

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



UNIVERSITE
Abdelhamid Ibn Badis
MOSTAGANEM

جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم .
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
قسم العلوم الاقتصادية.

مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر اكايمي
الشعبة: العلوم الاقتصادية التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

دراسة العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيم السوقية للأسهم.

تحت اشراف :
أ.د.رمضاني محمد .

مقدمة من طرف الطالبتان:
مسعودان كريمة.
سري نجاة.

أعضاء اللجنة المناقشة :

الصفة	الإسم و اللقب	الرتبة	من الجامعة
رئيسا	ودان بوعبدالله	أستاذ محاضر (أ)	جامعة مستغانم
مقررا	رمضاني محمد	أستاذ التعليم العالي	جامعة مستغانم
مناقشا	بكريتي بومدين	أستاذ محاضر (أ)	جامعة مستغانم

السنة الجامعية : 2021 / 2022

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



UNIVERSITE
Abdelhamid Ibn Badis
MOSTAGANEM

جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم .
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير .
قسم العلوم الاقتصادية.

مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر اكايمي
الشعبة: العلوم الاقتصادية التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

دراسة العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيم السوقية للأسهم.

تحت اشراف :
أ.د.رمضاني محمد .

مقدمة من طرف الطالبتان:
مسعودان كريمة.
سري نجاة.

أعضاء اللجنة المناقشة :

الصفة	الإسم و اللقب	الرتبة	من الجامعة
رئيسا	ودان بوعبدالله	أستاذ محاضر(أ)	جامعة مستغانم
مقررا	رمضاني محمد	أستاذ التعليم العالي	جامعة مستغانم
مناقشا	بكريتي بومدين	أستاذ محاضر(أ)	جامعة مستغانم

السنة الجامعية : 2021 / 2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر و عرفان

أن الحمد لله حمده و نستعينه و نستغفره و نستهديه و نتوب إليه من شرور أنفسنا و سيئات أعمالنا من يهديه الله فلا مضل له من يضلله فلا هادي له أما بعد صدق حبيب الله عز و جل حين قال :

"من لن يشكر الناس لم يشكر الله و من أسدي ليكم معرفا فكافئوه فإن لم تستطيعوا فادعوا له "

أولا و قبل كل شيء نشكر الله و نحمده حمدا كثيرا مباركا على هذه النعمة الطيبة و النافعة نعمة العلم و البصيرة.

يشرفني أن أتقدم بجزيل الشكر و العرفان إلى الدكتور الفاضل المشرف "محمد رضاني" على هذا العمل على مجهوداته الجبارة التي بذلها و التوجيهاته و نصائحه القيمة التي قدمها لي و الثقة التي وضعها في و التي كانت حافزا للإتمام هذا العمل المتواضع و إخراجه إلى النور ، كما أتقدم بخالص الشكر و التقدير إلى السادة الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول مناقشة هذه المذكرة و تقديمها .

" نجاة "

شكر و عرفان

الحمد لله رب العالمين و الصلاة و السلام على أشرف الأنبياء و المرسلين نبينا محمد و على آله و صحبه أجمعين.

أما بعد :

نحمد الله عز وجل الذي وفقنا في إتمام هذا البحث العلمي ، و الذي ألهمنا الصحة و العافية و العزيمة .

فالحمد لله حمدا كثيرا

ثم أوجه آيات الشكر و العرفان بالجميل إلى الأستاذ الدكتور "رمضاني محمد" المشرف على البحث الذي منحني الكثير من وقته ، و كان لرحابة صدره و سمو خلقه و أسلوبه المميز في متابعة البحث أكبر الأثر في المساعدة على إتمام هذا العمل ، وأسأل الله العلي القدير أن يجازيه خير الجزاء و إن يكتب صنيعه في موازين حسناته ، كما أتقدم بخاص الشكر و التقدير إلى الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول مناقشة هذه المذكرة و تقديمها .

كما نشكر كل من ساعدني على إتمام هذا البحث و قدم لنا العون و مد لنا يد المساعدة و زودنا بالمعلومات اللازمة لإتمام هذا البحث و نخص بالذكر:

الأستاذة:"بوسلامة فاطمة".

"كريمة"

إهداء

نحمدك ربي حمدا يليق بجلال وجهك و عظيم سلطانك الذي قدرنا على إتمام هذا العمل المتواضع و أتمنى
من الله عز وجل أن نكون قد وفقنا في ذلك و أهديه.

إلى أعز ما أملك في هذا الوجود إلى من رباني على مكارم الأخلاق و أخطائي برعايتهما و حبهما والدي الغاليين
حفظهما الله و أطال في عمرهما

إخوتي و أخواتي ، حفظهم الله ورزقهم من حيث يشاء.

صديقتي و أختي الغالية صارة حفظها الله و أطال بعمرها

صديقتي طيلة مشواري الدراسي الجامعي و شريكتي في هذا البحث كريمة حفظها الله و أطال بعمرها .

صديقتي التي جمعنا الدراسة خيرة فضيلة فاطمة الزهراء منصورية سهام حفظهم الله و رعاهم .

عائلة سري بأكملها و عائلة ساكر خاصة الجد محمد و الجدة عائشة حفظهم الله و أطال بعمرهم .

كل من ساهم من قريب أو بعيد من تقديم المساعدة ولو بكلمة طيبة مشجعة في إنجاز هذا البحث.

" نجاة "

إهداء

الحمد لله وكفى و الصلاة على الحبيب المصطفى و أهله و من وفى أما بعد:

الحمد لله الذي وفقنا لتثمين هذه الخطوة في مسيرتنا الدراسية بمذكرتنا هذه ثمرة الجهد و النجاح بفضلته

تعالى مهداة إلى الوالدين الكريمين خفضهما الله و أدامهما نورا لدربي .

إخوتي و أختي الوحيدة "فاطمة" حبيبة قلبي ، حفظهم الله ورزقهم من حيث يشاء

صديقتي طيلة مشواري الدراسي الجامعي و شريكتي في هذا البحث " نجاة "

عائلي بأكملها حفظها الله لي و رعاها.

كل من ساهم من قريب أو بعيد في تقديم المساعدة و لو بكلمة طيبة مشجعة في انجاز هذا البحث .

« كريمة »

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
14	أركان السوق المالي	(1- I)
15	وظائف السوق المالي	(2- I)
22	التغيير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة الاقتصادية	(3- I)
28	المعلومات و آلية تسعير الورقة المالية	(4- I)
32	الصيغ الثلاثة الخاصة بكفاءة السوق المالي	(5- I)
62	الهيكل التنظيمي لـ COSOB	(1- III)
63	مؤشرات أسعار بورصة الجزائر خلال شهر ديسمبر 2017	(2- III)
72	عدد الشركات المدرجة	(3- III)
83	الأسهم الشرعية و الغير شرعية المدرجة في بورصة ماليزيا لفترة (2001- 2012)	(4- III)
87	حجم التداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية بماليزيا من (2005-2012)	(5- III)
89	خطوات إصدار صكوك البيع بثمان أجل و المراجعة في ماليزيا	(6- III)

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
62	مؤشرات نشاط بورصة الجزائر خلال سنة 2017	(1- III)
62	مؤشرات أيعار بورصة الجزائر خلال شهر ديسمبر 2017	(2- III)
63	تطور قيمة و حجم الأسهم المتداولة لشهر ديسمبر 2017	(3- III)
63	نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)	(4- III)
64	نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التداول) 2017	(5- III)
65	مؤشر عدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر	(6- III)
65	نسبة حجم التداول في بورصة الجزائر (أسهم و السندات)	(7- III)
70	أهم المعطيات العامة الماليزية	(8- III)
72	تطوير الشركات المحلية المدرجة في بورصة ماليزيا خلال فترة 2004 إلى 2012	(9- III)
82	تطوير الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية و نسبتها للفترة (2012-2001)	(10- III)
84	تطور مؤشرات نمو السوق الأوراق المالية الماليزية سنة (2012-2005)	(11- III)
86	تطور مؤشر حجم التداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية بالمالي	(12- III)

الفهرس

	شكر و عرفان
	إهداء
	قائمة الأشكال
	قائمة الجداول
أ - د	مقدمة عامة
الفصل الأول : الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية	
06	تمهيد
07	المبحث الأول: مدخل إلى الأسواق المالية
07	المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية و مفهومها
10	المطلب الثاني : أهمية الأسواق المالية و شروط قيامها
12	المطلب الثالث: أركان السوق المالي و وظائفه
15	المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية
16	المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية و خصائصها
20	المطلب الثاني: أنواع كفاءة الأسواق المالية و متطلباتها
29	المطلب الثالث: مستويات كفاءة السوق المالي
33	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: الإطار النظري للقيم السوقية للسهم	
35	تمهيد
36	المبحث الأول: القيمة السوقية للسهم
36	المطلب الأول: مفهوم القيمة أو السعر السوقي للسهم
36	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على سعر السهم
40	المبحث الثاني: المداخل المختلفة في تقييم سعر السهم
40	المطلب الأول : عوائد السهم
41	المطلب الثاني: محددات سعر السهم السوقي
48	المطلب الثالث : أساليب تقييم السهم
50	المبحث الثالث : دراسة العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية و القيم السوقية للسهم
50	المطلب الأول: تعريف كفاءة السوق المالي
50	المطلب الثاني: العلاقة بين كفاءة السوق و القيمة السوقية للسهم
52	خلاصة الفصل

الفصل الثالث : التطبيقي دراسة المقارنة الكفاءة تسعير الأسهم بين السوق المالي الجزائري و السوق المالي	
54	تمهيد:
55	المبحث الأول : تقديم بورصة الجزائر
55	المطلب الأول : نشأة بورصة الجزائر و مراحل إنجازاتها
57	المطلب الثاني : الهيئات المكونة لبورصة الجزائر
64	المطلب الثالث : مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر
68	المبحث الثاني سوق ماليزيا للأوراق المالية (بورصة ماليزيا)
69	المطلب الأول : لمحة عن اقتصاد ماليزيا
73	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية المفهوم و الوظائف
81	المطلب الثالث: مؤشرات قياس كفاءة سوق ماليزيا للأوراق المالية
92	المبحث الثالث : مقارنة بين السوقين الماليين الجزائري و المالي
92	المطلب الأول: أوجه التشابه
93	المطلب الثاني : أوجه الاختلاف
94	المطلب الثالث : الاستنتاج و تحليل النتيجة
95	خلاصة الفصل
97	خاتمة عامة
-	الملخص
-	قائمة المراجع

مقدمة عامة

يعد سوق رأس المال أداة تمويلية هامة جدا ، كونه يجمع بين المتعاملين الاقتصاديين أصحاب الفوائض المالية وأولئك الذين يعانون من العجز ، وهو بذلك يساهم في تفعيل الاستثمار من خلال تعبئة الادخار الذي يتم استثماره في المجالات التي تساهم في خلق طاقات إنتاجية جديدة ، ومن ثم تحقيق التنمية الاقتصادية . وفي ظل التطورات التكنولوجية التي يعرفها الاقتصاد العالمي ، ومع ظهور التحرير المالي ازدادت أهمية ودور أسواق رؤوس الأموال المحلية والأجنبية .

وعليه فإنه وفي إطار المنافسة الشديدة ، أصبح لزاما على كل دولة من أجل تحقيق التنمية الإقتصادية والمحافظة على مكانتها ، أن تولي اهتماما كبيرا لأسواق رؤوس الأموال وتعمل على تطويرها وعصرنتها على جميع المستويات ؛ الإدارية ، التنظيمية ، التشريعية ، إلى جانب العمل على زيادة وتنوع الأدوات المالية المتداولة ، بهدف الحصول على أسواق كفأه .

ففي ظل السوق الكفاء تكون الاستجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات والمعلومات الواردة للسوق ، هذا ما يجعل أسعار الأسهم تسير بطريقة عشوائية ، وهو ما يفرض على المستثمر الإلمام بمختلف المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية للسهم ، وبالتالي فإن توفير هذه المعلومات وتحليلها في وقتها المناسب ينعكس على سعر الورقة المالية

وبالتالي فنجد هناك علاقة تربط بين كفاءة الأسواق المالية وقيمة الورقة المالية أو القيمة السوقية للأسهم.

أولاً: إشكالية الدراسة:

ومن خلال ما تقدم في هذه الدراسة تهدف إلى محاولة توضيح العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للأسهم، وحتى يتسنى لنا القيام بذلك فإنه يمكن صياغة هذه الإشكالية في التساؤل الرئيسي التالي :

ما طبيعة العلاقة التي تربط بين كفاءة الأسواق المالية والقيم السوقية للأسهم ؟

ومن أجل الإجابة على هذا التساؤل الرئيسي يمكن الاستعانة بالتساؤلات الفرعية التالية التي تساعدنا في الإجابة عليها:

- ما المقصود بكفاءة الأسواق المالية ؟
- ما هي الشروط الواجب توفرها لتحقيق كفاءة السوق المالي ؟
- ما هي القيمة السوقية للورقة المالية أو القيمة السوقية للسهم في ظل رأس المال الكفاء ؟
- كيف يمكن المقارنة بين الأسواق المالية (النموذج الماليزي والجزائري)؟

ثانياً: فرضيات الدراسة :

من أجل حصر الموضوع ويهدف الإجابة على التساؤلات المطروحة تم وضع مجموعة من الفرضيات كالآتي

1. هناك تأثير واضح للسوق الكفاء على القيمة السوقية للسهم.
2. تتغير القيمة السوقية للسهم تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق.
3. لا تتحقق كفاءة السوق إلا بتوفر مجموعة من الشروط.
4. يعتمد كل من السوق المالي الجزائري والسوق الماليزي على مجموعة من مؤشرات السوق لاختبار كفاءتهما .

ثالثا : أهمية الدراسة :

- تعتبر أسواق الأسهم مرآة للوضع الاقتصادي العام للبلد ، وكفاءة هذه الأسواق تعتبر مؤشرا على نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة ، ومن هذا المنطلق تكون محاولة فهم سلوك أسعار السهم وعلاقتها بكفاءة الأسواق المالية قضية مهمة تستوجب تحليلها ببحث علمي ، يعمل على اكتشاف العوامل التي تحكم التأثيرات المتبادلة فيما بينها .
- محاولة تسليط الضوء على إبراز مفاهيم حول الأسواق المالية وكفاءة السوق والقيمة السوقية للأسهم .
- التعرف على مختلف المؤشرات الاقتصادية التي بواسطتها يمكننا المقارنة بين كفاءة السوق المالي الجزائري وكفاءة السوق المالي الناشئ الماليزي.

رابعا : أسباب اختيار الموضوع :

- يمكن تلخيص الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار موضوع البحث والذي جاء تحت عنوان العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيم السوقية للأسهم دراسة المقارنة في النقاط التالية:
- الشعور بقيمة الموضوع وأهميته في ظل التحولات العالمية المتسارعة؛
- رغبة الطالبين في التعرف على السوق المالي الذي يتم فيه بيع وشراء الأدوات المالية بشتى أنواعها العادية أم إسلامية ، والرغبة أيضا في معرفة إن كان لكل دولة سوق خاص بها له مبادئ وخصائص ؛
- الميول الشخصي لدراسة المواضيع المتعلقة بالأسواق المالية؛
- نظرا لأهمية التي يكتسبها موضوع الأسواق المالية.

خامسا : منهجية الدراسة :

- بالنظر لطبيعة الموضوع ولبلوغ الإجابات المنشودة لفك غموض التساؤلات المطروحة من خلال هذه الدراسة اتبعنا ما يلي:
- أ) تم الاعتماد على المنهج الوصفي نظرا لطبيعة الدراسة التي تناولنا فيها الجوانب النظرية للأسواق المالية والقيم السوقية للسهم.

(ب) أما المنهج التحليلي استخدم في تحليل البيانات المجمعّة عن السوقين الجزائري والماليزي ، ذلك من خلال تحليل مؤشرات كلا من السوقين المختلفة وهذا تحقيقا للهدف الرئيسي للبحث ،بالإضافة إلى اعتماد على الأسلوب الإحصائي من خلال تتبع تطورات مؤشرات السوقين

(ت) أما المنهج المقارن فأستخدم في المقارنة بين السوق الجزائري والماليزي من خلال استخراج أوجه التشابه والاختلاف الخاصة للبلدين.

سادسا: صعوبات الدراسة:

ندرة البحوث قديما وحديثا باستثناء بعض الكتب والأطروحات التي بدأت تظهر مؤخرا .

سابعا: الدراسات السابقة:

تم إجراء مجموعة من الدراسات والأبحاث العلمية لمتغيرات الموضوع خاصة من جوانبها النظرية ، وسنعرض أهم الدراسات التي تم الاطلاع عليها والمتعلقة بموضوع هذا البحث وهي كما يلي :

1. سميرة لطرش : كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم . دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية من 2001 . 2008 . ، البحث عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة متنوري قسنطينة سنة 2010 وقد صيغت إشكاليه لمعرفة هل هناك أثر لكفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم .

وقد خلصت هذه الدراسة إلى ما يلي :

- بورصة عمان ، سوق الأسهم السعودي ، سوق الكويت للأوراق المالية هي أسواق كفئة في مستواها الضعيف ، ذلك لأن التغير في مؤشر السوق كان عشوائيا ، بينما اتضح أن بورصة مصر ، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وبورصة الجزائر ليست كفئة في صيغتها الضعيفة ، وهذا نظرا لكون التغيرات المتتالية في مؤشر السوق غير مستقلة عن بعضها البعض .

2. الجودي صاطوري: أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية دراسة حالة الجزائر ، أطروحة دكتورا في علوم التسيير (غير منشورة) ، فعمالية المدرسة العليا للتجارة ، جامعة الجزائر 03، سنة 2005، حيث تدور هذه الإشكالية حول مدى تأثير كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية؟ وماهي متطلبات تحقيق الكفاءة على النحو الذي يؤدي إلى التخصيص الكفاء للاستثمار في الأوراق المالية و يساهم في تنميتها؟

وقد قسم الباحث رسالته إلى أربعة أبواب ، حيث تناول كل من الباب الأول ، الثاني و الثالث القاعدة

النظرية للموضوع من خلال ثمانية فصول.

فتناول في الباب الأول: دور ومكانة سوق رأس المال في السوق التمويلية ويحتوي على فصلين و هما الفصل

الأول: السوق التمويلية والفصل الثاني: هيكل وتنظيم سوق رأس المال.

أما الباب الثاني : الاستثمار في الأوراق المالية و تسير المحافظ و يحتوي على فصلين هما: مبادئ وأسس الاستثمار في الأوراق المالية والفصل الرابع تسيير المحافظ و تقييم أدائها في سوق الأوراق المالية. الباب الثالث: تقييم الأوراق المالية و أثر كفاءة السوق على الاستثمار في الأوراق المالية ويحتوي أيضا على الفصل الخامس و السادس و هما الفصل الخامس: تقييم و تحليل الأوراق المالية والفصل السادس: كفاءة السوق و أثره اعلى تنمية وتخصيص الاستثمارات فيا لأوراق المالية ، أما الباب الرابع يحتوي على الفصل السابع و الثامن قد تناول القاعدة التطبيقية فالباب الرابع هو متطلب كفاءة سوق رأس المال و أثرها على الاستثمار في الأوراق المالية في الجزائر ،الفصل الرابع هو سوق رأس المال بالجزائر و الفصل الثامن هو واقع ومتطلبا تحقيق كفاءة سوق رأس المال لتنشيط في الأوراق المالية في الجزائر. ثامنا : هيكل الدراسة :

بغرض تحقيق هذه الدراسة قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول فصلين نظريين وفصل تطبيقي

◆ الفصل الأول بعنوان " الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية " حيث قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين ، تضمن المبحث الأول مدخل إلى الأسواق المالية من مفهوم وأهمية ، أما المبحث الثاني كان تحت عنوان " كفاءة الأسواق المالية " وتناولنا فيه مفهوم كفاءة السوق والأنواع ومختلف صيغها .

◆ الفصل الثاني ، وكان تحت عنوان "الإطار النظري للقيم السوقية للأسهم " حيث قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث ، تضمن المبحث الأول القيمة السوقية للسهم تناولنا فيه كل من المفهوم والعوامل المؤثرة على سعر السهم ، أما المبحث الثاني كان تحت عنوان المداخل المختلفة في تقييم سعر السهم تطرقنا إلى ذكر عوائد السهم ومحدداته وأساليبه ، أما المبحث الثالث كان تحت عنوان دراسة العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيم السوقية للأسهم .

◆ أما الفصل الثالث فهو الإطار التطبيقي وكان عنوانه " دراسة المقارنة لكفاءة تسعير الأسهم بين السوق المالي الجزائري والسوق المالي الماليزي " حيث تضمن ثلاثة مباحث ، المبحث الأول تقديم بورصة الجزائر والمبحث الثاني سوق ماليزيا للأوراق المالية (بورصة ماليزيا) لتتوصل في المبحث الأخير إلى المقارنة بينهما واستخلاص النتيجة .

الفصل الأول

الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

تمهيد :

تعمل الأسواق المالية على حشد وتعبئة الموارد المالية ، إذا أنها تمثل آلية من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة و التي يتوافر لديها فوائض مالية تمثل عرض الأموال ، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية و تعكس الطلب على الموارد المالية ، أي أن الأسواق المالية تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تمتلك الرغبة و القدرة على الاستثمار و تملك القدرة على الاستثمار . وفي أداؤها لتلك الوظيفة ، فإن الأسواق المالية تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد ، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة في استخدامات إنتاجية ، تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية و من ثم زيادة فرص العمالة و زيادة الدخل القوي ، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهية الاقتصادية .

و يتناول هذا الفصل الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية ، حيث سنتناول في البحث الأول كل من نشأة و تعاريف الأسواق المالية و وظائف وأهميتها أما المبحث الثاني فهو عن كفاءة الأسواق المالية مفهومها و أنواعها ومستوياتها.

المبحث الأول: مدخل إلى الأسواق المالية.

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال كهدف التنمية الاقتصادية ، وتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة ، نظرا لما تزاوله من نشاط لذلك سنتناول في هذا المبحث ثلاث مطالب .في المطلب الأول نشأة الأسواق المالية ومفهومها ، والمطلب الثاني أهمية الأسواق المالية وشروط قيامها أما المطلب الثالث فسنتناول فيه أركان السوق المالي ووظائفه .

المطلب الأول : نشأة الأسواق المالية ومفهومها .

ارتبطت نشأة الأسواق المالية بظروف احتياجات التطور الاقتصادي للدول الموجودة فيها ويوجد سوق مالي أينما توجد الوسيلة التي تنتج عملية التبادل بين البائعين والمشتريين .

أولا : نشأة الأسواق المالية :

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل ، وتعتمد هذه الفكرة على أكبر حجم السوق وعلى حجم الإنتاج تبعا للمزايا النسبية .

كانت الأسواق في القدم تقتصر على بيع وشراء سلع حقيقية وأن وسائل وأساليب التعامل بها كانت تتم بطرق بدائية وبسيطة كالمقايضة ، وبعد اكتشاف الأوراق النقدية استبدلت طريقة المقايضة بتبادل السلع بالنقود وبعد ان تطورت وسائل الاتصال الحديث أصبح بإمكان البائع والمشتري أن يبيع ويشترى عبر وسائل الاتصال المختلفة ومن هنا يتبين أن مفهوم السوق ومفهوم ما يتم التبادل في هذا السوق قد تغير ، فهذا الأخير أصبح لا يشكل شرطا أساسيا لعمليات البيع أو الشراء ، وإن كان المكان يعتبر مكملا أو شرطا يزيد من كفاءته وفاعليته .

أصبحت الأسواق التجارية في وقتنا الحاضر أسواق متخصصة بعضها متخصص من بيع وشراء الأوراق المالية ويطلق عليه السوق المالي ، على الرغم من أن الأسواق المالية تعتبر حديثة العهد بالنسبة للأسواق الأخرى ، إلا أنها قد تطورت في الآونة الأخيرة تطورا كبيرا سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسجيلات المتاحة للمتعاملين فيها ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي تبادلها الأسواق¹ . وقد تزداد الدور الاقتصادي للأسواق المالية حيث أصبح يطلق عليها (البورصات) وبدرجة كبيرة أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم.²

¹ جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 16، 17.

² جمال جويدان الجمل، المرجع نفسه، ص 16، 17.

تقسم مراحل إنشاء السوق المالي إلى ¹:

المرحلة الأولى: وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة و محلات الصرافة ، وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة و إقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية و زراعية و عقارية.... الخ .

مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية ، و كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة و التي أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما اضطر للجوء إلى البنوك للاقتراض و ما قد يترتب عليه من عواقب و خيمة .

المرحلة الثانية: بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية . في هذه المرحلة أحدث البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي و هي خصم الأوراق التجارية و تقديم الائتمان ، وفق للقواعد و أوامر البنك المركزي لذا أصبحت القروض التي تقدمها محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها .

المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط و الطويل و أصبحت تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة و طويلة الأجل لتلبية احتياجاتها من الأموال و تمويل المشاريع المختلفة و يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية و في هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية و التجارية و شهادات الإيداع القابلة للتداول و هذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي .

المرحلة الخامسة : اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية مع الأسواق الدولية و ذلك لتطور وسائل الاتصالات المختلفة و ظهور البورصات المالية و أصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء و بيع الأوراق المالية طويلة الأجل.

ثانياً: مفهوم الأسواق المالية.

يعرف السوق المالية على أنه الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق و ذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه . لكن بشرط توفر قنوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأمان السائدة في أية لحظة زمنية واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه أي أن السوق المالي يجمع عامل الطلب و العرض و الوسيلة المناسبة التي يتحدد من خلالها سعر الورقة المالي.²

¹ أحمد أبو موسى ، للأسواق المالية و النقدية ، دار معزز للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2005، ص 10.11.

² أحمد أبو موسى ، نفس المرجع السابق ، ص 11.

في الأسواق المالية، يتم بيع وشراء الأوراق المالية وغيرها من الأدوات المالية، بل و المال نفسه، كذلك يمكن اقتراض الأوراق المالية وإقراضها.¹

لا تختلف الأسواق المالية عن بقية أسواق المنتجات أو عوامل الإنتاج من حيث كونها موقع لالتقاء تيارى الطلب و العرض ، فضلا عن تحديد نمط تخصيص الموارد و مستويات الربح و الخسارة لأطراف السوق ، إلا أن ما يميز الأسواق المالية هي طبيعة ما يجري التعامل فيه ، إذ أنها سوق للتمويل و هي تتضمن عرض و طلب لرؤوس الأموال و ما يتيح ذلك من طبيعة خاصة للأطراف المؤثرة في مستويات التوازن.²

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام ، و السوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع و المشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق ، و هذا يعني أن السوق لا تنحصر في مكان جغرافي محدد بل يغطي نشاطه تواجد وسائل فعالة للاتصال بالبائع و المشتري .

و السوق المالي بالرغم من أنه حديث العهد مقارنة بسوق المادي إلا أن مفهومه لا يختلف عن مفهوم الأسواق الأخرى من حيث تنظيمها، وأن الأسواق المالية هي الوسيلة الوحيدة لضمان استخدام الأفضل لموارد المجتمع ، فهي تساعد على تحويل جانب من جوانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات فعالة و هي بذلك تساهم في خلق رأس المال و الذي يعتبر أهم عامل.³

و يعرف أيضا على أنه أداة عامة لتوفير و تقديم الأنشطة المختلفة و ذلك من خلال الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية و التي تتخلص وظائفها الأساسية في تقنين الأول تعبئة المدخرات و الثاني توجيه هذه المدخرات أو الموارد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة.⁴

و قد عرف أيضا بأنه ذلك يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب باستثمار، و وحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لفرص استثمار عبر فئات متخصصة عامة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعالة.⁵

يوجد سوق مالي أينما توجد الوسيلة التي تتيح لعملية التبادل أن تتم فيه بين البائعين و المشتريين و بغض النظر عن كونها قد تمت من خلال لقاء مباشر بينهما أو بطريقة غير مباشرة.⁶

السوق المالية هي المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في البلاد إذ أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق مالية مزدهرة و متطورة؛⁷

السوق المالي هو مكان التقاء بائعي و مشتري لتداول الأوراق المالية و بغض النظر عن مكان التداول و عن

كيفية لقاء المتعاملين.

¹برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، الفاروق للنشر و التوزيع، مصر، 2005، ص12

²محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن، 2007، ص19.

³عمر ومحي الدين، المال و الصناعة، مجلة دورية، العدد الثامن عشر، بنك الكويت الصناعي، 200، ص 12.

⁴عبد الغفار حنفي و درسية قريضا، السوق و المؤسسة المالية، كلية التجارة، مصر، 2001، ص21.

⁵أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل و إدارة، المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الأردن، 2004، ص110.

⁶محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكرة الجامعي، مصر، 2007، ص 51.

⁷خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية و السوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص 56.

المطلب الثاني: أهمية الأسواق المالية وشروط قياسها .

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة ، خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية ، وتمتع الأسواق بأهمية خاصة ، نظرا لما تزاوله من نشاطه.

أولا : أهمية الأسواق المالية .

تكمن أهمية الأسواق المالية فيما يلي :¹

نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية ، حيث ان مجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في الأسواق المعينة يساهم مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي عن السيولة المدخرة مقابلها.

• تعبئة الموارد المالية و تحفيز المدخرين و ذلك عندما تمارس الأسواق المالية دورا فعالا في رفع عوائد المدخرات التي تصبح موارد تمويلية للمستثمرين من خلال الاكتتاب في الأسهم و السندات ، و خاصة عندما يكشف المدخرون بأن الفوائد المتحققة من مدخراتهم أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها من خلال التوفير الاعتباري في الأجهزة المصرفية.

• تعد الأسواق المالية مجالا واسعا لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر و المؤسسات و الحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية.

• تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل ، كما يلاحظ أيضا وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانبا هاما من الأسواق المالية .

• يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها و مكاتبها المتخصصة و خبراتها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة.

• ضمان التوازن من خلال الحفاظ على النمو المستقر لجانب هام من فوائد الأدوات الاستثمارية و الذي يمكن تحقيقه من خلال عمليات لتحوط تمارسها إدارات الأسواق المالية ، خاصة عندما توجه حركات المضاربة و الحد من المبلغة في حركات الأسعار.

• تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.

• إن إلزام الشركات بالإفصاح و مراقبة عمليات التبادل في ردهات السوق يضمن إلى حد بعيد مناخا استثماريا يتسم بالشفافية.

وتزداد أهمية الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بإنشاء

المشاريع الاستثمارية في المجتمع ويمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية في المجتمع في العناصر التالية:²

¹ هوشيار معروف ، الاستثمارات و الأسواق المالية ، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2003، ص 86، 84.

² أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة و النشر و التوزيع ، 2007، ص 14.

- ◆ جميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار العام والخاص ، وتنشيط الاقتصاد القومي ككل .
- ◆ إيجاد منافذ شرعية للمدخرات لنقل ممتلكاتهم لغيرهم.
- ◆ تكوين تراكم رأسمالي لأجل قصيرة أو طويلة.
- ◆ تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على الكمية الحقيقية للأوراق المالية.
- ◆ تعتبر سوق الأوراق المالية أحد القطاعات المهمة في رأس المال أسهم و سندات بمعنى أنها السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم و سندات بمعنى أنها الجهاز الذي يتم عن طريق تمويل رأس المال المتمثل في تحويل الأوراق المالية إلى نقود جاهزة والعكس في سهولة يسر.
- ◆ الاحتفاظ بالمدخرات القائمة بتوفير منافذ الاستثمار الشرعية.

ثانيا : شروط قيام الأسواق المالية .

يتطلب تكوين سوق مالي توفر مجموعة من الشروط أهمها:¹

- أ. زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة : تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد وتقوم المؤسسات بعمليات الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء شركات و مشاريع منتجة . وتعتبر هذه الشركات وهذه المشاريع جزءا هاما من عملية التنمية الاقتصادية لذا فإن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والتي تتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم دون توفر المؤسسات المالية في داخل الدولة .
- ب. تحويل المدخرات إلى استثمارات: حيث يعد السوق بمثابة سوق للاستثمار أموال الأفراد و المؤسسات و البنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصص من رأسمال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروض تتمثل في السندات.
- ج. ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدولة: ومن أهم النظم والقوانين التي تتطلب تنسيق أسعار صرف العملات والنظم والقوانين الضريبية.
- د. الاهتمام بوسائل الإعلام :إن تكوين الشركات أو طرح السندات لابد أن يصاحبه إعلان مناسب حتى يحظى كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد يحتاجها لتوظيف أمواله، وللمحافظة على مصلحة صغار المدخرين فإنه لابد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صبغة جدية .
- هـ. وجود حد أدنى للاستقرار السياسي داخل الدولة : تعتبر من أهم العوامل التي تجذب رؤوس الأموال المحلية وتحويلها من إدارات خاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل ، ويعتبر عاملا مهما لجذب رؤوس الأموال الأجنبية ، وكذلك توفير التسهيلات للمستثمرين الأجانب وتحويل صافي أرباحهم إلى الخارج .

¹أحمد أبو موسى ، نفس المرجع السابق ،ص14،13.

المطلب الثالث : أركان السوق المالي و وظائفه

تعتبر أركان الأسواق المالية من أهم المشاركين في السوق كونهم يقومون بخلق العمليات وتسييرها ومن وظائفه تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار.

أولاً: أركان الأسواق المالية :

أ. المقترضين والمستثمرين: تتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات المالية ويقصد بفئة الأفراد هم الذين تتزايد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية ، ويقصد بالمؤسسات المالية البنوك ومكاتب السمسرة وشركات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بالنفع الوفير ، أو بمعنى آخر تعود عليهم بعوائد عالية ومخاطر قليلة . هذا ومن الجدير بالملاحظة أنه بمقدور هذه المؤسسات القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالية ، إذا ما استطاعت هذه المؤسسات من الحصول على عوائد معقولة ومقبولة إضافة إلى توفير عامل الأمان وعامل السيولة وهذا ما يسعى إليه كل مستثمر من أجل إنماء أمواله والمحافظة عليها¹.

ب. المقرضين أو المصدرين : هذه الفئة تتكون من الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال ، حيث أن إرادتهم النقدية تقل عن احتياجاتها الاستهلاكية ، وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال . ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية ، أن تكون مؤسسة أو مكتب سمسرة أو شركة استثمارية ، بينما يمكن للأفراد الاقتراض من المؤسسات المالية على صورة قرض مباشر حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون عقد مبرم بين المقرض (المؤسسات المالية) والمقترض وهو الفرد وعادة ما يدون في هذا العقد القيمة الاسمية للقرض والمدة الزمنية وسعر الفائدة وتاريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض .

ت. الوسطاء أو الوكلاء: ويقصد بالوسطاء هم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين أو المصدرين للأوراق حيث يكون الوسيط شخص طبيعي أو معنوي ويقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال تتمثل في الآتي:²

أنواع الخدمات التي يقدمها الوسطاء يمكن حصرها بشكل عام في ثلاثة أنواع وهي:

1. السمسرة .
2. صناعة الأسواق.
3. التعهد بتغطية الإصدارات.
4. تقليل المخاطر والنفقات.

¹جمال جويدان الجمل ، مرجع سبق ذكره ، ص24
²حمد براق ، السوق المالية و دورها في تمويل التنمية في الوطن العربي . الندوة العلمية الدولية حول "التكامل الاقتصادي العربي كالية لتحسين و تفعيل الشراكة العربية الأوروبية " بمساهمة مخبر الشراكة و الاستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي ،الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ،مصر ، جامعة سطيف ، يومي 8-9 ماي 2004 ، ص 5.

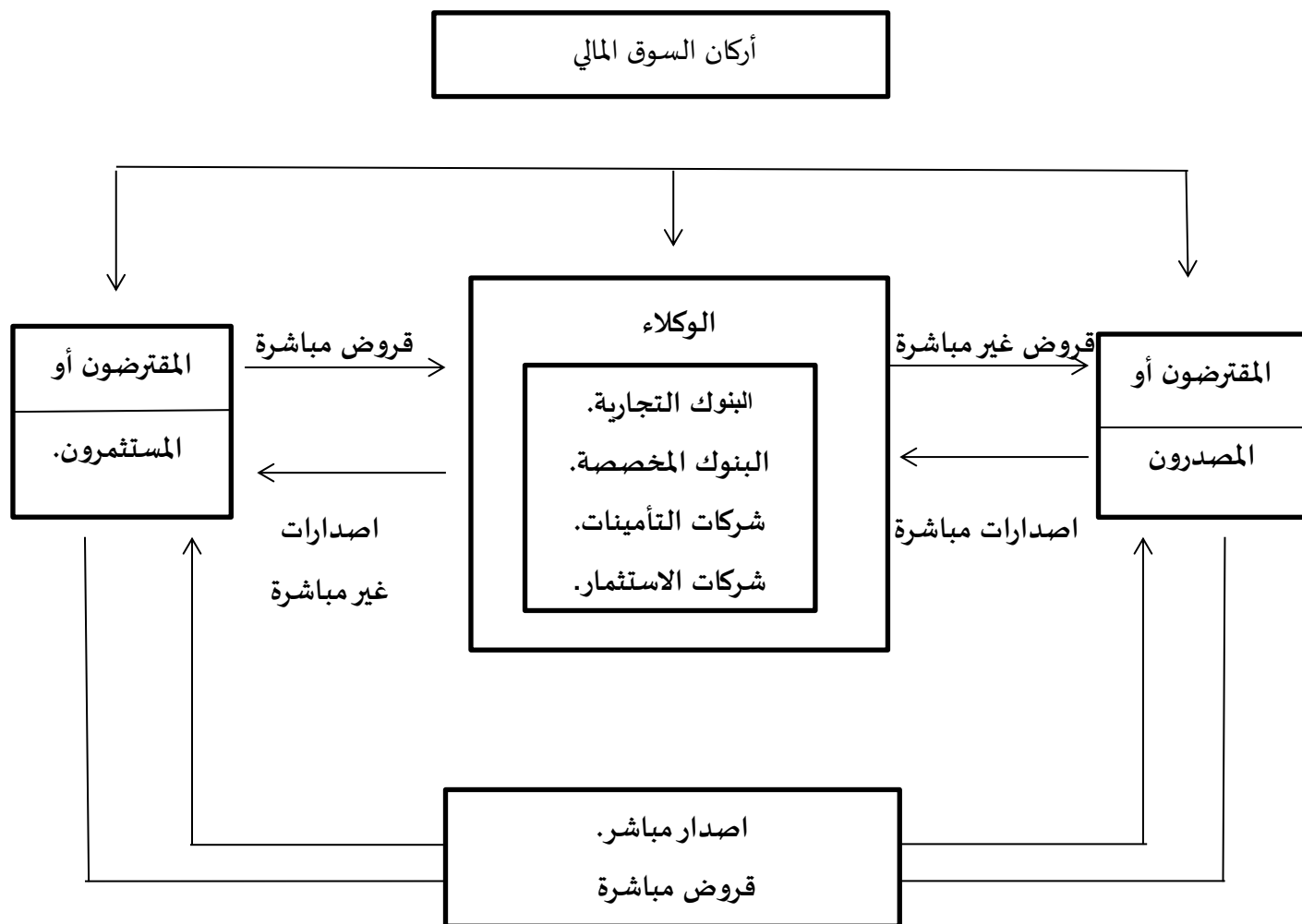
(1) أعمال السمسرة: السمسار هو الوسيط الوحيد في سوق الأوراق المالية ، ويعمل كوكيل للمستثمرين الماليين عند شراء أو بيع الأوراق المالية ، فوظائفهم تقتصر على المقابلة بين رغبات البائعين وبين رغبات المشترين مقابل الحصول على عمولة إذن يتم تداول الأوراق المالية في البورصة عن طريق السمسرة ، فيكفي على العميل أن يصدر أمرا من هنا . "فلسمسار دور مزدوج يكمن في نقل أوامر العملاء إلى سوق الأوراق المالية من جهة ، والعمل على تنفيذها من جهة أخرى السمسار إذن هو ذو دراية وعلم في شؤون الأوراق المالية ، يقوم بعقد العمليات بيع وشراء للأوراق المالية ، لحساب عملائه في البورصة ، وفي المواعيد الرسمية ، ويعد مسؤولا وضامنا لصحة كل عملية يتمها .

(2) صناعة الأسواق : من أعمال الوسطاء أو الوكلاء القيام بدور صانع الأسواق وذلك لممارسة مهمته بيع وشراء الأوراق المالية وذلك بوجود ترخيص تمنحه إياه إدارة السوق وبالتالي يقوم الوسيط بممارسة نشاطه في السوق الثانوي أو الموازي وذلك لصالح عملائه وفي هذه الحالة على الوسيط المحافظة على استقرار الأسعار وحجم التعامل وذلك بممارسة حقه في البيع أو الشراء حسب ما يقتضيه وذلك لمصلحة السوق المالي .
توفير السيولة اللازمة للسوق وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب .

(3) قيام الوسيط بتغطية الإصدارات الأولية: يلعب الوسيط في هذه الحالة دور المتعهد لتغطية إصدار أولي معين سواء كان في صورة أسهم أو سندات ، ويتطلب في هذه الحالة أن يكون الوسيط مؤسسة مالية حتى القيام بهذا العمل ، حيث أنه إذا لم يستطع تسويق الإصدارات الأولية يقوم هو نفسه بشرائها لحسابه الخاص وهذا لا يمكن تحقيقه إلا كان الوسيط مؤسسة مالية كبنك الاستثمار.

(4) تقليل المخاطر والنفقات: ويكون الوسيط مؤسسات أو شركات استثمارية وذلك راجعا لما يتوفر لدى هذه المؤسسات من هيئات استثمارية متخصصة في كافة المجالات فغالبا ما يعمل ذلك على تخفيض المخاطر والتكاليف التي تقع على عاتق المستثمر.

الشكل رقم (1-1): يمثل أركان السوق المالي



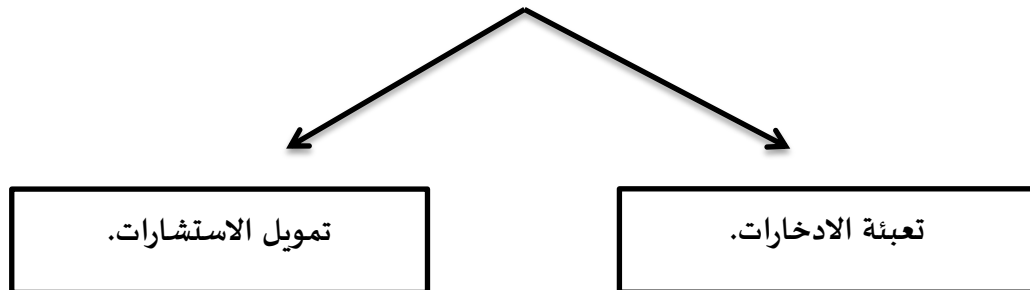
المصدر. محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطاري النظري والتطبيقات العملية، جامعة البترا، الأردن، الطبعة الثالثة، 2004، ص1.

ثانياً: وظائف الأسواق المالية :

إن الأسواق المالية لم تعد طرفاً اقتصادياً، وإنما أصبحت ركناً هاماً وأساسياً من أركان البنية المالية والاقتصادية في أية دولة، حيث أن الأسواق المالية تساهم بشكل مباشر في تجميع المدخرات الوظيفية من القطاعات ذات الفائض النقدي، وتحويلها إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية وتتجلى وظائفها في النقاط التالية :

(1) التعريف بالوضع المالي للشركة: بحيث يتم تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات الوطنية ووضعها المالي حيث يعطي حجم التداول لأسعار الشركة وأسعار أسهمها مؤشراً واضحاً من أحوال الشركة ومركزها المالي.

- (2) المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة والمتوسطة الأجل ، والمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية ، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض المالي وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية .
- (3) تستطيع الحكومات من خلال الأسواق المالية أن تنفذ سياستها المالية والنقدية بواسطة إصدار الأوراق المالية كالسندات الحكومية وبيعها في السوق المالي بفائدة محددة¹.
- (4) تقوم الأسواق المالية بدور الممول للمشاريع الجديدة وسد الفجوة التمويلية للمشاريع في حالة عزوف المصارف عن تمويلها .
- (5) توفير الحماية من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصاديا ، من خلال الشروط التي يفرضها السوق المالي على إدراج الشركات فيه وعلى تداول الأوراق المالية ، إضافة إلى إيجاد أنواع من الاستثمارات تساهم في التحوط ضد المخاطر.
- (6) المساعدة في توفير المعلومات والبيانات.
- (7) توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة.
- (8) توجيه الاستثمار: إن ارتفاع الأسعار في البورصة يدفع المستثمرين إلى بيع الأوراق المالية، مما يعطي للسوق المالي حق توجيه الاستثمار.
- (9) القيام بعملية التطابق: هي من أهم العمليات التي تقوم بها البورصة ، والتي هي عبارة عن عمليات الموازنة
- (10) منع حدوث الغش والتدليس في المعاملات بوجود رقابة حكومية ومندوب الحكومة².
- الشكل رقم (1-2): وظائف السوق المالي .
- تتكون وظيفة السوق المالي من :



المصدر. محمد مطر ، إدارة الاستثمارات الإطاري النظري والتطبيقات العملية ، جامعة البترا، الأردن ، الطبعة الثالثة ، 2004 ، ص1.

¹ حسين بن هاني ، الأسواق المالية ، طبيعتها ، تنظيمها ، دار الكتاب للنشر ، عمان ، 2002 ، ص 11.

² محمود أمين زوبر ، بورصة الأوراق المالية ، موقعها من الأسواق أحوالها ومستقبلها ، دار الوفاء ، دنيا الطباعة والنشر ، الإسكندرية ، مصر ، 2000 ، ص 9.

المبحث الثاني : كفاءة الأسواق المالية

تكتسب العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين المعلومات المالية للمؤسسة المصدرة لتلك الأوراق أهمية كبيرة بدءاً من إدارة المؤسسة نفسها والمستثمرين ، لذلك نجد هذه الأطراف تهتم بأسعار الأوراق المالية وتأثير المعلومات عليها نظراً لما يرتبط بتلك الأسعار من نتائج اقتصادية لها تأثير على كل من الطرفين المؤسسة من جهة والمستثمر من جهة أخرى ، وبذلك تشير العلاقة بين الأسعار والمعلومات إلى مفهوم كفاءة الأسواق المالية ، وهذا ما سنركز عليه في مبحثنا إضافة إلى أنواع الكفاءة المالية وأهم متطلباتها والعلاقة التي تربطها بالمعلومات .

المطلب الأول : مفهوم كفاءة السوق المالي

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى إعطاء تعاريف لكفاءة السوق المالي مع ذكر أهم خصائصه العامة والتنظيمية ، وكذلك عرض الدورين الأساسيين اللذين يؤديهما السوق الكفاء.¹

أولاً : تعريف كفاءة السوق المالي

يعتبر الاقتصادي الشهير "بول سامويلسون" من paul sameulson الباحثين الأوائل الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية و علاقتها بالحركة العشوائية للأسعار ، و نظراً لأنه أعلى تعريف . تصور نظري . اتصف بالتشدد و عدم الواقعية ، حاول العديد من الباحثين صياغة تعاريف أقل تشدداً وأكثر مرونة ، ومن أبرز هؤلاء الباحثين " اوجين فاما " " Eugene Fama " الذي أعطى مفهوماً اتصف بالبساطة والوضوح ، حيث يرى أنه في ظل السوق الكفاء تعكس أسعار الأوراق المالية وبصفة خاصة الأسهم جميع المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت هذه الأوراق ، وتتعلق تلك المعلومات بالأحداث الماضية ، الجارية والمتوقعة . كما تعرف كفاءة السوق المالي كذلك بأنها السوق الذي تتداول فيه عدد كبير من المشاركين ذوي الدراية عن الحكم العقلاني ، الهادفين لتعظيم الأرباح والذين يسعون للخروج بتوقعات حول أسعار الأسهم المستقبلية ، بحيث تكون المعلومات موجودة كافة ومتاحة للجميع بشكل متساوي ودون أي تكاليف.

وفي تعريف آخر فالسوق المالي الكفاء هو السوق الذي يعالج المعلومات بكفاءة ، بحيث يعكس سعر الورقة المالية القيمة الحقيقية والصحيحة الناتجة عن دراسة كل المعلومات المتوفرة إلى تلك اللحظة ، أي أن أسعار الأسواق المالية في السوق المالي الكفاء تعكس بشكل كامل المعلومات المتوفرة ، والمقصود أيضاً بكفاءة السوق هو أنه لا يمكن استغلال أي معلومة مهما كان نوعها للتغلب على السوق ، ذلك لأن كل المستثمرين يملكون نفس المعلومة وبالتالي سيتخذون نفس القرار، مما يلغي أي أفضلية يكون سببها المعلومات.²

¹ لبنى بوتمر ، مديحة بوعريوة ، اختبار كفاءة سوق رأس المال في الصيغتين الضعيفة وشبه القوية -دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية 2008-2014، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير الأكاديمي ، تخصص نقود ومالية دولية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ، علوم التسيير جامعة محمد الصديق بن يحيى -جيجل - ، 2014-2015، ص 53 .

² لبنى بوتمر ، مديحة بوعريوة ، مرجع نفسه ص54.

وعليه فإنه في السوق الكفاء تتحدد القيمة الاستثمارية لأي ورقة مالية ، والتي تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع صاحب الورقة المالية أي يحصل عليها ، وفي حالة وجود اختلاف بين سعر الورقة المالية وقيمتها الاستثمارية ، فهذا يدل على عدم وجود كفاءة سوق رأس المال.

وعموما فإنه في ظل وجود عدد كبير من المتعاملين الذين يسعون إلى شراء الأوراق المالية التي تحقق عوائد مستقبلية مرتفعة اعتمادا على المعلومات التي تم الحصول عليها، وانطلاقا من كون أن المعلومات تكون متوفرة ومتاحة للجميع وبتكاليف منخفضة، فإننا نعتقد أنه لن يكون لأي واحد من هؤلاء المتعاملين الحظ في تحقيق فرص ربح غير عادية مقارنة بغيره من المتعاملين بمعنى أنه في السوق الكفاء نلاحظ أن جميع المتعاملين سيحققون نفس المعدل من العائد ، وهو معدل عائد عادل لأنه يسمح لكل متعامل بتغطية مخاطر الاستثمار في تلك الورقة المالية.

ثانيا : خصائص السوق المالي الكفاء

تبرز أهم خصائص سوق المال الكفاء العامة والتنظيمية في :¹

1. الخصائص العامة للسوق الكفاء:

- 1-1 المنافسة الكاملة: وهذا الشرط مرهون يتوافر عدد كبير من البائعين والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول إلى السوق والخروج منه في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.
- 2.1 - الأمن: أي يجب أن تتوفر الحماية اللازمة ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر وبالتالي يجب على إدارة السوق المالي متابعة الصفقات غير الأخلاقية أو الوهمية ويكون لديها الإجراءات الرادعة لها ، مع وجود مؤسسات للتأمين ضد المخاطر.
- 3.1- العقلانية: وهو أن يكون هدف المتعاملين تحقيق الأرباح من خلال معالجة المعلومات، واختيار البديل الاستثماري الأفضل، حيث يتم الاستعانة بالخبراء والمحللين ومكاتب استشارية في هذا المجال .
- 4.1- دقة وسرعة المعلومات : على السوق المالي تزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة في الوقت المناسب عن كافة الصفقات التي أبرمت من حيث الحجم والسعر ، وأن يزودهم بالظروف السائدة في السوق بالنسبة لأسعار الأوراق المالية المتداولة ، والتي تعكس حقيقة مستوى الطلب والعرض لكل الأوراق المالية .
- 5.1- السيولة: أن توفر السوق المالية خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها ، وبتوفير خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع وشراء الأوراق المالية بالكلفة المناسبة وبالوقت المناسب وبالسرعة المناسبة .

¹ محمود المصري ، محمود محمد سمير، تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية -دراسة تحليلية -رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل ، تخصص المحاسبة والتمويل ، كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية غزة ، 2011، ص.23.

6.1 - عدالة التسويق : ويقصد بالعدالة هو أن تتيح السوق لجميع المتعاملين فيه فرصة متساوية للتعامل ، وذلك من حيث الوقت أو المعلومات المتاحة والتحقق من سيادة القانون.

2. الخصائص التنظيمية للسوق الكفاء:

- وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية ، والتي تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول ويمثلون البنوك والمؤسسات والشركات التي يسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة¹
- وجود لجنة إدارية تضع أنظمة الأسواق المالية ، وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها باستمرار وتراقب عمليات التداول .
- وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية ومراقبة لاستمرارية أو إيقاف هذا الإدراج .
- وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ الأوامر ، وتحديد أسعار الصفقات بسرعة ، وهناك طريقتان متبعتان في العادة هما المزايدة أو المفاوضات ، ويتم تحديد سعر التبادل حسب الطريقة الأولى بمطابقة أعلى سعر طلب مع أدنى سعر ، أما الطريقة الثانية فإن سعر التبادل يتم تحديده بالتفاوض بين وكلاء الأسهم ، وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي يشمل جميع الأسهم المدرجة في السوق .
- وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين والمتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقا مستمرة ونشيطة في الأسهم .
- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول عند بروز أية فرصة للربح من خلال البيع والشراء مهما كانت صغيرة .
- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم، وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق؛
- أن يخضع التداول الذي يقوم به الأشخاص في السوق للأنظمة والقوانين وأن يتم مراقبة الشركات للتأكد من عدم استغلال المعلومات المتاحة لهم وفق وظائفهم ولتحقيق الأرباح السريعة.

♦ الدور المباشر والغير المباشر للسوق الكفاء:

يؤدي سوق الأوراق المالية دورين أساسيين أحدهما مباشر ولآخر غير مباشر .

• الدور المباشر للسوق الكفاء :

إن المستثمر الذي يقوم بشراء أسهم شركات ما يقوم بهذا الشراء من أجل تحقيق عوائد في المستقبل ، وكما زادت هذه العوائد زاد الطلب على هذه الشركة ، مما يعطي لها الفرصة تستطيع أن تزيد من رأسمالها عن طريق إصدار أسهم جديدة وتسويقها بسرعة وبأسعار مناسبة وبتكلفة قليلة² .

¹ محمود المصري ، محمود محمد سمير ، مرجع سبق ذكره ، ص 27

² غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن 2009، ص 152.

• الدور الغير المباشر المالي الكفاء:

إن إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركات يعد بمثابة مؤشر أمان بالنسبة للمقرضين ، مما يعني زيادة الموارد المالية للشركات من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية ، و عادة ما يكون ذلك بسعر فائدة معقول ، و في الجهة المقابلة الشركات التي لا يتوفر لها فرصة مواتية للاستثمار قد تواجه صعوبة في إصدار و تصريف الأسهم ، و حتى إن تم فيكون بتكلفة عالية ، و عند اللجوء إلى الاقتراض فسوف يكون ذلك بمعدل فائدة مرتفع¹.

ثالثاً: أهمية السوق المالي الكفاء و شروط تحقيقها لسوق المال .

1. أهمية السوق المالي الكفاء :

إن وجود سوق مالي كفاء له دلالات اقتصادية و استثمارية أهمها :

- السوق الكفاء دالة على أن الأسعار المعروفة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة ، و ترشد المتعاملين في السوق لتحديد إستراتيجية الاستثمار و التخصص .
- ينتفع جميع المتعاملين في السوق من معلومات و بالتالي ليس هناك هدر للمعلومات باعتبارها تعكس السعر العادل².
- يكون في ظل كفاءة السوق تحقيق السعر العادل و المقبول للبائع و المشتري دون غبن أو تضليل .
- السوق الكفاء دالة على حالة التوازن لأن جميع المتعاملين يحصلون على معلومات متماثلة و تكون بالتالي توقعاتهم في المستقبل .
- تتدفق أوامر البيع و الشراء بشكل مستمر و متوازن و باتجاه الاستثمار المنتجة .
- يحقق السوق الكفاء تماثل للمعلومات مما يضمن الاستجابة العادلة للمعلومات .
- في ظل السوق الكفاء بتدقيق رؤوس الأموال بكل حرية و انسيابية عالية مما يحقق التخصيص الكفاء للموارد.

1. شروط تحقيق الكفاءة في السوق :

من شروط تحقق الكفاءة في السوق المالي ما يلي³:

- وجود منافسة كاملة من خلال توفر عدد كبير من المشترين و البائعين الذين تتوفر جديده الدخول في العمليات السوقية بعيدا عن الاحتكار.
- توفر خاصية السيولة للأوراق المتداولة و ذلك من خلال توفر عنصر الاستثمارية في الأسعار بعيدا عن حدوث التحركات المفاجئة و الغير المبررة.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 2002، ص500

عبد الغفار الحنفي ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، أسهم ، سنوات ، وثائق الاستثمار ، الخيارات ، الدار الجامعية ، مصر ، 2001، ص 14.

³ محمد صالح الحناوي وآخرون ، تحليل و تقييم الأوراق المالية ، دار الجامعة ، الإسكندرية ، الطبعة الثالثة ، 2002، ص14.

- وجود قنوات اتصال فعالة تعطي معلومات دقيقة عن الأسعار وحجم عمليات التبادل ومؤشرات العرض والطلب من خلال نشر حركة الأسعار اليومية.
- توفر عنصر الشفافية بمعنى أن تتوفر كافة المعلومات لكافة المتعاملين على درجة متساوية بما ينفع احتكار المعلومات.
- توفر التقنيات الحديثة لحركة التداول و عرض أوامر تنفيذ الصفقات بالإضافة إلى توفر مجموعة متخصصة من السماسرة و الخبراء القادرين على توفير النصح و الاستشارة للمتعاملين و مساعدتهم على تنفيذ الصفقات بيعا و شراء.
- أن يتوفر في حصة السوق صفقة الحيادية و الخبرة و مجموعة من النظم و القواعد التي تهدف إلى توفير الاستقرار و الأمان للمستثمرين.
- إذا فكفاءة أسواق الأوراق المالية تتوقع أن تتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين ، مما يترتب عنها تغير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم ، و المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت و مستقلة عن بعضها البعض ، فان يصنع من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية ، حيث تتجه صعود مع الأنباء السارة و هبوطا مع الأنباء غير السارة و التي تصل بسرعة و بدون سابق إنذار.
- المطلب الثاني : أنواع كفاءة السوق المالي .

في هذا المطلب سنبرز أنواع كفاءة السوق المالي إضافة إلى متطلباته .

أولاً: أنواع كفاءة السوق المالي .

نجد في هذا الصدد نوعين لكفاءة سوق المال هما:

- الكفاءة الكاملة.

- الكفاءة الاقتصادية.

أ. الكفاءة الكاملة:

إن مفهوم الكفاءة الكاملة أو التامة هو أن إدارة السوق المالي قادرة على تزويد المستثمر بالمعلومات بسرعة و بدون تكلفة ، بحيث تصل إلى المستثمرين بعدالة في نفس الوقت ، و أن المستثمر يتجاوب مباشرة لهذه المعلومات فيفترض أن تكون هذه الأخيرة محللة ، و المستثمر قادر على اتخاذ القرار حسب هذه المعلومات إن كانت حسنة أو سيئة أو كان تأثيرها على سعر السهم إيجابي أو سلبي ، و الأصل اندماج مستمر فرصة لإنتاج لغيره بل الكل سواسية ، فسعر السهم يحدد بناء على هذه المعلومات¹.

لكن حتى تكون كفاءة السوق كاملة لابد أن تتوفر الشروط التالية:

- المعلومات متوفرة في السوق لكل المستثمرين بسرعة و بدون تكلفة.

¹غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، مرجع سبق ذكره ، ص147-148.

- توقعات المستثمرين واحدة ومتجانسة، وهذا يتطلب أن تكون ثقافتهم المالية واحدة.
- لا يوجد أي قيود على التعامل مثل الضرائب وتكاليف التعاملات الأخرى.
- أي مستثمر مهما كان حجم رأسماله يستطيع الشراء والبيع بالسوق.
- يجب أن يكون في الأسواق منافسة كاملة، بحيث لا يوجد مستثمر أو مجموعة من المستثمرين يستطيعون التأثير على السعر في السوق.

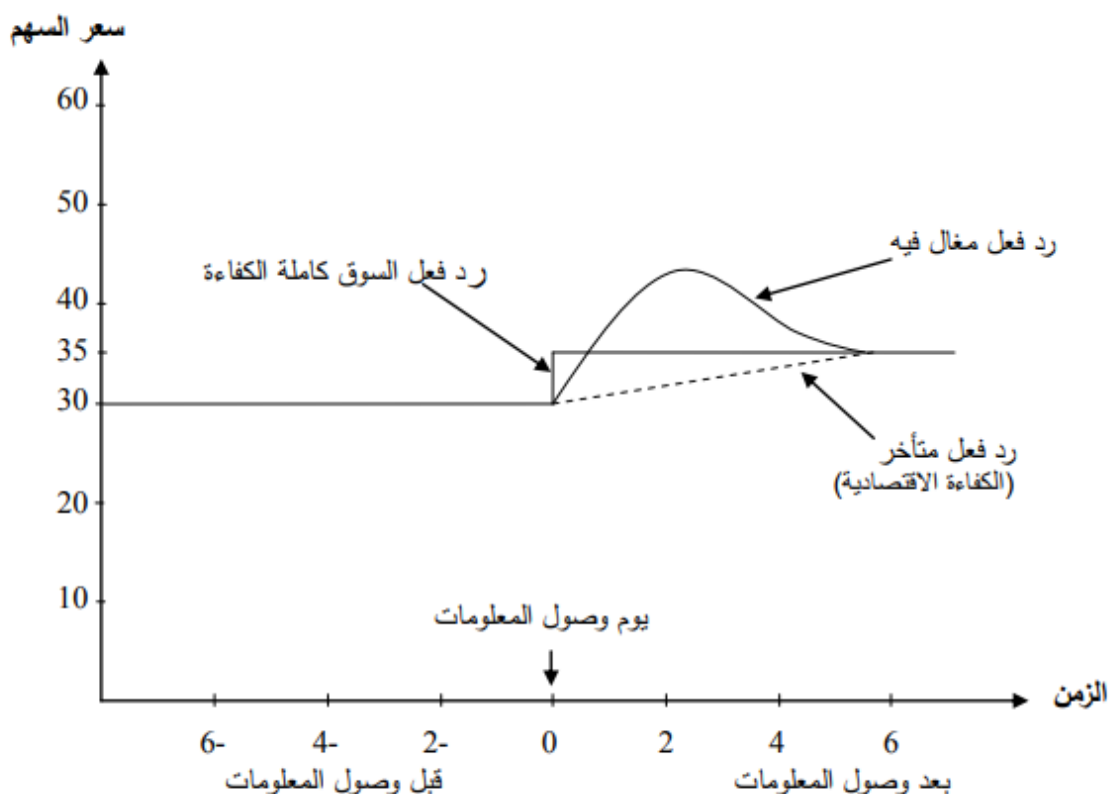
وفي ظل مثالية هذه الشروط يصعب أن تتوافر في أسواق رأس المال الكفاءة الكاملة بسبب اختلاف الإمكانيات المالية، والأهداف الخاصة بالمتعاملين والمستثمرين وقدرتهم على سرعة تفسير المعلومات المستلمة، إذ يتوقع أن يحتاج السوق إلى وقت في تحليل وتفسير المعلومات لكي تترك آثارها في أسعار الأسهم، فالشرط الأول الذي مفاده أن المعلومات متاحة لجميع المستثمرين بدون تكلفة وتصل في نفس الوقت، ففي واقع الأمر يمكن أن تتسرب المعلومات عن طريق موظفين أو أعضاء مجلس الإدارة حتى وإذا وصلت هذه المعلومات في نفس الوقت، فإن المستثمرين يختلفون في سرعة الاستجابة لها، كذلك الأمر بالنسبة للشرط الثاني أصعب من أن يتحقق بسبب أن المستثمرين قد يختلفون في الخلفية التعليمية أو الثقافية أو قدراتهم الاستيعابية لهذه المعلومات، فمن الصعب جدا أن تكون توقعاتهم واحدة ومثل ذلك مثل الشروط الأخرى وخصوصا الشرط الخامس، وهو الذي يقوم بأن تكون هناك منافسة تامة في السوق، ممكن أن لا تستطيع مجموعة من المستثمرين أو مستثمر مهما كان حجمه، أن يؤثر على أسعار السوق ككل، ولكن يمكن أن يتم التأثير على أسعار أسهم بعض الشركات المنفردة. ومن خلال هذا التحليل لهذه الشروط توصل بعض الباحثين بأنه لا يوجد في واقع الحياة العملية للسوق الكفاءة الكاملة لكن ممكن أن تصل إلى الكفاءة الاقتصادية.

ب. الكفاءة الاقتصادية :

إن مفهوم الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي جاء بناء على قوة أثر الشروط المتعلقة بالكفاءة الكاملة للسوق، فالكفاءة الاقتصادية تعبر عن وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار السهم. ففي ظل هذه الكفاءة فإن أسعار الأسهم من وقت وصول المعلومات وحتى استعمالها من قبل المستثمرين تكون بعيدة عن الأسعار الحقيقية، وخلال الفترة الفاصلة قد يكون هناك عوائد غير عادية، ويتم ذلك من خلال فترة قصيرة ريثما يتم استعمال هذه المعلومات من قبل المستثمر مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.

وللإبراز كيفية تغير السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال نورد الشكل التالي:

الشكل رقم (1-3): التغيير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية.



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية . مؤسسات وأوراق وبورصات . ، ط 1 ، دار الشروق للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2007 ، ص 283 .

يوضح الشكل رقم (03) وضع السعر في ظل فرضية الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية ويصور حركة الأسعار واستجابتها للمعلومات ، ويشير هذا الشكل إلى أن هناك ثلاثة أوضاع محتملة لتعديل سعر السهم إزاء المعلومات الواردة ، بافتراض أنه في الأيام التي سبقت وصول المعلومات إلى السوق كانت القيمة السوقية للسهم كما يبدو من الشكل 30 دولار ، وفي الوقت ذاته وصلت معلومات سارة لهذه المؤسسة ، وقد قدرت في ظلها القيمة الحقيقية للسهم بنحو 35 دولار ، وفي ظل هذه الشروط من المفترض أن يرتفع سعر السهم في ظل فرضية الكفاءة السوقية الكاملة فورا ودون فاصل زمني من 30 دولار نحو 35 دولار ، عاكسا بذلك محتوى المعلومات السائدة في السوق على النحو الذي يوضحه الخط العمودي في الشكل أعلاه ، أما في ظل فرضية الكفاءة الاقتصادية وهو (الافتراض الواقعي) ، فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت (سنة أيام كما هو موضح في الشكل) حتى يتم تحليل المعلومات ، والوصول إلى نتيجة بخصوص القيمة المتوقعة التي ينبغي أن يتداول بها السهم ، وهذا ما يعني بالنتيجة وجود فاصل زمني بين وقت وصول المعلومات وبين ارتفاع سعر السهم إلى مستوى يتساوى عنده مع قيمته الحقيقية ، وهو ما يعكسه الخط المتقطع في الشكل أعلاه ،

أما الخط المنحني فيشير إلى رد فعل المستثمرين للمعلومات الواردة ، التي حصلوا عليها من بيوت السمسرة مبالغ فيها ، فعند وصول معلومات من بيوت السمسرة تتضمن إشارة في كون القيمة السوقية للسهم مبالغ فيها تبدأ مباشرة أوامر البيع في التدفق ، مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم ليصل إلى قيمته الحقيقية كما يبدو ذلك واضحاً من الشكل¹.

ثانياً : متطلبات كفاءة السوق المالي

يضمن السوق الكفاء وفقاً لما سبق، تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة بحيث يتم توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ولكي يحقق السوق هدفه المنشود يتعين أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما :

- كفاءة التسعير .

- كفاءة التشغيل.

أ. كفاءة التسعير:

يطلق على كفاءة التسعير "Price Efficiency" الكفاءة الخارجية "External Efficiency" ويقصد بها ضمان وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة (دون فاصل زمني كبير) ، وبأدنى تكلفة بحيث تعكس أسعار الأسهم في السوق كافة المعلومات المتاحة² ، ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة ، بما أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات.³ ويقتضي تحقيق سرعة نشر المعلومات ووصولها إلى جميع المتعاملين وجود شبكة منتظمة لاتصالات على درجة عالية من الكفاءة ، تساعد على تشكيل ردود أفعال المتعاملين في السوق بسرعة اتجاه المعلومات الجديدة ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة ، ويصبح التعامل في السوق بمثابة منافسة عادلة تتساوى فيها فرص تحقيق أي أرباح غير عادية ويحقق فقط خسائر المستثمرين الذين يفتقدون الدراية الكافية والقدرة على تحليل المعلومات المتوافرة في السوق.

ب. كفاءة التشغيل :

يطلق على كفاءة التشغيل "Operational Efficiency" بالكفاءة الداخلية "Internal Efficiency" ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق هوامش ربح مغال فيها. تعتمد كفاءة التسعير إلى كفاءة التشغيل ، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى بما يشجعهم على بدل التأثير الذي

¹ محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية - مؤسسات وأوراق بورصات - مرجع سبق ذكره ، ص 283، 284

² عاطف وليم أندراوس ، أسواق الأوراق المالية ، ط1، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2006، ص 59.

³ عبد الغفار حنفي ، البورصات - أسهم سندات وصناديق الاستثمار ، مرجع سبق ذكره ص 59-60.

