



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم العلوم الإقتصادية



مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي
الشعبة: العلوم الاقتصادية التخصص: اقتصاد كمي.

كفاءات الأسواق المالية و إستراتيجية الاستثمار فيها
و طرق قياس الكفاءة الزمنية والمكانية

تحت إشراف الاستاذ:
د. بن زيدان ياسين

مقدمة من طرف الطالب:
الشارف بن عطية أحمد

أعضاء لجنة المناقشة:

الصفة	الإسم واللقب	الرتبة	عن الجامعة
رئيسا	د.بوزيان العجال	محاضر أ	مستغانم
مقررا	د.بن زيدان ياسين	محاضر أ	مستغانم
مناقشا	د.ولد سعيد محمد	محاضر أ	مستغانم

السنة الجامعية: 2022/2021

شكر

الشكر أولاً وأخيراً للمولى عز وجل الذي وهبنا العقل لنفكر به فنحمده ونشكره على هذه النعمة الطيبة والنافعة نعمة العلم والبصيرة وندعوه ليكون عوناً لنا في كل عمل خير . يشرفنا أن نتقدم بالشكر الجزيل والثناء الخالص والتقدير إلى من مد يد المساعدة وساهم معنا في تذليل ما واجهتنا من صعوبات ونخص بالذكر الأستاذ د. بن زيدان ياسين الذي قبل الإشراف على هذا العمل وعلى الإرشادات والنصائح التي أفادتنا بها طوال مدة إنجاز هذا العمل ، وإلى اللجنة المناقشة التي وافقت على مناقشة هذا العمل . ولا يفوتنا في هذا المقام أن نشكر كل أساتذة قسم العلوم الإقتصادية بجامعة عبد الحميد بن باديس -مستغانم- على كل ما قدموه لنا من علم ومعرفة .

أحمد

إهداء

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله و رعاهما ورزقنا رضاهما، والدتي
الحنون، أبي العزيز إلى زوجتي العزيزة وبناتي الكريمات حفظهم الله
وأكرمهم

إلى أرواح السابقين الأولين من الأنبياء و الملائكة والصحابة والشهداء
والصالحين.

إلى جميع أفراد العائلة والأصدقاء ورفقاء العمل

إلى جميع من حمل مشعل العلم و الاجتهاد وإلى جميع المخلصين
لوطنهم العزيز

وإلى شهداء الوطن والواجب

أهدي هذا العمل المتواضع لهم جميعا.

أحمد

الصفحة	قائمة المحتويات
أ	شكر
ب	إهداء
1	قائمة المحتويات
4	قائمة الجداول
5	مقدمة
7	الفصل الأول: الأسواق المالية وأنواعها والأدوات المتداولة فيها
7	المبحث الأول: تعريف الأسواق المالية وأنواعها
7	المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية
10	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية
12	المبحث الثاني : الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية
12	المطلب الأول : الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.
17	المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد.
19	الفصل الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

19	المبحث الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية:
24	المبحث الثاني: طبيعة سوق الأوراق المالية الكفوة:
28	المبحث الثالث: واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها:
28	المطلب الأول: الإطار التشريعي والتنظيمي لنماذج من أسواق الأوراق المالية العربية
31	المطلب الثاني- معوقات أسواق الأوراق المالية العربية:
38	الفصل الثالث: اختبار كفاءة سوق رأس المال دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية
38	المبحث الأول: قياس كفاءة سوق رأس المال باستخدام مؤشرات السوق
38	المطلب الأول: بورصة عمان
42	المطلب الثاني: سوق الأسهم السعودي
45	المبحث الثاني: اختبار كفاءة السوق في صيغته الضعيفة باستخدام طريقة الأنماط الطارئة
46	المطلب الأول: بورصة عمان:
47	المطلب الثاني: سوق الأسهم السعودي
48	المبحث الثالث: اختبار كفاءة سوق رأس المال في صيغتها المتوسطة

49	المطلب الأول: بورصة الأردن
55	المطلب الثاني: سوق الأسهم السعودي
60	الفصل الرابع استراتيجيات الاستثمار
60	المبحث الأول: استراتيجيات الاستثمار السلبية.
61	المطلب الأول : الإستراتيجية السلبية أو الساكنة للاستثمار في محفظة الأسهم
62	المطلب الثاني : الإستراتيجية السلبية(أو الساكنة) للاستثمار في محافظ السندات
64	المبحث الثاني: إستراتيجية الاستثمار النشطة (الايجابية)
64	المطلب الأول: الإستراتيجية النشطة للاستثمار في محفظة الأسهم
66	المطلب الثاني: الإستراتيجية النشطة للاستثمار في محفظة السندات
70	- قائمة المصادر والمراجع

قائمة الجداول

الصفحة	رقم الجدول	عنوان الجدول
39	1 - 3	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الأردن
40	2 - 3	تطور مؤشر السيولة في بورصة الأردن
41	3 - 3	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الأردن
42	4 - 3	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي
43	5 - 3	تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي
44	6 - 3	تطور رأس المال السوقي في سوق الأسهم السعودي
46	7 - 3	تطور مؤشر بورصة عمان
47	8 - 3	تطور مؤشر سوق الأسهم السعودي
50	9 - 3	مؤشر البورصة ومعدل التضخم في الأردن
52	10 - 3	مؤشر البورصة ومعدل البطالة في الأردن
53	11 - 3	مؤشر البورصة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الأردن
55	12 - 3	مؤشر السوق و معدل التضخم في السعودية
56	13 - 3	مؤشر السوق و معدل البطالة في السعودية
58	14 - 3	مؤشر السوق و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في السعودية

المقدمة:

يعد السوق المالي أداة تمويلية هامة، حيث يجمع بين المتعاملين الاقتصاديين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي، وقد أدت متطلبات التطور الاقتصادي إلى ازدياد الحاجة إلى رؤوس الأموال لتغطية حاجات هذا التطور باعتبار أن رأس المال يعد من الموارد الاقتصادية النادرة، و المحرك الأساسي لجميع العمليات الاقتصادية، ومن هنا تبرز أهمية السوق المالي في تفعيل الاستثمار من خلال تعبئة الادخار الذي يتم استثماره في مجالات تساهم في خلق طاقات إنتاجية جديدة ومن ثمة تحقيق التنمية الاقتصادية، وفي إطار المنافسة الشديدة، أصبح إلزاما على كل دولة من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والحفاظ على مكانتها أن تولى اهتماما للأسواق المالية والعمل على تطويرها وعصرنتها على جميع المستويات، إلى جانب العمل على زيادة وتنوع الأدوات المالية المتداولة إذ لا يمكننا أن نلغي العلاقة الوطيدة بين النمو الاقتصادي وتطوره ونمو السوق المالي وزيادة كفاءته .

أهمية الدراسة :من الناحية النظرية يعرف السوق الكفاء على أنه السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة، وفي إطاره يكون السوق في حالة توازن حيث تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيمته الحقيقية، وإذا رجعنا إلى سلوك السعر في السوق الكفاء نسجل تحركا عشوائيا للأسعار حيث يتغير سعر السهم بسرعة تبعا للمعلومات التي تصل إلى السوق، هذا الأمر الذي يبرز الدور الكبير الذي تلعبه المعلومات في تأثيرها على القرارات الاستثمارية ، و في إطار السوق الذي يتسم بعدم الكفاءة يمكن للمستثمر إتباع مجموعة من الإستراتيجيات النشطة معتمدا في ذلك على مجموعة من الطرق التي تسمح له بتقييم الأسهم، واستغلال الفرصة التي يكون فيها سعر السهم مختلف عن القيمة الحقيقية، ليتخذ بذلك القرار الاستثماري المناسب بيعا أو شراءا.

لكن مع ذلك هناك اعتقاد سائد بأن حالة عدم التوازن في السوق المالي لن تظل طويلة حيث يساهم تدخل المستثمرين الذين يسعون إلى الاستفادة من الفروقات بين القيمة السوقية للسهم وقيمه الحقيقية في إعادة التوازن إلى السوق لتحقيق بذلك الكفاءة، أين تكون القيمة السوقية للسهم تعكس قيمته الحقيقية.

إشكالية الدراسة: تؤدي الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد وللقيام بالدور المنوط بها ينبغي أن تتوفر الأسواق المالية على شرط أساسي ألا وهو الكفاءة.

من خلال ما تقدم تهدف هذه الدراسة إلى التعريف بالأسواق المالية وكفاءتها مع اختبار هذه الكفاءة من خلال دراسة حالة مجموعة من الأسواق المالية العربية (سوقين)، وإستراتيجية الاستثمار فيها.

انطلاقاً من ذلك سوف نقسم بحثنا إلى أربعة فصول. حيث خصص الفصل الأول للتعريف بالأسواق المالية وأنواعها والأدوات المتداولة.

أما الفصل الثاني فقد خصص لدراسة متطلبات كفاءة سوق الأوراق حيث تناول المبحث الأول كفاءة سوق الأوراق المالية، في حين خصص المبحث الثاني لدراسة طبيعة سوق الأوراق المالية الكفؤة، أما المبحث الثالث فقد خصص لدراسة واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها و أما الفصل الثالث فيهدف إلى دراسة واختبار كفاءة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، و دراسة سلوك الأسعار فيها، حيث تناول المبحث الأول من هذا الفصل قياس كفاءة سوق رأس المال باستخدام مجموعة من مؤشرات السوق.

في حين خصص المبحث الثاني لاختبار كفاءة سوق رأس المال في صيغته الضعيفة و ذلك باستخدام طريقة الأنماط الطارئة و تناول المبحث الثالث اختبار كفاءة سوق رأس المال في صيغته المتوسطة، وذلك من خلال دراسة الارتباط بين مؤشر السوق و مجموعة من العوامل الاقتصادية الخارجية، من أجل تحديد سلوك السعر في السوق، في حالة تغير أحد هذه العوامل. ولقد غطت هذه الدراسة سوقين (02) من أسواق رأس مال، و هي بورصة الأردن، سوق الأسهم السعودي، هذا وقد حددت فترة الدراسة بثمانية (08) سنوات.

بينما تناولنا في الفصل الرابع و الأخير استراتيجيات الاستثمار في الأسواق المالية بمختلف أنواعها حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى إستراتيجية الاستثمار السلبية وفي المبحث الثاني إلى إستراتيجية الاستثمار النشطة (الإيجابية).

