	0,000	لا تتبع التوزيع الطبيعي
	صيدال	34,197	0,000	0,159	0,000	لا تتبع التوزيع الطبيعي
	المؤشر	27,524	0,000	0,132	0,000	لا تتبع التوزيع الطبيعي
العوائد	الأوراسي	155849,271	0,000	0,464	0,000	لا تتبع التوزيع الطبيعي
	صيدال	52028,976	0,000	0,420	0,000	لا تتبع التوزيع الطبيعي
	المؤشر	1377,105	0,000	0,350	0,000	لا تتبع التوزيع الطبيعي

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 8.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (06) أن قيمة مستوى المعنوية لكل من احصاءة اختبار Jarque-Bera واحصاءة اختبار Kolmogorov-Smirnov هي 0,000 وهي أقل من مستوى المعنوية 5% وعليه نستدل بأن سلاسل الأسعار وسلاسل العوائد لكل من سهم الأوراسي وسهم صيدال ومؤشر بورصة الجزائر لا تتبع التوزيع الطبيعي، وهذا يتفق مع النتيجة التي توصلنا إليها من تحليل الالتواء والتفلطح.

الفرع الثاني: اختبار الفرضية الثانية

والتي تنص على أن سلسلة الأسعار اليومية وسلسلة العوائد اليومية لأسهم الشركات ومؤشر بورصة الجزائر للفترة (2008-2015) مستقرة.

وقد تم اختبار الإستقرارية عند المستوى فقط وما يتماشى مع اختبارات الكفاءة عند المستوى الضعيف.

أولا: بالنسبة للأسعار:

1- اختبار ديكي- فولر المطور (ADF):

يمثل الجدول رقم (08) نتائج اختبار ديكي- فولر المطور لاستقرارية سلسلة الأسعار اليومية لسهم الأوراسي وسهم صيدال والمؤشر للفترة (2008-2015).

الجدول رقم (08): نتائج اختبار ديكي فولر المطور للأسعار للفترة (2008-2015)

السلسلة / النموذج		القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة عند 5%	النتيجة
سعر سهم الأوراسي	بقاطع فقط	-1,601	-2,866	تحتوي على جذر وحدة
	بقاطع واتجاه	-1,587	-3,418	تحتوي على جذر وحدة
	بدون	0,326	-1,941	تحتوي على جذر وحدة
سعر سهم صيدال	بقاطع فقط	-1,049	-2,866	تحتوي على جذر وحدة
	بقاطع واتجاه	-1,074	-3,418	تحتوي على جذر وحدة
	بدون	1,054	-1,941	تحتوي على جذر وحدة
سعر مؤشر بورصة الجزائر	بقاطع فقط	-1,253	-2,866	تحتوي على جذر وحدة
	بقاطع واتجاه	-0,951	-3,418	تحتوي على جذر وحدة
	بدون	1,192	-1,941	تحتوي على جذر وحدة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS8.

نلاحظ من خلال النتائج المتحصل عليها أن القيم المحسوبة أقل من القيم الحرجة بالقيمة المطلقة عند مستوى معنوية 5 % وذلك لكل سلاسل الأسعار عينة الدراسة، وعليه فإننا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة أي أن سلاسل الأسعار تحتوي على جذر وحدة، ومنه فإن سلسلة الأسعار اليومية لكل من سهم الأوراسي وسهم صيدال ومؤشر بورصة الجزائر غير مستقرة.

2- اختبار فيليبس- بيرون (P-P):

يمثل الجدول رقم (09) نتائج اختبار فيليبس- بيرون لاستقرارية سلسلة الأسعار اليومية لسهم الأوراسي وسهم صيدال والمؤشر للفترة (2008-2015).

الجدول رقم (09): نتائج اختبار فيليبس- بيرون للفترة (2008-2015)

السلسلة / النموذج		القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة عند 5%	النتيجة
سعر سهم الأوراسي	بقاطع فقط	-1,527	-2,866	تحتوي على جذر وحدة
	بقاطع واتجاه عام	-1,512	-3,418	تحتوي على جذر وحدة
	بدون	0,372	-1,941	تحتوي على جذر وحدة
سعر سهم صيدال	بقاطع فقط	-1,146	-2,866	تحتوي على جذر وحدة
	بقاطع واتجاه عام	-1,232	-3,418	تحتوي على جذر وحدة
	بدون	0,876	-1,941	تحتوي على جذر وحدة
سعر مؤشر بورصة الجزائر	بقاطع فقط	-1,381	-2,866	تحتوي على جذر وحدة
	بقاطع واتجاه عام	-1,228	-3,418	تحتوي على جذر وحدة
	بدون	0,842	-1,941	تحتوي على جذر وحدة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS8.