تحديثه تلك المعلومات مرتفعة فسيكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيل ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.¹

ثمة أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل و من ثم خفض تكاليف المعاملات أهمها :

- ◆ السماح للمنشأة أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة ، الأمر الذي يؤدي إلى تقوية المنافسة بين التجار ، وصناع السوق و من ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه .
- ◆ جعل عمولة الشراء محلا للتفاوض بين العميل و السمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات و ينشط من التداول في السوق.

◆ القرارات التي تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين الطلب و العرض.

ثالثاً: العلاقة بين المعلومات و كفاءة السوق المالي .

تتوقف كفاءة سوق رأس المال على كفاءة نظام المعلومات و أنظمة الإفصاح المالي السائدة في السوق ، أي مدى توفر المعلومات و البيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها و عدالة فرص الاستفادة منها وانخفاض تكاليف الحصول عليها.²

فتوفير المعلومات بالقدر الكافي من الإفصاح لجميع المتعاملين في السوق المالي يعتبر عن الشروط الأساسية لنجاح التعامل في السوق ، و القضاء على ظاهرة عدم التكافؤ في الحصول على المعلومات و التي تؤثر تأثيراً سلبياً على قرارات بعض المستثمرين من ناحية و على كفاءة السوق من ناحية أخرى.³

فالمعلومات عبارة عن "بيانات" تم تجهيزها و لها معنى لمستلمها أو مستخدميها ، و لها قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات ، و يجب أن تضيف إلى ما تعرفه عن حدث أو مكان و توضح لمستلمها شيء لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به.⁴

كما يمكن تعريفها بأنها عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى و قيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها و تحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات، و في هذا الإطار فإن المعلومات تستخدم من قبل المستثمرين.

- المتعاملين في السوق رأس المال في صياغة القرارات الاستثمارية لاسيما على صعيد الاستثمار في

الأوراق المالية.¹

¹ عاطف وليم أندراوس ، مرجع نفسه ، ص 59-60.

² رفیق مزهدية ، كفاءة سوق الأوراق المالية ، دورها في تخصيص الاستثمارات -دراسة حالة سوق الأسهم السعودية -، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية (

غير منشورة) ، تخصص اقتصاد دولي ، جامعة باتنة ، 2006-2007، ص 111.

³ محمد صيرفي البورصات ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2007 ، ص 37-38.

أمنية بوعنبر ، أثر المعلومة المالية -دراسة حالة بورصة القيم المنقولة للجزائر-رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر بن

يوسف بن خدة ، 2007-2008، ص 40.⁴

- وبالرغم من اختلاف طبيعة المعلومات فهي تتميز بخصائص أساسية تتمثل أساساً في:²
- الدقة: تكون المعلومات خالية من الأخطاء بحيث تكون دقيقة، محددة، موضوعية، صادقة وغيرها غامضة، تعكس الوضع كما هو بالفعل أي لا تحتمل المعلومات المقدمة تقديرات غير حقيقية وإشاعات أو حسابات مزورة .
 - التوقيت: وهو توفير المعلومة في الوقت الضروري لمتخذي القرار، إذ لا قيمة ولا منفعة للمعلومة إذا لم تصل في وقتها الضروري.
 - الملائمة: المعلومة الملائمة في عندما تكون مفيدة في عملية اتخاذ القرار بفعل إن المعلومات تعتبر مناسبة إذا ما توافقت مع احتياجات المستثمرين ومساعدتهم على أداءهم الاستثمارية .
 - الشمول: من الضروري أن توفر مجموعة المعلومات المقدمة لمستخدميها؛ فكل شيء يحتاجونه لمعرفة موقف معين، وبالرغم من استحالة الوصول إلى درجة الشمول يجب اتخاذ الإجراءات التي توفر أكثر المعلومات شمولاً بقدر الإمكان .
 - العدالة: يجب أن تتوفر المعلومات و البيانات المالية للجميع قصد ضمان الرشد عند اتخاذ القرارات وزيادة فعالية الأداء في السوق المالي والقضاء على ظاهرة عدم العدالة بين المستثمرين .
 - الاستمرارية: وتعني الانتظام في نشر المعلومات، وعدم الاضطراب خاصة بالنسبة للقوائم المالية التي تنشرها المؤسسة .
 - الحداثة: وتعني تجديد الطرق المتبعة واستخدام تقنيات حديثة، فالمعلومات الملائمة لاتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد تكون وصفية وتتمثل في الحقائق التاريخية وسلوكها الاقتصادي الحالي والأدوات الاستثمارية المتاحة التي يعتمد عليها للتنبؤ في المستقبل، وقد تكون تحليلية تتمثل في البيانات والمعلومات المبنية على أسس علمية والتي يتمكن المستثمر بالاعتماد عليها من بناء توقعات رشيدة فيما يخص عوائد ومخاطر الاستثمارات الحالية والمستقبلية التي ينوي الدخول فيها والتعامل معها، وللسوق بالطبع دور هام في إيصالها إلى المستثمرين ويتجلى هذا الدور في إعداد وإصدار دليل الشركات وبيان حركة الأسعار اليومية وحجم التداول والإفصاح والتقرير السنوي للسوق، والذي يتضمن معلومات مهمة عن الشركات المدرجة، بالإضافة للدراسات الدورية عن ربحية هذه الشركات وغيرها من المعلومات التفصيلية التي من شأنها أن تساعد المستثمر على اتخاذ قرار الشراء والبيع .
- وعلى هذا الأساس ووفقاً لهذه الأهداف يمكن تقسيم المعلومات التي يحتاجها المستثمر إلى أصناف وأنواع وفقاً للمعايير التالية:

أولاً: من حيث توقيتها

¹أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل إدارة، مرجع سبق ذكره، ص 132

²أمينة بو غنبر، مرجع نفسه، ص 41-42.

هناك المعلومات التاريخية التي تتمثل في أسعار وأرباح الأسهم والنتائج المالية للشركات التي تعود إليها هذه الأوراق ، وهي على الأغلب تخص فترات سابقة وتكون متاحة للمستثمرين جميعا ، وهناك المعلومات الحالية التي تتمثل في أسعار وأرباح الأسهم والنتائج المالية للشركات التي تعود إليها هذه الأسهم لكنها تخص الفترة الحالية ، ولم يسبق وأن تم الإفصاح عنها وتكون أيضا متاحة لجميع المستثمرين والفرار الوحيد هنا ، يتجلى في التفاوت بين قدرات المستثمرين الذهنية في فهم هذه المعلومات ، وبسرعة ترجمتها إلى قرارات فهذا سوف يكون له دور بارز في تعظيم نتائج التحليل مقارنة مع المعلومات التاريخية سابقة الذكر ، بالإضافة للمعلومات المستقبلية التي تتمثل في ما يتم الاطلاع عليه في الشركة من قبل فئة محددة من الناس بحكم المراكز أو درجة القرابة أو النقود أو المصلحة أو ما شابه ذلك ، من خلال المعرفة المسبقة بالسياسات والخطط والبرامج المستقبلية.¹

ثانياً : من حيث طبيعتها .

تنقسم المعلومات المستخدمة في سوق رأس المال إلى أصناف عدة ، فهناك المعلومات الاقتصادية والسياسية والبيئة المحيطة في الاستثمار بشكل عام ، والمعلومات القطاعية التي تتمثل في الأنشطة والمؤشرات المحددة داخل كل قطاع بشكل خاص ، والمعلومات التفصيلية والتي تتمثل في أسعار وأرباح وتوزيعات وحجم البيع وكمية التداول لكل ورقة مالية بشكل أكثر تحديداً.²

ويحتاج المستثمرون في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلاً ، والمتمثلة في توزيعات الأرباح الرأسمالية ، وأيضا تقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأسهم ، وبتكوين المحفظة الاستثمارية الملائمة ، فكفاءة سوق رأس المال تقاس بالدرجة الأولى بالنسبة لهيكل هذه المعلومات كون أن الكفاءة لا تعبر عن مفهوم مطلق إذ هي في الواقع مفهوم نسبي مرتبط بنوعية المعلومات التي يمكن استخدامها للتنبؤ باتجاه الأسعار ، وتؤثر العلاقة بين المعلومات المالية وأسعار الأوراق المالية على طلب المستثمر على المعلومات وعلى سلوك المستثمر ذاته ، فإذا شعر المستثمر أن السوق كفاء فسيلجأ إلى إتباع إستراتيجية بسيطة لتشكيل محفظته الاستثمارية وبالتالي سيقل طلبه على المعلومات ، أما في حالة شعوره بعدم توفر الكفاءة فقد يدفعه ذلك إلى البحث عن المعلومات وتحليلها أو الاستعانة بالآخرين وذلك محاولة منه لتحقيق العوائد غير العادية.³

بناءً على ما سبق فإن نجاح آلية سوق الأوراق المالية في تحقيق الكفاءة يتوقف على مجموعة من

العوامل أهمها :⁴

¹ فيصل محمود الشواور ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-الأسس النظرية والعلمية-، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان ،الأردن، 2008، ص54.

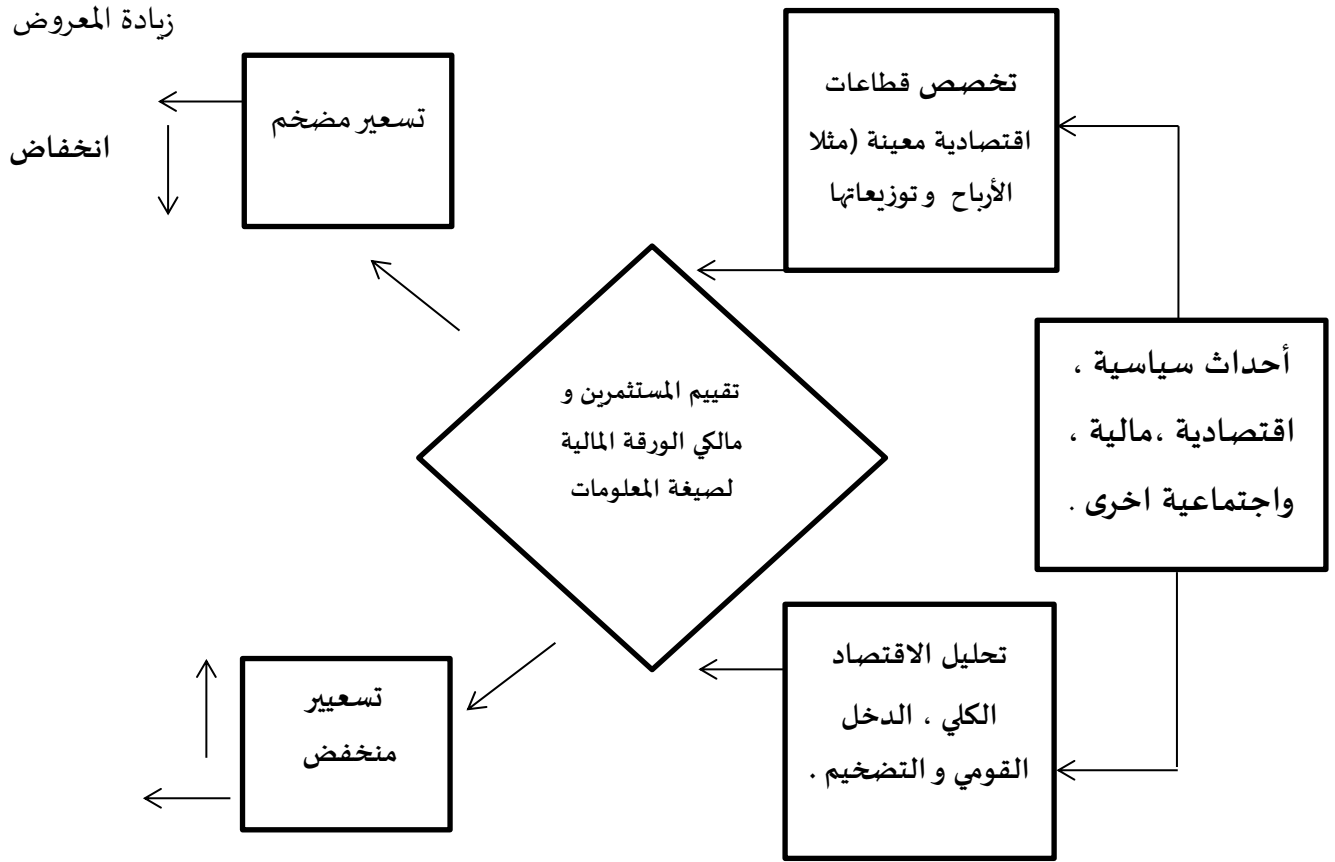
² فيصل محمود الشواور ، مرجع نفسه ، ص54.

³ رفیق مزاهدية ، مرجع سبق ذكره ، ص11

⁴ أشرف شمس الدين ، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية ، ورقة عمل مقدمة خلال الندوة المنظمة من طرف هيئة سوق الأوراق المالية والسلع ، بورصة أبو ظبي ، الإمارات العربية المتحدة ، 05 ديسمبر 2005 ، ص 21.

- ◆ توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للشركة بما يسمح بتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات في ظل هذه المعلومات ،
- ◆ توفر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية المتداولة بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة المخاطرة المرتبطة بها على نحو يلي رغبات المستثمرين ،
- ◆ سن التشريعات ووضع القواعد والأحكام المنظمة لعمليات الإفصاح ، وإلزام المستثمرين على احترام المبادئ الرئيسية في عملية الإفصاح عند إعداد القوائم المالية ، والتي تتلخص في مبدأ الاستمرارية في تدفق المعلومات كمبدأ التوقيتات الزمنية لإجراءات الإفصاح ، ومبدأ المعاملة العادلة في الحصول على المعلومات ، ومبدأ دقة وصحة المعلومات المفصح عنها بحيث لا تكون مضللة وغير مبالغ فيها ، وتبدو هنا أهمية المعايير المحاسبية الدولية في توحيد الإجراءات والممارسات المحاسبية دون قدرة مديري الشركات على اصطناع التأثير على أسعار الأسهم عن طريق تضخيم الربح المحاسبي ، ومن ثم اصطناع أسعار غير حقيقية للأسهم المتداولة.

الشكل رقم (1-4): المعلومات وآلية تسعير الورقة المالية



المصدر: أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام ، الاستثمار بأوراق مالية . تحليل إدارة . ، ط1 ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ، الأردن ، 2004 ، ص133.

يتضح من الشكل أن دراية المستثمر وحملة الأوراق المالية بظروف سوق رأس المال والبيئة الاقتصادية العامة ، يساهم في تحديد دقيق لتوقعاتهم بمستقبل الاستثمارات ، والعوائد المتوقع استلامها ، فإذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات ، طبقا لطبيعة المعلومات المستلمة فإن الأسعار المطروحة في السوق وفي لحظة زمنية معينة لا تعكس جدوى الاستثمار بالأوراق المالية ، مما يدفع بالتعاملين بعرض كميات كبيرة محاولة للحد من الخسائر المحتملة ، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار ، أما إذا كانت التوقعات تشير إلى تفاؤل المستثمرين بمستقبل الاستثمارات وعوائدها ، وفقا لطبيعة المعلومات المستلمة سواء المتعلقة بالاقتصاد ككل أو على مستوى القطاع أو الشركة المصدرة للورقة المالية ، فإن الأسعار المطروحة في السوق تعتبر منخفضة من وجهة نظر المتعاملين ، أي لا تعكس القيمة الحقيقية للورقة ، فيزداد الطلب وترتفع الأسعار رغبة من المستثمرين بشراء التدفقات النقدية المتوقع استلامها مستقبلا ، وتجدر الإشارة هنا أنه بالرغم من أهمية المعلومات ودورها ، فإنه لا يجب استبعاد سلوك المستثمر الذي تحكمه عوامل شخصية تعكس رغباته وميوله في تفسير المعلومات ، وتعبير عن طموحات ومخاوف تجاه تحركات الأسعار مستقبلا ، وعلى هذا الأساس فإن سعر السهم في السوق يمثل القيمة النقدية عند لحظة زمنية محددة كانعكاس لعوامل العرض والطلب وسلوك المستثمر اتجاه ظروف السوق (التشاؤم والتفاؤل) ليكون هذا السعر المرغوب دفعه من قبل المستثمرين والمتعاملين في السوق ومعبرا عن مدى تحسسهم لمخاطر الورقة المالية لاسيما في الأجل الطويل¹.

مما سبق تبدو العلاقة العضوية بين الإفصاح عن المعلومات والاستثمار في سوق الأوراق المالية في غاية من الأهمية ، إذ من غير الممكن أن تكون هناك بورصة للأوراق المالية تتسم بقدر من الكفاءة دون توفر المعلومات اللازمة لعملية الاستثمار بل يستحيل من الناحية النظرية أن تتحرك الأسعار في السوق دون توفر المعلومات.

المطلب الثالث : صيغ كفاءة السوق المالي

تعتبر الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلق ، حيث تعكس كفاءة السوق جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية ولتحديد أي المعلومات التي يمكن للمستثمر أن يستعملها للوصول إلى سعر قريب من السعر الحقيقي للورقة المالية لابد من دراسة الصيغ المختلفة أوما يعرف بمستويات كفاءة السوق المالي .

أولا : فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق المالي

1. مفهوم فرض الصيغة الضعيفة:

¹أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام ، مرجع سبق ذكره ص 133-134.

تقضي هذه الفرضية بأن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالسهم كالأسعار وحجم التعاملات السابقة، حيث أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم في الماضي بالكامل.¹

يعني فرض الصيغة الضعيفة أن سعر الورقة المالية يعكس المعلومات فقط، أي أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي، وتعرف هذه الظاهرة بنظرية "الحركة العشوائية للأسعار"، حيث يتسم وصول المعلومات الجديدة إلى السوق بالعشوائية، إذ تصل المعلومات مستقلة عن بعضها البعض، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات أو نوعيتها مما يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائية.

ومن خلال مفهوم الفرضية الضعيفة فإنه يمكن أن نستنتج خصائص ومميزات السوق الضعيف على النحو التالي:²

- ◆ عدم وجود خبرات استثمارية جيدة لدى المستثمرين .
- ◆ عدم وجود حجم تداول عالي أي أن قدرة المستثمرين المالية محدودة.
- ◆ الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية شركات تعود لعائلات، وليس لعدد كبير من المساهمين أو يسيطر عليها عائلات معينة.

◆ عدم وجود رقابة على السوق بشكل جيد ،

الجدير بالذكر أن الدراسات الميدانية استخدمت مداخل مختلفة لاختبار فرض الصيغة الضعيفة مثل سلاسل الارتباط ، اختبار الأنماط وقواعد التصفية ، وقد كان الهدف من استخدام هذه النماذج الإحصائية هو تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار ، وتوصلت هذه الدراسات إلى تأكيد صحة فرض السوق الكفاء من الشكل الضعيف مما يعني رفض الفكرة التي يقو عليها التحليل الفني والتي ترى أنه يمكن دراسة التغيرات في سعر السهم خلال فترة ماضية بهدف التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل.³

وفيما يلي عرض مختصر لهذه النماذج:

أ. سلسلة الارتباطات : حيث يتم قياس معامل الارتباط بين التغير في سعر سهم معين خلال فترة زمنية معينة على أن تكون هذه الفترة قصيرة، وذلك لإثبات نظرية الحركة العشوائية للسوق ويتم استبعاد المدى الطويل لاستبعاد احتمال وجود نمط معين لاتجاه الأسعار، غير أن السبب الرئيسي للاعتماد على المدى

¹ خيرة الداوي ،تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية -دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005_2009_،رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص

مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة،2011_2012،ص93.

² أسماء أمين ،تأثير الازمة المالية العالمية 2008 على كفاءة الأسواق المالية العربية -دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة 2005-2010 - مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير الأكاديمي ، تخصص مالية المؤسسة ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة ، 2013-2014، ص 19.

³ محمد الحناوي وآخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص 86.

القصير هو تناسب ذلك مع المدة التي يحاول فيها المستثمرين التنبؤ بالأسعار المستقبلية بناء على المعلومات الماضية في البورصات نتيجة للملاحظات التجريبية التي يقومون بها.¹

ب. اختبار الأنماط: يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار، وذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات حيث:

(+) تعني حركة سعرية بالزيادة .

(-) تعني حركة سعرية بالنقصان .

(0) تعني عدم وجود حركة.

كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغير، ومن خلال متابعة التغيرات التي تحدث في سعر ورقة مالية ما يمكن الحكم على مدى عشوائية الحركة السعرية ، أو مدى وجود اتجاه معين للحركة السعرية.²

ت. قواعد التصفية : لقد اعتبر العديد من الفنيون بأن مدخل تحليل الارتباط أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المتعددة لحركة الأسعار، واقترحوا بديلاً واقعياً لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق ، وهو ما يعرف بقواعد التصفية ، حيث توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية التي اقترحها الفنيون.³

♦ المجموعة الأولى : والتي تقوم على أن الارتفاع في السعر بنسبة معينة مؤشراً يعتمد عليه في قرارات الشراء ، وأن الانخفاض في السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً سليماً لقرار البيع.

♦ المجموعة الثانية : هي مجموعة الدورات الموسمية، والتي تقضي بأن فصل الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار وفصل الشتاء هو موسم انخفاض الأسعار.

♦ المجموعة الثالثة والرابعة : والتي تتمثل في المتوسط الحسابي للأسعار، وكذا القوة النسبية لسعر الورقة المالية، حيث يمكن للمستثمر أن يختار التوقيت الملائم لمختلف قراراته الاستثمارية.

ثانياً: فرض الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق المالي

تفترض الصيغة شبه القوية بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية المرتبطة بالأسعار، بل تعكس إلى جانب ذلك كافة المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين سواء كانت المعلومات خاصة بالاقتصاد الوطني ككل أو بالقطاع أو بالمنشأة ذاتها، أو خاصة بالبيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية المتضمنة لمعلومات عن العائد والتوزيعات والتحسينات المدخلة على المنتج ، بحيث تستجيب سوق الأوراق

¹ سمية بلجبلية، أثر التضخم على عوائد الأسهم_دراسة تطبيقية لأسهام مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996_2006، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة.2009_2010، صص37_38.

اسماء ايمن، تأثير الأزمة المالية العالمية2008 على كفاءة الأسواق المالية العربية_ دراسة حالة دبي المالي خلال الفترة 2005_2010، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة،2013_2014، صص19

³ خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، صص95.

المالية للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات ، لينعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية ، وبالتالي يصعب على المستثمر أن يحقق أرباح غير عادية نظرا لتعديل السعر وفقا للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة ، وقصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات الجديدة وبين السعر في ظل هذه المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن تحقيقها محدودة إلى حد كبير.

ثالثا: فرض الصيغة القوية لكفاءة السوق المالي

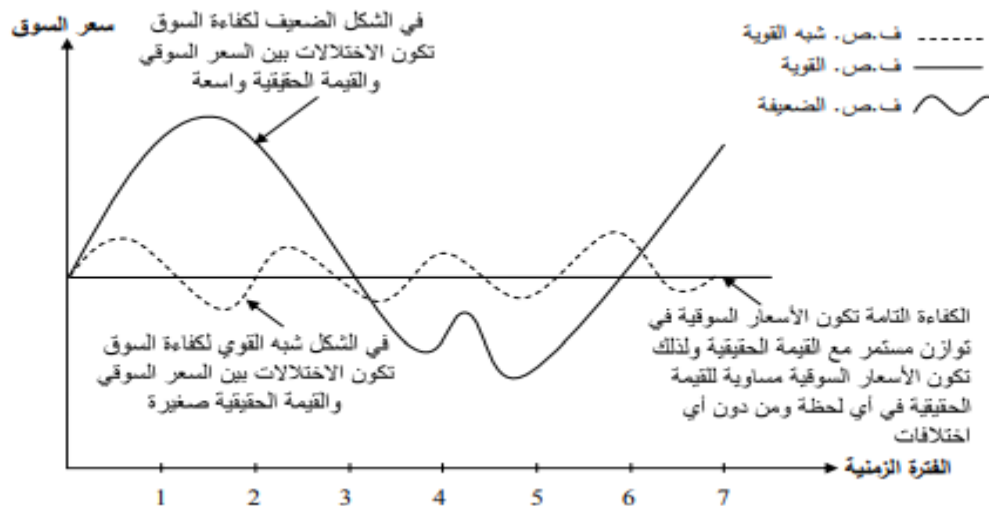
تعكس فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية جميع المعلومات ، والمتمثلة في المعلومات التاريخية التي تخص بما حدث من تغيرات على الأسعار، وحجم التبادلات للأوراق المالية في الماضي، إضافة إلى تلك المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة كأعضاء إدارة الشركة المصدرة للسهم وأعضاء مجلس إدارتها ، إن هذا النمط من المعلومات لا يكون دائما متاحا للسوق ككل ما يجعل من فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية أقرب إلى المثالية منه إلى الواقع.

ولقد اختبر بعض الباحثين صيغة الفرض القوي بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين، يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على المعلومات، لا تتاح للجمهور بذات السرعة وهم العاملون بالمؤسسة ومديرو المؤسسات المالية.

رابعا . صيغ كفاءة السوق المالي وعلاقتها بالمعلومات

تعتبر المعلومات عنصرا أساسا وفعالا في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية وذلك بمختلف مستوياتها، والشكل التالي يوضح الصيغ الثلاثة لكفاءة سوق الأوراق المالية:

الشكل رقم (1-5): الصيغ الثلاثة الخاصة بكفاءة السوق المالي



المصدر: بناعمر بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية. دراسة حالة بورصة السعودية ، عمان ، تونس والمغرب .، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، الجزائر، عدد 02، 2013، ص239.

ويتضح منه الآتي¹:

- يمثل المنحنى (ف.ص. شبه القوية) الشكل شبه القوي لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية صغيرة؛
- يمثل الخط (ف.ص. القوية) السعر السوقي ويعكس الكفاءة التامة للسوق، والتي يمثلها فرض صيغة السوق القوي، حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية في أي لحظة وبدون أي اختلافات؛
- يمثل المنحنى (ف.ص. الضعيفة) الشكل الضعيف لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية واسعة.

¹ عاطف وليم أندرلوس ، مرجع سبق ذكره ، ص 65.

خلاصة :

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل توضيح مفهوم كفاءة السوق المالي بالتعرض أولاً إلى مفهوم الأسواق المالية عموماً ، حيث اتضح لنا من خلال استعراض مجموعة من تعاريف السوق المالي أنه يعتبر سوق ، لكنه من نوع خاص ، تحكمه قواعد خاصة وتتداول فيه منتجات ذات طبيعة خاصة، في مكان محدد وفي فترات محددة وفق نظام معين بحكمه وينظم عمله.

ولكي يتحقق السوق المالي وظائفه لابد من توفر مجموعة من الوسائل أو الأدوات ، ونقصد بذلك الأصول المالية .

وبعد توضيح الإطار النظري للأسواق المالية ، تطرقنا إلى دراسة مفهوم كفاءة الأسواق المالية هذا المفهوم الذي أثار الكثير من الجدل في السنوات الأخيرة حيث توصلنا إلى نتيجة مفادها أن السوق الكفاء هو السوق الذي يتغير فيه سعر الورقة المالية بسرعة تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق .

ولتدعيم الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية اعتمدنا إلى إسقاط الدراسة النظرية للقيم السوقية للسهم ، وهذا ما سنتطرق إليه في الفصل الثاني .

الفصل الثاني

الإطار النظري للقيم السوقية للسهم

تمهيد:

ليس من السهل بما كانت القيام بعملية تقييم للسهم، نظرا لما تتطلبه هذه العملية من إلمام شامل باستراتيجيات إدارة المنشأة و النظريات الاقتصادية و طرق التحليل و التقييم، ظروف السوق و طرق المنافسة التطور التكنولوجي و تأثيره على المنشآت و المعاملات داخل السوق رأس المال. و إن كانت عملية تحديد قيمة السهم عملية صعبة فإن الأصعب منها هو تحديد قيمة السهم في ظل سوق يتميز بالكفاءة، نظرا لتعدد مفهوم الكفاءة، وكذلك نظرا لصعوبة تحقق الكفاءة الكاملة لأسواق رأس المال فحتى لو تحققت فستحقق الكفاءة الاقتصادية ، وستحقق في صيغتها الضعيفة ،ظهرت نظريات القيمة التساهمية من خلال الأعمال و الأبحاث التي قام بها كل من Modigliani Miller Treynor Fame Sharpe...وذلك بداية من السنوات لخمسينات كما أن عدد كبير من هؤلاء الإقتصاديين كرموا بجائزة نوبل للاقتصاد بدأت القيمة التساهمية تعرف وجود خاص بعد العمل المنجز حول ما يعرف بنموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF): Model d'évaluations des actifs financiers،والذي يقوم على حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية و المخصومة بمعدل خصم يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في ورقة مالية معينة.

ويجب الأخذ بعين الاعتبار أنه كلما كان العائد المتوقع من ورقة مالية كبيرا ،كلما كان الخطر كبيرا و العكس صحيح ،وهو الأمر الذي يجعلنا نتساءل عن كيفية التي تحدد بها قيمة الورقة المالية .بمعنى ما هي قيمة الورقة المالية التي يتم على أساسها التبادل ،أو بعبارة أخرى كيف تؤثر تقديرات المستثمرين للإيرادات المستقبلية للمنشأة و توزيعاتها على العرض و الطلب و من ثم على قيمة الورقة المالية.

انطلاقا من هذا سنحاول إلقاء نظرة على كيفية تقييم السندات و الأسهم ، باعتبار السند ورقة مالية يتم التعامل عليها في أسواق رأس المال شأنها شأن الأسهم، هذا و أن كان الجزء الأكبر من المعاملات يتم على الأسهم إلى كل ذلك أن قيمة المنشأة تعكسها قيمة أسهمها.

المبحث الأول: ماهية القيمة السوقية للسهم.

سنحاول من خلال هذا البحث تبيان ماهية القيمة أو السعر، كما سنتناول بالدراسة مختلف العوامل المؤثرة بسعر السهم أو الورقة المالية.

مطلب الأول: مفهوم القيمة أو السعر السوقي للسهم.

أعتقد أن قيمة الشيء تنعكس في ثمنه أو سعره، أو أن سعر الشيء يعبر عن قيمته. في قاموس العلوم الاقتصادية، عرفت القيمة على أنها الميزة الأساسية (الجوهرية) لسلعة أو لخدمة المقدرة (المثمّنة) من طرف أولئك الذين يستعملونها أو يمتلكونها من الناحية التاريخية و بصفة خاصة في فرنسا نجد أن المفهوم الحقيقي لفكرة الثمن كعنصر من عناصر النظام الاقتصادي ظهر في القرن السادس عشر و بخاصة في عام 1572 بناء على مرسوم صدر من شارل التاسع و الذي نظم

الواجبات الملقاة على عائق الوسطاء الماليين (شركات البورصة) فالثمن ينتج عن مقابلة أوامر البيع، هذا و لم يتم الكتاب الاقتصاديون بوضع تعريف محدد للثمن داخل البورصة، غير أن معظمهم أجمع على أن أصل الثمن ناتج عن التداولات و المعاملات التي تتم في البورصة. و الذي تقوم شركات البورصة أو الوسطاء الماليون بتسجيله.

وقد قام الفقهاء التقليديون بوضع أول تعريف للثمن في البورصة بأنه: السعر الناتج للورقة المالية و المعلن أثناء انعقاد جلسة البورصة، و ثم تسجيله في الجدول بعد الجلسة. و الثمن هذا نقصد به السعر، أي السعر الورقة المالية، أو بتعبير أصح قيمة الورقة المالية في البورصة و الذي يتغير تبعا لتغير ظروف السوق، أي حسب العرض و الطلب على الورقة المالية.

و في ظل السوق الكفاء يفترض أن تساوي سعر الورقة المالية مع قيمتها الحقيقية، و هي القيمة التي تعوض المستثمر عن مخاطر الاستثمار فيها¹. ولكن قليلا ما تتساوى القيمة الحقيقية للورقة المالية مع قيمتها السوقية، نظرا لأنه من الصعب أن تتحقق للسوق الكفاءة الكاملة و يحقق سعر الورقة المالية (قيمتها السوقية) وظيفتين أساسيتين، وظيفة داخلية، ووظيفة خارجية. تتمثل الوظيفة الداخلية للسعر في كونه يحدد القيمة الحقيقية للأوراق المالية، و بالتالي فهو يعكس الحالة الحقيقية للسوق، في حين تتمثل الوظيفة الخارجية للسعر في كونه عامل من عوامل التطور الاقتصادي، لا يتحدد من خلال تقديرات شخصية للأفراد، بل يتحدد من خلال تطور قوى العرض و الطلب كما تحكمه مجموعة من العوامل سنحاول توضيحها من خلال ما يلي²:

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على سعر السهم.

هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على سعر أو قيمة الورقة المالية، نذكر منها:

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 391
² حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار الصفاء للطباعة و النشر و التوزيع، عمان، 1998، ص 130

1. عوامل متعلقة بسوق رأس المال وبجالة الإقتصادية العامة.

من بين هذه العوامل نجد اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الصعود أو الهبوط منافسة الإستخدامات الأخرى لرؤوس الأموال ، التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال.

1.1. اتجاه أسعار سوق الأوراق المالية نحو الصعود أو الهبوط.

و نقصد بذلك أن أسعار الأوراق المالية تتجه نحو الارتفاع أو نحو الانخفاض ، هذا الإتجاه تتحكم فيه مجموعة من العوامل ، نذكر منها على سبيل المثال لا على سبيل الحصر الكتلة النقدية المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية ، سنسجل ظهور اتجاه لارتفاع أسعار الأوراق المالية نتيجة لزيادة الطلب ، و العكس صحيح بمعنى أن انخفاض حجم الأوراق المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية سيؤدي إلى انخفاض أسعارها

و كخلاصة لكل ذلك يمكننا أن نقول أن اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الارتفاع أو الانخفاض يخضع لقانون العرض و الطلب على هذه الأوراق المالية ، هذا العرض و الطلب الذي يتأثر بدوره بمجموعة من العوامل كحجم الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية و اتجاهات و تفصيلات المستثمرين ، حيث أن تفضيل المستثمر لمجال استثماري آخر غير مجال الأوراق المالية (كالذهب و العقارات) ، سيؤدي إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها . كما يؤدي إلى انكماش سوق الأوراق المالية نتيجة لانخفاض عدد المتعاملين فيها ، و العكس صحيح¹.

2.1. منافسة الاستخدامات الأخرى لرؤوس الأموال.

إن الاشتداد المنافسة بين مختلف المجالات التي يمكن أن يستثمر فيها رأس المال تأثيرا كبيرا على اتجاهات أسعار الأوراق المالية، خاصة إذا كانت القوة التنافسية لباقي المجالات أكبر من القوة التنافسية لمجال الاستثمار في الأوراق المالية أو بتعبير أصح إذا كانت باقي المجالات لها جاذبية أكبر للمستثمرين من مجال الاستثمار في الأوراق المالية، و يظهر هذا التأثير بشكل أكبر عند تدخل الدولة مثلا.