الفصل الأول:

الأسواق المالية وأنواعها والأدوات المتداولة فيها

المبحث الأول: تعريف الأسواق المالية وأنواعها

المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية

يجب قبل تعريف السوق المالية توضيح بعض الأمور التي تساعد في فهم حقيقتها وطبيعتها التعامل فيها، حيث أن المقصود من ذلك هو إعطاء صورة واقعية للسوق وتوضيح هذه الأمور فيما يلي:

1- موضوع المبادلة في هذه السوق هو المال ، و به توصف فيقال : السوق المالية ، وإليه تضاف فيقال: (سوق المال)، والمال في اصطلاح المختصين في شؤون الأسواق المالية يقصد به المال في صورته النقدية، فعلى ذلك لا تدخل أسواق السلع مثل البترول، والذهب، والمحاصيل الزراعية في مفهوم السوق المالية، كما لا تدخل فيه أسواق العملات؛ لأنه وإن كانت النقود هي محل التعامل في هذه الأسواق إلا أنه يتعامل بها باعتبارها سلعة تباع وتشترى، ويطلب الربح فيها من خلال فروق الأسعار، بخلاف التعامل بها في سوق المال، حيث يكون الطلب عليها لغرض الحصول على المال اللازم لتمويل المشروعات، أو سداد الالتزامات، أو نحو ذلك.

2- تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في جذب وتجميع مدخرات الأفراد، والفوائض المالية لدى منشآت الأعمال وغيرها، ويعبر عنها ب الوحدات ذات الفائض المالي وإتاحتها - وفقاً لعقود معينة - إلى الجهات التي تحتاج إليها، ويعبر عنها ب الوحدات ذات العجز أو الاحتياج المالي.)

3- تؤدي السوق المالية وظيفتها هذه من خلال أدوات مالية معينة، كالأسهم والسندات وغيرها، حيث تصدر الجهات المحتاجة إلى المال مثل هذه الأدوات، وتبيعها للجهات ذات الفائض المالي، فتحصل منها - مقابل هذه الأدوات - على احتياجاتها المالية.

4- تطلق السوق المالية على عملية تتكون من مرحلتين :

- المرحلة الأولى: المرحلة التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية، وهي ما تعرف بالسوق الأولية

- المرحلة الثانية: المرحلة التي يتم فيها تداول هذه الأوراق، وهي ما تعرف بالسوق الثانوية.

5- تتناول السوق المالية الحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية طويلة الأجل، كالأسهم والسندات، وهي ما تعرف ب سوق رأس المال، والحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، كأذون الخزانة، وشهادات الإيداع، وهي ما تعرف بسوق النقد.

6- تتضمن الأسواق المالية القنوات التي ينساب فيها المال من قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع إلى قطاعات ومؤسسات وأفراد آخرين، من خلال بعض المؤسسات التي تعمل كوسيط بين المجموعتين، والتي يطلق عليها الوسطاء الماليون. (1)

7- وبناء على ذلك تعتبر مؤسسات الوساطة المالية كالبنوك التجارية، وشركات التأمين، والمؤسسات الادخارية جزءا من السوق المالية.

8- يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، وإذا كان مدلول السوق قد تطور ليشمل كل تعامل في سلع معينة أو غيرها، سواء تم بطريق الالتقاء المباشر في مكان محدد، أم تم بطريق غير مباشر، كشبكات الاتصال الهاتفية وغيرها، فإن السوق المالية تعني التعامل في الأموال عرضا وطلباً، سواء تم ذلك في أماكن محددة كما في بورصات الأوراق المالية، أو تم بواسطة وسائل الاتصال المختلفة، من خلال ما يعرف بالسوق الموازية، أي: من خلال المؤسسات المالية المتخصصة في التعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء، كبيوت السمسرة، وشركات الاستثمار، والبنوك التجارية .

- يتم في السوق المالية إصدار وتداول الأصول المالية بنوعيتها، أي الأصول التي تعبر عن الملكية كأسهم، والأصول التي تعبر عن المديونية كالسندات، بالإضافة إلى أنواع من القروض التي تصدر في شكل أدوات مالية قابلة للتداول، كشهادات الإيداع، والأوراق التجارية، وغيرها.

9- يتم في السوق المالية إصدار وتداول الأصول المالية بنوعيتها، أي الأصول التي تعبر عن الملكية كأسهم، والأصول التي تعبر عن المديونية كالسندات، بالإضافة إلى أنواع من القروض التي تصدر في شكل أدوات مالية قابلة للتداول، كشهادات الإيداع، والأوراق التجارية، وغيرها.

ومن خلال ما سبق، يمكن تعريف السوق المالية بأنها: المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة، للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها، وتداول هذه الأدوات وزيادة في إيضاح مفهوم الأسواق المالية، يحسن التعرض لوظيفتها، وذلك فيما يأتي:

وظيفة السوق المالية:

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في تيسير حصول الفئات ذات العجز المالي على الأموال اللازمة لها من الفئات ذات الفائض المالي، إما بطريق مباشر، أو بطريق غير مباشر؛ كما تؤكد على ذلك الكتابات المتخصصة في هذا الشأن .

(1) اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية، د. نادية أبو فخره مكاي، ص 15 . 5

يعتبر الهدف الأساسي من وجود الأسواق المالية في الاقتصاد القومي هو: تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية، التي تتوفر فيها أموال فائضة عن احتياجاتها الاستثمارية، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الأموال، بالقياس إلى حجم برامجها الاستثمارية.(2)

حيث أن : الوظيفة الأساسية لسوق المال تحقيق التدفقات الفعالة وذات الكفاءة العالية لأموال الاستثمارات الطويلة الأجل من المدخرين إلى المستثمرين. (3)

و يؤدي سوق المال من خلال منشآته وظيفة اقتصادية هامة، تتمثل في تحويل موارد مالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز. (4)

وتؤدي السوق المالية هذه الوظيفة بطريقتين من طرق التمويل :

1- التمويل المباشر :

وفيه تحصل الوحدات ذات الاحتياج المالي على احتياجاتها المالية مباشرة من الوحدات ذات الفائض، إما عن طريق الاقتراض المباشر، وإما عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة، مثل: الأسهم، والسندات، وأذونات الخزنة .

وهذا التمويل إما أن يتم بدون وساطة أي من المؤسسات المالية، وإما أن يستعان فيه بخدمات بعض المؤسسات المالية التي تملك أساليب تسويقية متنوعة، مثل: مصارف الاستثمار، وسماسرة الأوراق المالية .

2- التمويل غير المباشر :

وذلك من خلال المؤسسات المالية الوسيطة، مثل: البنوك التجارية، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات، وغيرها، حيث تقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من الوحدات ذات الفائض، إما من خلال الودائع الجارية، والودائع لأجل، وودائع التوفير، وإما من خلال إصدار أوراق مالية خاصة، مثل وثائق التأمين على الحياة، وشهادات الإيداع، وشهادات الاستثمار، ثم تقوم باستخدام هذه الأموال في تقديم القروض لمن يحتاجها، أو شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها الوحدات ذات الاحتياج المالي . وإنما عد ذلك تمويلاً غير مباشر؛ من جهة أن الأموال انتقلت من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات

(2) مقدمة في الأسواق المالية، د. هدى محمد رشوان، ص8.

(3) البورصات والهندسة المالية، د. فريد النجار، ص 91 .

(4) نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، د. أحمد أبو الفتوح الناقه، ص17 .

ذات الاحتياج بواسطة هذه المؤسسات .

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية

تتكون السوق المالية من جزأين رئيسيين :

الجزء الأول: وفيه يتم عرض الأموال والطلب عليها؛ وذلك عن طريق إصدار أدوات مالية تمثل هذه الأموال، ويطلق على هذا الجزء: السوق الأولية .

الجزء الثاني: وفيه يتم تداول هذه الأدوات بالبيع والشراء، ويطلق على هذا الجزء السوق الثانوية .

وتتنوع هذه الأدوات بالنظر إلى أجل استحقاقها إلى أدوات مالية ذات أجل متوسط وطويل؛ كالأسهم والسندات، وأدوات مالية ذات أجل قصير، كأذون الخزانة .

ويطلق على السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل: سوق رأس المال، بينما يطلق على السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل القصير: سوق النقد .

وتداول هذه الأدوات المالية إما أن يجري في قاعات معدة لذلك، وإما أن يجري من خلال مكاتب سماسرة الأوراق المالية، والوسطاء الماليين .

ويطلق على القاعة المخصصة للتداول: البورصة، أو السوق المنظمة، بينما يطلق على التداول الذي يتم من خلال مكاتب السماسرة والوسطاء: سوق التداول خارج البورصة، أو السوق غير المنظمة .

وهذا تعريف موجز وسريع بكل نوع من هذه الأسواق، وذلك في ما يلي :

أ: سوق رأس المال:

وهي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي: التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أم عن ملكية كالأسهم .

وإنما سميت سوق رأس المال؛ لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات؛ لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة .

ب: سوق النقد :

وهي السوق التي من خلالها يمكن الحصول على القروض قصيرة الأجل، أي التي لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكان ذلك من خلال عقد القرض المباشر، أم من خلال إصدار الأوراق المالية التي تتميز بسيولتها العالية، أي التي يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة، كشهادات الإيداع القابلة للتداول.

وإنما سميت هذه السوق بسوق النقد لأنه يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود، بسرعة وسهولة، أو لأن هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود، أو لمجموع الأمرين.

ج: السوق الأولية :

وهي السوق التي يتم من خلالها توفير رأس المال اللازم لإنشاء شركات المساهمة، وذلك عن طريق إصدار أدوات الملكية، كالأسهم العادية، كما تقوم الحكومات، والشركات، وغيرها من خلالها باقتراض ما تحتاجه من الأموال، وذلك عن طريق إصدار أدوات الدين، كالسندات.

ت: السوق الثانوية :

في السوق الثانوية يستطيع المقرض الذي أقرض الشركة عن طريق شراء السندات من السوق الأولية أن يبيع دينه أو جزء منه لآخر، وذلك ببيع هذه السندات أو جزء منها .

كما يستطيع الشريك الذي ساهم في الشركة عن طريق شراء الأسهم من السوق الأولية أن يبيع نصيبه في الشركة كله أو بعضه لآخر، وذلك ببيع هذه الأسهم، أو جزء منها .

وفوق ذلك فالسوق الثانوية سوق للمتاجرة في الأوراق المالية، يلجأ إليها كثير من المتعاملين لا بقصد المشاركة الفعلية؛ بل لغرض تحقيق الأرباح من فروق الأسعار، فيشتري الورقة لا ليحتفظ بها؛ بل لبيعها عندما يرتفع سعرها في السوق؛ ليربح الفرق بين سعر شرائها وسعر بيعها .

وتتقسم السوق الثانوية إلى قسمين :

القسم الأول: البورصة :

ويطلق عليها السوق المنظمة، وسوق المزاد، والسوق الرسمية .

وهي المكان الذي تتبادل فيه الأوراق المالية التي سبق إصدارها، إلا إنه يمكن أن تباع فيه الإصدارات الجديدة أيضا.

القسم الثاني: سوق التداول خارج البورصة :

ويطلق عليها السوق غير المنظمة ، والسوق غير الرسمية، والسوق الموازية .

وتتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال القوية، كالخطوط الهاتفية، أو أطراف الحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين.