من خلال الجدول تبين أن نتاج اختبار فيليبس- بيرون تتفق ونتائج اختبار ديكي – فولر المطور، أن القيم المحسوبة أقل من القيم الحرجة بالقيمة المطلقة عند مستوى معنوية 5 % وذلك لكل سلاسل الأسعار عينة الدراسة. وعليه فإننا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة أي أن سلاسل الأسعار تحتوي على جذر وحدة، ومنه فإن سلسلة الأسعار اليومية لكل من سهم الأوراسي وسهم صيدال ومؤشر بورصة الجزائر غير مستقرة.

ثانيا: بالنسبة للعوائد

1- اختبار ديكي- فولر المطور(ADF):

يمثل الجدول رقم (10) نتائج اختبار ديكي فولر المطور بالنسبة للعوائد:

الجدول رقم (10): نتائج اختبار ديكي فولر المطور بالنسبة للعوائد للفترة (2008-2015)

السلسلة / النموذج		القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة عند 5%	النتيجة
معدل عائد الأوراسي	بقاطع فقط	-23,672	-2,866	لا تحتوي على جذر وحدة
	بقاطع واتجاه	-23,653	-3,418	لا تحتوي على جذر وحدة
	بدون	-23,684	-1,941	لا تحتوي على جذر وحدة
معدل عائد صيدال	بقاطع فقط	-22,546	-2,866	لا تحتوي على جذر وحدة
	بقاطع واتجاه	-22,531	-3,418	لا تحتوي على جذر وحدة
	بدون	-22,491	-1,941	لا تحتوي على جذر وحدة
معدل عائد مؤشر بورصة الجزائر	بقاطع فقط	-22,956	-2,866	لا تحتوي على جذر وحدة
	بقاطع واتجاه	-22,968	-3,418	لا تحتوي على جذر وحدة
	بدون	-22,892	-1,941	لا تحتوي على جذر وحدة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 8.

نلاحظ من خلال النتائج المتحصل عليها أن القيم المحسوبة أكبر من القيم الحرجة بالقيمة المطلقة عند مستوى معنوية 5 % وذلك لكل سلاسل عوائد عينة الدراسة، وعليه فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن سلاسل العوائد لا تحتوي على جذر وحدة، ومنه فإن سلاسل العوائد اليومية لكل من سهم الأوراسي وسهم صيدال ومؤشر بورصة الجزائر مستقرة

2- اختبار فيليبس- بيرون (P-P):

ويمثل الجدول رقم (11) نتائج اختبار فيليبس وبيرون بالنسبة للعوائد:

الجدول رقم (11): نتائج اختبار فيلبس وبيرون بالنسبة للعوائد للفترة (2008-2015)

السلسلة / النموذج		القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة عند 5%	النتيجة
معدل عائد الأوراسي	بقاطع فقط	-23,718	-2,866	لا تحتوي على جذر وحدة
	بقاطع واتجاه	-23,698	-3,418	لا تحتوي على جذر وحدة
	بدون	-23,727	-1,941	لا تحتوي على جذر وحدة
معدل عائد صيدال	بقاطع فقط	-22,631	-2,866	لا تحتوي على جذر وحدة
	بقاطع واتجاه	-22,616	-3,418	لا تحتوي على جذر وحدة
	بدون	-22,594	-1,941	لا تحتوي على جذر وحدة
معدل عائد مؤشر بورصة الجزائر	بقاطع فقط	-23,681	-2,866	لا تحتوي على جذر وحدة
	بقاطع واتجاه	-23,673	-3,418	لا تحتوي على جذر وحدة
	بدون	-23,689	-1,941	لا تحتوي على جذر وحدة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 8.

من خلال الجدول تبين أن نتاج اختبار فيليبس- بيرون تتفق ونتائج اختبار ديكي – فولر المطور، حيث أن القيم المحسوبة أكبر من القيم الحرجة بالقيمة المطلقة عند مستوى معنوية 5% وذلك لكل سلاسل عوائد عينة الدراسة. وعليه فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن سلاسل العوائد لا تحتوي على جذر وحدة، ومنه فإن سلسلة العوائد اليومية لكل من سهم الأوراسي وسهم صيدال ومؤشر بورصة الجزائر مستقرة.