فمثلا إذا كانت الدولة تهدف إلى تشجيع الاستثمار في مجال العقارات ، فسوف نجد أن السياسة العامة للدولة تهدف إلى جذب المستثمرين إلى مجال العقارات مما يؤدي إلى انسحاب المستثمرين في الأوراق المالية إلى الاستثمار في العقارات و هو الأمر الذي ينتج عنه انخفاض في الأسعار في السوق الأول (السهم) و ارتفاعها في الثاني (العقارات)²

3.1. التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال:

¹ منير إبراهيم هندي، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الإستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص 407 .

² محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 393

قد تقوم بعض التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال بممارسة دورها في الاستثمار في الأوراق المالية أو في أي مجال من المجالات الاستثمار، هذا وقد تدفقت رؤوس الأموال الأجنبية إلى فرنسا في 1958 متبعة في ذلك معايير نقدية معينة ثم وضعها من جانب الحكومة الفرنسية وقد ساهمت هذه التدفقات على البحث على ارتفاع الأسعار في الفترة من 1959 إلى 1961¹.

و يحور لرؤوس الأموال أن تقوم بالانسحاب من بعض مجالات التوظيف المالي بسبب وجود المخاطر معينة مثل مخاطر الحرب و الاضطرابات الاجتماعية كالإضراب أو تعرض حق الملكية لبعض الاعتداءات كالتأمينات وهذا ما حدث في نوفمبر 1968 حيث قامت رؤوس الأموال الفرنسية² بالهروب إلى ألمانيا مما سبب انخفاض كبيرا في حجم المعاملات في البورصة الفرنسية.

2. عوامل متعلقة بالورقة المالية:

تصدر الورقة المالية بسعر معين، وهو ما يعرف بالقيمة الإسمية، تتغير هذه القيمة فيما بعد أثناء التعامل بها بيعا و شراء، وهذا راجع لعدة عوامل منها عوامل تتعلق بالورقة المالية في حد ذاتها، و من بين هذه العوامل يمكن³ أن نذكر:

1.2. درجة العائد:

من المعروف أن الفرد يقبل عادة على شراء الأوراق التي تكون عوائدها مرتفعة أو بتعبير آخر يقبل الأفراد على استثمار مدخراتهم في الأوراق المالية التي تكفي لتغطية المخاطر الناتجة عن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية مع العلم أنه يوجد نوعين من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، مع العلم أنه يوجد نوعين من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، الأسهم وتعتبر الأرباح هي العوائد المنتظرة من وراء الاستثمار في الأسهم، وهي متغيرة و يوجد كذلك السندات التي تدر عائدا ثابتا وهو الفائدة، و عليه فإن قيمة الورقة المالية تتغير تبعا لتغير عائدها.

2.2. أهمية المدخرات:

يجب أن نأخذ في الاعتبار أهمية المدخرات إذ أن هذه المدخرات تعتبر ضمانا لثبات الربح ودوامه كما أن هذه المدخرات تسمح بزيادة رأس المال عند لاقتصاد.

3.2. الزيادة في رأس المال العيني:

قد تؤدي الزيادة في أصول الشركة إلى ارتفاع في أسعار أوراقها المالية بطريقة غير مباشرة، كما أن اندماج شركة مع شركة أخرى سوف يؤدي إلى زيادة رأس المال الشركة و هو ما ينعكس ايجابيا على قيمة أوراقا المالية نتيجة لتطور أعمالها، وزيادة قوتها السوقية، زيادة مبيعاتها..... إلخ من الأسباب.

¹ حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، مرجع سبق ذكره، ص132

² محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص390

³ بن نعمون حمادو، سياسات توزيع الأرباح و أثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية الأردنية المساهمة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية، 1989، ص93

3. عوامل متعلقة بآليات خاصة بالبورصة:

من بين العوامل الفنية الخاصة بآليات عمل البورصة يمكن أن نذكر علم النفس المتعلق بالبورصة درجة اتساع السوق ، صفة حاملي الأوراق المالية ، العمليات الآجلة¹.

3.1 - علم النفس المتعلق بالبورصة:

تتأثر البورصة كثيرا بتوقعات المتعاملين فيها ، سواء كانت هذه التوقعات متشائمة أو متفائلة إذ أن طبيعة هذه التوقعات يمكن أن تحدث فارقا كبيرا في أسعار الأوراق المالية هبوطا أو صعودا ، فمثلا التنبؤ بحدوث حرب أو ظهور إشاعات حول إمكانية تعرض شركة معينة لإفلاس² من شأنه أن يؤدي الى انخفاض حاد في أسعار أوراقها المالية.

3.2 - درجة اتساع السوق:

يتسم السوق بالسلعة MARKET BREDTH عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع و الشراء ، حيث يسهل في ظلّه إعادة الخلل في الأسعار بسرعة و في مثل هذا السوق يضعف الدافع لدى البائع أو المشتري المحتمل لتأجيل القرار ، كما يتوقع أن يقبل صانع السوق هامش صغير على أمل ان يعوض ذلك ارتفاع معدل دور أن الورقة المعنية وعلى العكس من ذلك فإن قلة عدد الأوراق المالية المتعامل بها في البورصة سيؤدي إلى حدوث انكماش و كل هذا سيؤثر على كيفية تحديد أسعار الأوراق المالية المتعامل بها.

إلا أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار كذلك أن هناك فرق بين اتساع السوق ، فعمق السوق نقصد به أن نكون أوامر البيع و الشراء مستمرة عند المستويات العليا و الدنيا لأسعار الأوراق المالية.

أما اتساع السوق نقصد به أنه بالإضافة إلى الكون أوامر البيع و الشراء مستمرة عند المستويات العليا و الدنيا ، و يجب أن تكون كبيرة.

3.3 - صفة حاملي الأوراق المالية:

تعتبر صفة حاملي الأوراق المالية من بين أهم العوامل التي تؤثر في أسعار الأوراق المالية من الناحية الفنية، إذ أن الأوراق المالية يتم تداولها بين العديد من الأيدي و تصبح محفوظة في محافظ الأوراق المالية، و يقال أن الورقة مصنفة داخل محفظة الأوراق المالية، أي موضوعة طبقا لترتيب معين لبقية الأوراق المالية الأخرى التي تشترك معها في بعض الخصائص، مثل وجود محفظة خاصة بالأسهم و أخرى خاصة بالسندات و يكون سوقها أقل انتهاكا من غيره من الأسواق الأخرى لتنوعها لأن تنوع الأوراق المالية داخل محفظة المضارب يؤدي إلى الحد من المخاطر³.

¹ محمد صالح الحناوي و آخرون مرجع سبق ذكره ،ص396

² منير ابراهيم هندي ،مرجع سبق ذكره ،ص407

³ محمد صالح الحناوي و آخرون،مرجع نفسه،ص397

و عليه يمكن القول كذلك أن طريقة إدارة محفظة الأوراق المالية تؤثر أيضا على أسعار الأوراق المالية ، ذلك لأن التنوع في مكونات المحفظة من شأنه أن يقلل من مخاطر التقلبات في أسعار ورقة المالية ، يمكن توزيع المبلغ المستثمر على أكثر من نوع من الأوراق المالية لتفادي الخسائر التي قد تكون ناتجة عن حدوث انخفاض حاد في سعر الورقة مالية معينة ، وهذا انطلاقا من المثل الذي يقول "لا تضع كل البيض في سلة واحدة".

4.3 . العمليات الآجلة:

تتميز العمليات الآجلة في أن دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يتمان لدى عقد الصفقة بل بعد فترة تعين مسبقا تدعى التصفية لذلك تكون التغيرات السعرية التي تحدث في سوق العمليات الآجلة أكبر من تلك التي تحدث في السوق العاجلة ، حيث أنه في إطار سوق العمليات الآجلة يتم عقد صفقات بيع أو الشراء على كميا تكبيرة من الأوراق المالية ، لكن لا يتم تنفيذها في الحال . وإنما تؤجل إلى فترات لاحقة و كذلك لا يتم دفع ثمنها فورا، و هذا لتحقيق فارق في الأسعار بين تاريخ عقد الصفقة و تاريخ تنفيذها وهو ما يعرف بالمضاربة .وقد ينتج عن المضاربة ارتفاع كبير و مفاجئ في أسعار الأوراق المالية ، كما قد يحدث انخفاض أسعار الأوراق المالية انخفاضا محسوسا¹.

يجب الأخذ بعين الاعتبار أن صناع السوق يساهمون في تحديد أسعار الأوراق المالية انطلاقا من حجم أوامر البيع و الشراء التي يتلقونها من المستثمرين علما أن المتخصصون هم الذين يمثلون صناع السوق في الأسواق المنظمة (البورصة) في الولايات المتحدة الأمريكية ، بينما يعتبر التجار هم صناع السوق في الأسواق الغير منظمة ، و بيدي صناع السوق استعداده الدائم لبيع الأوراق المالية التي يرغب المستثمرون² في شرائها ، كما يؤدي استعداده بنفس الدرجة لشراء الأوراق المالية التي يرغب المستثمرين في بيعها أي أن صناع السوق يمارسون دور الوسيط بين أولئك الذين يرغبون في شراء و أولئك الذين يرغبون في البيع ، ولكن نظرا لان الراغبين في الشراء و الراغبين في البيع ورقة مالية عادة ما يتخذون قراراتهم في توقيت مختلف . فإن مخزونا كافيا من تلك الورقة لا بد أن يكون متاحا لدى صناع السوق و ذلك لتلبية طلبات العملاء³.

المبحث الثاني: المداخل المختلفة في تقييم سعر السهم

يعرف السهم بأنه صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة، و يعطي للمساهم ليمثل حصته في رأس مال الشركة وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، إذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الإصدار⁴.

¹ محمد صالح الحناوي، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 37

² بوراس أحمد ، مصادر التمويل و قيمة المنشأة ، دراسة لأثر سياسة توزيع أرباح الأسهم ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، الدولة في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2001، ص 184

³ محمد صالح الحناوي، وآخرون، مرجع نفسه، ص 37-38

⁴ ضياء مجيد، البورصات، أسواق رأس المال و أدواتها، الأسهم ، السندات ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص 55

المطلب الأول : عوائد السهم

عادة ما يقبل المستثمر على شراء سهم ما، إذا كان معدل العائد المطلوب (معدل العائد الذي يطلبه المستثمر) أقل من أو يساوي معدل العائد المتوقع من السهم . والعكس ، يلجأ المستثمر إلى بيع السهم إذا كان معدل العائد المطلوب أعلى من معدل العائد المتوقع . ويجب أن يعوض معدل العائد المطلوب المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار في السهم.

وهذا يمكن التعبير عنه باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM من خلال معادلة خط

السوق للأوراق المالية والتي تظهر كما يلي:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + معامل بيتا (بدل المخاطرة).

حيث يمثل معدل العائد الخالي من الخطر التعويض المناسب لعملية تأجيل الاستهلاك . أما بيتا (وهو مقياس للمخاطر العامة) مضروبا في بدل الخطر فيمثل التعويض المناسب للمستثمر لقبوله الاستثمار في سهم معين ومعدل العائد المتوقع يمكن التعبير عنه بالمعادلة الآتية:

$$Rv = \frac{Dt}{Pt - 1} + \frac{Pt - Pt - 1}{Pt - 1}$$

حيث تشير Rv إلى معدل العائد المتوقع في الفترة t، أما D فتشير إلى توزيعات السهم و P إلى سعر السهم و تجدر الإشارة إلى أن حساب معدل العائد الفعلي لا يختلف عن معدل العائد المتوقع إلا في كون قيمته فعلية، بمعنى لحساب معدل العائد الفعلي نستخدم معادلة معدل العائد المتوقع، لكن في هذه الحالة تعوض بقيم فعلية، بمعنى توزيعات السهم فعلية و سعر السهم فعلي¹.

مطلب الثاني: محددات سعر السهم السوقية

كأي نوع من السلع يتحدد سعر السهم في السوق انطلاقا من تفاعل قوى العرض والطلب على السهم، وعليه يرتفع الطلب على السهم معين عندما تنخفض قيمته السوقية، وينخفض الطلب² عليه عندما يرتفع سعره . ويتحقق سعر التوازن عندما يتساوى العرض مع الطلب، أي تتساوى الكميات المطلوبة مع الكميات المعروضة . فكلما كان هناك تماثل و اتفاق بين المستثمرين حول خصائص سهم معين كلما كان منحى الطلب أفقي (و هذا طبعا عند مستوى عرض معين)، وكلما كان هناك اختلاف بين المستثمرين حول سهم معين و هذا راجع ربما إلى نوعية وكمية المعلومات التي يحصلون عليها:

- كلما أدى ذلك إلى زيادة ميل منحى الطلب و انحداره من أعلى إلى أسفل بدرجة ميل معينة كما أن السعر السوقية الحالي للسهم لا يمثل إجماع السوق عن القيمة المحورية (*). ولكنه يعكس³ رأي المستثمر

¹ اصالح الحناوي وآخرون، الإستثمار في الأسهم و السندات ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2004، ص37-38

² بين نعمون حمادو، مرجع سبق ذكره، ص94

³ صالح الحناوي وآخرون، مرجع نفسه، ص39

الحدى. كذلك فإن القيمة المحورية للسهم (أو سعر التوازن للسهم) سوف تتغير في حالتين¹. الحالة الأولى هي حالة تغير الكمية المعروضة من السهم مع فرض تباين آراء المستثمرين حول السهم والحالة الثانية هي حالة وصول المعلومات جديدة إلى السوق حول السهم المعني، الأمر الذي يؤثر على منحى الطلب، وبالتالي يؤثر على سعر التوازن.

وعليه يمكننا أن نستنتج أن القيمة التقديرية التي يحددها المستثمر لسهم معين سوف تختلف لا محال عن القيمة السوقية للسهم، إذا كان المستثمر لا يستحوذ على نفس المعلومات التي حصل عليها غيره من المستثمرين. كما أنه وفي إطار تحليل الأسهم من أجل تحديد القيمة السوقية للسهم لا بد من الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العمليات التي قد تواجهها أي منشأة خلال فترة حياتها، حتى تكون عملية التقييم صحيحة. هذه العمليات التي ممكن أن تأخذ شكل تجزئة السهم، توزيع أسهم مجانية، حق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال.

1. تجزئة السهم:

يقصد بتجزئة الأسهم اشتقاق أسهم جديدة من الأسهم القديمة، فيزيد بذلك عدد أسهم المنشأة مع انخفاض قيمتها الاسمية دون أن يؤثر ذلك على المركز المالي للمنشأة. بفرض أن:

$$N = \text{عدد الأسهم المتداولة قبل التجزئة.}$$

$$M = \text{عدد الأسهم التي يحصل عليها المساهم مقابل سهم قديم بدون دفع أي نفقات.}$$

$$P_a = \text{سعر السهم قبل التجزئة.}$$

$$P_{ap} = \text{سعر السهم بعد التجزئة.}$$

هذا يعني أنه نتيجة التجزئة يستبدل المساهم الأسهم القديمة بعدد من الأسهم الجديدة (م). وبالنسبة لمالك السهم، فلا بد أن يتحقق ما يلي:

$$P_{av} = M \times P_{ap}$$

أي أن سعر السهم قبل التجزئة = (سعر السهم بعد التجزئة × عدد السهم التي حصل عليها المساهم مقابل سهم قديم). وعلى مستوى المنظمة فإن:

$$N P_{av} = N M P_{ap} \quad ^2$$

فإذا لم تتأثر القيمة الرأسمالية للشركة نتيجة التجزئة فنفس الشيء بالنسبة للسهم، لن يحدث تغير في

$$P_{ap} = \frac{N P_{av}}{N M} + \frac{P_{av}}{M} \quad \text{سعره. حيث}$$

¹صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 39-40
²بوراس أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 185-186

فبفرض أن منشأة معينة قامت بإصدار 50.000 سهم بقيمة اسمية 600 دج للسهم الواحد، ثم قررت فيما بعد أن تقوم بعملية اشتقاق للأسهم بنسبة ثلاثة إلى واحد (3:1) ، (وطالما أن عملية اشتقاق الأسهم تستلزم تخفيض القيمة الاسمية للسهم بنفس نسبة زيادة عدد الأسهم، فإن القيمة الاسمية الجديدة للسهم تصبح 200 دج لسهم الواحد (600 : 3=200) وعليه نلاحظ أن رأسمال المنشأة محاسبيا لا يتغير حيث أن:

$$\text{رأس المال قبل التجزئة: } 30000000 = 600 \times 50000 \text{ دج}$$

$$\text{التجزئة بعد المال رأس } 30.000.000 = 150.000 \times 200 \text{ دج}$$

وقد أجريت عدة دراسات و أبحاث على عملية تجزئة الأسهم وتأثيرها على القيمة السوقية للسهم، ومن ثم على ثروة المساهم. وقد تم التوصل إلى نتيجة مفادها أن هناك أثرا ايجابيا لعملية اشتقاق الأسهم على القيمة السوقية للسهم حسب ما أكدته دراسة " جونسون " [Johnson, 1966, pp675,686] وبالرغم من أن هذه الدراسة قد تبدو قديمة نوعا ما ، إلا أن هناك دراسة أخرى تعتبر حديثة تدعم وتؤكد النتيجة التي توصلت إليها الدراسة السابقة. هذه الدراسة قام بها مجموعة من الباحثين هم: جرنبلات، مازوليس Grimblat and Masulis، و تيمان. TITMAN و الذين اعتمدوا فيها على أخذ عينة من الأسهم التي أجريت عليها عملية الاشتقاق، وقاموا بملاحظة عوائد هذه الأسهم في تاريخ الإعلان عن عملية الاشتقاق، وكذلك بعد ذلك التاريخ. هذا بالإضافة إلى كون هذه العينة لم توزع فيها أرباح نقدية في السنوات الثلاثة السابقة لعملية الاشتقاق ، فكانت النتيجة المتوصل إليها أن هناك زيادة واضحة في عوائد هذه الأسهم ، وتمت ترجمة هذه النتيجة على أساس أن عملية الاشتقاق تعتبر مؤشرا لزيادة الأرباح الموزعة في المستقبل¹ ، وهناك مجموعة من الأسباب التي تجعل المنشأة تلجأ إلى اشتقاق الأسهم نذكر منها:

1.1. توسيع سوق التعامل بالأسهم:

غالبا ما تعطي عملية تجزئة الأسهم صورة عن المنشأة التي تقوم بذلك، إذ أنها دليل على أن هذه المنشأة ستعرف معدلات نمو عالية مستقبلا، لذلك تقوم بتجزئة أسهمها حتى لإتباع بأسعار عالية ، لتتيح بذلك المجال لصغار المستثمرين للاستثمار في أسهمها. حيث أن الهدف من استخدام طريقة تجزئة الأسهم و تخفيض قيمتها الاسمية، هو جعلها أكثر قابلية للتداول وفي متناول صغار المستثمرين، وبالتالي خلق سوق مستمرة ونشطة لها. وذلك لأن مستوى التداول يقاس بمعدل دوران السهم، والذي يساوي عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة مقسوما على عدد الأسهم المكتتب بها. وذلك أنه كلما كانت الشركة مزدهرة، وتمتع بزيادة في الأرباح المحققة²، وفرص الاستثمار فيها مربحة، وتتبع سياسة توزيع أرباح مرتفعة، كلما أدى ذلك إلى رفع سعر السهم و دفعه إلى الأعلى. ومنه يصبح سعر السهم هذا ليس في متناول كافة شرائح المستثمرين،

¹بن نعمون حمادو ،مرجع سبق ذكره،ص93-94
²بوراس أحمد،مرجع سبق ذكره،ص184

ويقل بالتالي التعامل والإقبال على هذه الأسهم، مما يؤدي إلى عجز الشركة عن تعظيم قيمتها، لذلك تجد المنشأة نفسها مجبرة على القيام بتجزئة الأسهم للحفاظ على أسعار السهم في مستويات مقبولة.

1. 2. تخفيض تكاليف التعامل:

عادة ما يتم بيع وشراء الأسهم عن طريق وسيط أو ما يصطلح على تسميته بالسمسار، ويكون ذلك عن طريق دفع مقابل. COSTS TRANSACTION فبعد قيام الشركة بتجزئة السهم، وقيام المساهم ببيع هذه الأسهم المجزأة، فإنه في غالب الحالات يكون في ارتياح، بحيث لا يضطر إلى تخفيض سعر البيع مرة أخرى نظرا لوجود عدد كبير من المتعاملين بأسهم الشركة. وكذلك بالنسبة للمشتري الذي يفضل شراء بعض أسهم الشركة التي قامت بالتجزئة، فإنه لا يقوم بدفع عمولة كبيرة من أجل الحصول على هذه الأسهم، وذلك لتوافر عدد كبير من البائعين.¹

1. 3. زيادة الموارد الخارجية:

يمكن اعتبار عملية اشتقاق الأسهم (تجزئة الأسهم) سياسة تتبعها المنشأة التي تتوقع زيادة أرباحها المستقبلية، لذلك وتمهيدا لإصدار أسهم جديدة ستكون قيمتها السوقية مرتفعة- تبعا لمركز الشركة- تقوم أولا بتجزئة الأسهم، حيث تكون قيمتها أو أسعارها في متناول غالبية المستثمرين حتى صغار المستثمرين منهم، وبذلك تزيد من التعامل على أوراقها المالية، ومن ثم تستطيع إصدار أسهم جديدة وتصريفها وبالتالي الحصول على موارد مالية إضافية من خلال إصدار أسهم جديدة دون أن تجد صعوبة في تصريفها

2 توزيع أسهم مجانية:

يمكن للمنشأة أن تحتفظ بعدد من الأسهم التي أصدرتها لتوزعها على المساهمين في شكل أسهم مجانية، بمعنى دون أن يدفع المساهم مقابل للأسهم التي تحصل عليها. وهو يعتبر شكل من أشكال التوزيعات التي تقوم به المنشأة فبدلا من القيام بتوزيعات نقدية على مساهمها توزع عليهم أسهم مجانية وهو الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم، وزيادة رأسمال المنشأة، وإلى انخفاض القيمة السوقية للسهم نتيجة لقيام المنشأة بإجراء توزيعات يكون مصدرها الاحتياطيّات والأرباح المحتجزة. يمكن أن نذكر ثلاث خصائص مترتبة على توزيع أسهم مجانية² هي:

أ. توجد علاقة قوية بين توزيع أسهم مجانية وتجزئة الأسهم، (من وجهة النظر المالية فقط)، ففي الحالتين يحدث تخفيض في سعر السهم، وبذلك يستطيع المستثمر تصفية جزئية للمحفظة عندما يرغب المستثمر في ذلك.

¹بوراس أحمد، نفس المرجع السابق نص 185

²عبد الغفار الحنفي، البورصات، نفس المرجع السابق، ص 201

ب. إذا كان السوق يتيح فرص استثمارية مربحة لاستثمار الأرباح، فإن سعر السهم يتجه إلى الارتفاع ليصل أو يتجاوز السعر السابق لعملية التوزيع نتيجة التقديرات المتوقعة وليس بسبب عملية توزيع الأسهم المجانية لأن الأخيرة ليس لها تأثير على معدل نمو السعر ولكن بسبب عوامل نفسية واقتصادية.

ت. عندما تدفع المنشأة بانتظام التوزيعات نقدا، فإن دفع توزيعات عرضية في شكل أسهم مجانية يعتبر ميزة بالنسبة للمستثمر- بفرض ثبات التوزيعات واستمراريتها- فإنه يترتب على هذه العملية زيادة عائد التوظيف الظاهري وكذلك العائد الكلي. يعني هذا أن عملية توزيع أسهم مجانية مثل عملية تقسيم أو تجزئة الأسهم لا تؤثر على القيمة الرأسمالية للمنشأة ولكنها تؤثر على عدد الأسهم المتداولة. لهذا السبب تحدث انخفاض فني في السعر ولا يشكل خسارة بالنسبة للمستثمر.

يعني أن زيادة عدد الأسهم مع بقاء أرباح المنشأة على حالها يؤدي إلى انخفاض نصيب السهم الواحد من التوزيعات أي انخفاض نصيب السهم الواحد من الأرباح، وهو ما يؤدي بدوره إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم. ولكن مجموع حقوق المساهمين لا يتغير عند توزيع الأسهم المجانية STOCK COMMON EQUITY، حيث أن الشركات عادة ما تتبع نفس الخطوات التي تتبعها في حالة توزيع أرباح نقدية، إذ يتلقى المساهم في حالة توزيع أرباح على شكل أسهم مجموعة من الأسهم تتناسب مع معدل التوزيع ومعددهم التي يحملها. وهكذا فإن نسبة حصته في الشركة لا تتغير، وإنما تصبح هذه الحصة ممثلة بعدد أكبر من الأسهم. أي أن خلاصة العملية تتمثل أساسا في إعادة توزيع حسابات حقوق الشركاء المتمثلة في رأس المال والاحتياطيات.

وهناك من يرى أن توزيع الأرباح على شكل أسهم لا يعتبر توزيعا للأرباح بالشكل الكامل وبالمعنى الدقيق للكلمة، ولكن هو عبارة عن شكل من أشكال إعادة الرسملة RECAPITALISATION أو إعادة ترتيب هيكل حقوق الشركاء. وهذا التغيير قد يكون في المبالغ ونوع الأسهم أو الأوراق المتداولة. وفي الغالب توزع أسهم عادية غير أنه من الممكن أن توزع أسهم ممتازة كذلك.

ويمكن أن يتزامن توزيع أرباح على شكل أسهم مع توزيع أرباح نقدية مع زيادة حجم هذه الأخيرة، هذا الأمر من شأنه أن يؤثر إيجابيا على سعر السهم في السوق حيث يؤدي إلى زيادته، ويحدث العكس إذا لم يتزامن توزيع أرباح على شكل أسهم مع زيادة الأرباح النقدية الموزعة وذلك خلال الستة أشهر التي تلي هذه العملية. لقد سبق وأوضحنا أن توزيع أسهم مجانية لا يؤثر على حقوق المساهمين، وإنما يؤدي إلى تغير عدد الأسهم، وهو الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض في سعر السهم في السوق لذلك يجب أخذ هذا العامل في الاعتبار عند المقارنة بإجراء التعديل. هذا يعني أنه ينبغي تعديل السعر إذا ما حدث توزيع أسهم مجانية- ويتم ذلك كما يلي:

بفرض أن:

$N =$ عدد الأسهم قبل توزيع الأسهم المجانية.

$M =$ عدد الأسهم المجانية الموزعة.

$P_{av} =$ سعر السهم قبل التوزيع.

$P_{ap} =$ سعر السهم بعد توزيع الأسهم المجانية.

حسب التعريف فان لدينا¹:

$$N P_{av} = (N + M) P_{ap}$$

أي أن قيمة المنشأة بعد توزيع أسهم مجانية تساوي إجمالي عدد الأسهم × سعر السهم بعد توزيع أسهم مجانية.

$$P_{ap} = P_{av} \frac{M}{N+M}$$

$$P_{ap} = P_{av} \frac{1}{1+H} \quad \text{أي أن}$$

$$H = \frac{N}{M}$$

أي معدل التوزيع.

هذا يعني أن الأمر يتطلب تعديل أسعار الأسهم السابقة لتوزيع الأسهم المجانية بالضرب في المعامل K

$$K = \frac{1}{1+H}$$

حيث

(من بين مبررات توزيع أسهم مجانية يمكننا أن نذكر ما يلي:

- زيادة رأس المال:

سبق وأوضحنا أن النتيجة الأولى لتوزيع أسهم مجانية هو زيادة رأس المال، مع بقاء حقوق المساهمين على حالها. حيث أن هذه الزيادة في رأس المال جاءت نتيجة التخفيض من قيمة الأرباح المحتجزة أو نتائج رهن التخصيص وضمها لرأس المال. وبذلك تضمن المنشأة التي تقوم بتوزيع أسهم مجانية المحافظة على أرباحها التي لا يمكن توزيعها مستقبلاً، هذا من جهة، وزيادة رأسمالها من جهة ثانية. لا يمكن توزيع هذه الأرباح مستقبلاً، لأنها أضيفت إلى رأس المال و حتى وان أرادت الشركة القيام بتوزيعات فان عليها القيام بتخفيض رأس المال، ولا يعتقد أنه من السهل القيام بمثل هذا الأمر، لأن رأس المال يعتبر الدعامة الأولى التي يعتمد عليها الدائنون في منح قروض للمنشأة².

2.2 - تخفيض سعر السهم و توسيع سوق التعامل بأسهم المنشأة:

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 199
² بين نعمون 1990، مرجع سبق ذكره، ص 93-94

إذا كان توزيع أسهم مجانية يؤدي إلى زيادة رأس المال ، فإنه يؤدي كذلك إلى تخفيض سعر السهم في السوق وهو الأمر الذي من شأنه أن يزيد من التعامل على هذا السهم، خاصة وأن التعامل في الأسواق المالية يتم عادة على وحدات أي 10 أسهم، 20 سهم،... الخ، كحد أدنى لعدد الأسهم التي يستطيع المستثمر التعامل بها. فإذا كان سعر السهم في السوق مرتفع، وكان على المستثمر أن يشتري 50 سهماً مثلاً كحد أدنى، فإن هذه العملية ستكون مكلفة كثيراً، خاصة بالنسبة لصغار المستثمرين، لهذا فإن انخفاض سعر السهم في السوق من شأنه أن يزيد من التعامل عليه. وهو ما يحققه توزيع أسهم مجانية¹.

2.3. المحافضة على السيولة:

قد تصادف المنشأة حالات تجد نفسها بحاجة فيها إلى أموال لتلبية متطلبات العمليات الجارية أو عمليات التجديد و التوسع، وبالتالي فبدلاً من البحث عن مصادر خارجية للتمويل ، تقوم الشركة بتوزيع أسهم، ومن ثم تستبقي الأرباح و تستفيد من السيولة الجاهزة. وتعتبر هذه الطريقة غير مكلفة للمنشأة كما هو الحال -مثلاً- في حالة إصدار أسهم جديدة، أو البحث عن قروض خارجية (عمولة إصدار، عمولة قروض، فوائد...).

أما بالنسبة للمساهم فإنه في تاريخ لإعلان عن توزيع أرباح على شكل أسهم مجانية، يحصل على أسهم مكنه تحويلها إلى نقد في أي لحظة². إلا أن سيولة هذه الأسهم قد لا تكون كالنقد الجاهز. هذا بالإضافة إلى أن لمساهم قد يضطر إلى بيعها في ظروف غير مواتية و بسعر منخفض.

2.4. كسب ثقة الدائنين:

إن الأساس الذي يعتمد عليه الدائنون في منح قروض للمنشأة هو صافي المركز المالي أو رأس المال وهو الذي يقيس قدرة المنشأة على تسديد التزاماتها. لهذا نجد أن المنشأة التي ترغب في كسب ثقة دائنيها تلجأ إلى توزيع أسهم مجانية، كوسيلة لزيادة سيولتها من جهة، وتدعيم مركزها المالي (رأس المال) من جهة ثانية. ولكن يجب الأخذ بعين الاعتبار معدل توزيع الأرباح في السنوات الموالية، فإذا قامت المنشأة مثلاً بإجراء توزيع للأرباح النقدية في السنة الموالية بنفس معدل توزيع الأسهم المجانية، فإن ذلك من شأنه أن يقلل بشكل كبير من سيولة المنشأة، وهو الأمر الذي سيؤثر بدوره على المركز المالي للشركة، وقدرتها على تسديد ديونها، بما يؤثر سلباً على علاقتها مع دائنيها (بسبب زيادة عدد الأسهم ، وثبات نسبة التوزيع). إلا أنه على المنشأة أن تدرس وضعيتها المالية و الاقتصادية جيداً، وكذلك عليها أن تقوم بدراسة البدائل المتاحة أمام مساهميها، فإذا كانت هذه المنشأة من النوع الذي يعتمد على القروض البنكية في عملياتها، واتضح بعد دراسة أحوال السوق أن تكلفة هذه القروض تزيد عن العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المساهم لو استثمر أمواله خارج المنشأة³ ،

¹ ابن نعمون حمادو، مرجع سبق ذكره

² حسين عصام، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن 2008 ص 102

³ بوراس أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 182-183

فهنا ينصح بتوزيع أسهم بدلا من توزيع النقد ، واستبقاء هذه الأرباح لزيادة حجم السيولة و استخدامها في تسديد القروض. ولكن إذا كانت تكلفة هذه القروض أقل من العائد المحتمل الحصول عليه من طرف المساهم عن طريق توظيف أمواله خارج المنشأة ، فيكون من العقلانية توزيع أرباح نقدية .

2. 5 - منع تدمير العمال ومستهلكي سلعة الشركة:

إن توزيع أسهم مجانية من شأنه أن يقلل من حدة التوتر الذي قد يظهر في المنشأة بين العمال و إدارة المنشأة، وبين المنشأة و زبائنها. لأن المنشآت التي توزع أرباح نقدية بمعدلات مرتفعة، قد تؤدي إلى تدمير العمال و استيائهم جراء هذه العملية، انطلاقا من قناعة أن أجورهم ضعيفة وأن حقوقهم مهضومة. نفس الأمر قد يحدث مع زبائن المنشأة ، إذ أن توزيع أرباح نقدية بمعدلات توزيع مرتفعة قد يجعلهم يعتقدون أن ذلك ما هو إلا نتيجة لارتفاع أسعار منتجات المنشأة مما يؤدي إلى ارتفاع أرباحها، وبذلك يحس المستهلك أنه كان ضحية لسياسة المنشأة . لذلك و لتفادي حدوث مثل هذه النزاعات تقوم المنشأة بتوزيع أسهم مجانية إذ يحصل حامل السهم على ربح سهم في حدود معقولة، دون المساس بثروته، مع إرضاء العمال و المستهلكين.

2. 6 - زيادة إخلاص وثقة المساهمين:

إذا كانت المنشأة ترغب فعلا في الحفاظ على المساهمين القدامى، فإنها ستقوم بتوزيع أسهم مجانية بدل إصدار أسهم جديدة، خاصة إذا لم يكن في مقدور هذه الفئة شراء أسهم جديدة. لأنه في هذه الحالة ستخفف حصة المساهمين القدامى في رأسمال المنشأة. إلا أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار أن توزيع أسهم مجانية لا يؤدي إلى زيادة ممتلكات المساهم، و لكن يسمح له بالحصول على أرباح رأسمالية من خلال بيع الأسهم التي يمتلكها، من دون المساس بالقيمة المبدئية التي ساهم بها في رأسمال المنشأة. فعوض أن توزع المنشأة أرباح فإنها توزع أسهم مجانية على الشركاء، و تقوم باستثمار الأموال (التي كان من المفروض أن تكون أرباح موزعة) في مجالات مربحة، خاصة إذا كانت المنشأة تتمتع بمعدل نمو عال.