المبحث الثاني : الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

المطلب الأول : الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.

يتداول في سوق رأس المال نوعان من الأدوات أو الأوراق المالية: أحدهما :يعبر عن ملكية، وهي الأسهم بنوعها: العادية والممتازة، والآخر يعبر عن مديونية، وهي السندات.

وسيتناول هذه الأدوات في ما يلي:

الأداة الأولى: الأسهم.

أولاً: التعريف بالأسهم:

السهم هو جزء من رأس مال شركة المساهمة، حيث يقسم رأس مال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهماً، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له، ويسمى هذا الصك أيضاً سهماً، فالسهم إذاً هو حق الشريك في الشركة، وهو أيضاً الصك المثبت لهذا الحق.

ولهذا السهم قيمة اسمية، وقيمة إصدار، وقيمة دفترية، وقيمة حقيقية، وقيمة سوقية، وقيمة تصفية، فالقيمة الاسمية هي: القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدون في شهادة السهم الصادرة لمالكه، ومن مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة. أما قيمة الإصدار فهي: القيمة التي يصدر بها السهم، سواء عند تأسيس الشركة، أو عند زيادة رأس المال، وتكون مساوية للقيمة الاسمية في الغالب، وقد تكون أكثر منها. أما القيمة السوقية فهي: القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وهي تتغير بحسب حالة العرض والطلب، التي تتأثر بعوامل متعددة، ترتبط بوضع الشركة الخاص، أو بالوضع الاقتصادي العام، ولذا فقد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية، وقد تكون أقل منها، أو أكثر.

• ثانياً: أنواع الأسهم:

تتنوع الأسهم إلى عدة أنواع، وتتمثل في فيما يلي:

أولاً: أنواع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك:

وتتنوع إلى نوعين، هما:

- 1- الأسهم النقدية: وهي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقوداً.
- 2- الأسهم العينية: وهي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عيناً من الأعيان، كأرض، أو مبنى، أو بضاعة، أو مصنع.

ثانياً: أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها:

وتتنوع إلى ثلاثة أنواع، هي:

- 1- الأسهم الاسمية: وهي الأسهم التي تحمل اسم مالكها، وذلك بأن يدون اسمه على شهادة السهم.
- 2- الأسهم لحاملها: وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكها، وإنما يذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها، حيث يعتبر حاملها مالكاً لها.
- 3- الأسهم الإذنية أو لأمر: وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكها، مع النص على كونها لإذنه أو لأمره.

ثالثاً: أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها:

وتتنقسم إلى نوعين، هما:

1- الأسهم العادية:

- وهي الأسهم التي يتكون منها رأس مال الشركة، وتخول حاملها حقوقاً، منها:
- أ) حق حضور الجمعية العامة للشركة، والتصويت على قراراتها.
 - ب) حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.
 - ج) حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة، في حال تحققها وتوزيعها.
 - د) حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها.
 - هـ) حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس المال.
 - و) حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر، بطريق البيع في السوق المالية، أو بغيرها من الطرق.

ز) حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة.

ح) حق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.

2- الأسهم الممتازة، أو المفضلة:

وهي الأسهم التي يكون لحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح، وفي الحصول على نصيبهم من ممتلكات الشركة عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية.

وهي تتنوع إلى عدة أنواع، منها:

1- الأسهم الممتازة المجمععة أو المتراكمة الأرباح.

2- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح.

3- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

الأداة الثانية: السندات:

أولاً: التعريف بالسندات:

السند أداة مالية، تصدرها الحكومات والشركات عندما تريد اقتراض مقدار كبير من المال، يتعذر في العادة أن تحصل عليه من فرد واحد، أو مؤسسة واحدة، فتجزئ القرض إلى أجزاء صغيرة متساوية، وتصدر في مقابل كل جزء صكاً، يحمل قيمة اسمية مساوية لذلك الجزء، بحيث يمثل مجموع قيم هذه الصكوك مجموع المال الذي تريد اقتراضه، ثم تعرض هذه الصكوك على الراغبين في الإقراض من الأفراد والمؤسسات؛ ليشاركوا جميعاً في تقديم القرض، كل بحسب قدرته ورغبته، بحيث تمثل هذه الصكوك بالنسبة لكل منهم سندا، يثبت كونه دائناً للشركة بالقدر الذي أقرضه، ولهذا اصطلاح على تسمية هذه الصكوك بالسندات.

فالسند إذاً بالنسبة للحكومات والشركات أداة للاقتراض، وبالنسبة للمقرض ورقة أو صك، يثبت كونه دائناً للمقرض بالقيمة المدونة عليه.

أن يدفع لحامله على فترات زمنية محددة (سنوية، أو نصف سنوية في الغالب) فائدة على القرض، يتم تحديدها عادة بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند، ولا يتوقف دفع هذه الفائدة على حصول الربح في المشروع الذي أصدرت السندات لتمويله مثلاً، بل يلزم دفعها على أي حال.

ثانياً: أنواع السندات:

تتنوع السندات إلى أنواع عديدة، يمكن ذكر أشهرها وفقاً للتقسيمات الآتية:

أ - تقسيم السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها:

يمكن تقسيم السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها إلى الأقسام الآتية:

1 - السندات ذات التاريخ المحدد للوفاء:

وهي السندات التي ينص عند إصدارها على لزوم الوفاء بها في تاريخ محدد، بأن يدفع المصدر القيمة الاسمية للسندات جميعها عند تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في العقد، ولا يحق له إلزام حامل السند قبول الوفاء به قبل هذا التاريخ.

2- السندات التسلسلية:

وهي السندات التي يتفق على لزوم الوفاء بها وفق جدول زمني يتضمن تواريخ استحقاق متسلسلة حتى تاريخ الاستحقاق النهائي، مثل إصدار سندات بأربعين مليون دينار لمدة عشر سنوات، على أن يتم تسديد أربعة ملايين دينار في نهاية كل سنة.

3- السندات القابلة للاستدعاء:

وهي السندات التي ينص في عقد الإصدار على حق المصدر في رد قيمتها إلى حاملها قبل تاريخ الاستحقاق، إذا رأت مصلحة لها في ذلك.

وإذا لم يكن السند قابلاً للاستدعاء فإن الشركة قد تقوم بتسديد السندات عن طريق شرائها مباشرة من السوق بالسعر السائد، وذلك عندما تكون قيمة السند السوقية أقل من قيمته الاسمية.

4- السندات القابلة للتحويل:

وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة بعد مضي مدة محددة، إذا رغب حاملها في ذلك، بحيث يتحول بمجرد التحويل من دائن للشركة إلى شريك مساهم، وذلك وفقاً لشروط وقواعد محددة في العقد.

ب - تقسيم السندات من حيث الدخل:

أي: من حيث نوع العوائد المالية التي يجنيها حملة السندات، وتنقسم إلى عدة أقسام، منها:

1- السندات ذات معدل الفائدة الثابت:

وهي السندات التي تحدد فائدتها بنسبة مئوية ثابتة من قيمتها الاسمية، بحيث تدفع هذه الفائدة المحددة بشكل دوري، إلى أن يحل أجل الاستحقاق ويتم الوفاء بالقيمة الاسمية للسند.

2- السندات ذات معدل الفائدة العائم (المتغير):

وهي السندات التي لا تحدد فائدتها بنسبة ثابتة، وإنما تتغير هذه النسبة تبعاً لتغير أسعار الفائدة الجارية في السوق، بحيث إذا حل وقت دفع الفائدة، أعطي حامل السند نسبة الفائدة السائدة في ذلك الوقت.

3- السندات التي لا تحمل معدلاً للفائدة السندات ذات القسيمة الصفرية :

وهي السندات التي تباع بخصم من قيمتها الاسمية، فلا تحمل معدلاً للفائدة كغيرها من السندات، وإنما يمثل الفرق بين قيمتها الاسمية التي يقبضها المشتري عند تاريخ الاستحقاق، وبين السعر الذي اشتراها به، الفائدة الحقيقية على القرض، وذلك أنها تباع عند الإصدار بسعر يقل عن القيمة الاسمية المدونة عليها، ولا يلتزم مصدرها إلا بدفع تلك القيمة عندما يحل أجل استحقاقها.

4- سندات الدخل:

وهي السندات التي يرتبط دفع فوائدها السنوية بتحقيق الشركة أرباحاً في تلك السنة، بحيث لا يحق لحاملها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً كافية، إلا أنه قد ينص في عقد الإصدار على دفع فوائد السنوات التي لم تتحقق فيها أرباح من أرباح السنوات اللاحقة.

5- السندات المشاركة:

وهي السندات التي تعطي حاملها الحق في جزء من أرباح الشركة عندما تصل إلى معدل معين، إضافة إلى الفوائد الدورية.

ثالثاً: الفرق بين الأسهم والسندات:

إذا كان السهم والسند يتفقان في أن كلاهما يعد من الأوراق المالية المتداولة في سوق المال، إلا أن بينهما فروقاً يمكن ذكر أهمها فيما يأتي:

1- السند جزء من قرض، وهو دين على الشركة، بينما السهم جزء من رأس مال الشركة.

2- ليس لحامل السند حق في إدارة الشركة، وليس له حضور جمعيتها العامة إلا في حالات معينة؛ وذلك أنه دائن أجنبي عن الشركة، بينما هذه الحقوق مخولة لحامل السهم؛ باعتباره شريكاً ومالكاً لجزء من الشركة.

3- لا يحصل حامل السهم على نصيب من الأرباح إلا إذا حققت الشركة أرباحاً، وقررت الجمعية العامة توزيعها، بينما يحصل حامل السند على الفائدة المقررة ولو لم تحقق الشركة أرباحاً.

4- عند إفلاس الشركة أو تصفيتها يقدم حامل السند في الحصول على قيمته وفوائده قبل حامل السهم.

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد.

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد في صكوك دين قصيرة الأجل، قابلة للتداول، يستحق حاملها استرداد المبلغ المدون عليها، الذي سبق أن أقرضه لطرف آخر، في تاريخ محدد، لا يجاوز في الغالب سنة منذ إصدارها، وتتميز هذه الأدوات بإمكانية التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك ببيعها في سوق النقد، حيث يتم تداول هذه الأدوات إما على أساس سعر الخصم، أو على أساس سعر الفائدة، حسب نوع الأداة المالية.

وسوف يتم تناول بعض هذه الأدوات في في مايلي:

الأداة الأولى: أدونات الخزنة.

التعريف بأدونات الخزنة:

أدونات الخزنة، هي: أدوات دين قصيرة الأجل، تصدرها الحكومة؛ لغرض الاقتراض، وتتراوح فترة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر، واثني عشر شهرا.

وهي لا تحمل سعر فائدة محدد، وإنما تباع بخصم، أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية، على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق.