الفرع الثالث: اختبار الفرضية الثالثة

والتي تنص على أن سلسلة الأسعار اليومية وسلسلة العوائد اليومية لأسهم الشركات ومؤشر بورصة الجزائر تتحرك بطريقة عشوائية.

يمثل الجدول رقم (12) نتائج اختبار التكرارات لتحركات الأسعار والعوائد لأسهم شركة الأوراسي وصيدال ومؤشر بورصة الجزائر للفترة (2008-2015)

الجدول رقم (12) نتائج اختبار التكرارات للفترة (2008-2015)

اختبار التكرارات	الأسعار			العوائد		
الشركات	**الأوراسي**	**صيدال**	**المؤشر**	**الأوراسي**	**صيدال**	**المؤشر**
السالبة	12	6	8	57	93	157
الموجبة	223	210	270	504	472	430
عدد الدورات	309	322	262	28	60	102
التوقع	260,048	255,210	266,939	54,052	107,466	165,887
التباين	125,889	121,221	132,689	5,200	21,146	50,890
الانحراف المعياري	11,220	11,016	11,519	2,280	4,598	7,133
المتوسط	432,030	537,472	1196,575	0,030	0,088	0,048
قيمةZ	−22,107	−22,634	−22,479	1,292	−3,145	−1,245
النتيجة	يوجد ارتباط	يوجد ارتباط	يوجد ارتباط	لا يوجد ارتباط	يوجد ارتباط	لا يوجد ارتباط

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نظام Excel.

1- بالنسبة للأسعار:

من الجدول رقم (12) نلاحظ أن قيمة Z المحسوبة أكبر من قيمة Z الجدولية (1,96) وعليه فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة ونستدل على أنه يوجد ارتباط في أسعار كل السلاسل (صيدال، الأوراسي، مؤشر بورصة الجزائر)، عند مستوى معنوية 5%، أي أن الأسعار لا تتحرك بطريقة عشوائية

2- بالنسبة للعوائد:

أما بالنسبة للعوائد فان قيمة z أكبر من الجدولية بالنسبة لعوائد صيدال ومنه فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة وعليه يوجد ارتباط في سلسلة عوائد صيدال أي أن عوائد سهم صيدال لا تتحرك بطريقة عشوائية، أما بالنسبة لعوائد الأوراسي ومؤشر الجزائر، فان z المحسوبة أصغر من الجدولية ومنه فإننا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة ومنه فانه لا يوجد ارتباط في سلسلة عوائد الأوراسي ومؤشر الجزائر، أي أن الأسعار تتحرك بطريقة عشوائية.

خلاصة الفصل:

تم إنشاء بورصة الجزائر في إطار البرنامج الإصلاحي للاقتصاد الذي أعلن عنه سنة 1987، لكن الانطلاقة الفعلية لبورصة الجزائر كانت في 1990، وقد شهدت عدة تطورات تنظيمية منذ ذلك الوقت إلى غاية يومنا هذا. تتكون التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر من سوقين: سوق سندات رأس المال، وسوق سندات الدين، كما تتضمن بورصة الجزائر إلى غاية 2016 خمس شركات مدرجة بها هي فندق الأوراسي، مجمع صيدال، شركة أليانس للتأمينات، ومؤسسة أن سي أ رويبة، مجمع بيوفارم.

شملت عينة الدراسة شركتي الأوراسي وصيدال بالإضافة إلى مؤشر بورصة الجزائر للفترة 2008-2015، حيث تم اعتماد أسعار الإغلاق اليومية وكذلك العوائد اليومية لاختبار فرضيات الدراسة.

من خلال الاختبارات المستخدمة، توصلت الدراسة إلى:

- رفض الفرضية الأولى، بمعنى أن سلسلة العوائد اليومية وسلسلة الأسعار اليومية لأسهم الشركات ومؤشر بورصة الجزائر للفترة (2008-2015) غير موزعة طبيعيا.
- رفض الفرضية الثانية بالنسبة للأسعار، أي أن سلسلة الأسعار اليومية لأسهم الشركات ومؤشر بورصة الجزائر للفترة (2008-2015) غير مستقرة.
- قبول الفرضية الثانية بالنسبة للعوائد، أي أن سلسلة العوائد اليومية لأسهم الشركات ومؤشر بورصة الجزائر للفترة (2008-2015) مستقرة.
- رفض الفرضية الثالثة، أي أن سلسلة الأسعار اليومية وسلسلة العوائد اليومية لأسهم الشركات ومؤشر بورصة الجزائر للفترة (2008-2015) لا تتحرك بطريقة عشوائية.