المطلب الثالث: أساليب تقييم السهم.

هناك اختلاف كبير في طرق و أساليب تقييم الأسهم، نظرا لاختلاف القناعات ووجهات النظر حول أي الطرق أفضل، وعموما يمكن أن نشير إلى ستة (06) طرق أساسية لتقييم الأسهم ، وقبل ذلك يجب أن نشير إلى أن للسهم خمسة (05) قيم ، وهي القيمة الاسمية، القيمة الدفترية للسهم، القيمة عند التصفية، القيمة الاحلالية ، القيمة الحالية.

1. القيمة الاسمية:

القيمة الاسمية للسهم هي القيمة المدونة على ظهر السهم، والتي يتم تحديدها في عقد المنشأة، و تبقى على حالها ما لم يؤثر أداء المنشأة على هذه القيمة (كاشتقاق الأسهم مثلا) . فإذا فرضنا مثلا أن قيمة

السهم العادية التي تظهر في ميزانية المنشأة هي 400 وحدة نقدية، وأن القيمة الاسمية للسهم هي 2 وحدة نقدية، فإن عدد الأسهم التي أصدرتها المنشأة هي (400 : 2 = 200 سهم)

2. القيمة الدفترية:

تحتسب القيمة الدفترية بقسمة مجموع حقوق الملكية على عدد الأسهم. وما يعاب على القيمة الدفترية و كونها قيمة تاريخية، حيث إذا ما رجعنا إلى أصول منشأة معينة سنجدها مسجلة بقيمتها التاريخية، حيث لا أخذ بعين الاعتبار مستوى التضخم السائد في الاقتصاد، وإذا ما قيمت هذه الأصول حالياً سنجد: أن هذه القيمة تختلف عن القيمة التي سجلت بها سابقاً والتي تعتبر تاريخية. كما أنه لا يمكننا الاعتماد على هذه القيمة في المقارنة بين المنشآت حتى وإن كان هناك تشابه في الحجم وفي نوع النشاط، وحتى وإن كان هناك تقارب كبير بين هذه المنشآت، لأن مجرد الاختلاف في الطرق المحاسبية المعتمدة في معالجة بعض الحسابات من شأنه أن يؤثر على القيمة الدفترية للمنشأة. كأن يكون هناك اختلاف في معدل الإهلاك المعتمد، فنجد منشأة تعتمد على قسط الإهلاك الثابت، وأخرى على قسط الإهلاك المتناقص. كما قد يكون هناك اختلاف بين المنشأتين في تقدير مخصصات الأخطار، أو مخصصات تدني قيمة المخزون، أو أن تعتمد منشأة على طريقة (FIFO الوارد أولاً، الصادر أولاً) في تسير المخزون، في حين تعتمد الثانية على طريقة (LIFO الوارد أخيراً، الصادر أولاً) يمكن القول بأن القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الاستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية، فإذا ما أثمرت هذه الاستثمارات لعائد أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حالياً، فإن القيمة المحورية لثروة هؤلاء المستثمرين ستكون أعلى أو أقل من الاستثمار المبدئي.¹

3. القيمة عند التصفية:

نقصد بالتصفية إنهاء أعمال المنشأة و دفع ديونها من خلال بيع جميع أصولها، ويقوم بهذه العملية المصرف الذي يقوم بجمع ما للمنشأة من أموال لدى الغير، كما يقوم ببيع أصولها و تحصيل أموال هذا البيع ليتم تسديد ديونها،² وغالباً ما تكون قيمة أصول المنشأة وهي تمارس نشاطها أعلى من قيمتها عند التصفية، لذلك ستكون القيمة عند التصفية أدنى قيمة للورقة المالية.

4. القيمة الحالية:

يقيم السهم وفقاً لهذا الأسلوب بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يتوقع أن يحصل عليها صاحب السهم مستقبلاً أي التوزيعات المستقبلية مخصومة بمعدل خصم يكفي لتعويض المستثمر عن خاطر الاستثمار في هذا السهم. في هذا الإطار يوجد عدد كبير من النماذج التي تعتمد على فكرة القيمة الحالية في تحديد القيمة العادلة للسهم. من بين هذه النماذج نذكر نموذج الخصم (خصم التوزيعات)

¹ محمد صالح الحناوي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص 45

vrières.paeis.1974.p22 BERNAND DAUDE.HENRI ROUDAIN.finances et développement de l'entreprise.les éditions ou vrières.paeis.1974.p22

نموذج خصم ربح السهم، نموذج خصم التدفق النقدي، نموذج سعر السهم إلى ربح السهم، نموذج التدفق النقدي الحر. لذلك سنحاول من خلال ما سيأتي أن نتعمق أكثر في دراسة هذه النماذج¹.

5. تقييم الأسهم الممتازة:

يعرف السهم الممتاز بأنه صك ملكية يعطي لصاحبه الحق في الحصول على نسبة أرباح ثابتة، وتمثل نسبة مئوية من القيمة الاسمية. وفي ظل افتراض ثبات قيمة التوزيعات المستقبلية²، فإن القيمة العادلة للسهم الممتاز تقدر بالعلاقة التالية:

$$V = \frac{Va - Ta}{M}$$

حيث:

D: تمثل قيمة التوزيعات.

M: تمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار، والذي تكون قيمته في حالة الأسهم الممتازة أقل منه في حالة الأسهم العادية، وهذا راجع إلى ارتفاع مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية عنه في الأسهم الممتازة، لذلك نجد أن المستثمر في السهم العادي يطالب بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويضه عن مخاطر الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية. وإذا كانت V تمثل القيمة العادلة للسهم، فيمكن القول أنه إذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من V المقدرة - والتي تمثل القيمة العادلة - فهذا يعني أن قيمته السوقية مبالغ فيها لهذا يفضل التنازل عن هذا السهم، والعكس صحيح. أما إذا كانت القيمة السوقية أقل من القيمة النظرية، فهذا يعني أن هذا السهم قدر بأقل من قيمته الحقيقية لهذا يفضل في هذه الحالة شراء هذا السهم. كما يمكننا أن نصل إلى نفس النتيجة عن طريق حساب معدل العائد المطلوب على الاستثمار حيث:

$$\hat{V} = \frac{D}{M}$$

و عليه إذا كان معدل العائد المتوقع أكبر من معدل العائد المطلوب، يفضل في هذه الحالة شراء السهم أما إذا كان معدل العائد المتوقع أقل من معدل العائد المطلوب، يكون من الأنسب التنازل عن السهم. لأن السهم قيم في الحالة الأولى بأقل من قيمته الحقيقية، وقيم في الحالة الثانية بأكبر من قيمته الحقيقية، غير أن هذا العائد عادة ما يقل عن التكلفة الفعلية التي تتكبدها المنشأة من جراء الاعتماد على الأسهم الممتازة في التمويل، وذلك لأن القيمة الفعلية للمتحصلات الأسهم الممتازة عادة ما تقل عن القيمة الاسمية لتلك الأسهم، ويتمثل الفرق في تكاليف الإصدار والعمولات والخصومات التي قد يحصل عليها بعض المشترين³.

المبحث الثالث: دراسة العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيم السوقية للأسهم.

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع نفسه، ص 45-46

² محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 46

³ ضياء مجيد، البورصات، أسواق رأس المال و أدواتها، الأسهم، السندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 2003، ص 55-56

من المعتقدات أن لكفاءة السوق تأشير على القيم السوقية للسهم وهذا ما أجبرنا بالتعريف أولاً كفاءة الشوق قم العلاقة بينهما .

المطلب الأول : تعريف كفاءة السوق المالي

تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه و بطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة ، و يتوفر للمتعاملين في السوق المالي معلومات مختلة ستؤدي الى تقلب هذه الأسعار¹ و يجب توفر في السوق المالي شرطين على الأقل حتى نستطيع القول أن هذا السوق كفاء و هما :

- ان تعكس الأسعار السائدة في السوق جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين سواء كانت منشورة أو غير منشورة ،

- أن يتم عكس هذه المعلومات و توفرها بطريقة غير متحيزة. ان سوق المال الكفاء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة ، بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً لتغيرات في نتائج تحليل البيانات و المعلومات المتدفقة في السوق ، و مما يؤدي في نهاية الأمر الى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية ، و القيمة الحقيقية للورقة المالية ، هذا بالإضافة الى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر امكانية التخلص من الاصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر الى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية .

المطلب الثاني: العلاقة بين كفاءة السوق و القيم السوقية للسهم

العلاقة التي تربط بين كفاءة السوق و قيمة السهم هي أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد الى المتعاملين فيه ، يكون من شأنهم تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم ، حيث أن المعلومات تأتي الى السوق في أي وقت و تكون مستقلة عن بعضها البعض .فانه من المتوقع ، فانه من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية ، حيث تتجه صعوداً أو هبوطاً مع الأنباء السارة أو الغير السارة التي تصل بالسوق فجأة و بدون سابق انذار ، و في ظل المنافسة الشديدة و المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات أو في تحليلها ، وهذا فان السوق الكفاء يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها سواء تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام و الأسابيع و السنوات الماضية ، أو التقارير عن أثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة ، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على لقيمة السوقية للسهم .

¹ وليد أحمد الصافي وأنس البكري، الأسواق المالية و الدولية ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ،أردن ،2012،ص21

خلاصة:

حاولنا من خلال هذا الفصل دراسة القيمة السوقية للسهم، حيث تطرقنا إلى ذكر مفهوم القيمة السوقية للسهم و التي يعبر عنها بالسعر المسجل بالجداول عند إنعقاد كل جلسة بورصة ، كما تطرقنا إلى ذكر أهم العوامل المؤثرة على سعر السهم من مفهوم و طرق و أساليب التي يكتسبها السهم ، ثم العلاقة التي ترتبط بين كفاءة السوق المالي و القيم السوقية للسهم.

و لتدعيم الإطار النظري للدراسة تطرقنا إلى اختيار مدى كفاءة السوقيين الماليين (الجزائري و الماليزي) و المقارنة بينهما و هذا ما سنتطرق اليه في الفصل الثالث.

الفصل الثالث

دراسة مقارنة لكفاءة تسعير الأسهم
بين السوق المالي الجزائري والسوق
الماليزي

مقدمة:

يعتبر وجود بورصة الأوراق المالية أمر مهم للغاية لأي دولة باعتبارها الجهاز التنفسي للاقتصاد ، و وجود سوق أوراق مالية قادرة على تجميع و تخصيص الموارد الأزمة بكفاءة ، من الأمور الضرورية و الماسة للدول خاصة النامية منها و الناشئة ، لتحقيق معدلات نمو عالية قابلة للاستمرار و الزيادة . و نظرا لأهمية هذه السوق بورصة الأوراق المالية ، قامت غالبية الدول العربية بإنشاء هذا السوق و العمل على تعزيزها ، و من هذه الدول الجزائر التي عملت على إنشاء بورصة أوراق مالية و هدفها النهوض بالاقتصاد الجزائري كما اتسمت الأسواق المالية الناشئة و الرائدة و قد تم إدراجها ضمن أوليات مخططات التنمية الاقتصادية و الاجتماعية بالنظر إلى دورها الهام في توفير و تحقيق الاستقرار الداخلي الخارجي .

و من هذا المنطلق سنتطرق في هذا الفصل الى التكامل بين كفاءة تسعير الأسهم للسوق المالي الجزائري و السوق الماليزي و دراسة المقارنة بينهما من خلال ثلاثة مباحث حيث يشمل المبحث الأول عمليات بورصة الجزائر أما المبحث الثاني الأسواق المالية الماليزية (بورصة ماليزيا) لنتوصل في المبحث الثالث إلى استنتاج و تحليل النتائج المدروسة .

المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر.

لقد واجهت بورصة الجزائر العديد من العراقيل منذ نشأتها كعدم وجود قواعد و ثقافة بورصية فيها ، و غياب الشفافية و الإفصاح ، و عدم توفير معلومات مالية كافية تعزز ثقة المستثمرين بالبورصة. و ضعف الكفاءة المعلوماتية ، إضافة الى العديد من الأسباب التي أدت إلى عرقلة السير الحسن لبورصة الجزائر.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر و مراحل انجازها.

مرت بورصة الجزائر ببعض المراحل و التي نوجزها فيما يلي :

أولاً: نشأة بورصة الجزائر

فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر برزت سنة 1990 و سجلت إطار عمليات البدء في الإصلاحات الاقتصادية منذ عام 1988 و في الواقع هذه الإصلاحات الاقتصادية ، التي تنبأ بالانتقال إلى اقتصاد السوق أصبحت ضرورة لانطلاق بورصة القيم المنقولة و هي مجهزة بعدة وسائل في إطار تعبئة الادخار و توجيهه لتحويل التنمية الاقتصادية¹.

في حين يجب التذكير بأن أنشطة البورصة لم يكن لها أي ظهور في التشريعات التجارية الجزائرية المؤرخة في 1975/09/26 و ذلك بحجة النظام السياسي الذي عرفته البلاد منذ الاستقلال (الاشتراكية) و اختيار نظام اقتصادي مركزي.

في حين نجد أنه في 1988/01/12 تم تعديل لجزء من القانون التجاري و نشر العديد من القوانين من بينها "قانون 01-88" المتضمن لقانون توجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية، و القانون 01-88 جاء ليقر استقلالية تسيير المؤسسات العمومية الاقتصادية ، أي أن الدولة لا دخل لها في التسيير ، منذ أن أصبحت المؤسسات العمومية الاقتصادية تتمتع باستقلاليتها التشريعية في شكل «spa» أو شركات ذات أسهم ، قانون 03-88 المتضمن لقانون إنشاء ثمانية صناديق مساهمة (حاليا الشركات القابضة) (les holding) والمتمثلة في :

ص1: صندوق المواد الغذائية الفلاحية.

ص2: صندوق مناجم الفحم والري.

ص3: صندوق التجهيز.

ص4: صندوق البناء.

ص5: صندوق الكيمياء ، البتروكيمياء ، الصيدلانية.

ص6: صندوق الاتصال ، الإلكترونيك و الإعلام الآلي .

ص7: صندوق الصناعات المختلفة.

¹ تاريخ الإطلاع: 20-05-2022 http://www.sgbv.dz/ar/SBGV.2022-05-20-1- بورصة القيم المنقولة

ص:8:صندوق الخدمات.

هذه الصناديق الأمنية مكلفة بالحفظ و التسيير في مكان الدولة لمجموع أسهم المؤسسات التي تسيير الاستقلالية المالية .هذه القوانين قدمت أمكانية لقبول الأسهم بين صناديق المساهمة و المؤسسات و العمومية الاقتصادية .

في 1990/12/09م بعد قرار الحكومة و طريق عضو ذو أهلية قانونية الجمعية العامة لصناديق المساهمة و شركة القيم المنقولة (B.V.M) أنشأ بعقد موثق على شكل شركة مساهمة من بينها صناديق كانت مساهمة رأسمالها كان يقدر بثلاثة مئة و عشرون ألف دينار جزائري = (DA320000) للاكتتاب أو الاشتراك و موزعة بين صناديق المساهمة الثمانية ،الهدف الأساسي لهذه الشركة تمثل في مباشرة العمل لمنظمة تسمح بعمل سوق التفاوض للقيم المنقولة في أحسن الشروط لكن هذه الشركة (S.V.M)بقيت متوقفة بسبب الصعوبات التنظيمية التي لا تتنبأ بهذا الفرع من التفاوض ،في 1991/05/28م ظهر شكل جديد للبورصة و هذا بعد الإعلان الرسمي عن المراسم التشريعية الثلاثة و التي تضمنت تعديلات عميقة في الميدان التشريعي المتعلق بسوق البورصة .

ثانيا : مراحل انجاز بورصة في الجزائر

مرت بورصة الجزائر بالمراحل الأتية :

المرحلة الأولى: 1990-1992

اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة ،ومنه جملة هذه الإجراءات هي إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة (S.V.M) مهمتها تشكل الى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة و لقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية و قد قدر رأسمالها 320000 دج و يديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة.

وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية :

- مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة،
- مرسوم تنفيذي رقم 91-177 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال¹.

المرحلة الثانية:1992-1999

-لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي و الدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، و في فيفري 1992 تم رفع رأسمالها الى 932000 دج كما تم تغيير اسمها و أصبحت

¹ تاريخ الإطلاع:20-05-2022 http://www.sgbv.dz/ar/SBGV.2022-05-20-1-بورصة القيم المنقولة

تسمى بورصة القيم المتداولة (B.V.M) بالرغم من كل ما يبق غير أن البورصة لم تشغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقها جملة من الصعوبات و قد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 83-08 المؤرخ في 25-04-1993 المتمم و المعدل لأمر المتضمن قانون التجارة و المرسوم التشريعي رقم 93-12 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة . و بموجب هذين المرسومين التشريعيين تم انطلاق عملية تأسيسية بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم و مراقبة البورصة و عملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل نشاط أي بورصة مرهون بوجود هذه الهيئة.

المطلب الثاني: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر

تمثل هيئات السوق المالي الجزائري فيما يلي:

أولاً: لجنة تنظيم و مراقبة عملية البورصة COSOB:

نصبت رسمياً هذه اللجنة في 1996 بعد تعيين أعضائها في 27/12/1995 و هذه اللجنة موضوعة تحت وصاية الوزارة المكلفة بالمالية بالجزائر حيث تقوم في الأساس بتنظيم و مراقبة أسواق القيم المنقولة¹ و ذلك بغية حماية المستثمرين و السهر على السير الجيد و على شفافية السوق، و لقد أوكل المشروع لهذه اللجنة القيام على ذلك. و حتى تتمكن من القيام بمهامها فانه قد حول لهذه اللجنة ممارسة مجموعة من السلطات الأساسية هي:

أ. السلطة التنظيمية القانونية: و تعتبر من أهم سلطات اللجنة حيث تقوم على تحديد الجانب القانوني لتنظيم و سير سوق القيم المتداولة وذلك بإصدار أنظمة تتعلق بسير المعاملات و الصفقات داخل البورصة، حيث تقن اللجنة لتسيير سوق القيم المنقولة بإملاء قوانين متعلقة بها، فالقوانين الصادرة من قبل اللجنة موافق عليها بقرار من وزارة المالية و تنشر في الجريدة الرسمية مرفقة بنث الموافقة.

حيث أن المضاربات للوسطاء تغلط المستثمرين ، حيث أي معلومة خاطئة أو دعائية يمكن كذلك نشرها بحذف التأثير على اتجاهات السوق ، و تسهر اللجنة على تجنب مثل هذه المحاولات المختلفة الرامية الى التلاعب بالأسعار كذلك من خلال العناية بالسوق و المراقبة الدائمة لأنشطة المتدخلين.

ب. سلطة التحقيق:

يقوم أعضاء هذه اللجنة بالاطلاع على جميع الوقائع و الأعمال التنظيمية بغية المراقبة و الضمان لتنفيذ الأحكام التشريعية و ذلك من أجل التأكد من ما يلي²:

- إجراءات تنظيمية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة .

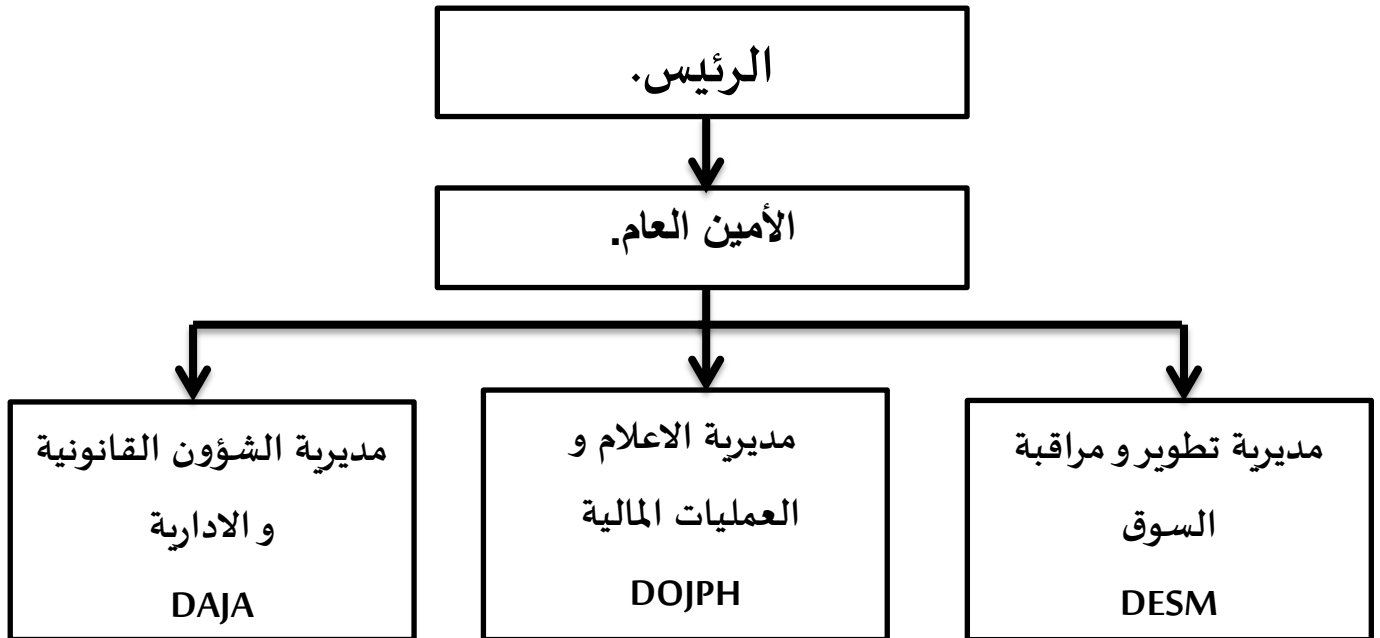
¹ بورصة القيم المنقولة : <http://www.sgbv.dz/ar> ، تاريخ الاطلاع: 25-05-2022.
² لجنة مراقبة و تنظيم أعمال البورصة، مجموع القوانين، نوفمبر 1997

- امتثال الشركات التي تقوم المصدرة لواجبات الإعلام التي تخضع لها.
 - التأكد من التصحيحات قد تمت في حالة ملاحظة أي خلل.
 - بإمكانها فتح تحقيق معني أي مراجعة لحسابات المؤسسة.
 - تحقيق في ملفات المؤسسة التي تريد الإدراج¹.
 - وللجنة الصلاحيات و الحق في القيام بهذه التحقيقات.
- ت. السلطة التأديبية و التحكيمية:

- عندما يحدث أي عمل مخالف للقانون أو الإجراءات التشريعية و التنظيمية من شأنه إلحاق ضرر بحق المستثمرين ، فيطلب وضع حد للمخالفات و لهذا تم إنشاء غرفة تأديب تتلقى الشكاوى ، و تعاقب المخالفات في إطار صلاحياتها و تأسس كطرف مدني ، أما العدالة فهي تمارس هذه السلطة عند اختلال الوسطاء في عمليات البورصة بالعمليات المهنية و الأخلاقية ، أو المخالفات لإجراءات قانونية و التنظيمية، و تمارس سلطة تحكيم عند اللجوء للجنة من أجل حل النزاعات الناشئة بين الوسطاء أنفسهم، بين الوسطاء و الزبائن ، أو بين الوسطاء و هيئات المراقبة أو الإدارة ... الخ.

و خلاصة القول أن لهذه اللجنة السلطة في علاج النزاعات التقنية الناتجة عن تأويل القوانين التي تدير سير البورصة، تعالج كل إنقاص في الواجبات المهنية والأخلاقية لوسطاء عمليات البورصة والمتعاملون معهم².

الشكل رقم(III-1): الهيكل التنظيمي لـ COSOB



Source : la bourse d'Alger légale et règlementaire .1998.p02

¹ اللجنة مراقبة وتنظيم أعمال البورصة، مجموع القوانين، نوفمبر 1997
² نفس المرجع.

ثانيا : شركة إدارة بورصة القيم SGBV

عملت شركة إدارة البورصة القيم منذ إنشائها على وضع الترتيبات العملية والتقنية لعمليات التداول على الأوراق المالية، وهي تشكل إطارا عموميا ومنظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع وشراء الأوراق المالية، لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين والتنظيمات المعمول ، وتأخذ شكل شركة مساهمة يشترك الوسطاء في عمليات البورصة في تكوين رأسمالها المكون من 24 مليون دج.

فهي شركة ذات أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة IOB، وهي تحت وصاية لجنة تنظيم ومراقبة البورصة COSOB ، وتقوم أساسا بالتسيير العلمي واليومي التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة ونشر المعلومات الخاصة وعليه فإن الشركة تسهر على احترام قواعد تنظيم السوق وسيرها وتبرز أهميتها في¹:

- دعم الاقتصاد الوطني وذلك من خلال وضع إجراءات للتفاوض على القيم .
- القيام بالتسيير الفعلي للمعاملات التي تدور حول القيم المنقولة.
- بالإضافة إلى مهام أخرى لـ SGBV تحت إشراف COSOB متمثلة في ما يلي:
- التنظيم لإدراج القيم المنقولة في البورصة .
- التنظيم الناتج لخصص البورصة وتنظيم وتسيير نظام التداول والتسعيرة .
- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات في البورصة وأداة النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

ثالثا: الوسطاء في عمليات البورصة IOB

لإرسال أمر إلى البورصة يجب اتصال حتميا بوسيط في عمليات البورصة معتمد من لجنة التنظيم و مراقبة البورصة COSOB حيث يجمع أوامر البيع و الشراء المتعلقة بورقة مالية مسجلة في نظام التسعيرة بالبورصة، حيث يشترط في الوسيط أن يكون الشخص مؤهل، تختلف أنواعه باختلاف المهام المسندة إليه حيث له دورا فعال في تحريك عمليات البورصة، فالوسيط هو شخص طبيعي يقوم بالوساطة بين شخصين لأجل أن يتعاقدا حاصلًا مقابل ذلك على عمولة 10 غالبا ما تكون نسبة معينة من الصفقة التي أنجزا، حيث ينحصر عمله في بيع و شراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه².

ولقد لخص المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مارس 1993 مهامه فيما يلي:

- تداول الأوراق المالية في البورصة لصالح زبائنه .
- التسيير عن طريق توكيل محفظة الأوراق المالية .

¹ بمقتضى المرسوم التشريعي، لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، رقم 03-97 المؤرخ في 03/11/1997.

² نفس المرجع

- القيام بالسعي لإبرام الصفقات المتعلقة بأحد النشاطات أعلاه .

1. شروط الأشخاص الطبيعيين الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة:

وتتمثل في :

- السن 25 سنة عند تقديم الطلب .

- أن يكون حائز على شهادة ليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها .

- تكوين في التجارة و تسيير القيم المنقولة .

- أن يتمتع بالنزاهة المطلوبة لحماية المدخرين.

- توفر محلا واضحا و ملائم لممارسة النشاط.

- أن يقوم بإثبات كفالة مقدرة بـ 500000 دج .

- أن يقدم طلب اعتماد لدى COSOB.

2. شروط شركة المساهمة الراغبة في ممارسة نشاط الوسيط:

وتتمثل في ¹:

- إهتلاك رأس مال أدنى قدره مليون دينار جزائري .

- امتلاك محلات ملائمة لضمان أمن الزبائن .

- مقر الشركة أن يكون بالجزائر؛

- أن يكون لدى الشركة على الأقل مسؤول مؤهل؛

- إيداع طلب عند COSOB.

3. أنواع الوسطاء الماليين:

أ. تقسيم عام ²:

يقسم الوسطاء الماليين حسب تقسيم عام إلى :

- الوسيط في عملية البورصة ذي نشاط غير محدود: و هو كل وسيط يمارس إضافة إلى مهنة

التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة و بالمنتجات المالية الأخرى، أحد النشاطات

التالية أو العديد منها:

- عملية شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسية أو ثانوية.³

توظيف القيم المنقولة لحساب الغير.

¹Labourse d'alger Mcadre légale et réglementaire,IBID,1998p03

²نفس المرجع

³المادة 2، من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة، رقم 03 - 96 المؤرخ في 1996/07/03

- تسير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل .
 - القيام بسعي مصفقي مرتبط بأحد النشاطات المذكورة.
 - كل نشاط آخر تحدده لجنة التنظيم ومراقبة عملية البورصة.
 - الوسيط في عمليات البورصة ذي نشاط محدود: وهو كل وسيط ينوي تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسير حافظات القيم المنقولة أو في توظيف أو السعي المصفقي.
- ب. تقسيم خاص:¹

يقسم الوسطاء الماليون حسب تقسيم خاص إلى:

لا تتم العمليات المنجزة في البورصة إلا عن طريق وسطاء ونميز بين الوسطاء التاليين:

- ◆ **Broker** وسيط: هو وسيط منفذ للأوامر مقابل عمولة سواء كانت أوامر بالبيع أو الشراء مقابل عمولة ثابتة تحددها COSOB.
- ◆ **Dealer** تاجر: وهو وسيط ينفذ أوامر بالبيع أو بالشراء و يشتري و يبيع لحسابه الخاص، و يتلقى كمقابل فرق الأسعار عوض العمولة ولقد حددت COSOB نسبة لذلك الفارق حيث لا يستطيع أن يشتري أو يبيع بسعر أعلى أو أدنى من سعر السوق حسب تلك النسبة المحددة.
- ◆ **Jobber** العميل: يعمل لحسابه الخاص فقط، أي لا يتلقى حتى أمر حيث لا يتعامل إلا مع الوسيط.

رابعاً: تقييم أداء سوق الاوراق المالية في بورصة الجزائر:

يتم استعراض النشاط العام لبورصة الجزائر خلال سنة 2017 من خلال النقاط الموالية:

- مؤشرات نشاط بورصة الجزائر.
- مؤشرات أسعار بورصة الجزائر.
- تطور قيمة وحجم الأسهم المتداولة.
- نشاط الوسطاء في عمليات البورصة.
- شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر انخفاضا خلال السداسي الأول لسنة 2017 قدر بـ 03,42 % حيث بلغت قيمة المعاملات 24760815 دج، مقارنة بالسداسي الأول أين سجلت التداولات ملا قيمته 42714410 دج، كما انتقل حجم التداول من 86206 في السداسي الأول إلى 54547 في السداسي الثاني مسجلا بذلك انخفاضا قدر بـ 72,36%.
- أما فيما يخص التداولات المسجلة في مختلف أسواق القيم المنقولة المحققة في التسعيرة الرسمية نلاحظ ما يلي:

¹ منشورات شركة إدارة بورصة القيم، SGBV، 2008.

الفصل الثالث: دراسة مقارنة لكفاءة تسعير الأسهم بين السوق المالي الجزائري و السوق المالي

- السوق الرئيسي للسداسي الثاني عرف انخفاضا مقارنة بالسداسي الأول من حيث القيمة الإجمالية للتداول قدر بنسبة 42,03%.

- أما سوق سندات الشركات فلم يسجل أي تداول لشهر ديسمبر.

الجدول (III -1): مؤشرات نشاط بورصة الجزائر خلال سنة 2017.

التغيير %	السداسي الثاني	السداسي الأول	البيانات
.	53	51	عدد أيام التداول
28.4	1452	1517	عدد الأوامر
15.35	417711	306091	حجم الأوامر المعروضة للشراء
31.29	1505947	1164564	حجم الأوامر المعروضة للبيع
03.42	24760815	42714410	قيمة التداول
72.36	54547	86206	حجم التداول
29.21	122	155	عدد الصفقات
09.24	30.2	03.3	المعدل اليومي للصفقات
44.21	467185.18	837537.45	المعدل اليومي لقيمة التداول
39.11	1029	1690.31	المعدل اليومي لحجم التداول

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم، التقرير السنوي، الجزائر، 2017، ص 15.

يبرز (قيمة التداول و حجم التداول).....

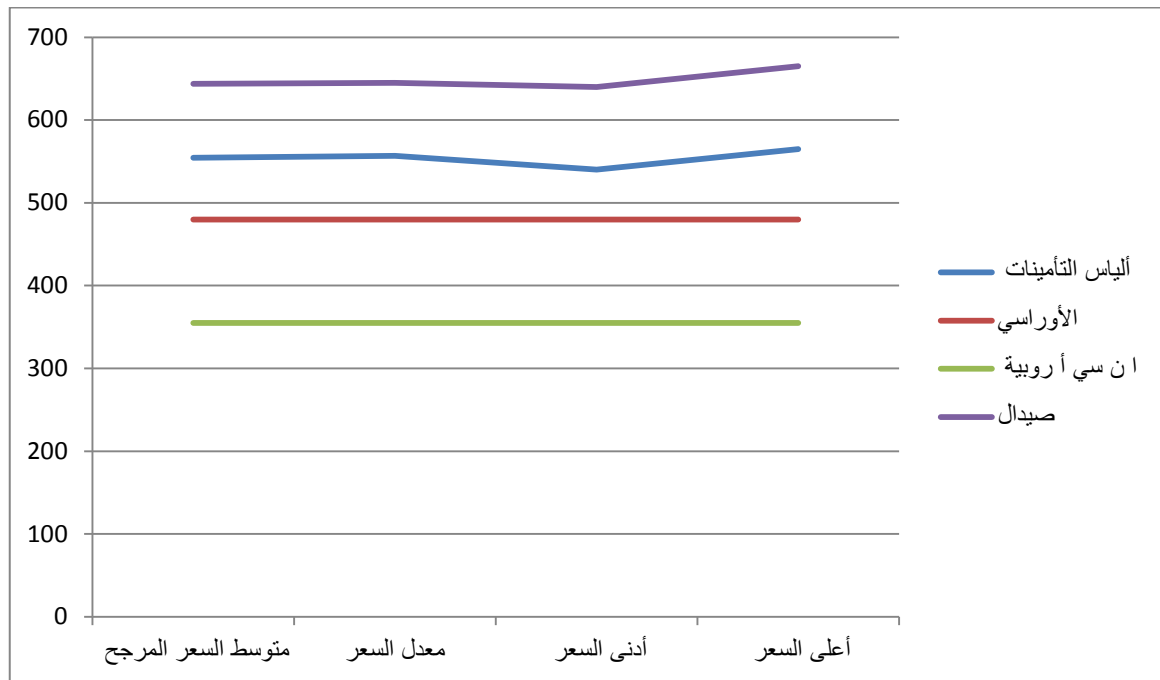
أما الجدول الموالي يظهر مؤشرات بورصة الجزائر خلال شهر ديسمبر 2017:

الجدول (III -2): مؤشرات أسعار بورصة الجزائر خلال شهر ديسمبر 2017

الأسهم	أعلى سعر (دج)	أدنى سعر (دج)	معدل السعر (دج)	متوسط السعر المرجح (دج)
أليانس للتأمينات	565	540	556.67	555.46
الأوراسي	480	480	480	480
ان سي أروبية	355	355	355	355
صيدال	665	640	645	643.75

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم، التقرير السنوي، الجزائر، 2017، ص 15.