وتتمثل الفائدة التي يحصل عليها المقرض في الفرق بين ما دفعه عند شراء الورقة ثمنًا لها، وبين قيمتها الاسمية التي يقبضها في تاريخ الاستحقاق.

ويتم بيعها عن طريق المزاد، حيث يقوم البنك المركزي في الدولة بعرضها على المستثمرين، الذين هم في العادة من المؤسسات المالية الكبيرة، كالبنوك التجارية، وشركات التأمين، والمتاجرين في هذا النوع من الأدوات المالية، وبيعها لمن يقدم السعر الأعلى، ثم الأقل فالأقل.

الأداة الثانية: شهادات الإيداع القابلة للتداول:

التعريف بشهادات الإيداع القابلة للتداول:

شهادة الإيداع: ورقة مالية، تثبت أن لحاملها وديعة لدى المصرف، أو المؤسسة المالية التي أصدرتها بالقيمة الاسمية المدونة عليها.

وهي من أدوات الدين قصيرة الأجل، تصدرها البنوك التجارية؛ لغرض تشجيع المستثمرين على الإيداع لديها، ولذا فهي تصدر بقيم مختلفة، وأجال متفاوتة، لا تتجاوز السنة في الغالب، وتحمل شهادات الإيداع قيمة اسمية محددة بمقدار الوديعة، وتاريخ استحقاق محدد، كما تحمل سعر فائدة، يمكن أن يكون

ثابتاً، ويمكن أن يكون متغيراً، بحيث يحصل المودع في تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية للشهادة، بالإضافة إلى الفائدة المتفق عليها.

ويتم إصدارها وتسويقها بأحد أسلوبين:

الأول: الإصدار العام، وذلك بدعوة الجمهور للاكتتاب فيها.

الثاني: الإصدار الخاص، وذلك بأن يتم إصدارها؛ بناء على طلب مسبق من قبل مجموعة من المودعين، بشروط متفق عليها بينهم وبين المصرف المصدر لها.

وتعد شهادات الإيداع من نوع الودائع لأجل؛ ولذا فإنه لا يحق لحاملها استرداد وديعته قبل تاريخ الاستحقاق، إلا أنها تتميز بقبولها للتداول في السوق الثانوية، فيمكن لحاملها بيعها والحصول على نقوده قبل موعد استحقاقها، مقابل التنازل عن جزء من العائد عليها (الفائدة).

الأداة الثالثة: القبول المصرفي.

القبول المصرفي أداة مالية من أدوات السوق النقدية قصيرة الأجل، حيث تتراوح فترة استحقاقها بين شهر وتسعة أشهر، ويتحدد العائد عليها عن طريق الخصم من قيمتها الاسمية.

وهي تستخدم أداة للاقتراض، كما تستخدم أداة ائتمان في المعاملات التجارية الخارجية؛ لتمكين المستوردين من شراء البضائع التي يحتاجونها من الخارج بالأجل.

ويتمثل القبول المصرفي في توقيع أحد المصارف بالقبول، على كمبيالة مسحوبة عليه بدفع مبلغ معين من المال، من قبل مستورد أو مصدر، أو راغب في الاقتراض، وذلك عن طريق ختم الكمبيالة بكلمة مقبول.

ولذا فإنه يمكن تعريف القبول المصرفي بأنه: تعهد من قبل مصرف ما بدفع قيمة كمبيالة مسحوبة عليه، عن طريق ختمها بكلمة مقبول.

ويتضمن الاتفاق الذي بموجبه يوقع المصرف على الكمبيالة بالقبول أن يقوم العميل الذي تم التوقيع بناء على طلبه بإيداع قيمة الكمبيالة في حسابه لدى المصرف، قبل تاريخ الاستحقاق؛ حتى يتمكن من تسليمها لحامل الكمبيالة.

ومع ذلك فإن المصرف ملزم بموجب تعهده المتمثل في توقيعه بالقبول أن يدفع قيمة الكمبيالة لحاملها في تاريخ الاستحقاق، ولو لم يتم عميله بدفعها إليه.

ويأخذ المصرف في مقابل هذا التعهد أو الضمان عوضاً معلوماً.

الفصل الثاني:

متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

مع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي أضحت الضرورة إلى وجود أسواق مالية كبيرة، وباعتبار البورصة أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، فإن ذلك يقتضي توفر قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة، خاصة وأن أسعار الأوراق المالية تتقلب قيمتها من سنة إلى أخرى، ومن فترة لفترة وتتأثر في كثير من الأحيان بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق والشركة المصدرة لتنعكس مباشرة وبسرعة في أسعار الأوراق المالية المتداولة أين تحدث حركة عشوائية في شكل تقلبات سعريه صعودا مع الأنباء السارة، ونزولا مع الأنباء الغير سارة.

ومع توسع حركة التحرر المالي في الاقتصاديات المتقدمة وزيادة تطور نشاط أسواقها المالية، أدركت الدول العربية هذا التوجه الجديد وعملت على مواكبته، غير أنها لا زالت تواجه جملة من المعوقات تحول دون كفاءتها وتتعلق أساسا بالإطار التنظيمي والتشريعي، وضيق نطاق السوق والأدوات المتداولة فيه بالإضافة إلى ضعف نظام المعلومات وغياب الشفافية والإفصاح المحاسبي، كل هذه المعوقات وغيرها تحول دون كفاءة وفاعلية وتطور أسواق الأوراق المالية العربية.

وفق هذا السياق نتساءل ما المقصود بكفاءة سوق الأوراق المالية؟ وكيف يمكن تحقيق الكفاءة الكاملة؟ ما هي متطلبات السوق الكفاء؟ وما سبل تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية؟

ولتوضيح سلوك أسعار الأوراق المالية في ظل السوق الكفاء اعتمدنا في تقسيم هذا المقال إلى النقاط التالية:

أولا: كفاءة سوق الأوراق المالية.

ثانيا: طبيعة السوق المالية الكفؤة.

ثالثا : واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها.

المبحث الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية:

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا

عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية : يعرف منير إبراهيم هندی كفاءة سوق الأوراق المالية على أنه "السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أوتقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، و غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتول عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه(5).

ويعرف مثني عبد الإله ناصر السوق الكفاء هو الذي "يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات

المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها."(6).

وبالتالي يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفوة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة

للأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب:

-وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق.

(5) منير إبراهيم هندی، - "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص3

(6) مثني عبد الإله ناصر، "كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات"، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية-تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 11/12/2005، ص

-توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق.

-الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

2- خصائص سوق الأوراق المالية الكفوة :

وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفء:

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم.(7)
- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.
- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائد مرتفعا فوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية، وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في : (8)

-إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

(7) سعد عبد الحميد مطاوع، "الأسواق المالية المعاصرة"، مكتبة أم القرى، المنصورة - الإسكندرية، 2001، ص368.

(8) محمد صالح الحناوي، "تحليل الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص132

3- أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية :

يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال وهما:

3-1 الكفاءة الكاملة : يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف (9) ، وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

أ- شفافية المعلومات و سرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.

ب- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب ، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.

ج- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة .

د- رشادة المستثمرون، و سعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

3-2 الكفاءة الاقتصادية : وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصاديا) نتيجة الفارق في السعر، و تقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.

4- نظام المعلومات وأسواق الأوراق المالية : في ظل السوق الكفاء تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين، فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق، فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر، مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة (10) ومن ثم يترتب عن تجميع وتحليل تلك المعلومات الاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة. أهمية

المعلومة بشكل كبير في السوق الكفاء، والتي تمثل " مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها للمتعاملين،

(9) عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 75.

(10) - "مرجع سابق"، ص 181

وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، و تعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حالة، وتتصف بالدقة، الملائمة، و توفرها في الوقت المناسب، و الشمول، و الانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية، والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي".

أما نظام المعلومات فيعرف على أنه "مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفء أو التصرف الأحسن في وقت معين"، ويعتبر نظام المعلومات المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية، فالمعلومات المحاسبية يتم الاعتماد عليها في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق وكذلك تقييم البدائل المختلفة لعمليات الشراء والبيع في السوق (11)، وتبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الشركة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية، وتعرض في الوقت المناسب، وغالبا ما يعمل على ربط الإفصاح بالمجال المحاسبي، ويقصد هنا بالإفصاح المحاسبي على أنه "أحد المبادئ المحاسبية الرئيسية التي تلزم الوحدات بعرض المعلومات الملائمة على النشاطات الاقتصادية كافة، أو بالشكل الذي يمكن مستخدمي المعلومات من اتخاذ القرارات الاقتصادية المختلفة، كتقييم الأداء وتقييم السيولة وربحية الشركة أو قدرتها على إحداث توسعات ونمو في النشاط". وكننتيجة لشمولية واتساع نطاق الإفصاح في المحاسبة، فإنه من الأهمية التركيز على النقاط التالية:

❖ كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها : كثيرا ما تتردد الشركات في زيادة مستوى

الإفصاح المالي وتلتزم بالحد الأدنى ذلك أن زيادة الإفصاح قد يلحق أحيانا بها أضرار خاصة من قبل المنافسين، أما من حيث نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عليها فعادة ما تتحكم المبادئ المحاسبية بطبيعة ونوعية المعلومات في القوائم المالية كمبدأ التكلفة التاريخية، و التوقيت، و الموضوعية.

❖ زمن الإفصاح عن المعلومات: حتى يكون الإفصاح عن المعلومات المحاسبية فاعلا من الأهمية مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصاله للمستثمرين في وقت مبكر خاصة أن ذلك سيؤثر على قرارهم، لذا من المفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها سريعا بقدر الإمكان لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها، ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتابعة حتى تكشف عن التغييرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستثمرين.

❖ كيفية الإفصاح عن المعلومات: توصف المحاسبة بأنها نظام معلومات متكامل، تتمثل مخرجاته في القوائم المالية الأساسية،قائمة الدخل، وقائمة المركز المالي، وقائمة التدفقات النقدية...الخ، التي يجب أن تعرض بشكل بسيط وواضح وطبيعي أن تكون الوحدات النقدية هي الوسيلة المستخدمة للتعبير

(11) مسعود علي ناجي،"المعلومات المحاسبية وأهميتها في السوق الفعال"، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص. 3.

عن جميع العناصر المكونة لتلك القوائم.

و يعتبر الإفصاح المالي والمحاسبي مسألة قانونية تلزم كل شركات الأموال بنشر البيانات والقوائم المالية، والإفصاح عنها في أوقات محددة لتحقيق الكفاءة في السوق المالية وذلك عن طريق:

✓ متابعة التزام الشركات بتوفير بيانات تتصف بالدقة والشفافية المطلوبة.

✓ تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة.

✓ الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية عن متطلبات الإفصاح والشفافية.

✓ تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة في الأوراق المالية.