- وعليه فإننا نستدل على أن بورصة الجزائر غير كفؤة عند المستوى الضعيف باستخدام أسعار الإغلاق اليومية للفترة (2008-2015)، وبالتالي نرفض الفرضية الرئيسية للدراسة. وهو ما يتوافق مع دراسة محفوظ جبار، (2004) عن الجزائر، وباقي الدراسات السابقة العربية منها والأجنبية التي اختبرت الكفاءة عند المستوى الضعيف لبورصة عمان، الكويت، مؤشر بورصة نيويورك، وبورصة الدار البيضاء.

الخاتمة

الخاتمة

قامت الدراسة باختبار كفاءة بورصة الجزائر عند المستوى الضعيف، باستخدام عينة مكونة من شركتين مدرجتين في بورصة الجزائر بالإضافة إلى مؤشر بورصة الجزائر، خلال الفترة الممتدة بين 2008 و2015. حيث تم تقسيم الدراسة إلى فصلين، تناول الفصل الأول ماهية الأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها، بينما تضمن الفصل الثاني بداية تعريفا لبورصة الجزائر مدعما بتحليل لمؤشرات الأداء، ومن ثم الاختبارات الإحصائية المناسبة لفحص كفاءة بورصة الجزائر عند المستوى الضعيف. ونقدم فيما يلي مختلف النتائج التي تم التوصل إليها، متبوعة بجملة من التوصيات وإفاق الدراسة.

أولا: النتائج

خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي:

- تتضمن بورصة الجزائر خمسة (05) شركات مدرجة في التسعيرة الرسمية، وهو عدد ضئيل جدا مقارنة بالبورصات العربية والأجنبية الناشئة.
- هناك تذبذب في أداء بورصة الجزائر وفق مؤشر القيمة السوقية، ويعود هذا إلى الوضع الاقتصادي الذي مرت به الجزائر خلال فترة الدراسة والذي تميز بالتقلبات في الأزمة المالية العالمية وتذبذب أسعار المحروقات.
- يوجد تذبذب في أداء بورصة الجزائر وفق مؤشري عدد الأسهم المتداولة وحجم التداول، حيث يكون أداء إيجابي وبصورة معتبرة في السنة التي توافق إدراج شركة جديدة فقط.
- وجود علاقة ارتباط طردية قوية ومعنوية بين أسعار سهم صيدال ومؤشر بورصة الجزائر، وهو ما يدل على أن التحركات في أسعار سهم صيدال تسير وفق التحركات في مؤشر بورصة الجزائر.
- أسعار وعوائد أسهم الأوراسي وصيدال ومؤشر بورصة الجزائر لا تتبع خصائص التوزيع الطبيعي.
- أسعار أسهم الأوراسي وصيدال ومؤشر بورصة الجزائر غير مستقرة.
- عوائد أسهم الأوراسي وصيدال ومؤشر بورصة الجزائر مستقرة، مما يدل على كفاءة بورصة الجزائر وفق هذا الاختبار.
- أسعار وعوائد أسهم الأوراسي وصيدال ومؤشر بورصة الجزائر لا تتحرك بطريقة عشوائية.

ثانيا: التوصيات

من خلال النتائج التي توصلنا إليها خلال هذه الدراسة نقترح مجموعة توصيات:

- ضرورة زيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر عبر خوصصة الشركات الحكومية، وذلك لزيادة نشاط البورصة والرفع من أدائها.
- لا بد من تشجيع أسلوب التمويل عن طريق البورصة بالنسبة للمستثمرين سواء كانوا مؤسسات أو أفراد عن طريق زيادة الوعي الاستثماري، وذلك بغية توسيع قاعدة المساهمين.
- ينبغي تنويع الأدوات المالية المستخدمة في بورصة الجزائر وما يتوافق مع رغبات المستثمرين.
- يستحسن تطوير الآليات والأساليب الهادفة إلى رفع كفاءة البورصة والتخفيف من حدة التقلبات السعرية، من أجل جعل المستثمر أكثر قدرة على التخطيط ورسم الاستراتيجيات الفعالة.
- العمل تحسين جودة البيانات المنشورة على موقع بورصة الجزائر، وإعادة ضبط البيانات القديمة.