الشكل رقم (III-2): مؤشرات أسعار بورصة الجزائر خلال شهر ديسمبر 2017



نلاحظ ملن خلال الجدول والشكل ان السعر ثابت للأسهم المطروحة وهذا يعني عاملي الطلب والعرض أي يكاد ينعدم التداول في البورصة.

الجدول الموالي يظهر تطور قيمة وحجم الأسهم المتداولة لشهر ديسمبر 2017:

الجدول (III-3): تطور قيمة وحجم الأسهم المتداولة لشهر ديسمبر 2017

عدد الصفقات	قيمة التداول (دج)	حجم التداول (دج)	القيم المنقولة
6	2695080	4852	أليانس التأمينات
6	92160	192	الأوراسي
14	5377185	15147	ان سي أروبية
11	921855	1432	صيدال
37	9086280	21623	المجموع

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم، التقرير السنوي، الجزائر، 2017، ص 03

الجدول الموالي يظهر تطور نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)

جدول (III-4): نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)

بيوع للزبائن	بيوع للزبائن (عملية)	شراء للزبائن	شراء للزبائن (عملية)	الوسطاء في عمليات البورصة
-	70	-	20	بنك الفلاحة والتنمية الريفية

-	852	-	-	بنك التنمية المحلية
-	1503	-	435	بنك الجزائر الخارجي
-	-	-	13	بنك الوطني الجزائري
-	4650	-	19849	بي اني باريبا الجزائر
-	440	-	607	الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط
-	14108	-	699	القرض الشعبي الوطني

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم، التقرير السنوي، الجزائر، 2017، ص 15

الجدول الموالي يظهر نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التداول) 2017

الجدول (III-5): نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التداول) 2017

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن (عملية)	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن (عملية)	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة و التنمية الريفية	9950	-	42850	-
بنك التنمية المحلية	-	-	460080	-
بنك الجزائر الخارجي	275200	-	743940	-
بنك الوطني الجزائري	6240	-	-	-
بي اني باريبا الجزائر	8019015	-	1835750	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط	393855	-	237100	-
القرض الشعبي الوطني	382020	-	576650	-

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم، التقرير السنوي، الجزائر، 2017، ص 17.

يلاحظ من خلال الجدولين السابقين اكبر قيمة وعدد التداول لعملية شراء وبيع بواسطة الوسطاء هي بي اني باريبا الجزائر ، حيث يتضح أن البيع والشراء كان مقتصر لصالح الزبائن فقط أي أن الوسطاء يغلب عليهم طابع التخوف ولا يريد المغامرة وهذا شيء سلبي يؤدي الي انخفاض حجم التداول في البورصة.

المطلب الثالث: مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

لدراسة تطور كفاءة سوق الأوراق المالية يتم استخدام مجموعة من المؤشرات، وتتمثل فلي كل من مؤشر حجم السوق، مؤشر سيولة السوق. مؤشر كفاءة تسعير الأصول و مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق.

أولاً: مؤشر حجم السوق

يعتبر زيادة حجم السوق مؤشراً إيجابياً عن تطور السوق، ويقاس مدى اتساع الحجم ملن خلال عدد الشركات المسجلة في البورصة.

- عدد الشركات المسجلة في البورصة:

يرتبط اتساع حجم السوق بارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة، وبالتالي ارتفاع حجم الاستثمارات في السوق. ويوضح الجدول الموالي تطور عدد المؤسسات المسجلة في بورصة الجزائر.

الجدول (III-6): مؤشر عدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر

السنوات	2000-2003	2004-2007	2008	2009-2011	2012	2013-2017
تطور عدد الشركات المدرج في البورصة	4	5	6	7	5	6

المصدر: التقارير السنوية للجنة مراقبة عمليات البورصة، من سنة 2000 إلى 2017

يلاحظ من خلال الجدول السابق استقرار عدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر، حيث يتضح أن العدد قليل جداً مقارنة بعدد الشركات في أسواق الأوراق المالية العربية والعالمية، إذ لا من العمل على رفع العدد حتى يتم تنشيط سوق الأوراق المالية وتفاذي انخفاض في الأسعار.

ثانياً : مؤشر سيولة السوق وكفاءة تسعير الأصول

يتم التعرف من خلال هذا المطلب على مؤشري السيولة وكفاءة التسعير.

- مؤشر سيولة السوق

ثمة مؤشرات يتم استعمالها لقياس سيولة سوق الأوراق المالية منها:

-نسبة حجم التداول وهي عبارة عن حجم تداول قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي.

و يوضح الجدول الموالي نسبة حجم التداول في بورصة الجزائر.

جدول (III-7) :نسبة حجم التداول في بورصة الجزائر (أسهم وسندات)

السنة	قيمة التداول (مليون دينار جزائري)	الناتج المحلي (مليون دينار جزائري)	قيمة التداول الناتج المحلي الإجمالي %
1999	108.08	3215.1	3.33
2000	720.04	4078	17.65
2001	533.02	4222.0	12.62
2002	112.06	4546.10	2.46
2003	17.26	5263.90	0.32

0.13	6126.70	8.43	2004
0.055	7543.9	4.19	2005
1.76	8463.5	149.40	2006
0.35	9498.88	419.60	2007
1.10	1311077	121.85	2008
0.89	09968	89.66	2009
0.55	11991.6	67.00	2010
0.22	14526.6	32.12	2011
0.41	16115.4	67.31	2012
0.06	16569.3	10.10	2013
0.069	21540.00	14.89	2014
0.301	22380.06	67.47	2015

المصدر: التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، من سنة 1999 إلى 2015
 يلاحظ من خلال الجدول أن نسبة حجم التداول في البورصة عرفت أعلى نسبة لها سنة 2000 إذ بلغت 65.71% لتتخفف بعدها حتى تصل أدنى مستوى لها سنة 2013 إذ بلغت 0.06% لتعرف تحسنا بسيطا بلغت 0.069% سنة 2014. ويرجع انخفاض نسبة حجم التداول إلى انخفاض في قيمة التداول، وبالتالي انخفاض مستوى السيولة في بورصة الجزائر.¹

- مؤشر كفاءة تسعير الأصول:

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين فلي السلوق بسرعة -دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأوراق المالية مرة تعكس كل المعلومات المتاحة، سواء تعلق بالاقصاد العالمي أو الاقصاد المحلي أو القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة وأخيار الشركة المصدرة للأوراق المالية.

ويمكن دراسة مدى كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية بالجزائر من خلال المؤشرين الآتيين:

1. مدى توافر مصادر المعلومات.

2. دراسة مدى استجابة أسعار الأوراق المالية للمتغيرات الاقتصادية.

¹ صاطوري الجودي ، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية، دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسيير، فرع مالية، المدرسة العليا للتجارنص 377، التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة 2015 ص 83

♦ مدى توافر مصادر المعلومات:

يعد توافر المعلومات سمة تتميز بها أسواق الأوراق المالية المتقدمة، حيث يساعد ذلك على اتخاذ القرار المناسب في الاستثمار في الأوراق المالية بناء على المعلومات والتحليلات المرافقة لها¹. ويمكن توضيح أهم مصادر توفير المعلومات بالجزائر في الآتي:

♦ المصادر الحكومية:

تتمثل في بنك الجزائر و وزارة المالية، حيث تصدر تقارير شهرية و سنوية تتضمن معظم المؤشرات الاقتصادية عن الاقتصاد الجزائري. كما تصدر الهيئات المنظمة لبورصة القيم المنقولة بالجزائر تقارير سنوية ودورية تتضمن نشاط سوق الأوراق المالية، إلى أن توزيع هذان التقارير يبقى محدود و غير متاح للجميع، إضافة إلى عدم توافر تحليلات في هذه التقارير عن وضعية القطاعات المختلفة. ومن هنا يمكن القول أن المصادر الحكومية غير قادرة على توفير المعلومات الكافية واللازمة لاتخاذ القرار الاستثماري السليم في سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يبقى على محدودية كفاءة سوق الأوراق المالية، وبالتالي سعر الورقة المالية لا يمكن أن يعكس المعلومات المتوفرة.

♦ الشركات المقيدة في البورصة:

لكي يستطيع المستثمر اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية، البلد أن يحصل على جميع المعلومات عن أداء الشركات المتداولة في السوق، غير أن معظم الشركات التي تتداول أوراقها في بورصة الجزائر لا توفر المعلومات الكافية عن أداء المؤسسة سواء عن الماضي أو المستقبل. وهو من الأمور التي تحد من توفير المعلومات في سوق الأوراق المالية في الجزائر بالرغم من إلزام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الشركات بنشر القوائم المالية.

تقارير المؤسسات:

تصدر المؤسسات المقيدة في بورصة الجزائر تقارير بصفة دورية سنوية غير أن هذه التقارير لا تحتوي على المعلومات الكافية و التحليلات اللازمة التي تسهل عملية اتخاذ القرار الاستثماري المناسب في بورصة القيم المنقولة خاصة في ظل حداثها ونقص الثقافة البورصية لدى العديد من المستثمرين.

2. 1. 4. المعلومات من الإنترنت:

تنشر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات بعض المعلومات عن سوق الأوراق المالية من خلال موقعها على الإنترنت، إلا أن هذا المصدر يبقى غير متاح لجميع المستثمرين باعتبار أن تعميم الإنترنت في الجزائر حديث النشأة، وما لاحظ عن هذه المعلومات أنها تخص الفترات السابقة وليست بالمعلومات الحديثة التي تفيد سواء المستثمرين أو الباحثين في هذا المجال.

¹ التقرير السنوي للجنة التنظيم و مراقبة عمليات البورصة، نفس المرجع السابق، ص 84

2 - 3. مدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية

تشير أغلب الدراسات الاقتصادية على وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، وذلك لتعويض المستثمر علن انخفاض القوة الشرائية للعملة، وبالتالي يطلب المستثمر معدلا مرتفعا للعائد، إضافة لذلك وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة وأسعار الأوراق المالية المتداولة، لأن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر في الأوراق المالية الذي ينعكس على القسمة السوقية للأوراق المالية. وهي من سمات سوق الأوراق المالية الكفؤة بوجود تلك العلاقة العكسية.

تتميز السوق الجزائرية بالاستجابة السلبية لحركة أسعار الأوراق المالية في بورصة الجزائر للتغير في معدلات الفائدة.

ثالثا : مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق

يعتبر هذا المؤشر أساس تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، ومن المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي ما يلي:

أ. قوانين حماية المستثمر

تم إصدار عدة قوانين منذ إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر، تتضمن إجراءات عدي لدة لحماية المستثمر. وقد أسندت هذه المهمة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إذ تتولى مهمة السهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو أي منتج مالي اخر يؤدي إلى اللجوء العلني لادخار، إضافة إلى السير الحسن للسوق وشفافيتها. غير أنه لا يوجد قانون مستقبل لحماية المستثمرين على غرار ما هو موجود في الأسواق المالية المتقدمة¹.

1. مدى نشر المعلومات:

يتعين على الشركات التي لديها قيم مسعرة في البورصة أن تقوم عملا بإحكام النظام رقم 20 الملئورخفي يناير سنة 200 بإبلاغ معلومات دورية ودائمة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وشركة تسيير بورصة القيم، و تنشر الصحافة هذه المعلومات. وتخلص هذه المعلومات الكشوف المالية السنوية والسداسية وكذلك تضمنها أري محافظ الحسابات في مدى صحة هذه الكشوف.

يعتبر نشر المعلومات ملن المحددات الأساسية للهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق، غير أن ما تتميز به بورصة الجزائر هو محدودتي نشر المعلومات إذ ما قورنت بباقي البورصات الأخرى سواء المتقدمة أو النامية.

2. درجة المخاطرة:

¹صاطوري جودي، مرجع سبق ذكره، ص380

تتسم سوق الأوراق المالية الكفاء بانخفاض في درجة المخاطرة، غير أن الجزائر تحتل مرتبة غير مشجعة، وذلك حسب الترتيب الخطر المركب الوارد في الدليل الدولي لمخاطرة الدول¹.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية.

لقد اتجهت الأنظار العالم في السنوات القليلة الماضية إلى شرق وجنوب آسيا لنتطلع بإعجاب بالغ إلى المعجزة الآسيوية التي تتحقق على أيدي النور الآسيوية في كافة المجالات بما فيها القطاع المالي، حيث فرضت أسواق المال الآسيوية نفسها بين أكبر وأعرق الأسواق العالمية التقليدية، و من بين فريق النور الجدد برزت التجربة التي يقودها أحد أولئك النور ليحول الأنظار من توجهها القديم لمنطقة الخليج إلى جنوب شرق آسيا وبالتحديد ماليزيا، وفي هذا المبحث سنتطرق إلى لمحة عن اقتصاد ماليزيا ومفهومها وظائفها، كذلك دور هيئة الأوراق المالية في تطويره، وأخيرا مؤشرات قياس الكفاءة والدور الذي تلعبه في الاقتصاد.

المطلب الأول: لمحة عن اقتصاد ماليزي

شهد الاقتصاد الماليزي، قفزة نوعية خلال النصف الثاني من القرن الماضي، حيث ساهمت عدة ظروف بالهوض بالاقتصاد المحلي للوصول به إلى مستوى اقتصاديات الدول المتقدمة، ولعل السياسات والإصلاحات من قبل الحكومة، كان لها الفعل الإيجابي في تحقيق ذلك، غير ما يلفت الانتباه اعتماد ماليزيا على مبادئ لاقتصاد الإسلامي، وذلك بتطور وسائلها وأدواتها، مما كان له الأثر الإيجابي في دخول ماليزيا لمرحلة جديدة من النمو والتطور. وسنحاول في هذا المطلب التعرف على ماليزيا واقتصادها².

أولاً: نبذة مختصرة على دولة ماليزيا

تقع ماليزيا في جنوب شرق آسيا، وهي قريبة من خط الاستواء، حيث أنها تقع بين خطي عرض 1-7 شمالاً وتتكون من منطقتين هما شبه الجزيرة الملاوية وهي متصلة بقارة آسيا، وسراواك وهما ضمن جزيرة برونو، تطل ماليزيا من الشرق على بحر جنوب الصين حيث يقصمها إلى شطرين هما "شبه الجزيرة الماليزية" و"بورنيو"، ويحدها من الغرب مضيق ملاكا الذي يفصلها عن جزيرة سومطرة الاندونيسية، وشمالاً تايلاند ومن الجنوب ترتبط مع سنغافورة عبر جسر يمر فوق مضيق جوهور. تقدم لك ماليزيا مزيجاً فريداً من الحدائثة العصرية المتمثلة في مدينة "كوالالمبور" إلى قمم "بورنيو" ثم الشواطئ الرملية البيضاء في "بورنيو" وحتى قرى "ساراواك" التقليدية.

تسود مناخ ماليزيا أجواءً استوائية تتسم بالرطوبة الشديدة واعتدال درجات الحرارة. تظهر الرطوبة نتيجة إحاطة البلاد بالمياه من كل جانب، ولكن لا تمتد تلك الأجواء الرطبة إلى الأراضي المرتفعة. تتراوح درجات الحرارة المتوسطة على مدار العام بين 20 و 30 درجة مئوية، وتشهد منطقة شبه الجزيرة الماليزية نحو 2500 مم من الأمطار في المتوسط، مع بلوغ ذلك المعدل أكثر من 5000 مم على الأجزاء الشرقية من

¹نبيه فرح أمين الحصري، تجربة ماليزيا في تطبيق الإقتصاد الإسلامي تحليل و تقويم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009، ص21-22
²نبيه فرح أمين الحصري، تجربة ماليزيا في تطبيق الإقتصاد الإسلامي، تحليل و تقويم، نفس المرجع السابق، ص22

البلاد. يأتي موسم "المونسون" بمعظم الأمطار و يستمر من نوفمبر وحتى فبراير. أما بالنسبة للساحل الغربي مند موسم الأمطار به من سبتمبر إلى ديسمبر، بينما يستقبل الساحل الشرقي أكبر معدل أمطار من¹ أكتوبر وحتى فبراير.

وفيما يخص المعطيات العامة على دولة ماليزيا يمكن إدراجها في الجدول التالي:

الجدول رقم (III - 8): (أهم المعطيات العامة لماليزيا)

ماليزيا	الاسم الرسمي	معلومات عامة
كوالالمبور	العاصمة	
ملكية دستورية	نظام الحكم	
السلطان ميزان زين العابدين	الملك	
عبد الله أحمد البدوي	رئيس الوزراء	
كلم 2 329.758	المساحة	
أغلب سكان ماليزيا الدين الإسلامي ، حيث يقدر عدد المسلمين ب 55% من السكان، و ينص الدستور على أن ملك الدولة يجب أن يكون مسلم .	دين الدولة	

المصدر و تاريخ 20/05/2022 <http://www.wikipedia.org/wiki/malaysi> ، 18:00

ثانيا: التنمية الاقتصادية في ماليزيا

إن التجربة الماليزية في التنمية الاقتصادية سائدة في العالم، و ذلك راجع في إخراج ماليزيا من تبعية تصديرها للمواد الأولية خلال استقلالها سنة 1957م للمطاط الطبيعي و زيت النخيل، و ما تبعه من تغير هذه الأسعار على المستوى الدولي مما جعل الاقتصاد الماليزي يقع تحت رحمة تغير أسعار الصادرات. و هذا ما أجبر الحكومة إلى استعمال إستراتيجية التنمية، التي تعتمد على إحلال الواردات في مجال الصناعات الاستهلاكية، و التي كانت تحت رحمة الشركات الأجنبية قبل الاستقلال، إلى انتهاج سياسة تنوع الصادرات ، و عملت الحكومة على زيادة صادراتها من المنتجات الصناعية، و تخفيض ارتباطها بالمنتجات الأولية الموجهة للتصدير.

و تحصلت ماليزيا على الدعم من اليابان و الدول الغربية، للتحويل إلى بلد مصدر للمواد المصنعة، مما كان له الأثر الإيجابي على التنمية في هذا البلد² رغم هذا، استمرت الفترة الممتدة من 1957 إلى 1969 بزيادة الناتج المحلي الخام بحوالي 86 بالمائة، و معدلات نمو بين 8 بالمائة إلى 10 بالمائة في السنة، و رجعت بالفائدة على العنصر الصيني الذي كان يتحكم في الاقتصاد بشكل كبير و جيد كما استعملت الحكومة إستراتيجية

¹ <http://www.arab-malaysia.com>.visited in21/05/2022.h10:00

² Hasan zubair.fifty years of malaysian economic development .and achievement.vol 11.N

طويلة المدى عرفت بالسياسة الاقتصادية الجديدة تمتد من 1970 إلى 1990 و تهدف إلى إعادة توزيع الدخل بين فئات المجتمع العرقية، وذلك بزيادة ملكية الملايين في أمور التجارة والصناعة لما يقارب من 30 بالمئة عند نهاية هذه الفترة مقارنة بما كانت تمثله بنسبة 4.2% في 1970م

بدأت المرحلة الأولى من التنمية في ماليزيا في عقد السبعينات، حيث اعتمدت على دور كبير على القطاع العام و البدا في التوجيه التصديري لعملية التصنيع، حيث بدا التركيز على صناعة المكونات الإلكترونية، و تميزت هذه الصناعة بكثافة البد العاملة، مما ساهم في تخفيض البطالة و تحسين في توزيع الدخل و الثورات بين المجتمع الماليزي . وكان لشركات البترول دور ملموس في دفع السياسة الاقتصادية الجديدة.

عرف نمو الاقتصاد الماليزي السنوي معدل 6.6% خلال الفترة 1950 إلى 2000 و كانت نسبة الاستثمار الخاص إلى الناتج المحلي الخام قفزت من 9% سنة 1950 إلى 20% سنة 1990، بينما الزراعة تراجعت من 29% سنة 1970 إلى 18% سنة 1990 لتسمح المجال للمواد المصنعة حيث تضاعفت مساهمتها من 13% إلى 27% خلال نفس الفترة.

حيث عرفت نسبة التضخم استقرار بين 1% و 5% و الادخار شهد ارتفاعا ملحوظا من 25% إلى 40% من الناتج المحلي الخام، في حين عزز قطاع الخدمات دوره في دعم النمو من 36% إلى 42 سنة 1990، لتتحول ماليزيا من بلد زراعي مصدر للمواد الأولية إلى دولة مصدرة للمواد المصنعة. أما الاستثمار الأجنبي المباشر تضاعف من 3% إلى 6% سنة 1990، و هذا ما أدى إلى تحسين الظروف المعيشية للسكان في هذا البلد و الدليل على ذلك أن نسبة الفقر تراجعت من 50% سنة 1970 إلى 8% سنة 2000 م.

بينما المرحلة الثانية و التي تمتد من 1990 إلى 2020، و هي الفترة التي شهدت فيها ماليزيا قفزة نوعية في جميع المجالات، و هي خطة تنموية تم وضعها من طرف رئيس الوزراء السابق (مهاتير محمد) و سميت بالخطة الإستراتيجية 2020، و التي تطمح إلى تصنيف ماليزيا كدولة صناعية متقدمة بحلول أجل هذه الخطة مع مضاعفة متوسط دخل المواطن الماليزي إلى أربعة أضعاف مما عليه في سنة 1991، حيث بلغ مجمل الدخل الخام 9.287 مليار دولار سنة 2011¹،

كما سعت ماليزيا لتحقيق ناتج إجمالي خام إلى 920 مليار رينجت مع نهاية هذه الخطة، و ذلك يتطلب معدل نمو سنوي يقدر بأكثر من 7 لمدة 30 سنة بعمر هذه الخطة.

ثالثا : عدد الشركات المدرجة.

بدأت ماليزيا في تطوير سوقها المالي بقوة منذ عام 2005م عندما حولت بورصتها لشركة مساهمة و أدرجتها في 18 مارس من العام المذكور . و تضم هذه البورصة اليوم يوما للمشتقات و سوقا للأوفشور و بهدف جذب الأموال²، أطلقت بورصة ماليزيا مبادرات عدة منها تحرير المشاركة للمستثمرين الأجانب مما

¹Banque mondiale disponible at donees.banquemonde.org/pays/malaisie09.03/2014
²نبيه فرح أمين الحصري، مرجع سبق ذكره، ص32

سمح لغير المقيمين الاستثمار في الأوراق المالية عبر الحصول على تمويل في البنوك التجارية و الإسلامية المحلية بالعملة الماليزية أو حتى بالعملات الأجنبية.

و يذكر أنه خلال 10 أعوام مضت حتى النصف الأول من 2008 ، نما عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا ليصل إلى 977 شركة.

و تحتل الأوراق الموافقة للشريعة 62.5 بالمائة من إجمالي القيمة السوقية البالغة لأكثر من 200مليار دولار. و بالجدول التالي يبين تطور الشركات المفيدة في بورصة ماليزيا :

الجدول رقم (III -9): تطور الشركات المحلية المدرجة في بورصة ماليزيا خلال فترة 2004 الى 2012

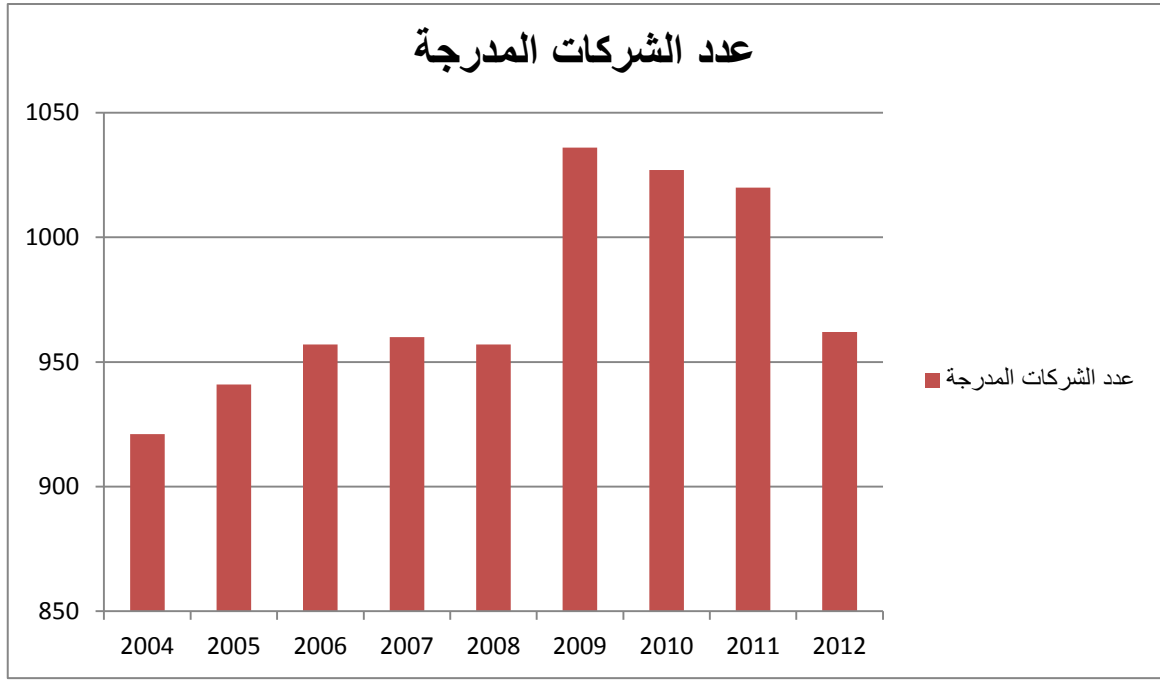
السنوات	عدد الشركات المدرجة
2004	921
2005	941
2006	957
2007	960
2008	954
2009	1036
2010	1027
2011	1020
2012	962

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإسناد عل نشرة البنك الدولي : 2022/05/05 متوفر على :

<http://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MLT.LDOM.NO/countries>.

ويمكن تمثيلها وفق الأعمدة البيانية التالية :

الشكل رقم (III -3) : يمثل عدد الشركات المدرجة.



-المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن عدد الشركات المدرجة كانت سنة 2004 تقدر بـ 921 شركة وزادت في سنة 2005 بـ 941 شركة مصدرة للأسهم في بورصة ماليزيا. واستمر هذا التزايد في عدد الشركات المسجلة حتى سنة 2008 فتراجعت لتصل إلى 941 شركة. بينما في سنة 2009 نلاحظ قفزة كبيرة في عدد الشركات المقيدة في البورصة خاصة بعد وقوع الأزمة المالية 2008 وهذا راجع لتزايد الطلب العالمي على الصكوك الإسلامية كأحد الأدوات المالية الإسلامية و نعرف أن السوق الإسلامية تقاوم الأزمات المالية. و كان هذا الإقبال الكبير على بورصة ماليزيا باعتبارها الدولة الأولى الرائدة في هذا المجال بامتلاكها لأكبر الأسواق المالية الإسلامية و الدور الكبير التي أصبحت تلعبه البورصة في دعم الاقتصاد و تعبئة الادخار.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية المفهوم و الوظائف

تعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق المالية الناشئة، و الرائدة في إصدار الأدوات المالية المبتكرة و خاصة منها المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فهي كغيرها من الأسواق المالية الأخرى، لا تختلف عن المفهوم العام المعروف المتداول، كما أن نشأتها تعود إلى أواخر القرن التاسع عشر، في ظل الاحتلال البريطاني لها و هذا ما يجعلنا ضمن الأسواق المالية القليلة التي تحظى بالاهتمام و المتابعة، لما تقدمه من تطور مستمر في الأدوات و العمليات المالية.¹

أولاً: نشأة و مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية :

بدأ النظام المالي الماليزي المنظم بتأسيس البنك المركزي الماليزي في تاريخ 24 جانفي 1959 ،

¹ نبيه فرح أمين الحصري، مرجع سبق ذكره، ص32-33

بينما بدأت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية في الصناعة المطاطية و القصديرية .

تأسست عام 1930 م جمعية " سماسرة بورصة سنغافورة Association' Stockbrokers Singapore " وهي أول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، و في تاريخ 9 ماي 1960م تشكلت بورصة مشتركة بين سنغافورة و كوالالمبور حيث أدخل نظام الغرف التجارية ، إذ يكون في كل واحدة منهما نفس الأوراق المالية المدرجة و نفس الأسعار، و ذلك من خلال ربطهم بالخطوط الهاتفية.

و في سنة 1964م انفصلت سنغافورة عن ماليزيا رسميا و أسست بورصة مستقلة لها، و في تاريخ 1976/12/14م تم التقسيم الفعلي للبورصة و يتم تشكيل كلا من:

- بورصة كوالالمبور للأوراق المالية برهاد بماليزيا لتداول الأسهم.

- بورصة سنغافورة للأوراق المالية بسنغافورة.

وتطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد عام 1993 م بتأسيس هيئة Exchange Stock " Lumpur Kuala الأوراق المالية الماليزية¹، و بورصة كوالالمبور للأسهم التي أسست في عام 1994 م، و سوق المشتقات، و سوق السندات، بجانب تقديم KLSE "

"Warrants Call" بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة ليصبح هذا السوق مصدراً رئيساً لتمويل "Warrants" وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة المشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه القطاعان (العام والخاص).

وبغرض تدعيم هذا السوق التزمت الحكومة الماليزية باعتماد الخطة الرئيسة لسوق رأس المال وتحت رعاية وزير المالية "Masterplan Market Capital Malaysien" الماليزي الماليزية في تاريخ 22 فبراير/شباط 2001 م، و تضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية:

1. تشجيع إدارة الاستثمار و جعل بيئة استثمارية امثل للمستثمرين.

2. إيجاد موقع تنافسي و كفاءة لمؤسسات السوق.

3. جعل سوق رأس المال مركزا للحصول على الموارد التمويلية لشركات ماليزية.

4. تطوير بيئة حسنة و تنافسية لخدمات الوساطة.

5. جعل أنظمة الرقابة قوية و منظمة².

6. جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

جعفر سحاسورياني صفر الدين ،سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا و دور الرقابة الشرعية في معاملته ،رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير نغير منشورة ،جامعة اليرموك،كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية قسم الإقتصاد و المصارف الإسلامية،سنة 2006-2007،ص12

محمد نور الدين غادمن ، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية –التجربة الماليزية-، مركز الملك فهد للمؤتمرات ، السعودية ، 2008،ص 12.

وقد انتهجت ماليزيا هذه المراحل للوصول للأهداف السابقة :

- **المرحلة الأولى:** من 2001 إلى 2004 عملت ماليزيا في الفترة على تقوية الوسطاء والمؤسسات الاستثمار المحلي.
- **المرحلة الثانية:** من 2004 إلى 2006 وتميزت هذه المرحلة بتعزيز وتقوية القطاعات الأساسية، و جعلها أكثر تنافسية والعمل أكثر على جعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للانفتاح.
- **المرحلة الثالثة:** من 2006 إلى 2010 و تعد آخر مرحلة و تتميز بالانفتاح على الأسواق والشركات الأجنبية، مع تحصيل مؤسسات السوق المحلي والمرافق الملحقة بها،¹ و ذلك لمواجهة التحديات الدولية في مختلف جوانبها. لا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم الشائع لسوق رأس المال، فسوق رأس المال في ماليزيا يتكون من سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، فهو لا يقتصر على السوق المنظم، بل يشمل أيضاً السوق غير المنظم لاسي المالية المدرجة ما سوق السندات، و يعد من أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار و التمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميدان للمنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأفضل.

ثانياً: وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية.

يعد سوق الأوراق المالية في ماليزيا ركنا هاما و أساسيا من أركان النظام المالي و الاقتصادي الماليزي ، و تنبع أهمية هذا السوق من كون أحد الأدوات الهامة التي تعمل على تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد و توجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة، و المشاريع التنموية في ماليزيا، و يتحقق ذلك من خلال قيامه بالوظائف التالية :

- 1- يساعد سوق رأس المال الماليزي في تعبئة الموارد المالية المعطلة، و توجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة طويلة الأجل في ماليزيا، و يساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
- 2- تستطيع من خلال هذه السوق المؤسسات المالية الماليزية التي تتكون من المصارف الماليزية والشركات المالية، و شركات التأمين ، و صندوق التوفير للعاملين و الأفراد تجميع رؤوس الأموال بعضها إلى بعض للوصول إلى المشاريع التنموية الاقتصادية والاجتماعية، و تلبية احتياجات القطاعات الخاصة في ماليزيا.
- 1- يعتبر سوق رأس المال الماليزي أداة لقياس و معرفة مستوى النمو و التقدم الماليزي، لاسيما في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة و تعاملاتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية، و التدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.

¹أسامة محمد أحمد الفولي، تقييم التجربة، نقدي إسلامي، مجلة المال و الصناعة، العدد السابع 1999، ص25

2- تشجيع تطور الشركات الخاصة في ماليزيا، و ذلك بتوفير خدمة الوسطاء لتجميع المدخرات و الصناديق للحصول على الموارد المالية، و رؤوس الأموال بهدف استثمار في الأنشطة الاقتصادية الماليزية، و تطور الملكية للشركات نفسها.

3- يساهم السوق في عمليات التطور للاقتصاد الماليزي و ذلك بتجميع الموارد المالية، خاصة في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة و تعاملاتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية، و التدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.¹

4- أصبح سوق رأس المال الماليزي الوسيط الذي يتم عبره تدفق الأموال بين القطاعات التي تحقق فوائض لاسيما المؤسسات المالية و التأمينات الماليزية، و هيئة شؤون صندوق الحج، و الأفراد من جهة، و القطاعات التي تعاني من عجز على وجه الخصوص من جهة أخرى مثل قطاعات الصناعة، و الزراعة، و السياحة و الخدمات و الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا، و للتوضيح أكثر يقصد بها الوساطة بين عرض الأموال و الطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، و هذا راجع لكون سوق أوراق المالية أحد عناصر القطاع المالي الماليزي.

ثالثا : أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية و الجهات الرقابية عليه

إن سوق الأوراق المالية في ماليزيا ينقسم إلى عدة أقسام من أسهم و سندات و غيرها من أدوات حديثة، حيث أنه يحتاج هذا السوق إلى رقابة و إشراف من جهات ذات صلاحيات للتأكد من أن كافة المعاملات و الأنشطة في هذا السوق تعمل بكفاءة و فاعلية. ولذلك، اتخذت الحكومة الماليزية القرار لتشكيل الجهات الرقابية، و إخضاع سوق رأس المال في ماليزيا سواء أكان السوق الإسلامي أم التقليدي لتلك الجهات الرقابية المحددة، حيث يخضع السوق لرقابة هيئة الأوراق المالية الماليزية و الجهات الفرعية ذات الصلة به، و يعتبر وجود هذه الجهات ضروري لضمان التزام كل المشاركين في السوق بالقوانين و التشريعات المنظمة للعمل و حماية حقوق المستثمرين في سوق رأس المال في ماليزيا.

1. أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية:

يتكون سوق الأوراق المالية الماليزية من عدة أقسام هي:

أولاً: سوق الملكية: إن سوق الملكية الماليزي هو عبارة عن تلك السوق التي تتوفر فيها المنتجات و الخدمات المتعلقة بتداول أدوات الملكية و بالإضافة إلى ذلك فإن جميع الأسهم المسعرة مقيدة بجدول تداول البورصة الماليزية "Malaysia Bursa" التي أسست في عام 1973 باسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة "KLSEB "Bhd Exchange Stock Lumpur Kuala" والتي تخضع في عملياتها لقانون الشركات لعام 1965 وتعديلاته لعام 1986 ، وقانون صناعة الأوراق المالية لعام 1973 وتعديلاته لعام 1983 و

¹ Securities commission malaysia.available at www.sc.com.my/legislation16/05/2022

²عاطف وليم أندراوس،مرجع سبق ذكره ،ص384

1987، ومجموعة القوانين في الحيازة والاندماج لعام 1987 ، قانون الحفظ المركزي لسنة 1991 ، قانون لجنة الأوراق المالية. لسنة 1993 وتعديلاته سنة 2011 ، قانون سوق الأوراق المالية و الخدمات لسنة 2011 . و فيما يلي عرض الأدوات المالية المتداولة في بورصة ماليزيا:

(1) الأسهم العادية:

السهم العادي هو وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية محددة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية للمالكها في حق التصويت و حق جزء من أرباح الموزعة... و تطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، و يسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغيرات مستمرة تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة.

(2) الأسهم الممتازة:

هي تلك الأوراق المالية التي تعطي لحاملها الحق في الأولوية في الحصول على أرباح الشركة مع تحديد نسبة ثابتة لها عند الإصدار عند رغبتها في جمع مدخرات المستثمرين، و هي عموماً لا تحمل أي حق في التصويت ولكن قد يكون هذا الحق مع عدم دفع الأرباح لفترة معينة ، ويمكن تنوعها في سوق الأوراق المالية الماليزية إلى:

- أسهم ممتازة مشاركة: يحق لها المشاركة في الأرباح مع مكسب ثابت¹.
- أسهم ممتازة تراكمية : لها حق ثابت قبل الأسهم العادية كما تحمل حقوق متأخرات الأرباح.
- أسهم ممتازة قابلة للتحويل: وهي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أوراق مالية آخر العادية ما تكون عادية.

(3) وحدات الاستثمار العقاري:

وهي وحدات الاستثمار في العقارات أو محفظة الأصول المجمعة لها، كما تمنح لحائزها امتياز في استثمار جزء من مبلغ العقار و سيولة عالية مقارنة بالاستثمار الحقيقي في العقارات، بالإضافة لحصول على عائد ثابت و احترافية في التسيير.

ثانياً: السندات

سوق السندات في ماليزيا عبارة عن السوق غير المنظمة الذي يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا، والسندات المتداولة في هذا السوق تمثل قروضاً طويلة الأجل لفترة استحقاق تزيد عن سنة واحدة، وتعتبر هذه السوق وسيلة العادية بديلة من وسائل الحصول على القروض و التمويل الخارجي طويل الأجل. و من بين السندات الموجودة في سوق ماليزيا ما يلي:

1- سندات حكومية:

¹أسامة محمد أحمد الفولي، نفس المرجع السابق، ص 26

وقد أصدرت الحكومة الماليزية السندات الحكومية لأول مرة في أواخر السبعينات، وكانت تعرف بالأوراق المالية الحكومية الماليزية، وقد اصدر هذا النوع من السندات من أجل تمويل المشاريع التنموية الحكومية طويلة الأجل

2- سندات الشركات:

وهي تلك السندات التي تصدر عن القطاع الخاص بغرض تمويل المشاريع الاستثمارية لهذا القطاع، وقد شهد إصدار هذا النوع من السندات تزايد في السنوات الأخيرة في ماليزيا وخاصة بظهور السندات الإسلامية.

ثالثا: سوق المشتقات:

عند إدراك ماليزيا ضرورة تطوير نظامها المالي بصفة عامة و بورصة الأوراق المالية بصفة خاصة، و مع تزايد تدفق الاستثمارات الأجنبية نحو ماليزيا، أصبح من الضروري إدخال أدوات المشتقات المالية إلى السوق، لتؤدي دورا هاما في ديناميكية هذه الأخيرة، ومنه يمكن تعريفها على أنها البورصة التي يتم تداول منتجات المشتقات، بدأ سوق المشتقات في ماليزيا بتأسيس بورصة كوالالمبور للسلع في جويلية 1980م و أول عقود المستقبلية المتداولة في هذه البورصة في ذلك الوقت هي عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام، لتتداول بعدها سائر العقود من مستقبلية و خيارات و عقود آجلة.

و في 17 سبتمبر 2009 دخلت بورصة برهاد في شراكة إستراتيجية مع بورصة شيكاغو التجارية (CME) (حيث : تمتلك هذه الأخيرة ل 25 % من رأس مال البورصة الماليزية للمشتقات برهاد و الباقي تمتلكه بورصة ماليزيا برهاد، بهدف تحسين فرص عرض المشتقات الماليزية عالميا، فضلا عن التوزيع العالمي لمنتجات بورصة ماليزيا.¹

و تنقسم سوق المشتقات إلى الأقسام التالية:

(1) عقود المستقبلية : وفيها العقود التالية :

- عقود مستقبلية السلع : و تنقسم إلى مستقبلية لزيت النخيل الخام (FCPO) طرحت في 1980 ، و عقود مستقبلية لزيت النخيل الخام بالدولار (FUPO)، و عقود مستقبلية لزيت نواة النخيل الخام (FPKO) طرحت في 2004م.

- عقود مستقبلية الملكية (الأسهم) : و تنقسم إلى مستقبلية لمؤشر كوالالمبور (FKLI)، و عقود مستقبلية الأسهم الواحدة (SSFS).

- عقود المستقبلية المالية: و تحتوي على عقود مستقبلية لمعدل الاقتراض بين معدل السندات كوالالمبور مدة 3 أشهر طرحت سنة 2004 ، و عقود مستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة 3

¹ Securities commissions.what we do.avaible at www.sc.com.my/main.asp?pageid=21type=09/05/2022.14h.00

سنوات و طرحت سنة 2003 ، و عقود مستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة 5 سنوات و طرحت سنة 2002.

(2) عقود الخيار : و هو يقتصر على نوع وحيد و يتمثل في عقود الخيار الأسهم و هي الخيار لمؤشر كوالالمبور (OKLI).

2- الجهات الرقابية على سوق الأوراق المالية الماليزية:

تعمل البورصة الماليزية كمنظم لسوق الأوراق المالية الماليزية المحدودة، و بورصة المشتقات، كما لديها واجب مراقبة التعاملات ، و ضمان تسوية المبادلات، بشكل منظم في الأوراق المالية المودعة في بورصة ماليزيا، ولذلك، اتخذت الحكومة الماليزية القرار لتشكيل الجهات الرقابية، و إخضاع سوق الأوراق المالية في ماليزيا، حيث يخضع السوق لرقابة هيئة الأوراق المالية الماليزية والجهات الفرعية ذات الصلة به، يعتبر وجود هذه الجهات ضروري لضمان التزام كل المشاركين في السوق بالقوانين و التشريعات المنظمة للعمل و حماية حقوق المستثمرين في بورصة ماليزيا.

ومن الجهات الرقابية الهامة على بورصة ماليزيا ما يلي:

1.1 - هيئة الأوراق المالية الماليزية:

تمثل هيئة الأوراق المالية الماليزية "SC Malaysia of Commission Securities" الجهة الرقابية العليا في سوق رأس المال في ماليزيا، وهي الجهة الرقابية الوحيدة لسوق رأس المال الماليزي وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية ، و تقدم تقارير و حساباتها للبرلمان كل سنة.

وقد قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هذه الهيئة ، واعتبرتها جهة عليا في إدارة سوق رأس المال في ماليزيا في مارس 1993 تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993 Act Commission Securities، و أسندت لها الوظائف التالية: t/regulations

1. الإشراف على السجلات في تسجيل نشرة الاكتتاب "Prospectus" لكافة الشركات المدرجة في قائمة

البورصة الماليزية للأوراق المالية¹.

2. السماح بإصدار سندات الشركات.

3. مراقبة أنشطة البورصات، و بيت المقاصة، و الإيداع المركزي.

4. الرقابة على الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات و الاندماجات للشركات في ماليزيا، و كذلك الرقابة

على الأنظمة المتعلقة بصناديق الاستثمار.

5. الرقابة و الإشراف و تحديد العقود المستقبلية و الخيارات.

¹ Bursa malaysia .regulatory.approach.philosophy<on line >available at www.bursamalaysia.com/maket/regulation/regulatory.approach.philosophy/regulatory.principles09/05/2022.a18;03

2-1 . الهيئات الرقابية الفرعية لسوق الأوراق المالية الماليزية:

أنت الهيئات الرقابية الفرعية كمساعد لهيئة الأوراق المالية في تأدية وظائفها، و كل ما يخص سوق الأوراق المالية الماليزية. البورصة الماليزية برهاد و المؤسسات التابعة لها و أهمها :

1. بورصة ماليزيا للأوراق المالية برهاد كوالالمبور:

تأسست في 4 ديسمبر 2003 و تعرف على أنها مؤسسة منظمة، يتم فيها تداول الأوراق المالية، وهي مسئولة عن كافة الأمور الرقابية المتعلقة بالأوراق المالية، و الحرص على تنفيذ القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة، و ذلك لتحقيق وسط استثماري منظم يتميز بدرجة عالية من الشفافية و الوضوح، و تسعى البورصة الماليزية للأوراق المالية على منع العمليات المؤدية إلى عدم استقرار السوق المالي، و ذلك بإصدارها القوانين و الإرشادات الخاصة للرقابة على الأنشطة المزاولة في داخل و خارج البورصة. تقوم وزارة المالية الماليزية بمهمة الإشراف على كافة الأنشطة في البورصة الماليزية بصورة غير مباشرة، بينما الرقابة المباشرة على كافة أنشطتها فهىئة الأوراق المالية هي المسؤولة عليها، و بناء على ذلك فإن هذه البورصة خاضعة لوزارة المالية الماليزية برهاد و هيئة الأوراق المالية الماليزية.

تقوم بورصة الأوراق المالية قصد ضمان أكبر قدر من المساواة في تطبيق الإجراءات التنظيمية بالاستناد إلى مجموعة من المبادئ وهي:

(أ) قواعد واضحة الالتزام بها و سهلة.

(ب) لخدمة و تسهيل الأعمال المالية يجب استخدام السلطة التقديرية للبورصة، لتعديل و تغيير القواعد التنظيمية.

(ت) الحد من التنظيم الزائد عن اللزوم و ذلك قصد تحقيق التوازن بين احتياجات التنافسية من التنظيم و الفعالية التجارية.

(ث) تفادي القيود و الإجراءات الغير معقولة من أجل الحفاظ على الوضع التنافسي للبورصة الماليزية ، و ذلك بوضع قواعد مبتكرة و تنافسية.

2. بورصة المقاصة للأوراق المالية:

وهي جهة المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية، و البورصة الماليزية المختصة بعرض الأسعار و التعاملات للأوراق المالية إلكترونياً (MESDEQ) و تقدم خدمات المقاصة فيها لأعضاء البورصة وفقاً لقانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983 و من بين وظائفها الرئيسية معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المدرجة في قائمة البورصة ، و الرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية.

3. بورصة المشتقات:

و يقصد بها البورصة التي يتم تداول فيها منتجات المشتقات من عقود المستقبلية و الخيارات ، و تقوم كل من هيئة الأوراق المالية و البورصة نفسها بالرقابة على هذه البورصة.

4. بورصة الإيداع :

و هي البورصة التي يتم من خلالها تجسيد التعاملات على الأوراق المالية بدون تبادل لشهادات بين المشتري والبائع للأسهم، و يستعمل هذا النظام لتسوية أسعار الأسهم للبورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار للشهادات و تتم التسوية من خلال الأنظمة الالكترونية، و يتم عن طريق نظام الإيداع المركزي المعرف باسم central system depository التسجيل في حساب المستثمرين، و تكمن مسؤولية هذه البورصة في إدارة كافة الحسابات و رقابة الأمور المتعلقة بشؤون المعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفقاً للقوانين المنظمة.

5. بورصة المقاصة للمشتقات:

و هي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات ، و هي مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة و التسوية عن تداول عقود المستقبلية و الخيارات، و كان تاريخ تأسيس هذه البورصة في 9 سبتمبر 1995م.

6. بورصة ماليزيا للمعلومات:

أنشأة في 2 ماي 1986 و يتمثل دورها في توفير و نشر المعلومات و أسعار الأوراق المالية المقيدة في بورصة ماليزيا.

7. بورصة السندات:

و تندرج منها كل من السندات الحكومية و سندات الشركات، و يقيد عملها البنك المركزي الماليزي الذي أصدر مدونات و إرشادات و قواعد لضمان حسن سير سوق السندات، بينما هيئة الأوراق المالية تمثل السلطة الأساسية التي تنظم و تطور سوق السندات في ماليزيا.

مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية:

و يكون فيما التعامل بجميع التعاملات المالية المسعرة بغير العملة المحلية، و قد أسست في 30 جويلية 1999م.

8. بورصة ماليزيا للخدمات الإسلامية:

تم إنشائها في 15 أفريل 2009 فهي حديثة التكوين ، و تم تأسيسها حتى تمكن المتعاملين في السوق المالي الإسلامي الماليزي من توفير و تسير قاعدة التبادلات للأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

المطلب الثالث: دراسة مؤشرات قياس كفاءة سوق ماليزيا للأوراق النقدية (بورصة ماليزيا)

تثار في سوق الأوراق المالية الماليزية، تساؤلات عن المقاييس و المعايير التي يمكن أن تعرف بها مستوى أداء هذه الأسواق، جيدة كانت أو دين مستوى، و من هذه الربحية و الإنتاجية و الاستقرار و المرونة، أن كانت الأطراف الفاعلة في هذه الأسواق، تشتد أن تتصف هذه الأخيرة بكفاءه، و تعمل السلطات الاقتصادية على تحديث أسواقها المالية ضمن سلم أولوياتها فلتستحوذ على رضا كل من المدخرة المستثمر في أن واحد.

أولاً: مؤشرات تطور الأسهم و السندات لبورصة ماليزيا

أن زيادة حجم و نشاط و كفاءة أي بورصة للأوراق المالية يتطلب ضخ المزيد من الأوراق (المنتجات المالية) و المعلومات و دخول عدد كبير من المتعاملين فأداء البورصة للوظائف المكلفة بها و المتمثلة تجميع المدخرات و توجيهها للاستثمار يعتمد على مدى تطور بورصة الأوراق المالية و نفسها، و لتوضيح أكثر سنأخذ بورصة ماليزيا محل الدراسة.

1) أدوات الملكية (الأسهم): تعتبر الأسهم العادية و المدرجة في القائمة الرئيسية في البورصة الماليزية للأوراق المالية، أقرب الأدوات المالية توافقا مع أحكام الشريعة، و يمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها. و نخضع قائمة هذه الأسهم إلى مراقبة و الفحص من وقت لآخر، و تتم عملية الفحص بشكل دوري مرتين سنويا، فأى تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في استمرار الاستثمار فيها إذا أصبحت فيها أنشطتها الرئيسية تحتوي على عمليات محرمة شرعا.

فقد قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بطرح الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية، و سمحت بتداولها و الاستثمار فيها لأول مرة جويلية 1997م، و بلغ عدد الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة في ذلك الحين 371 ورقة بنسبة 57 تقريبا من مجموع الأوراق المالية المدرجة فيها.

و الجدول التالي يوضح تطور الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية و نسبته للفترة (2001-2012).

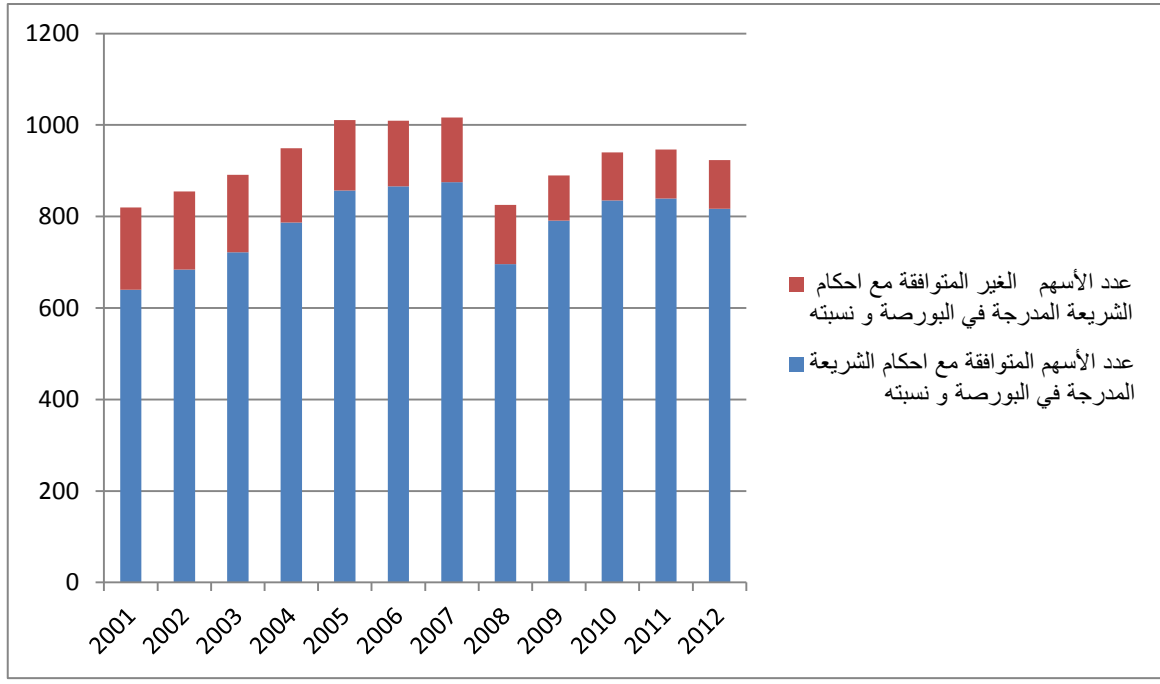
الجدول رقم (III-10): تطور الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية و نسبتها للفترة (2001-2012)

السنة	عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة و نسبته.	عدد الأسهم الغير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة و نسبته.	مجموع الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية
2001	640 (%78)	180 (%22)	820
2002	684	171	855

	(%20)	(%80)	
890	169 (%19)	722 (%81)	2003
940	162 (%17)	787 (%83)	2004
946	154 (%15)	857 (%85)	2005
923	143 (%14)	866 (%86)	2006
1016	141 (%13)	875 (%84)	2007
825	129 (%16)	696 (%84)	2008
890	99 (10%)	791 (%89.9)	2009
940	105 (%10.2)	835 (%89,9)	2010
946	107 (%11)	839 (%89)	2011
923	106 (%11)	817 (%89)	2012

المصدر: إعداد الطالبتين بعد الرجوع إلى التقارير السنوية لسنة الأوراق المالية الماليزية لفترة الزمنية (2001-2012). (2012).

الشكل رقم (III- 4) : الأسهم الشرعية و الغير الشرعية المدرجة في بورصة ماليزيا لفترة (2001-2012)



انطلاقا من الشكل و الجدول السابقين نلاحظ ما يلي :

♦ نسبة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية أعلى من نسبة الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة خلال السنوات الدراسية (2012-2001) وهذه النسبة تزايدت باتجاه تصاعدي من 78 % في سنة 2001 إلى 89 % في سنة 2012.

♦ عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية كانت متزايدة باتجاه تصاعدي من 640 سيم في السنة 2001 إلى 817 في سنة 2012.

♦ النسب المئوية للأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية في اتجاه تنازلي خلال سنوات الدراسة من 22% في سنة 2001 إلى 11% في سنة 2012.

♦ عدد الأسهم الغير متوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في بورصة ماليزيا كانت متناقصة خلال سنوات الدراسة من 180 سيم في سنة 2001 إلى 106 سيم في سنة 2012.

لكن في سنة 2008 و هي سنة الأزمة المالية التي مست جميع أنحاء العالم بما فيه ماليزيا فتحول ذلك التطور في الأسهم إلى تراجع ملحوظ فيه ، و رغم هذا التراجع غير أنه بقيت الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية تفوق الأسهم الغير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية .

و سبب كون الأسهم المتوافقة مع الأحكام الشريعة المدرجة في السوق الماليزية أعلى من الأسهم المتوافقة بانتشار التوعية بين الشركات المساهمة في ماليزيا لمشاركة أنشطة مشروعة أكثر من أنشطة محرمة شرعا في كافة عملياتها و هذا يؤدي إلى ارتفاع مستوى ثقافة المستثمرين المسلمين للاستثمار.

ثانيا : معدل رسملة السوق و معدل حجم التداول :

الفصل الثالث: دراسة مقارنة لكفاءة تسعير الأسهم بين السوق المالي الجزائري و السوق المالي

و لمعرفة تطور مؤشرات نمو سوق الأوراق المالية الماليزية يمكن الاعتماد على البيانات الواردة في الجدول الموالي :

الجدول رقم (III- 11): تطور مؤشرات نمو السوق الأوراق المالية الماليزية سنة 2005-2012 :

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	الوحدة : مليون دولار أمريكي
303530	278671.1	237796.9	192911.6	222744.2	1867773	156601.4	137952.9	النتائج المحلي الإجمالي
408047.5	395082.6	410065.8	290692	190423.5	328560.8	237631.6	181909	سوق الرسملة (سندات والأسهم)
135428.4	12898.2	112384.1	80265.9	94235.2	171329.1	75556	51866.5	تداولات قيمة السوق (أسهم و سندات)
1354284	355316.2	272477.1	210465.9	263679.2	381918.1	220080	130068.5	التداولات إجمالي (أسهم و السندات مشتقات)
154.6	141.8	172.4	150.7	85.5	175.9	151.7	131.9	معدل رسملة السوق
47.5	46.3	47.3	41.6	42.6	91.7	48.2	37.6	معدل حجم تداول السوق (أسهم و سندات)

المصدر: نورين بومدين –منتجات الهندسة المالية كمدخل تفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية. مجلة دوري نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة و الاقتصاد. العدد العاشر. مجلد الخامس. جامعة حسينية بن بولعيد الشلف الجزائر 2013.

أولاً: رسملة السوق (مؤشر القيمة السوقية) :

يقصد برسملة سوق الأوراق المالية مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة . ويشير أيضا هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق ، أي أنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعا لسعر السوق .

- قياس معدل رسملة السوق (مؤشر القيمة السوقية):

ويقال معدل رسملة السوق كما يلي :

$$\text{معدل رسملة السوق} = \frac{\text{المالية الأوراق سوق في المدرجة الاجمالية القيمة}}{\text{المحلي الناتج}}$$

و اقتصاديا ثمة قرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مؤداة أن معدل رسملة السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال و توزيع المخاطر .

فكلما ارتفعت قيمة المؤشر القيمة السوقية دل ذلك على كبر حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم و عدد الشركات المدرجة أو ارتفاع الأسعار الذي نظرا لاتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معا و بالتالي زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية ، مما ينعكس على ارتفاع النشاط الاقتصادي .

لقد كانت قيمة هذا المؤشر مرتفعة الأمر الذي يدل على كبر حجم السوق الأوراق المالية في ماليزيا فبعد أن كانت تقدر بـ 131.9 في عام 2005 ، نمت لتصل إلى 154.6 في عام 2012 اي زيادة قدرها 22.7 أي أن القيمة السوقية نمت بشكل كبير فبعد أن كانت تقدر بحوالي 181909 مليون دولار أمريكي في عام 2005 ارتفعت لتصل إلى 408047.5 مليون دولار أمريكي و في عام 2012 أي انه بمعدل نمو متزايد وهذا ما يعكس و يبين قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة الموارد و تمويل الاقتصاد الماليزي¹ .

ثانياً: معدل حجم التداول (السيولة)

أن معدل حجم التداول هي عبارة عن نسبة و تشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في السوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الاقتصاد القومي و هي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني .
قياس معدل حجم التداول :

يمكن حساب قانون حجم التداول بالاعتماد على القانون التالي :

¹ عباس كاظم الدعي، السياسة النقدية و المالية وأداء سوق الأوراق المالية ، دارصفاء للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص177

$$\text{معدل حجم التداول} = \frac{\text{قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق}}{\text{الناتج المحلي الاجمالي}}$$

ثالثا : حجم تداول المشتقات المالية :

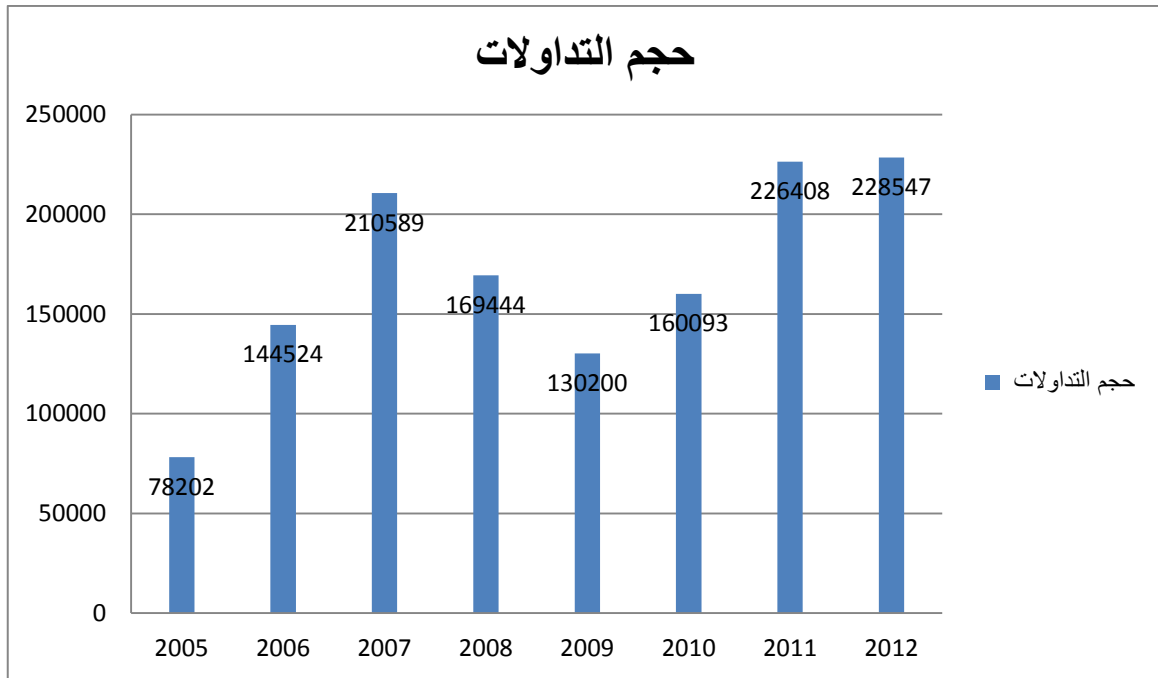
إن للمشتقات المالية أهمية هي الأخرى في سوق المالي الماليزي و الدليل على ذلك يمكن الاعتماد على بيانات الجدول الواردة في الجدول المالي :

الجدول رقم (III -12): تطور مؤشر حجم التداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية بماليزيا من 2012-2005

السنوات	الناتج المحلي الإجمالي	قيمة تداولات السوق المشتقات المالية	إجمالي تداولات (الأسهم و السندات)	نسبة تداولات المشتقات إلى الناتج المحلي الإجمالي	نسبة تداولات المشتقات إلى الناتج المحلي الإجمالي
2005	1379529	78202	130068.5	56.7	150.8
2006	1566014	144524	220000	92.3	191.3
2007	186777.3	210589	381918.1	112.7	122.9
2008	222744.3	169444	263679.2	76.1	179.8
2009	192911.6	130200	272477.1	67.5	162.2
2010	237796.9	160093	355316.2	67.3	142.5
2011	278671.1	226408	355316.2	81.2	175.6
2012	303530	228547	372520.4	82.5	177.4

المصدر: نورين بومدين. منتجات الهندسة المالية لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية. مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة و الاقتصاد. العدد العاشر. المجلد الخامس. جامعة حسيبة بن بولعيد شلف الجزائر. 2013.

الشكل رقم (III - 5): حجم التداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية بماليزيا من 2005-2012



المصدر من إعداد الطالبتين انطلاقا من الجدول السابق.

نجد أن التعامل بالمشتقات المالية في ماليزيا تطور بشكل جيد جدا فقد ازداد الطلب من المستثمرين على هذه المنتجات الأمر الذي أدى إلى ارتفاع تداولات المشتقات المالية في ماليزيا فقد بلغت نحو 228547 مليون دولار أمريكي في عام 2012 مقارنة بعام 2005 أين قدرت بـ 78202 مليون دولار أمريكي أي معدل نمو إيجابي مرتفع .

إذ استحوذت تداولات المشتقات في البورصة الماليزية على نحو 150.79% من إجمالي التداولات في عام 2005 و تمت هذه النسبة إلى أن وصلت ما يعادل 177.4 في عام 2012. فنلاحظ ارتفاع في هذه النسبة إلى 179.8 وهي قمة اليوم وذلك راجع لكون نسبة التداول المشتقات أكبر من مجموع التداولات في الأدوات الأخرى أي نسبة البسط أعلى بكثير من نسبة المقام وهذا ما يؤدي إلى كبر النسبة المئوية في بورصة و هو ما يسعى الاستعمال المفرط في التعامل بالمشتقات المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي ستجد أنها كانت جيدة إذا بلغت نحو 82.5 في عام 2012 مقارنة بـ 56.7 في عام 2005. وفي سنة 2008 نلاحظ أن النسبة¹ انخفضت إلى 76.1 وذلك لكون الزيادة في البسط أقل من الزيادة في المقام.

بقي أن نشير في الأخير أن المؤشرات السالبة رغم انخفاضها في عام 2008 متأثرة بالأزمة المالية العالمية. ألا أنها تعكس مدى نمو وفعالية سوق الأوراق المالية في ماليزيا.

ثانياً: تطور إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية هو مؤشر لوجود كفاءة في بورصة ماليزيا .

¹عباس كاظم الدعي، السياسة النقدية و المالية وأداء سوق الأوراق المالية، نفس المرجع السابق، ص178

شهدت ماليزيا في السنوات الماضية نقلة نوعية في إصدار و تداول الصكوك الإسلامية .و هذا لكونها بالدرجة الأولى السبقة و لإصدار و ابتكار لأنواع عديدة من الأدوات المالية المتوافقة و أحكام الشريعة ، و بالتالي أصبحت الرائدة في هذا الميدان سواء للحكومة الماليزية أو للشركات الخاصة .بالعملة المحلية او الأجنبية . و دورها البارز في تمويل المشاريع الاقتصادية مما زاد إصدارها و تداولها قيمة و حجما .

1. أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق المالية في ماليزيا :

يوجد في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا مجموعة من الصكوك .منها ما ابتداء العمل بها و منها ما هو حديث العمل به في هذه السوق . و من بين أهم أنواع الصكوك الموافق إصدارها سنويا من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية يوجد صكوك البيع بثمان اجل و صكوك المرابحة و صكوك الاستصناع و صكوك الاجارة و نجد أيضا صكوك المشاركة و صكوك المضاربة و هي تبني على عقود المشاركة .

1-1- إصدار صكوك البيع باثمان الأجل و صكوك المرابحة :

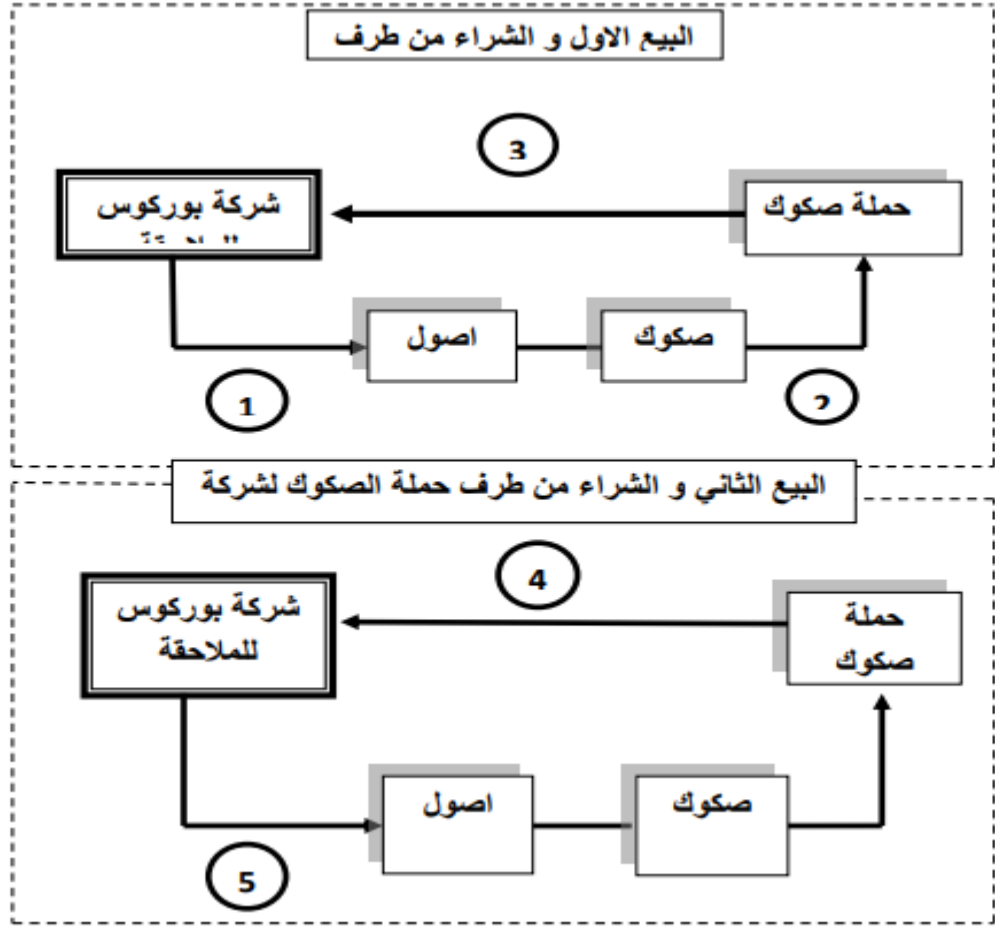
معظم الصكوك الصادرة كمن الشركات الخاصة في ماليزيا قائمة على العقود المدينات مثل : صكوك البيع باثمان الأجل و صكوك المرابحة . إصدار الصكوك قائم على أساس البيع بالثمان الأجل الذي يعرف بأنه "العقد" الذي يشير إلى بيع المبيع بثمان مؤجل و يزيد عن ثمنه نقدا و تسليمه حالا ، و وقت معلوم لدفع القيمة المتفق عليها مسبقا بين المتعاقدين "أو المرابحة و تعريفها متقارب من البيع بثمان الأجل" . حيث تمثل "زيادة معلومة سواء كانت منسوبة إلى رأس أو محددة بمبلغ معين ، و يتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو تقسيط ، و الذي سيكون محدد في الإنفاق بين المتعاقدين .