4-1 مصادر المعلومات المالية : وتتمثل في:

4-1-1 التقارير التي تنشرها الشركات : وتتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها... الخ بشكل سنوي، أو ربع سنوي، أو في شكل نشرات إخبارية.

4-1-2 التقارير التي تنشرها شركات السمسرة : تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.

4-1-3 المعلومات مدفوعة الثمن : وتتمثل في الصحف، والمجلات، وخدمات الإرشاد الاستثماري.

4-1-4 قواعد البيانات : تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر " on line " للتعرف على التغير في سعر الأوراق المالية المتداولة، ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم "دليل المستثمر الفرد للاستثمار عن طريق شبكة الكمبيوتر" التي تتيح له المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة.

المبحث الثاني: طبيعة سوق الأوراق المالية الكفؤة:

إن سوق الأوراق المالية الكفء هي تلك التي تتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن الشائع التمييز بين ثلاثة أشكال لكفاءة السوق والتي عليها تتوقف درجة الكفاءة، بالإضافة إلى متطلبان أساسيان لتحقيق الفعالية المطلوبة.

1- الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة في سوق الأوراق المالية : وتتمثل في مجموعة من الخطوات الأساسية التي تقوم عليها الكفاءة في سوق الأوراق المالية، والتي تتمثل أساسا فيما يلي:

أولاً: يفترض وجود سوق لرأس المال منظمة جدا تضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، والعلاقة طردية، بمعنى أنه كلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق. (12)

ثانياً: في ظل المناخ التنافسي للسماسرة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة فورية لتعكس مباشرة في سعر الأوراق المالية قيد التداول، وما يميز هذه الاستجابة استحالة إنفراد أي من المستثمرين بميزة سبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم.

ثالثاً: فور وصول هذه المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض، وللإشارة أنه لا وجود لفواصل زمني بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها.

رابعاً: وحتى نقول أن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والتي من شأنها تغيير نظرهم في الشركة ا لمصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا و ذلك لطبيعة الأبناء إذا كانت سارة أو غير سارة.

خلاصة القول أنه لا يكون السوق كفاً إلا إذا وجد فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفاء فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية، وهو ما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية وحينئذ تتحقق الكفاءة المنشودة.

2- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية : من الأمور التي يجب إدراكها في كفاءة الأسواق الأوراق المالية طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى، لذا نستعرض في ما يلي المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق:

1.2 الصيغة ضعيفة الكفاءة : وتسمى أيضا بـ"نظرية الحركة العشوائية للأسعار" ووفقا لهذه الصيغة يفترض أن المعلومات التاريخية بشأن التي جرت في الماضي (سواء في الأيام أو الأشهر أو السنين) لا تؤثر على سعر السهم الحالي، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، ولذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة،

(12) -منير إبراهيم هندی، "مرجع سابق"، ص 38.

ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد.(13)

2.2 الصيغة متوسطة الكفاءة : يقتضي هذا الفرض بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبيّنة على وجهه نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين.

3.2 الصيغة قوية الكفاءة : وفقا لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، فهذه الصيغة أختيرت بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحقّقه فئات معينة من المستثمرين يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح لدى مستثمرين آخرين بذات السرعة، ويقوم بها المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، والمتخصصون في تحليل الأوراق المالية.(14)

ينشغل السوق الكفاء أساسا بأسعار الأسهم التي تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه، وعن مدى الاستجابة لها ومدى السرعة في تحليلها، وإن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات، ومدى سرعة استجابة الأسعار لها ، وإن هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية، فكلما زادت الكفاءة ازدادت عشوائية الأسعار، والعكس صحيح.

3- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية : إن السوق الكفاء هي السوق التي تحقق تخصيصا كفوًا للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية ، ووفقا لمفهوم الكفاءة يفترض أن تؤدي دورين بارزين أحدهما مباشر، والآخر غير مباشر .

أ. **الدور المباشر:** يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

(13) مثنى عبد الإله ناصر، "مرجع سابق"، ص 12.

(14) محمد صالح الحناوي، "مرجع سابق"، ص 7.

ب. الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية وعادة ما تكون بسعر فائدة معقول. ولتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي تحقق سمتان أساسيتان تعدان بمثابة متطلبان أساسيان لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية : هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل وهو ما نقدمه ضمن النقاط التالية:

3-1 كفاءة التسعير "الكفاءة الخارجية": " يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، و الفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات و نفس مستوى الأرباح ، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفوءة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

3-2 كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية": ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.

وإن تحقيق الكفاءة في الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتحقق مجموعة من الشروط نذكر أهمها:

- أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.
- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع والشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب، كما أن توفر هذه الخاصية يحقق ما يعرف باستمرارية

الأسعار السائدة فيه والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.

• أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه ، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل و التي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف بـ"حركة الأسعار اليومية " التي تصدر عن البورصة.

• توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة و بشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، و في هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق والتي تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.

• أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات ، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

• أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف بـ"هيئة أو لجنة إدارة السوق " تتوفر فيها صفة الفاعلية و تكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية متخصصة وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها:

شهدت الدول العربية في السنوات الأخيرة تطبيق برامج الإصلاح المالي شملت التنظيم القانوني والهيكلي لأسواق الأوراق المالية، والتي انعكست بشكل إيجابي في نمو رزمة هذه الأسواق وحجم التداول فيها، إلا أنه ورغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب وتظهر الثغرات متباينة بين الأسواق العربية في شكل معوقات تحول دون كفاءتها ، لذا كان من الضروري البحث على سبل وآليات لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب، وفي محاولة منا تقديم البدائل الممكنة لتحقيق الكفاءة المالية.

المطلب الأول : الإطار التشريعي والتنظيمي لنماذج من أسواق الأوراق المالية العربية :

نتناول في ما يلي الإطار التشريعي والتنظيمي لنماذج من أسواق الأوراق المالية العربية بغية تقييم القطاع المالي وبرامج الإصلاح المعتمدة في مختلف الدول العربية، ونقسمها بين أسواق مالية متطورة ذات فائض مالي، وأسواق في إطار الإصلاح ذات حجز مالي.

1-1 نماذج من بورصات دول الفئاض المالي : نذكر نوعين منهما على سبيل المثال - لا الحصر :

- السوق السعودي للأوراق المالية : يعتبر نظام الشركات الصادر سنة 1965 المصدر المنظم لإصدار الأوراق المالية، وفي سنة 1983 تم تنظيم السوق الثانوية والتي كان بموجبها يتم تداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية، ولقد شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً مر بثلاث مراحل أساسية تمثلت كمايلي:

المرحلة الأولى 1954 - أوائل الثمانينات: حيث بلغ عدد الشركات المساهمة حوالي 10 شركات برأسمال قدره 1,7 مليون ريال وكان تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر، وفي منتصف السبعينات برزت مكاتب الوساطة وازدادت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى ارتفاع حجم التداول، ومع بداية عقد الثمانينات سجلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية.

المرحلة الثانية أوائل الثمانينات- 2003: تميزت هذه المرحلة بمحاولة تنظيم هيكل السوق المالي السعودي أين تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983، وصدر مرسوم يقضي إنشاء لجنة رقابية على مستوى سوق الأسهم، وأصدرت مؤسسة النقد السعودي منشوراً يوضح أسلوب تداول الأسهم، وفي عام 1990 بدأ العمل بأول نظام آلي للتداول وتم استحداثه عام 2001 بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول".

المرحلة الثالثة 2003-2005: تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر في 31/07/2003 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري تتمثل مهامها في تنظيم عمل المستثمرين والوسطاء، ومتابعة عمليات طرح وإدراج وتداول الأوراق المالية ومتابعة أوامر التنفيذ وكل ما يتعلق بعمليات البورصة.

وتتمثل متطلبات الإدراج في السوق السعودي للأوراق المالية في الشروط التالية:

- أن تكون شركة مساهمة عامة تتداول أسهمها وفقاً لنظام الشركات السعودي.
- لا يجوز تداول الأسهم المكتتب فيها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين.
- تقديم الشركة طلب الإدراج مرفقاً بقائمة عن أعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية اسمها.

سوق الكويت للأوراق المالية : تم افتتاح أول بورصة كويتية في أوت 1972، أين تم تجميع ما يتم تداوله يومياً وإصداره في النشرة اليومية تتضمن عدد الأسهم المتداولة وأسعارها وحجم الصفقات، وفي سنة 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية أين تم الافتتاح

الرسمي لبورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بـ"سوق الكويت للأوراق المالية" سنة 1977 بموجب المرسوم الصادر في 18/04/1983.

يتولى وزير المالية وضع القواعد اللازمة في ما يتعلق بالأحكام الداخلية للسوق التي تنظم قيد وقبول الأوراق على أن تصدر هذه اللائحة خلال ثلاثة شهور، وتشتمل عضوية السوق على:

- الشركات الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام.
- شركات المساهمة الكويتية المقفلة بقبول لجنة السوق عضويتها.
- وسطاء الأوراق المالية المحدد أعمالهم وأحكام الرقابة عليهم.

أما فيما يخص شروط ومتطلبات إدراج الأوراق المالية للشركات الكويتية فيجب أن:

- تكون شركة مساهمة.
- قد مضى على تأسيسها سنتين على الأقل وأصدرت ميزانيتين مفصلتين.
- تكون الشركة قد حققت أرباحاً لسنتين متتاليتين توضح في التقارير المالية السنوية والحسابات الختامية.

-تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها.

1-2 نماذج من بورصات دول العجز المالي: نذكر نوعين منهما على سبيل المثال لا الحصر:

بورصة عمان: مع ازدياد عدد شركات المساهمة العامة ليصل عددها إلى 66 شركة سنة 1978 ادعت الضرورة إلى إنشاء سوق منظم للتداول، وتبع ذلك جهود ودراسات عدة أثمر عنها تأسيس سوق عمان المالي سنة 1976، وتم الإعلان عن افتتاح "بورصة عمان" رسمياً بتاريخ 01/04/1978 وصدر قانون عمان المالي سنة 1990 ثم تبعته نصوص ومواد تحكم عمل السوق.

وتشتمل عضوية البورصة على مجموعة من الوسطاء الماليين، والهيئة العامة المكونة من أعضاء منتسبين للبورصة بعد تسديد رسوم الاشتراك السنوية فيها، ويدير البورصة مجلس إدارة ومدير تنفيذي يحدد الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بها.

ويشترط الإدراج في بورصة عمان أن:

- قدم الشركة طلب الإدراج مرفقاً بنسخة من عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة وكشف بأسماء المساهمين، وأعضاء مجلس الإدارة قبل شهر من تاريخ طلب الإدراج.
- تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستمر.
- يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهم في السوق الموازية.
- لا يقل صافي حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية عن 75% من رأس المال المدفوع.
- تنشر الشركة القوائم المالية الختامية في صحيفتين يوميتين مرة واحدة على الأقل.