ثالثا: آفاق الدراسة

أما بالنسبة لآفاق الدراسة فإننا نطرح آفاق علمية جديدة تتمثل في:

- إعادة اختبار كفاءة بورصة الجزائر عند المستوى الضعيف باستخدام اختبارات أخرى، وببيانات أسبوعية أو شهرية.
- استخدام مؤشرات تحليل الأداء واختبارات إحصائية أخرى غير المستخدمة في هذه الدراسة بما يتيح الوقوف على خصائص بورصة الجزائر وتطورها باستخدام مختلف الطرق الإحصائية.
- دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار وعوائد الأسهم في بورصة الجزائر.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

أ- الكتب

1- حسن عصام: **أسواق الأوراق المالية (البورصات)**، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

2- حسن محروس: **الأسواق المالية والاستثمارات في الأسواق المالية**، بدون دار نشر، عين شمس، مصر، 1993.

3- حماد عبد العال: **المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.

4- الحناوي محمد صالح: **تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية**، الإسكندرية، مصر، 2005.

5- حنفي عبد الغفار: **الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.

6- حنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية: **الأسواق والمؤسسات المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2001.

7- الدسوقي إيهاب: **اقتصاديات كفاءة البورصة**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2000.

8- رضوان سمير عبد الحميد: **أسواق الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996.

9- *رمضان زياد:* ***مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي***، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن،2007.

10- الزرري عبد النافع وغازي فرح: **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001.

11- الزويل محمود أمين: **بورصة الأوراق المالية (موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها)**، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000.

12- الشهاوي طارق والحناوي محمد صالح: **الاستثمار في الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2012.

13- الشواورة فيصل محمود: **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

14- الصافي وليد، البكري أنس: **الأسواق المالية والدولية**، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

15- الصيرفي محمد: **البورصات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر،2007.

16- عبد العظيم حمدي: **اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2012.

17- عبد النبي محمد أحمد: **الأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009.

18- عطية محمد عبد الحميد محمد: **الاستثمار في البورصة**، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2011.

19- قندوز عبد الكريم أحمد: **المشتقات المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.

20- معروف هوشيار: **الاستثمارات والأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.

21- المومني غازي فلاح: **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

ب- المقالات العلمية

22- ريحان الشريف وحمداوي الطاوس: **بورصة الجزائر (رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية)**، مجلة التواصل في العلوم الانسانية والاجتماعية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 34، عنابة، الجزائر، جوان 2013، ص ص 62-41.

23- سام سعد محمد: **عشوائية حركة الأسعار ومستوى الكفاءة في السوق المالي**، مجلة العلوم الإدارية، العدد2، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2014، ص ص417-423.

24- شريفة جعدي ، ناصر سليمان ، **قياس الكفاءة التشغيلية باستخدام طريقة النسب المالية لعينة من البنوك العاملة بالجزائر دراسة تطبيقية خلال الفترة2006-2010**، مجلة الباحث، العدد12، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ورقلة، الجزائر، 2013، ص ص120-145.

ج- الرسائل الجامعية

25- بن حاسين بن عمر: **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية**، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013.

26- خيرة الداوي: **تقييم وأداء الأسواق المالية**، مذكرة ماجستير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012.

27- زيد جهيدة: **دراسة العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق المالي**، مذكرة ماستر أكاديمي، تخصص مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2014.

28- سمية بلجبلية: **أثر التضخم على عوائد الأسهم**، مذكرة ماجستير، تخصص تسيير مؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2010.

29- عبدلي سارة: **أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية**، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012.

30- الغيلاني وميض إسماعيل: **كفاءة سوق مسقط للأوراق المالية (دراسة تحليلية)**، مذكرة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة عمان، الأردن، 1995.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

أ- الكتب

31- Jaques Hamon: **Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers**, In: Lesgrands Auteurs en finance, Collection Dirigée par M. Albouy Edition EMS, Colombelles, 2003.

32- Gugarati. Damodar. N: **Basic Econometrics**, Fourth edition. Mc Gaw-Hill Ink, USA, 2003.