و بما أن صكوك البيع باثمان الأجل و المرابحة قائمة على عملية بيع العينة و بتاريخ 29 جانفي 1997م وافقت كل من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية و اللجنة الاستشارية الشرعية الوطنية للبنك المركزي على جواز ممارسة بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا خاصة على صكوك البيع بالثمان الأجل و المرابحة .

1. خطوات إصدار صكوك البية بثمان الأجل و صكوك المرابحة :

و تتم الآلية وفق الخطوات التالية :

شكل رقم (III-6): خطوات إصدار صكوك البيع بثمان اجل و المرابحة في ماليزيا .



P 31, 2012, Kuala Lumpur, Sukuk Industry, Kuwait Financial House Research

و تتم آلية إصدار الصكوك و المرابحة أو البيع بثمان الأجل وفق الخطوات التالية :

- 1- تعيين الجهة المصدرة "شركة بروكوس للملاحقة" الأصول التي ستحجزها من قبل حملة الصكوك .
- 2- تقوم شركة بروكوس للملاحقة بإصدار صكوك المرابحة أو البيع بثمان اجل و يبيعها لحملة الصكوك "المكتتبون" باعتبارها إثبات دين، وتكون هذه الصكوك بالقيمة المؤجلة للصكوك¹.

يدفع حملة الصكوك ثمن الأصول المكتتبون، وهي شركة بروكوس للملاحقة و يكون ذلك نقدا

- أن الفرق بين صكوك البيع لا جل و بيع المرابحة يكمن في أجال الاستثمار و مدة الاستحقاق لتلك الصكوك، فان إصدار صكوك البيع بالثمان الأجل للاستثمارات التي يكون أجل فيها طويلا تبدأ مدتها من

¹عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية و المالية وأداء سوق الأوراق المالية، نفس المرجع السابق، ص175

خمس سنوات فما فوق. أما إصدار صكوك المربحة للاستثمارات فتكون متوسطة و قصيرة الاجل و تكون مدة استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريبا (قصيرة الأجل).

2. تطور اصدار الصكوك المربحة و البيع بثمان أجل :

لقد عرفت كل من الصكوك البيع بثمان الأجل و صكوك المربحة ازدهارا كبيرا في السنوات الاولى من العشرية الماضية .

لقد كانت صكوك البيع بثمان الأجل و صكوك المربحة مهيمنة على سوق الصكوك الماليزية و ذلك لأنها كانت تمثل هذه الصكوك التوعية الرئيسية للأدوات المالية الإسلامية الممكن إصدارها في هذه السوق . و كانت تقدر بنسبة 87% و 100% في سنتي 2001 و 2002 على التوالي . و يعود الاعتماد على هذين النوعين من الصكوك لسهولة عملية تصكيك الأصول و إصدار الصكوك. قد عرفت قبول لجميع الماليزيين و ذلك لوجود أدوات إسلامية يمكن التمويل بها.

2.1 . خطوات إصدار صكوك الإستصناع :

(1) تعتبر صكوك الاستصناع بين الجهة المصدرة (شركة توجن برهاد) الصانع على شيء موصوف مثلا بناء مشروع معين "مصنوع " على تمويل انجاز هذا المشروع وفق عقد الاستصناع بشرط يكون الاتفاق بين شركة توجن برهاد و حملة الصكوك.

(2) إن الجهة المستصنعة (شركة) للبيع المصنوع الى مستثمرين نقدا ، بثمان التكلفة للحصول على تمويل لهذا .

(3) أن المستثمرين يدفعون المبلغ حالا إلى شركة توجن برهاد (المستصنع). و في هذه الحالة يدفع المستثمرين إلى المقاول(الصانع) نقدا ليصنع المصنوع نيابة عنها ، و في الغالب قد يكون الصانع تبعا للجهة المصدرة (الشركة).

(4) يقوم المستثمرين بإعادة بيع الأصول المصنوع للشركة فورا بالثمان الأول مع زيادة ربح معلوم يتم دفعه واحدة أو بالأقساط بحسب مراحل التصنيع .

2-2. إصدار صكوك الإجارة :

(1) تقوم شركة بان كورس ببيع أصولها إلى شركة ذات عرض خاص¹ حيث أنشأها خصيصا لإصدار الصكوك .

(2) تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة تأجير أصولها لمدة معينة إلى شركة بان كورس .

¹Securities commission annual report.2005.p2-22

3) لتمويل شراء الأصول من طرف شركة ذات عرض خاص من شركة بان كورس تصدر صكوك الإجارة لاستفتاء ثمن الشراء الأصول.

1. تدفع قيمة شراء الصكوك من طرف حملة الصكوك (المستثمرين) إلى شركة ذات الغرض الخاص بئمن حال للحصول على الصكوك . و ذلك ليتم تسديد قيمة الأصول إلى شركة بانكورس و ذلك من طرف شركة ذات الغرض الخاص .

2. يتم توزيع حصيلة الإيجار على حملة الصكوك دوريا و يكون ذلك في تاريخ استحقاق ، حسب القيمة الأصلية (القيمة الاسمية لصكوك الإجارة المصدرة).

2-3. تطور إصدار صكوك الإجارة :

كان أول إصدار لصكوك الإجارة سنة 2004 م فأخذ مكانة في سوق الأوراق المالية في ماليزيا و زاد في نمو ازدهار سوق الأوراق المالية الإسلامية بوجود الأوراق المالية الجديدة القابلة للتداول على المستوى العالمي

2-4- إصدار صكوك المشاركة :

يتم إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا وفق الخطوات التالية:

1) تقوم الشركة بإصدار الصكوك و يقوم حملة الصكوك بتسديد القيمة المكتتب عليها و المقدرة بـ 78 % من قيمة المشروع و تقوم الشركة المصدرة بدفع 13% الباقية من قيمة المشروع . و بذلك يتشكل رأس المال المشاركة .

أ) دفع رأس المشاركة إلى الوصي .

ب) تساعد شركة الوصي في إدارة المشروع .

ت) إنهاء المشروع و يقوم الوصي بتقسيم الأرباح على كل من الشركة والمستثمرين 'حملة الصكوك' كل واحد حسب نسبة مساهمته . و لكن هذا بعد سنتين من بدأ المشروع .

ث) تقوم الشركة بدفع أجرة الوصي .

2-5- إصدار صكوك المضاربة :

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية صكوك المضاربة على انها عبارة عن وثائق منسوبة القيمة تثبت ملكية هذه الوثائق الغير المجزئة من طرف حاملها لنسبة معينة من طرف الأصول مشروع المضاربة وكان أول

إصدار لهذه الصكوك سنة 2005 م من طرف PG MUNICIPAL ASSETS BHD.

1) خطوات صكوك المضاربة :

و يتم إصدارها وفق الخطوات التالية :

أ) تصدر شركة المنفعة برهاد عن طريق الشركة ذات عرض خاص إصدار صكوك المضاربة .

ب) يدفع المستثمرون مساهمتهم من رأسمال بصفتهم رب المال¹. في عملية المضاربة و الحصول بالمقابل على الصكوك الكاتبات لهم.

ت) تقوم الشركة ذات الغرض الخاص كمدير للمشروع بالمضاربة بهذا المال فتصبح بذلك هي رب المال الثاني ، مع شركة منفعة برهاد ، كمضارب ثاني من أجل تنفيذ المشروع .

ث) تقوم شركة المنفعة برهاد المنفذة للمشروع (المضارب الثاني) بعد انتهاء المشروع بتقسيم أرباح المشروع مع إدارة المشروع شركة ذات الغرض الخاص (المضارب الأول) ثم تقوم هذه الأخيرة بتقسيم الأرباح المشروع بينها و بين حملة الصكوك المضاربة بحسب النسب المتفق عليها .

ج) تسترجع إدارة الشركة صكوك المضاربة بعد دفع قيمتها .

ثانياً: دور الصكوك في تمويل المشاريع الاقتصادية في ماليزيا

شكل ظهور الصكوك السنوات الأخيرة أحد أهم التطورات على مستوى أسواق رأس المال الإسلامية و تمنح تلك الصكوك لحملها حق الملكية المشتركة في الأنشطة الملموسة و إنتاج حقيقي على نقيض السندات التقليدية التي تمثل شهادات دين و تعرض الصكوك أمام المستثمرين إمكانية تنوع استثماراتهم في أصول حقيقية وفقاً لتعاليم الشريعة التي تمنح الفائدة أخذاً و عطاءً .

من جهة أخرى يمكن للمواد المتحصل عليها عبر الصكوك أن تمول المبادرات الاقتصادية ذات الربحية العالية و المتعلقة بالبنى التحتية و مشاريع مستحقة . و قد أثبتت الفترات السابقة قدرة الصكوك على الصمود طيلة الاضطرابات التي شاهدها أسواق رأس المال العالمية . كما أظهرت الأرقام أن الصكوك أفاق واعدة للنمو إذا تراوحت نسبة نموها حالياً ما بين 10 و 15 % في الأسواق المالية العالمية و تصدر ماليزيا المرتبة الأولى في الأسواق إصدار الصكوك في العالم و تليها دول الخليج كما يمكن لهذه الصكوك أن تكون اختياراً مهماً و بديلاً و ذلك لقدرتها على الاستجابة لحاجات مختلف الفاعلين الاقتصاديين (الدولة - البنوك - و تنظيمات مالية أخرى-مؤسسات) في مجال تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية و الاجتماعية و يؤدي تطور الصكوك إلى تنامي مؤسسات إسلامية كالوقف و تحقيقها كذلك لأهدافها الاجتماعية و الاقتصادية.

¹ Securities commission annual report 2005.p3-24

المبحث الثالث : المقارنة بين السوق المالي الجزائري و السوق الماليزي.

تتميز كل من ماليزيا و الجزائر بشروط و مؤشرات يمكن من خلالهما المقارنة بينهما ، حيث يمكن النظر إلى هذين السوقين من زاويتين : السوق الماليزي يصنف ضمن الأسواق المالية الناشئة الأكبر تقدما ، أما السوق الجزائري يصنف ضمن الأسواق المالية في الدول النامية و للمقارنة بينهما سنحاول في هذا المبحث بالتطرق إلى مطلبين الأول ذكر أوجه التشابه و الثاني ذكر أوجه الاختلاف¹.

المطلب الأول: أوجه التشابه

من خلال دراستنا لكفاءة سوق الأوراق المالية الماليزية و السوق المالي الجزائري يمكن مقارنتهما على أساس مؤشرات السوق حيث تبين وجود أوجه التشابه تتمثل في :

- تخضع أسهم بورصة ماليزيا إلى المراقبة و الفحص من وقت إلى آخر بشكل دوري سنوي ، و من ناحية أخرى فإنه ينظم سوق الأوراق المالية في الجزائر و الرقابة عليها من خلال سلطات تنظيمية و رقابية فتقوم بالرقابة الذاتية و تقوم بتفويض قدر كبير من صلاحياتها إلى الجبهات الإدارية داخل البورصة .
- مؤشر عدد الشركات المدرجة الذي يقيس مدى اتساع حجم السوق فبالرغم أن عدد الشركات المدرجة في السوق الجزائري يعد منخفضا إذا ما قرن بعدد الشركات المسجلة في بورصة ماليزيا ، إلا أنه يبقى يعرف نموا من خلال فترة الدراسة ، وهو ما يدل على التوجه نحو اتساع السوق من سنة لأخرى بالشكل الذي يساهم في زيادة كفاءة السوق مستقبلا .
- يعتبر مؤشر القيمة السوقية هو معدل رسملة السوق بارتباطه ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال في كلتا البلدين.
- الاعتماد تقريبا على نفس المؤشرات السوقية (مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق ، مؤشر الرسملة) لمعرفة مدى كفاءة السوق في كلا البلدين .

المطلب الثاني: أوجه الاختلاف

على غرار المطلب الأول ذكرنا أوجه التشابه بين البورصتين ماليزيا و الجزائر فسنحاول في هذا المطلب ذكر أوجه الاختلاف التي تمكننا من معرفة الفرق بين سوق الأوراق المالية الماليزية و السوق المالي الجزائري - تفوق ماليزيا في تطوير سوقها بقوة عام 2005 عندما حولت بورصتها لشركة مساهمة ، و يذكر أنه خلال 10 أعوام مضت حتى النصف الأول من 2008 نما عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا ، بينما ضعف أداء سوق الأوراق المالية في بورصة الجزائر سنة 2017 بسبب مواجهته لعدة عراقيل .

- مستوى السيولة في سوق الأوراق المالية الماليزية تطور بشكل ملحوظ فبنظر إلى مؤشر السيولة هو معدل حجم التداول حيث تطور في سنة 2005 بنسبة 37,5% ليصل إلى 47,5 أي معدل نمو إيجابي و من ناحية أخرى انخفاض مستوى السيولة في بورصة الجزائر.

- ما يميز الأسواق الناشئة أنها تبقى صامدة وسط تقلبات العالية و التي قد تحدث بسبب الكوارث الطبيعية ، و العوامل الخارجية ، و عدم استقرار السياسة الداخلية. أما الأسواق النامية فتحمل مناعة ضعيفة ضد العوامل الخارجية و التقلبات العالية ، و عادة ما يكون رد الفعل قوي أمام أخبار المشاكل و الأزمات داخل الدول النامية التي تعتمد على تلك الأسواق ، كما تؤثر على عملية تدفق رأس المال في الاقتصاديات النامية .

- السوق الناشئة يعتمد عليه في حال وجود عدم استقرار سياسي داخل الدول المختلفة ، و تسير بمنطلق كلما زادت المخاطر ارتفع العائد ، لكن الأسواق النامية من أبرز عيوبها أن العمل بها وسط عدم استقرار سياسي قد يؤدي لانهباء اقتصادي في أي لحظة .

المطلب الثالث : الاستنتاج و تحليل النتائج .

من خلال الدراسة التطبيقية لبورصة ماليزيا و الجزائر و المقارنة بينهما من خلال دورهما في الاقتصاد يمكننا الاستنتاج :

- بعد أخذ نظرة عن قرب على الأسواق المالية للدول الناشئة ماليزيا و الدول النامية الجزائر يمكننا الاستنتاج أن هذه الأسواق تلتقي في نقاط تشابه و تختلف في نقاط و أوجه أخرى ، حيث تلتقي في أنها كلها أسواق مالية ذات قيمة سوقية كبيرة و تمتلك عدد كبير و متنوع من المؤشرات و كذلك تتداول فيها تقريبا نفس الأنواع من الأدوات المالية ، و تختلف هذه الأسواق في طريقة عملها حيث لكل سوق طريقة عمل ، حيث تعتمد سوق على مصالحها و إدارتها و نجد أسواق أخرى تعتمد على الشركات التابعة لها و أيضا درجة الرقابة الحكومية على عملها فهناك أسواق تكون فيها الرقابة الحكومية ضعيفة (النموذج الجزائري) و هناك أسواق تكون السلطات الحكومية شديدة الرقابة على ما يجري فيها من تعاملات (النموذج الماليزي).

خلاصة :

حاولنا من خلال هذا الفصل اختبار كفاءة كل سوق المالي للدول النامية (السوق الجزائري) و السوق المالي للدول الناشئة (السوق الماليزي) باستخدام مجموعة من مؤشرات السوق التي تمكننا من الحكم على مدى كفاءة سوق رأس المال و من بين هذه المؤشرات مؤشر عدة الشركات المدرجة ، مؤشر سيولة السوق ، و مؤشر رأس المال السوقي .

و بعد تحليل كلا من السوقيين ثم التوصل إلى أن الجزائر يرافقها العديد من المشاكل و العقبات التي جعلتها ضعيفة الأداء. أما بالنسبة للسوق الماليزي كان أداءه مقبول و في تحسن بالرغم من مواجهته العديد من العوائق و التحديات التي تحد من تطوره خاصة في ظل المنافسة الشديدة التي فرضتها عليه الدول المتقدمة .

كما تطرقنا إلى دراسة المقارنة بينهما من خلال ذكر أوجه التشابه و الاختلاف لتتوصل في الأخير إلى استنتاج و تحليل النتائج المدروسة في السوقيين.

خاتمة عامة

تعد الأسواق المالية أهم آلية لجلب وحشد الموارد المالية، من أجل توظيفها وتمويلها في المشاريع الاستثمارية، وأحد الركائز التي يعتمد عليها الاقتصاد في الوقت الراهن لتحقيق التنمية الاقتصادية، وانطلاقاً من ذلك فالاهتمام بالأسواق المالية في الدول والعمل على الرفع من كفاءتها ضرورة ملحة، ويكون ذلك من خلال تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها وزيادة حجم التداول وعصرنة آليات التعامل في هذه الأسواق، وأهم عنصر هو زيادة الشفافية والإفصاح عن المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة بشكل عادل لكافة المستثمرين، وبصورة سريعة وفي نفس الوقت، خاصة وأن الأسعار تتقلب قيمتها بشكل سريع، وتتأثر في الكثير من الأحيان بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق و الشركة المصدرة لينعكس مباشرة في أسعار الأوراق المالية أين تحدث حركة عشوائية، فالالتزام بهذه الشروط يصب في كفاءة السوق المالي. وكان الهدف من هذه الدراسة هو توضيح العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيم السوقية للأسهم ذلك أنه في ظل السوق الكفاء يتغير سعر الورقة المالية بسرعة تبع الطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق وفي إطار السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية لقيمتها الحقيقية، وبذلك لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين. وقد تم التعرض إلى ثلاثة فصول فصلين نظريين حول كفاءة الأسواق المالية والقيم السوقية للسهم، ولتدعيم التحليل النظري لكفاءة السوق المالي عمدنا إلى إسقاط هذه الدراسة النظرية على السوقين الماليين (الجزائري والماليزي) لمعرفة إذا ما كانت هذه الأسواق كفؤة أم لا وذلك بالاعتماد على مجموعة من مؤشرات السوق والمعبر عنها بعدد الشركات المدرجة، سيولة السوق، وكفاءة تسعير الأصول وتحليلها. من هذا المنطلق وبعد تقديم محتوى الدراسة، تم التوصل إلى النتائج التالية والتي تتضمن في ثناياها إجابة عن التساؤل المطروح في إشكالية الدراسة، كما تعتبر اختباراً لفرضياتها.

أولاً : نتائج الدراسة النظرية

سمحت الدراسة النظرية من التوصل إلى مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها فيمايلي:

◆ يعتبر السوق المالي آلية مهمة تسمح بالتقاء وحدات الاستثمار مع وحدات العجز.

◆ يعد مفهوم كفاءة السوق المالي مفهوم نسبي، يرتبط بفترة معينة .

تعد المعلومات أحد أهم المقومات الرئيسية لكفاءة السوق المالي، بحيث أن كفاءة الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار ما توفره هذه الأخيرة من معلومات للمتعاملين، والتي يجب أن تكون متاحة للجميع وبأقل التكاليف وفي نفس الوقت، وتعتمد أيضاً على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرين في تلك المعلومات المتاحة، والتي عن طريقها يتم تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية وذلك بمختلف مستوياتها :. لكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة يجب أن تصل إلى جميع المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة، بما يشجعهم على بدل التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة ،

♦ تعتبر ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار، الأساس الذي يمكن من خلاله الحكم على كفاءة السوق المالي ، ففي السوق الكفاء يجب أن تتحرك الأسعار بطريقة عشوائية، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بها أو تحقيق أي مستثمر لأرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين.

ثانياً : نتائج الدراسة التطبيقية

من خلال الدراسة التطبيقية تم التوصل إلى النتائج التالية:

♦ إن الوقت الذي تأسست فيه البورصة خلال فترة من تاريخ الجزائر (سنوات التسعينات)، ولم تكن حينها الشروط متوفرة لبروز ونجاح هذا النوع من المؤسسات المالية المعنية بأسواق الأسهم.

♦ عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر قليل جداً مقارنة بعدد الشركات في أسواق الأوراق المالية العربية والعالمية.

♦ يواجه تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر العديد من العوائق وخاصة في الجانب الثقافي والديني. سعي الدول الناشئة للوصول لسوق أوراق مالية تتميز بالفعالية و الكفاءة ،وجب توفير مجموعة من الشروط منها : وجود الحرية و الاستثمارية فيها ، وجود مؤسسات مالية وسيطة متخصصة في أمورها ، توفير للإطار القانوني ، و لوائح تنظم حسن سير العمل فيها ،بالإضافة لوجود السرعة ، الدقة ، الصحة ، الأمان ، الانضباط في إجراء العمليات فيها يساهم توفير المناخ الاستثماري الملائم. كما أنا لإفصاح المالي و إشهار المعلومات الذي يعد بمثابة الروح لسوق مالية ، وفي وجود نظام فعالاً للاتصال توفر الكفاءة المرجوة لهذه السوق تضم البورصة الماليزية عدة أقسام تابعة لها منها سوق الملكية ، و يتداول فيها لأسهم باختلاف أنواعها وسوق السندات و يتداول فيها لسندات الحكومية وسندات الشركات وسوق المشتقات ، وكذا سوق الأوراق المالية الإسلامية الذي تتداول فيها لأدوات المالية الإسلامية منها الصكوك الإسلامية .

♦ تقاس كفاءة سوق الأوراق المالية (البورصة) الماليزية بمؤشرات عديدة مثل مؤشر تطور إصدار الأسهم ومؤشر إصدار السندات ، كذلك معدل رسملة السوق ومعدل حجم التداول يمثل المؤشرين نعرف بهما مدى كفاءة السوق الماليزي ، إضافة إلى ذلك تزايد أنواع الصكوك الإسلامية و زيادة في قيمة الإصدار لها هي الأخرى تساعد على معرفة الكفاءة في بورصة ماليزيا .

♦ توجد في سوق الأوراق المالية الماليزية جهات رقابية تعمل على مراقبة و تطوير للأدوات المالية في السوق ، و تتمثل في هيئة الأوراق المالية الماليزية و اللجنة الاستشارية الشرعية ، التي أوكل لها مراقبة عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية و استشارتها في المسائل الفقهية المتعلقة بإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

♦ تقوم الحكومة بتدعيم و استقرار تقدم الأسواق المالية الناشئة و الاقتصاديات و المجتمعات ، كونها تؤدي إلى تقليل المخاطر و تحفيز الأداء و كذلك تحسين فرص الوصول إلى أسواق رأس المال ، و تحسين القدرة على تسويق المنتجات و الخدمات ، بما يضمن زيادة الشفافية في الإفصاح عن المعلومات لكافة

المتعاملين في الأوراق المالية و بذلك تمثل الدعامة الأساسية لنجاح السوق و تفعيل أداء هو كفاءته في ظل رشادة اقتصادية و مالية تعمل على التقليل من حدوث أزمات مالية في هذه الأسواق.

♦ تمثل الأسهم أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية و هي حق شائع المساهم في جزء من رأسمال الشركة ، و قد تكون حصة نقدية أو عينية ، كما أن الأسهم تتفرع إلى أنواع عديدة لاعتبارات مختلفة و خصائص متنوعة و حقوق قانونية و مالية.

ثالثا : اختبار الفرضيات

1. تم إثبات صحة الفرضية الأولى التي تنص على أن كفاءة السوق تؤثر على القيمة السوقية للأسهم و لك في ظل السوق الكفاء بتغيير سعر الورقة المالية بسرعة تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق .
2. تتغير القيمة السوقية .
3. تم إثبات صحة الفرضية و التي تنص على أن لا يتحقق كفاءة السوق بتوفر مجموعة من الشروط التالية وجود منافسة كاملة ، توفر عنصر الشفافية .
4. بالنسبة للفرضية الرابعة صحيحة حيث يعتمد كل من السوق الجزائري والمليزي على مجموعة من مؤشرات لاختبار كفاءتهما من بينها : مؤشر القيمة السوقية، عدد الشركات المدرجة، كفاءة تسعير الأصول .

رابعا : التوصيات

1. على المستثمرين إدراك أهمية المعلومات المتاحة لديهم و المتعلقة بأسعار الأسهم الشركات المدرجة في السوق المالي هذا يساعد على تحسين كفاءة السوق .
2. ضرورة التزام السوق المالية في أي دولة بمبدأ الإفصاح و الشفافية و توفير البيانات المالية التي يحتاج إليها المستثمرين و الباحثون ، فالباحثون لغرض إجراء بحوثهم و الخروج بنتائج تدعم و تحسن من أداء السوق المالية .
3. إعادة النظر في تشريعات السوق لتحقيق الأمان للمتعاملين من خلال حماية المستثمرين من التصرفات الغير السليمة ، و بالتالي ضمان استقرار السوق و زيادة الشفافية .
4. تفعيل دور الوقاية على نشاط البورصة حتى تضمن نجاحها في أداء الدور الذي خلقت من أجله .
5. فتح المجال أمام أسواق رأس المال الأخرى ، و خاصة أسواق رأس المال العربية للإستفادة من تجاربهم في هذا الميدان .
6. تطوير نظام التعامل الإلكتروني الذي من شأنه أن يرفع من أداء السوق المالي .
7. تعزيز التعاون مع البورصات الدولية للاستفادة من الخبرات العالمية ، و هو ما يسمح بتطبيق معايير دولية في التعامل على مستوى أسواق رأس المال العربية.

المُلخَص

ملخص

حاولنا من خلال هذه الدراسة معالجة الإشكالية التي تدور حول دراسة العلاقة بين كفاءة السوق المالي و القيمة السوقية للسهم ، بحيث اعتمدنا على ثلاث (03) مناهج علمية، المنهج الوصفي نظرا لطبيعة الدراسة التي تناولها فيها الجوانب العلمية للأسواق المالية و القيم السوقية للأسهم و المنهج التحليلي بإستخدام تحليل البيانات المجمعة عن السوقين الجزائري و الماليزي من خلال تحليل مؤشرات كلا من السوقين المختلفة أما المنهج المقارن بإستخدام المقارنة بين السوق المالي الجزائري و الماليزي من خلال استخراج أوجه التشابه والاختلاف الخاصة للبلدين، كما أن توفر المعلومات في السوق بشكل متماثل لجميع المتعاملين يساهم في زيادة كفاءة السوق و لتوضيح أكثر لهذه الدراسة تم تسليط الضوء على السوقين الماليين (الجزائري و الماليزي) ومحاولة جذب انتباههما إلى قيمة الموضوع في حد ذاته، ووجوب توعيتهم بأهمية تطوير أسواق رأس المال وأنظمة المعلومات للحصول على أسواق كفاءة ، من خلال ذكر مؤشرات قياس كلا من السوقين و إختبار كفاءتها .

الكلمات المفتاحية : السوق الكفاء ، القيمة السوقية للسهم ، مؤشرات السوق ، كفاءة البورصة .

Summary

Through this study we tried to address the problem that revolves around studying the relationship between the efficiency of the financial market and the market value of the stock. so that we relied on three scientific approaches the descriptive approach due to the nature of the study in which it dealt with the scientific aspects of the financial markets and the market values of shares the analytical approach was used in analyzing the collected data on the algerian and Malaysian markets by analyzing the indicators of each of the two different markets. the comparative approach using the comparison between the Algerian and Malaysian financial market by extracting the similarities and differences of the two countries .the share price changes rapidly depending on the nature of the information that reaches the market .Also the availability of information in the market in a similar manner for all dealers contributes to increasing the efficiency of the market. For more clarification of this study . the two financial markets (Algerian and Malaysian)and try to draw their attention to the value of the topic itself . And the necessity of making them aware of the importance of developing capital markets and information markets .by mentioning indicators to measure each of the two markets and to test their efficiency

Keywords : efficient market .The market value of the share .Market Indicators .Stock exchange Efficiency .

المراجع

◆ أولاً : الكتب

- (1) أحمد أبو موسى ، الأسواق المالية و النقدية ، دار معتل للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2005.
- (2) أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية ، تحليل و ادارة المبسترة للنشر و التوزيع و الطباعة ، الأردن ، 2004.
- (3) أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة و النشر و التوزيع ، 2007.
- (4) برايان كويل ، نظرة عامة على الأسواق المالية ، الفاروق للنشر و التوزيع ، مصر ، 2005.
- (5) جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية و النقدية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن ، 2002.
- (6) حسين بن هاني ، الأسواق المالية ، طبيعتها ، تنظيمها ، دار الكتاب للنشر ، عمان ، 2002
- (7) حسين عصام، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2008 .
- (8) حمزة الشمخي ، إبراهيم الجزراوي ، الإدارة المالية الحديثة، دار الصفاء للطباعة و النشر و التوزيع، عمان ، 1998.
- (9) خليل الهندي وأنطوان الناشف ، العمليات المصرفية و السوق المالية ، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان ، 2000.
- (10) ضياء مجيد، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم، السندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- (11) عاطف وليم أندراوس ، أسواق الأوراق المالية ، ط1، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2006 .
- (12) عبد الغفار الحنفي و درسية فريضاض، السوق و المؤسسات المالية ، كلية التجارة، مصر، 2001 .
- (13) عبد الغفار الحنفي ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، أسهم ، سنوات ، وثائق الاستثمار، الخيارات ، الدار الجامعية ، مصر ، 2001.
- (14) عبد الغفار الحنفي ، البورصات (البورصات الأسهم السندات صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1995.
- (15) عباس كاظم الدعي ، السياسة النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع ، ط1 ، الأردن، 2010.

- 16) غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2009، ص 152.
- 17) فصيل محمود الشواور ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-الأسس النظرية والعلمية-، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 18) محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية –مؤسسات و أوراق بورصات ، ط1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2007.
- 19) محمود أمين زوبير، بورصة الأوراق المالية ، موقعها من الأسواق أحوالها و مستقبلها ، دار النشر، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 20) محمد صالح الحناوي و آخرون ، تحليل و تقييم الأوراق المالية ، دار الجامعة ، الإسكندرية ، الطبعة الثالثة ، 2002.
- 21) محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطاري النظري و التطبيقات العملية ، جامعة البترا، الأردن ط3، 2004.
- 22) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 2002.
- 23) منير إبراهيم هندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال :الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- 24) نبيه فرج أمين الحصري ، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي تحليل و تقييم ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية، 2009.
- 25) هوشيار معروف ، الاستثمارات و الأوراق المالية، دار الصفاء، للنشر و التوزيع ، الأردن، 2003.
- 26) وليد أحمد الصافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية ، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن ، 2012.

◆ ثانياً: الرسائل الجامعية:

- 1- أسماء أيمن ، تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على كفاءة الأسواق المالية العربية –دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة 2005-2010- مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير الأكاديمي ، تخصص مالية المؤسسة ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2013-2014.
- 2- أمينة بوغنبور، أثر المعلومة المالية –دراسة حالة بورصة القيم المنقولة للجزائر – رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر بن يوسف بن خدة ، 2007-2008.
- 3- بن نعمون حمادو ، سياسات توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية الأردنية المساهمة في سوق عمان المالي ، رسالة ماجستير ، الجامعة الأردنية ، 1989.
- 4- بوراس أحمد، مصادر التمويل وقيمة المنشأة ، دراسة لأثر سياسة توزيع أرباح الأسهم ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ، الدولة في العلوم الاقتصادية ، جامعة منتوري قسنطينة ، 2001.

5- جعفر سحاسورني صفر الدين ، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته ، رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير (غير منشورة) ، جامعة اليرموك ، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية ، 2006-2007.

6- خيرة الداوي ، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية –دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية مابين الفترة 2004-2009-، رسالة ماجستير في علوم التسيير ، تخصص مالية الأسواق ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 2011-2012.

7- رفيق مزاهدية ، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات –دراسة حالة سوق الأسهم السعودية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة) ، تخصص اقتصاد دولي ، جامعة باتنة ، 2006-2007.

8- سمية بلجبلية ، أثر التضخم على عوائد الأسهم –دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006-، رسالة ماجستير في علوم التسيير ، تخصص تسيير المؤسسات ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري قسنطينة ، 2009-2010.

9- صاطوري الجودي ، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية ، دراسة حالة الجزائر ، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسيير ، فرع مالية ، المدرسة العليا للتجارة.

10- محمد المصري ، محمود محمد سمير ، تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية –دراسة تحليلية – رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل ، تخصص المحاسبة والتمويل ، كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية غزة ، 2011

11- لبنى بوتمر ، مديحة بوعريوة ، اختبار كفاءة سوق رأس المال في الصيغتين الضعيفة وشبه القوية – دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية 2008-2014، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير الأكاديمي ، تخصص نقود ومالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة محمد الصديق بن يحيي ، جيجل ، 2014-2015.

ثالثا . المجلات

1- أسامة محمد أحمد الفولي ، تقييم التجربة، نقدي إسلامي ، مجلة المال والصناعة ، العدد السابع ، 1999.

2- عمرو محي الدين ، المال والصناعة ، مجلة دورية ، العدد الثامن عشر، بنك الكويت الصناعي ، 2000،

3- نورين بومدين ، منتجات لهندسة المالية كمدخل تفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية ،مجلة دوري نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد ، العدد العاشر ، مجلد الخامس ، جامعة حسيبة بن بولعيد ، شلف ، الجزائر، 2013.

رابعا . المداخلات العلمية

1- أشرف شمس الدين ، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية ، ورقة عمل مقدمة خلال الندوة المنظمة من طرف هيئة سوق الأوراق المالية والسلع ، بورصة أبوظبي ، الإمارات العربية المتحدة ، 05 ديسمبر 2005.

2-حمد براق ، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي ، الندوة العلمية الدولية حول "التكامل الاقتصادي العربي كآلية تحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية" بمساهمة مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الأورو مغاربي ، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ، مصر ، جامعة سطيف يومي 8-9 ماي 2004.

خامسا: التقارير والنشرات

1-شركة تسيير بورصة القيم ، التقرير السنوي، الجزائر، 2017.

2-التقارير السنوية للجنة مراقبة عمليات البورصة ، من سنة 2000 إلى 2017.

3-التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة ، من سنة 1999 إلى 2015.

4-نشرة البنك الدولي :2022/05/ 05.

سادسا : القوانين والمراسيم

1-بمقتضى المرسوم التشريعي ، لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة ، رقم 03-97 المؤرخ في 18/11/1997.

2-لجنة مراقبة وتنظيم أعمال البورصة ، مجموع القوانين ، نوفمبر 1997.

3-المادة 02، من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة ، رقم 03-96 المؤرخ في 03/07/1996.

4-منشورات شركة إدارة بورصة القيم، SGBV، 2008.

المراجع باللغة الأجنبية :

Les livre :

1-¹ BERNAND DAUDE.HENRI ROUDAIN .finances et développement de l'entreprise. Les éditions ouvrières .paris.1974.

Revue:

1-Hasan Zubair , fifty years of Malaysian economic development and achievements ,vol 11,N

Sites :

1-http //www arab malasiya.com ,visited in 21 -05-2022,h22:00

2-http//www.wikipedia.org/wiki/malaysi 20-05-2022,18h00