البورصة المصرية : مر سوق تداول الأوراق المالية بمصر بأربعة مراحل أساسية هي:

المرحلة الأولى: تأسست بورصة الإسكندرية سنة 1883 ، ثم بورصة القاهرة سنة 1898 وصدرت أول لائحة للبورصة خلال الربع الأخير من القرن التاسع عشر وتم تطبيقها في سبتمبر 1910 وبدأت البورصة بمزاولة نشاطها سنة 1929 ، ثم تلى ذلك صدور لوائح جديدة تبعتها تعديلات قصد تنظيم حسن سير عمل البورصات المصرية.

المرحلة الثانية : عرفت هذه المرحلة تدخل الدولة في توزيع الأرباح على المساهمين، وتخصيص نسبة من صافي الربح للعاملين في الشركة، مع إشراكهم في مجالس إدارات الشركات المساهمة بنسب كبيرة مما أثار سلبا على سوق التداول، وأدت إجراءات التأميم سنة 1960 إلى انخفاض حجم التعامل من 626 مليون جنيه سنة 1962 إلى 2.5 مليون جنيه سنة 1972.

المرحلة الثالثة: صدر خلال الفترة (1973- 1983) مجموعة من القوانين تهدف إلى تنمية سوق المال في مصر مثل القانون الخاص بالضرائب، تعديلات اللائحة العامة للبورصات، شركات المساهمة... الخ، وخلال الفترة الممتدة من(1983-1991) شهدت بداية انطلاق سوق التداول المصرية، وصدر تعديل اللائحة العامة للبورصات سنة 1986.

المرحلة الرابعة: في هذه المرحلة صدر القانون الخاص بسوق رأس المال سنة 1992 الذي سمح بتنشيط وتنمية السوق واستحدث أنشطة جديدة تتعلق بترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية والاشتراك في تأسيس شركات المقاصة والتسوية في للمعاملات المالية، وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وغيرها، وفي سنة 1997 صدر قرار بتنظيم سوق التداول، أين تم الربط بين بورصتا الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية من خلال شبكة معلومات إلكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة بكل ما يدور في البورصتين . وتشتمل عضوية البورصة المصرية على لجنة البورصة المكونة من الأعضاء المعاملين، والسماسة، والجمعيات العامة المنظمة للعمليات.

المطلب الثاني- معوقات أسواق الأوراق المالية العربية :

بالرغم من الإصلاحات التي عرفتتها الأسواق المالية العربية تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، إلا أنها لا تخرج عن نطاق كونها أسواقا نامية ما زالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة، وتواجهها جملة من العوائق تحول دون تحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة وتتمثل أهم تلك المعوقات في النقاط التالية:

1- **معوقات تنظيمية وتشريعية وهيكلية :** تواجه الأسواق المالية العربية معوقات تنظيمية وتشريعية وأخرى تتعلق بهيكلها السوقي، الأمر الذي يحول دون تطورها، وتتمثل أهم تلك المعوقات في:

أ- عدم قدرة بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية والتي تم إعدادها في مراحل سابقة دون إعادة النظر فيها ووفق أطر نظرية فقط على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية.

ب- كثرة إصدار القرارات، وتعدد القوانين ذات العلاقة دون انسجامها، واختلاف الجهات القائمة على تنفيذها أدى إلى اعتراض عمل هذه الأسواق في الكثير منها.

ت- غياب القوانين المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة، وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة، فالأسواق ليست مستقلة ماليًا وإداريًا ومعنى هذا أنها لا تخضع لحركتها الذاتية، وإنما تظل مرهونة بما هو خارج عنها يتحكم فيها ويوجهها كما يحب، وليس كما تريد هي وتحتاج. (15)

ث- غياب التشريعات التي تحدد إنشاء مؤسسات المقاصة والتسوية، والحفظ والإيداع المركزي، وصناديق ضمان المعاملات وغيرها من الأجهزة المساندة، مما أدى إلى زيادة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الاستثمار، وافتقار الأسواق العربية إلى شركات الترويج وضمان الاكتتاب.

ج- عدم إمكانية تبادل تسجيل الأوراق المالية بين الأسواق، وفرض بعضها لقيود على الاستثمار الأجنبي، إضافة إلى وجود تباين كبير في قواعد إصدار القيم المنقولة، وكذا إدراجها، وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الأولية والثانوية، وهو ما يجعل هذه الأسواق تتصف بمحدودية الأدوات المالية المستعملة فيها وبضيق نطاقها.

ويضاف إلى ما سبق جملة من المعوقات التشريعية والهيكلية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية العربية تتمثل في: (16)

- قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية أي محدودية التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة (أسهم عادية وسندات).

- افتقار الكثير من التشريعات لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين.

أما المعوقات الهيكلية فتتمثل في ما يلي:

- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني.

(15) وكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005 ص 260

(16) صلاح الدين حسن السيسي، "الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة"، دار الكتب، الطبعة الثالثة، القاهرة، 2003، ص 74.

- عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل.

- تأخر برامج الخوصصة في البلدان العربية.

2- قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية : عوائق العمل في الأسواق المالية العربية في النقاط

التالية:

أ- عدم توفر شركات صانعة الأسواق مما يؤدي إلى تقلب شديد في الأسعار وبالتالي تقلب حجم التداول

ب- عدم كفاءة السماسرة في التعامل بالأوراق المالية، وعجزهم في إعطاء المشورة للمشتريين.

ت- محدودية شركات الوساطة المالية التي تقوم بترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

ث- غياب الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار والادخار.

3- عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية : تتمثل العوائق التي تحول دون الربط بين أسواق

الأوراق المالية العربية في ما يلي:

1.3 قيود معلوماتية : وتتمثل في النقاط التالية:

أ- غياب ثقافة بورصية لدى الأفراد لاعتبارات دينية تحول دون استثمار مدخراتهم المالية.

ب- ضعف نظام المعلومات بالبورصات العربية، وعدم توفر شبكة معلومات تنبؤية للمؤشرات.

ت- عدم احتواء المعلومات المنشورة في التقارير المالية على الدرجة الكافية من الإفصاح، وعدم التقيد

بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية، مما

يصنف الأسواق العربية في الصيغة ضعيفة الكفاءة.

ث- عدم تحديد خصائص السوق المحلي للمستثمرين، وخصائص الأوراق المالية.

2.3 قيود مالية: وتتلخص أهمها في:

أ- فرض ضرائب على الأوراق المالية محل التداول.

ب- أثر التضخم على عائد السندات.

ت- قيود تحويل العملات الأجنبية.

4- معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي : تؤدي أسواق الأوراق المالية العربية دورا محدودا في توفير

السيولة نظرا لضيقها ومحدودية الأدوات المتداولة فيها، وكذا ضعف الطلب على الأوراق المالية المتداولة

لانخفاض عوائدها، وميل الأفراد نحو الاستثمار المصرفي بعيدا عن أسواق المال وما يصاحبها من

تقلبات في الأسعار، كل هذه المعوقات وغيرها يمكن استخلاصها في النقاط التالية:

أ- **ضييق نطاق السوق:** يمكن الاستدلال على ضيق الأسواق المالية العربية ومحدوديتها من خلال حجم

سوق الأوراق المالية (رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم)، و عدد الشركات المدرجة في

البورصة، وسيولة البورصة (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام ، معدل الدوران ومعدل التقلبات

في عوائد الأوراق المالية(17)، فالملاحظ على أسواق الأوراق المالية العربية أنها :

- تتصف بصغر حجم رأس المال السوقي والذي يمثل قيمة الأسهم المتداولة حسب أسعار آخر يوم تعامل، وانخفاض نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويظهر ذلك في سوق الكويت، البحرين، قطر، الأردن الذي تزيد نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 100 %، أما السعودية، الإمارات فتزيد عن 50 %، في حين تقل القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 50 % في كل من مصر، سلطنة عمان، المغرب، تونس، لبنان، السودان، الجزائر.

-قلة عدد الشركات المدرجة فيها، والتي تتركز ملكية أسهم الشركات المدرجة على امتلاك المعلومات عن جزء هام من هذه الأسهم مما يؤدي إلى قلة نسبة الأسهم المتداولة وضعف حركة التداول وانخفاض معدل الدوران.

-ضعف السيولة ويزر ذلك واضحا من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة، ويرجع ضعف التداول أساسا إلى ضعف الادخار ومنه ضعف الطلب.

ب- ضآلة العرض والطلب : وتعود أسبابه إلى النقاط التالية :

- انخفاض معدلات الادخار نتيجة لضعف دخل الفرد مما يقلل من إمكانياته المالية المتاحة للاستثمار، ويظهر هذا التباين في مستوى دخل الفرد بين الدول العربية النفطية، والدول العربية غير النفطية، إضافة إلى ذلك انعدام الثقافة الاستثمارية المالية لدى الكثير من الأفراد.

- انخفاض عائد الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، وتفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات.

- ارتفاع سعر الفائدة، فكلما كان سعر الفائدة مرتفعا أحجم المستثمرون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية، على خلاف لو كان منخفضا لأغرى المستثمرين على زيادة الطلب على الاستثمار في الأوراق المالية.

- عدم ملاءمة النظام الجبائي المطبق الأسواق المالية العربية، حيث تؤدي دورا ازدواجيا كأن تفرض ضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، وضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها، مما يقلص من حجم الادخار، ومن ثم على الاستثمار.

- تجنب عدد كبير من المدخرين استثمار أموالهم في السندات وذلك تقاديا لتأثير معدل التضخم، أين سجل في ثماني عشرة دولة عربية ارتفاعا بلغ 4.5 % عام 2004، كان أعلى معدل في اليمن 12.5 %، و مصر 11.1 %، أما أدنى معدل سجل في السعودية 0.2 % وكذا سلطنة عمان 0.4 %، أو امتثالا بالإسلام في تحريم الربا.