ب- المقالات العلمية

33- Hashemi Jahangir. and Hussain Abrar: Active Portfolio Management-A performance evaluation of Swedish equity mutual funds, Department of Science in Finance, university of Gothenburg, Sweden, 2009.

ثالثا: المواقع الإلكترونية

34- موقع الجريدة الرسمية الجزائرية (www.joradp.dz).

35- موقع بورصة الجزائر (www.sgbv.dz).

36- موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (www.cosob.dz).

الملحق (01)

Descriptive Statistics

	N	Range	Minimum	Maximum	Sum	Mean	Std.	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
سعر سهم الأوراسي	532	160	340	500	229840	432.03	41.538	-.596	.106	.035	.211
سعر سهم صيدال	532	345	380	725	285935	537.47	109.888	-.063	.106	-1.236	.211
سعر مؤشر السوق	532	470.926	987.558	1458.484	636578.1	1196.575	141.3868	.173	.106	-1.058	.211
معدل عائد الأوراسي	532	27.969	-19.268	8.701	15.763	.02963	1.499964	-5.537	.106	83.917	.211
معدل عائد صيدال	532	23.111	-18.232	4.879	47.000	.08835	1.507038	-3.896	.106	48.284	.211
معدل عائد مؤشر السوق	532	8.085	-3.736	4.349	25.345	.04764	.778056	-.168	.106	7.961	.211
Valid N (listwise)	532										

(الملحق 02)

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov[a]			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Ourassi Price	,155	532	,000	,925	532	,000
saidale Price	,159	532	,000	,917	532	,000
index Price	,132	532	,000	,936	532	,000
Ourassi Return	,464	532	,000	,236	532	,000
saidal return	,420	532	,000	,446	532	,000
Index return	,350	532	,000	,682	532	,000

a. Lilliefors Significance Correction

الملحق (03)

اختبار ديكي فولر للأسعار

Null Hypothesis: AOU has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=18)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.6013142...	0.481195...
Test critical values:	1% level	-3.442390333028279	
	5% level	-2.866743217127548	
	10% level	-2.569601841202862	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(AOU)
Method: Least Squares
Date: 04/13/16 Time: 09:08
Sample (adjusted): 2 534
Included observations: 533 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AOU(-1)	-0.010515...	0.00656661...	-1.6013142...	0.109902...
C	4.6737862...	2.84974553...	1.64007143...	0.101582...

R-squared	0.0048058...	Mean dependent var	0.131332082551595
Adjusted R-squared	0.0029316...	S.D. dependent var	6.296377815709634
S.E. of regression	6.2871417...	Akaike info criterion	6.518635464793216
Sum squared resid	20989.448...	Schwarz criterion	6.534689954 18971
Log likelihood	-1735.216...	Hannan-Quinn criter.	6.524917900145917
F-statistic	2.5642074...	Durbin-Watson stat	2.047240413208689
Prob(F-statistic)	0.1099020...		

اختبار فيليبس بيرون للأسعار

Null Hypothesis: AOU has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.527947	0.5188
Test critical values:	1% level	-3.442390	
	5% level	-2.866743	
	10% level	-2.569602	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	39.3798...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	36.3941...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(AOU)
Method: Least Squares
Date: 04/13/16 Time: 09:08
Sample (adjusted): 2 534
Included observations: 533 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AOU(-1)	-0.010515	0.006567	-1.601314	0.1099
C	4.673786	2.849746	1.640071	0.1016

R-squared	0.004806	Mean dependent var	0.131332
Adjusted R-squared	0.002932	S.D. dependent var	6.296378
S.E. of regression	6.287142	Akaike info criterion	6.518635
Sum squared resid	20989.45	Schwarz criterion	6.534690
Log likelihood	-1735.216	Hannan-Quinn criter.	6.524918
F-statistic	2.564207	Durbin-Watson stat	2.047240
Prob(F-statistic)	0.109902		

الملحق (04)

اختبار ديكي فول للعوائد

Null Hypothesis: AOU has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=18)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-23.67299	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.442413	
	5% level	-2.866753	
	10% level	-2.569607	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(AOU)
Method: Least Squares
Date: 04/14/16 Time: 19:07
Sample (adjusted): 3 534
Included observations: 532 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AOU(-1)	-1.027227	0.043392	-23.67299	0.0000
C	0.032743	0.065039	0.503434	0.6149