(17) سامي مباركي، "الأسواق المالية كأداة لتمويل الإقتصاد - دراسة تجربة الأسواق المالية العربية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى 15 الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، يومي 6، 5 ص ص، 2006 نوفمبر 21 22

- قلة الانفتاح على الخارج لعدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة على كامل الدول العربية أثر سلباً على ثقة المستثمرين بالأسواق العربية وبالتالي عدم فتح المجال للاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات.
- ضآلة الفرص المتاحة للتنوع في البورصات العربية إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم، أما أسواق السندات فلا تزال في مراحلها الأولى، وتعتمد الشركات في تدويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية، إضافة إلى ذلك نجد النقص الواضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، حيث تسيطر على التعاملات في هذه الأسواق الأسهم ووسائل التدويل التقليدية مما يضعف الفرص المتاحة سواء أمام المستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي.
- التقلبات الشديدة في الأسعار التي تتصف بها بورصات الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر، رغم تحديد معظمها لهامش مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح ما بين 5 % و 10 %، إلا أن حركات الأسعار العشوائية يرجع ذلك لاعتماد البورصات العربية خاصة منها الناشئة على التمويل من المصادر الخارجية مثل القروض، وإصدار المزيد من الأسهم، وبدرجة أقل على الأرباح المحتجزة، وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة النقلب في القيمة السوقية للسهم وفي ربحيته، وهو ما يثير مخاوف المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منه.
- ارتفاع درجة تركيز التداول الذي تعاني منه كافة بورصات الأوراق المالية العربية وتعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية أو الجودة لاحتفاظ كبار المستثمرين ببعض منها، وانخفاض جودة الأسهم المدرجة في البورصة خاصة أسهم شركات القطاع الخاص.
- 5- مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج : تعاني الدول العربية من فجوة تمويلية تتمثل في عدم قدرة مواردها المالية على تمويل الاستثمار التنموي الضروري لها، حيث وصلت هذه الفجوة إلى 70 % يتم تغطيتها من خلال التمويل الإقتراضي والإعانات، مما ترتب عنها زيادة حدة المشاكل الاقتصادية كالبطالة، وارتفاع الأسعار، وضعف الإنتاج، وإن ما يقارب 800 - 2400 مليار هي حجم الأموال العربية المستثمرة في المحافظ الاستثمارية الأجنبية خاصة الأمريكية منها وتعود أسبابها إلى العوامل التالية:
- تدني فرص الاستثمار في البلدان العربية لقلة الأرباح مقارنة بالدول المتقدمة.
- إمكانية المستثمرين أصحاب رؤوس الأموال من استرجاع ودائعهم وتحويل أرباحهم في أي وقت بدون عوائق.
- عدم قدرة الدول العربية على استغلال الموارد المتوفرة لديها استغلالاً كاملاً في تحقيق مستوى من التنمية، مثل عجز البنوك والشركات والمؤسسات المالية العربية على استثمار ما لديها من فوائض مالية رغم توفر الكثير من الفرص الاستثمارية ذات الجدوى في مجالات متعددة مما يؤدي إلى تدني مستوى العوائد المحققة.
- انتشار الفساد الإداري والمالي، وغياب الشفافية والتسهيلات أمام الاستثمارات العربية.

- هيمنة الأجهزة الحكومية على النشاط الاقتصادي الاستثماري والمالي.
- غياب قوانين الاستثمار العربية على نصوص تتعلق بخضوع الاستثمار للدستور والقوانين، وعدم التصريح قانونيا بالحماية التشريعية للمستثمر.

3-3 سبل رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية :

من واقع الأسواق المالية العربية وما يواجهها من عوائق تحول دون قدرتها على استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أوعية استثمارية مربحة ذات الكفاءة العالية والفعالية، أصبح من الضروري البحث على سبل وآليات لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب، على هذا الأساس نقدم فيما يلي مجموعة من العوامل التي تدعو إلى ضرورة الأخذ بها لتطوير البورصات العربية ورفع مستوى كفاءتها :

3-3-1 تعزيز الدور الرقابي للسوق : وذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري تداولها فيها، والعمل على استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة، كقانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، قانون الاستثمار، والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير المباشر على السوق، وتتضمن عمليات الرقابة تلك مايلي:

- الرقابة على الشركات المدرجة في السوق.
- الرقابة على الوساطة وصناديق الاستثمار.
- الرقابة على التداول.

تعزيز الشفافية والإفصاح : بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة، ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، وإبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية، كذلك من الضروري على الأسواق القيام بنشر بياناتها على شبكة الإنترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة، من خلال:

- الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك
- تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها.
- تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات بها.
- إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة.
- إلزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداء هذه الشركة، وحتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية.

- 3-3-2 تعميق الوعي الاستثماري :** لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل، وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها، وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي.
- 3-3-3 تشجيع الاستثمار الأجنبي :** بإدخال تعديلات على قوانين الاستثمار وفتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.
- 3-3-4 تعديل الأنظمة الضريبية :** أو إلغاء بعضا منا كالضرائب على العوائد الجارية، والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية وذلك بهدف تشجيع التعاملات المالية، وجذب الاستثمارات الأجنبية.
- 3-3-5 التوسع في برامج الخصخصة :** التي يمكن من خلالها تعزيز عرض وتداول الأوراق المالية، وتنفيذ عمليات البيع المباشر للمستثمرين الاستراتيجيين أو لشركات وصناديق الاستثمار، أو عن طريق البيع بالمزاد العلني.
- 3-3-6 مكنة أنظمة التداول :** باستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم، ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية، وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين.
- 3-3-7 الربط والتعاون بين البورصات العربية :** بإنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة توفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق، أيضا إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية تساعد كثيرا على انفتاح الأسواق المالية العربية وزيادة ارتباطها ضمانا لتدفق رؤوس الأموال.

الفصل الثالث:

اختبار كفاءة سوق رأس المال دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية

تماشياً مع موضوع البحث، سنخصص هذا الفصل لاختبار كفاءة سوق رأس المال، وبالتالي دراسة سلوك سعر الورقة المالية في ظل هذا السوق.

لذلك سنحاول دراسة حالة سوقين من أسواق رأس المال العربية ، ألا وهما بورصة الأردن، سوق الأسهم السعودي، خلال فترة الدراسة الممتدة من 2001 إلى 2008، سنستخدم أكثر من طريقة لاختبار كفاءة السوق، حيث سنعتمد في مرحلة أولى على مجموعة من المؤشرات المتعارف على استخدامها في الأدبيات الاقتصادية لقياس هذه الكفاءة.

من بين هذه المؤشرات نذكر، مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق، و رأس المال السوقي. و للتعلم أكثر، ولكي تكون الدراسة أكثر دقة سنحاول اختبار الصيغ المختلفة أو المستويات المختلفة للكفاءة السوق، لذلك سنستخدم طريقة الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة السوق في صيغته الضعيفة، من خلال دراسة استقلالية أو عدم استقلالية التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم خلال فترة الدراسة، كما سنستعمل أسلوب تحليل الارتباط لدراسة كفاءة السوق في صيغته المتوسطة، وذلك من خلال دراسة تأثير المعلومات الاقتصادية العامة المرتبطة بالمحيط الخارجي على سعر السهم.

المبحث الأول: قياس كفاءة سوق رأس المال باستخدام مؤشرات السوق

سنخصص هذا المبحث لدراسة و تحليل كل من مؤشر عدد الشركات المدرجة في البورصة، رأس المال السوقي، ومؤشر سيولة السوق، في كل سوق رأس مال على حدة، للحكم على ما إذا كان سوق رأس المال يتوفر على السمات الأساسية للكفاءة .

المطلب الأول: بورصة عمان

عرفت بورصة عمان تطورات على مستوى كل من مؤشر الشركات المدرجة، رأس المال السوقي، ومؤشر السيولة خلال فترة الدراسة، وهو ما يظهره التحليل الموالي

1- مؤشر عدد الشركات المدرجة يقيس مؤشر عدد الشركات المسجلة مدى اتساع حجم السوق، حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات، وهو الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة البورصة. في حين أن انخفاض عدد الشركات المسجلة ، أو معدل النمو السلبي في عدد الشركات المسجلة ، يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة.

ولقد عرفت بورصة عمان تطور في عدد الشركات المدرجة كما يظهر من خلال الجدول التالي:

الجدول (3-1) : تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الأردن

السنة	عدد الشركات (شركة)	معدل نمو عدد الشركات (%)
2001	161	-
2002	158	-1.86
2003	161	+1.90
2004	192	+19.25
2005	201	+4.69
2006	227	+12.94
2007	245	+7.93
2008	262	+6.94

المصدر : منقول من أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية من اعداد لطرش سميرة السنة الجامعية 2010/2009

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري - قسنطينة-

يظهر من خلال هذا الجدول أن عدد الشركات المسجلة في بورصة عمان قد انخفض سنة 2002 مقارنة بسنة 2001 بنسبة 1.86 % وقد يكون سبب ذلك راجع لخروج بعض الشركات نتيجة لضعف أدائها. غير أن عدد الشركات ارتفع في السنة الموالية 2003 بنسبة 1.90%، واستمر هذا الارتفاع حتى نهاية فترة الدراسة 2008 . وكانت أعلى نسبة نمو قد سجلت سنة 2004 ، حيث كانت نسبة الزيادة في عدد الشركات تقدر ب 19.25 % مقارنة بسنة 2003.

و كما هو معروف انه كلما زاد عدد الشركات المدرجة في البورصة كلما اتسع حجم السوق، هذا الاتساع الذي يعتبر من الميزات الأساسية للسوق الكفاء .

وبالرغم من ذلك فان عدد الشركات المسجلة في بورصة عمان يبقى منخفض من 161 شركة سنة 2001 إلى 262 شركة سنة 2008 ، إذا ما قارناه بعدد الشركات المسجلة في الولايات المتحدة الأمريكية، التي تحتل المرتبة الأولى عالميا من حيث عدد الشركات المسجلة.

حيث كان عدد شركات السوق الأمريكي 6599 شركة سنة 1990 ، و 8450 شركة سنة 1998 (18)، وهي مازالت في تزايد مستمر. و مع ذلك يبقى تطور عدد شركات بورصة الأردن مؤشر ايجابي يدل على أن السوق في اتساع مستمر بشكل يؤثر ايجابيا على زيادة حجم الاستثمارات.

2- مؤشر سيولة السوق:

يقصد بسيولة السوق إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة و بسرعة، و كلما كان سوق رأس المال يتمتع بالسيولة كلما دل ذلك على كفاءته، وعليه فمن أجل قياس كفاءة السوق يمكننا حساب معدل دوران السهم (قيمة التداول/ رأس المال السوقي)، وبالنسبة لبورصة عمان فقد عرف هذا المؤشر تطور خلال فترة الدراسة وهو ما يظهر من خلال الجدول الموالي:

الجدول (3 - 2): تطور مؤشر السيولة في بورصة الأردن

السنة	قيمة التداول (مليون دينار)	معدل دوران السهم (%)	معدل نمو التداول (%)	قيمة
2001	662,57	16.35	-	
2002	946,38	20.31	+42.83	
2003	1.855,2	49.1	+96.03	
2004	3.793,2	58.2	+104.46	
2005	16.871,0	94.1	+344.77	
2006	14.209,9	101.1	-15.77	
2007	12.348,1	91.2	-13.10	
2008	20.318,0	91.5	+64.54	

المصدر: منقول من أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية من اعداد لطرش سميرة السنة الجامعية 2010/2009

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري - قسنطينة-

نلاحظ أن معدل دوران السهم قد عرف ارتفاعا مستمرا طيلة فترة الدراسة، حيث ارتفع من 16.35 % سنة 2001 إلى 91.5 % سنة 2008. و قد سجل أعلى نسبة ارتفاع سنة 2006 حيث قدر معدل دوران السهم ب 101.1، وهو ما يعني ارتفاع متوسط تداول السهم من 16.35 % في السنة، سنة 2001 إلى 101.1 % سنة 2006. وهذا يدل على إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة، الأمر الذي يعكس سيولة السوق. حيث أن زيادة سيولة السوق تؤدي إلى زيادة كفاءته.