R-squared	0.513945	Mean dependent var	0.002306
Adjusted R-squared	0.513027	S.D. dependent var	2.149263
S.E. of regression	1.499829	Akaike info criterion	3.652332
Sum squared resid	1192.229	Schwarz criterion	3.668410
Log likelihood	-969.5203	Hannan-Quinn criter.	3.658624
F-statistic	560.4105	Durbin-Watson stat	1.999524
Prob(F-statistic)	0.000000		

اختبار فيليبس بيرون للعوائد

Null Hypothesis: AOU has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 8 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-23.71840	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.442413	
	5% level	-2.866753	
	10% level	-2.569607	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	2.24103...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	2.06563...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(AOU)
Method: Least Squares
Date: 04/14/16 Time: 19:09
Sample (adjusted): 3 534
Included observations: 532 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AOU(-1)	-1.027227	0.043392	-23.67299	0.0000
C	0.032743	0.065039	0.503434	0.6149

R-squared	0.513945	Mean dependent var	0.002306
Adjusted R-squared	0.513027	S.D. dependent var	2.149263
S.E. of regression	1.499829	Akaike info criterion	3.652332
Sum squared resid	1192.229	Schwarz criterion	3.668410
Log likelihood	-969.5203	Hannan-Quinn criter.	3.658624
F-statistic	560.4105	Durbin-Watson stat	1.999524
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق (05)

الأوراسي			
تاريخ الجلسة	تاريخ الجلسة	أسعار الاغلاق	معدل العائد نفسه
	27/12/2007	410	
1	**03/01/2008**	**405**	**-1,220**
	07/01/2008	405	**0,000**
	10/01/2008	405	**0,000**
	14/01/2008	405	**0,000**
	16/01/2008	405	**0,000**
	21/01/2008	405	**0,000**
	28/01/2008	405	**0,000**
	30/01/2008	410	**1,235**
2	04/02/2008	405	**-1,220**
	06/02/2008	405	**0,000**
	11/02/2008	405	**0,000**
	13/02/2008	405	**0,000**
	18/02/2008	410	**1,235**
	20/02/2008	410	**0,000**
	25/02/2008	410	**0,000**
	27/02/2008	410	**0,000**
3	03/03/2008	410	**0,000**
	05/03/2008	410	**0,000**
	10/03/2008	410	**0,000**
	17/03/2008	410	**0,000**
	19/03/2008	410	**0,000**
	24/03/2008	410	**0,000**
	31/03/2008	410	**0,000**
4	02/04/2008	410	**0,000**
	07/04/2008	415	**1,220**
	09/04/2008	415	**0,000**
	14/04/2008	415	**0,000**
	16/04/2008	415	**0,000**
	21/04/2008	415	**0,000**
	23/04/2008	415	**0,000**
5	05/05/2008	420	**1,205**
	07/05/2008	415	**-1,190**
	12/05/2008	415	**0,000**
	19/05/2008	415	**0,000**
	21/05/2008	420	**1,205**
	26/05/2008	420	**0,000**
	28/05/2008	425	**1,190**
6	09/06/2008	425	**0,000**
	11/06/2008	425	**0,000**
	16/06/2008	425	**0,000**
	18/06/2008	430	**1,176**
7	09/07/2008	430	**0,000**
	16/07/2008	430	**0,000**
	21/07/2008	435	**1,163**
	30/07/2008	430	**-1,149**
8	06/08/2008	430	**0,000**
	11/08/2008	430	**0,000**
	13/08/2008	430	**0,000**
	20/08/2008	430	**0,000**
	25/08/2008	430	**0,000**
	27/08/2008	430	**0,000**
9	01/09/2008	430	**0,000**
	10/09/2008	430	**0,000**
	17/09/2008	430	**0,000**
	29/09/2008	430	**0,000**
10	06/10/2008	430	**0,000**
	13/10/2008	430	**0,000**
	20/10/2008	430	**0,000**
	29/10/2008	430	**0,000**
11	03/11/2008	430	**0,000**
	05/11/2008	430	**0,000**
	12/11/2008	430	**0,000**
	19/11/2008	450	**4,651**
	24/11/2008	450	**0,000**
	26/11/2008	450	**0,000**
12	01/12/2008	450	**0,000**
	10/12/2008	450	**0,000**
	17/12/2008	450	**0,000**
	22/12/2008	450	**0,000**
	31/12/2008	450	**0,000**