و من الواضح أن هناك اتجاه نحو زيادة سيولة السوق و هو الأمر الذي يعكسه معدل نمو قيمة التداول، حيث عرف هذا المعدل زيادة من سنة لأخرى، وكانت أعلى نسبة له سنة 2005، حيث أن معدل نمو قيمة التداول قدر في هذه السنة مقارنة بسنة 2004 ب 344.77 %، وهي نسبة جد معتبرة و تدل على سرعة نمو بورصة الأردن و زيادة نشاط السوق، حتى وان سجلت قيمة التداول انخفاضين متتاليين سنتي 2006 و 2007 على التوالي، فقد عاودت الارتفاع سنة 2008 بنسبة 64.54%.

3- رأس المال السوقي

يؤدي ارتفاع رأس المال السوقي إلى آثار ايجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة، و بالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية ، لأن ارتفاع رأس المال السوقي يعني زيادة تعبئة الموارد وتنويع المخاطر (19) و رأس المال السوقي هو عبارة عن عدد الأسهم مضروباً بالقيمة السوقية أي سعر السهم في السوق. أما بالنسبة لبورصة الأردن فقد تطور رأس المال السوقي على الشكل التالي:

الجدول (3- 3) : تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الأردن

السنة	رأس المال السوقي (مليون دينار)	معدل نمو رأس المال السوقي (%)
2001	4.476,74	-
2002	5.028,95	+12.34
2003	7.772,8	+54.56
2004	13.033,8	+67.68
2005	26.667,1	+104.60
2006	21.078,2	-20.96
2007	29.214,2	+38.60
2008	25.406,3	-13.03

المصدر : منقول من أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية من اعداد لطرش سميرة السنة الجامعية 2010/2009

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري - قسنطينة-

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن رأس المال السوقي في بورصة الأردن قد عرف زيادة مستمرة من 2001 حتى 2005 ،حيث ارتفع سنة 2002 بمعدل 12.34% مقارنة بسنة 2001 ،وارتفع سنة 2003 بمعدل 54.56% مقارنة بسنة 2002 ،ليستمر في الارتفاع بمعدل 67.68% و 104.60% على التوالي سنتي 2004 و 2005 مقارنة بالسنوات التي تسبقها، وهو ما يعكس قدرة البورصة على تعبئة المدخرات و زيادة الاستثمارات، كما يعكس كذلك زيادة الإصدارات الجديدة.

كما أن تطور معدل نمو رأس المال السوقي يقيس مدى سرعة تطور البورصة من جهة، واتجاه هذا التطور من جهة ثانية. فبالنسبة لبورصة عمان نلاحظ أن هناك تطور ايجابي طيلة الفترة 2001 -

(19) إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000 ص 132

2005 كما أنه اتجاه نحو الارتفاع ، وهو يعد تطور سريع و ما يعكس ذلك هو ارتفاع معدلات نمو رأس المال السوقي من سنة لأخرى.

غير أننا سجلنا بعد ذلك انخفاض سنة 2006 في رأس المال السوقي بمعدل 20.96 %، وقد يكون

سبب ذلك هو انخفاض قيمة الأسهم المتداولة، وان كان معدل الانخفاض في هذه الفترة أقل من معدل الارتفاع في الفترة التي سبقتها. تلاها بعد ذلك ارتفاع في قيمة رأس المال السوقي بنسبة 38.60 % سنة 2007 لينخفض في السنة الموالية 2008 بنسبة 13.03 %.

على العموم و باستثناء الإنخفاضين المسجلين سنة 2006 و 2008 ،يمكننا القول أن بورصة عمان قادرة على جذب مدخرات جديدة، وتشجيع الاستثمار، وهي تعرف تطور سريع في اتجاه ايجابي، ويمكن اعتبار ذلك مؤشر على كفاءة البورصة.

المطلب الثاني: سوق الأسهم السعودي

سنخصص هذا العنصر لدراسة التطورات التي عرفها سوق الأسهم السعودي على مستوى عدد من المؤشرات، وهي مؤشر عدد الشركات المدرجة، سيولة السوق، رأس المال السوقي.

1- مؤشر عدد الشركات المدرجة

يمكن تلخيص التطورات التي عرفها هذا المؤشر من خلال معطيات الجدول التالي:

الجدول (3 -4) : تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي

السنة	عدد الشركات (شركة)	معدل نمو عدد الشركات (%)
2001	76	-
2002	68	-10.53
2003	70	+2.94
2004	73	+4.29
2005	77	+5.48
2006	86	+11.69
2007	111	+29.07
2008	126	+13.51

المصدر : منقول من أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية من اعداد لطرش سميرة السنة الجامعية 2009/2010

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري - قسنطينة.

عرف سوق الأسهم السعودي انخفاض في عدد الشركات المدرجة سنة 2002، حيث قدر هذا الانخفاض بـ 10.53 %، ليرتفع بعد ذلك عدد الشركات المسجلة في السوق، حيث سجلنا زيادة في معدل نمو عدد الشركات من 2.94 % سنة 2003 إلى 13.51 % سنة 2008 لينتقل بذلك عدد شركات سوق السهم السعودي من 68 شركة سنة 2002 إلى 126 شركة سنة 2008. مع أن هذا العدد يبقى منخفض إذا ما قورن مع عدد الشركات المدرجة في بورصات الدول المتقدمة، إلا أنه يعتبر مؤشر ايجابي بالنسبة لسوق الأسهم السعودي، حيث أنه كلما ارتفع عدد الشركات المدرجة في السوق ، كلما اتسع حجم السوق وكلما أدى ذلك إلى زيادة كفاءته.

2- سيولة السوق

سنحاول من خلال هذا العنصر تتبع سيولة سوق الأسهم السعودي، من خلال معطيات الجدول الموالي:

الجدول (3 - 5) : تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي

السنة	قيمة التداول (ريال)	معدل دوران السهم (%)	معدل نمو التداول (%)	قيمة
2001	83.350,48	31.26	-	
2002	116.162,07	39.45	+39.37	
2003	596.510,0	101.11	+413.52	
2004	1.773.859,1	154.44	+197.37	
2005	1.975.051,56	205.79	+11.34	
2006	5.261.851	429.2	+166.42	
2007	2.557.713	131.4	-51.39	
2008	1.962.946	212.3	-23.25	

المصدر : منقول من أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية من اعداد لطرش سميرة السنة الجامعية 2010/2009

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري - قسنطينة.

يعرف معدل دوران السهم لسوق رأس المال السعودي ارتفاعا كبيرا ومستمر من سنة 2001 حتى سنة 2006، لينخفض سنة 2007 و يعاود الارتفاع مرة أخرى سنة 2008. حيث نلاحظ أن معدل دوران السهم انتقل من 31.26 % سنة 2001 إلى 429.2 % سنة 2006، وهي نسبة مرتفعة تعكس سيولة سوق الأسهم السعودي. حيث كان متوسط تداول السهم سنة 2001، 31.26 مرة في السنة، ليرتفع إلى 429.2 مرة في السنة عام 2006.

و عليه يمكن القول أنه يمكن شراء و بيع الأوراق المالية بسهولة، وهو الأمر الذي يساهم في زيادة سيولة السوق وبالتالي زيادة كفاءته. كما أن سيولة سوق الأسهم السعودي تفوق سيولة بورصة عمان،

وهذا يظهر من خلال معدل دوران السهم الذي كان طيلة فترة الدراسة أكبر من معدل دوران السهم في بورصة الأردن.

كما سجل سوق الأسهم السعودي ارتفاع مستمر و بمعدل مرتفع في قيمة التداول من سنة 2001 إلى سنة 2006، غير أن قيمة التداول انخفضت خلال السنتين التاليتين 2007-2008 مقارنة بالسنة التي تسبقها. إلا أن نسبة الانخفاض في قيمة التداول تبقى أقل من نسبة الارتفاع المسجلة معظم فترة الدراسة. إن تحقيق معدلات نمو متتالية و ايجابية في قيمة التداول يدل على نشاط سوق الأسهم السعودي وسرعة نموه، وهي كلها عوامل تساعد على زيادة كفاءته.

3- رأس المال السوقي

لقد تطور رأس المال السوقي في سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة 2001-2008 وهو ما يتضح لنا من خلال بيانات الجدول التالي:

الجدول (3 - 6): تطور رأس المال السوقي في سوق الأسهم السعودي

السنة	رأس المال السوقي (مليون ريال سعودي)	معدل نمو رأس المال السوقي (%)
2001	274.527	-
2002	280.730,1	+2.26
2003	589.930,6	+110.14
2004	1.148.642,6	+94.71
2005	2.423.146,83	+110.96
2006	1.225.858	-49.41
2007	1.946.347	+58.77
2008	924.528	-52.50

المصدر : منقول من أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية من اعداد لطرش سميرة السنة الجامعية 2010/2009

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري - قسنطينة-

ملاحظة تطور رأس المال السوقي خلال فترة الدراسة تجعلنا نستنتج أن هناك زيادة في رأس المال السوقي، حيث قدرت هذه الزيادة ب 2.26 % سنة 2002 مقارنة بسنة 2001، ليرتفع بعد ذلك معدل نمو رأس المال السوقي إلى 110.14 % سنة 2003 مقارنة بسنة 2002، وتستمر هذه الزيادة حتى سنة 2005 أين سجلنا أعلى نسبة نمو في رأس المال السوقي قدرت ب 110.96 %. هذا يدل على قدرة سوق رأس المال السعودي على تعبئة الادخار، وزيادة الاستثمار و زيادة الإصدارات الجديدة. كما أن تطور

معدل رأس المال السوقي يدل على سرعة تطور سوق رأس المال السعودي، واتجاه هذا التطور الذي يعتبر اتجاه ايجابي باستثناء الانخفاض المسجل خلال سنة 2006 ، حيث قدرت نسبة الانخفاض ب 49.41 % ، وسنة 2008 حيث كان الانخفاض يقدر ب 52.50 % . واعتقد أن تراجع معدل نمو رأس المال السوقي يعود إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي.

على العموم يمكن القول أن سوق الأسهم السعودي قادر على التطور وبشكل سريع في المستقبل، كما أن له القدرة على جذب المدخرات و تشجيع الاستثمار، وهي كلها عوامل تساعد على تطور السوق واتساعه ومن ثم زيادة كفاءته.

المبحث الثاني : اختبار كفاءة السوق في صيغته الضعيفة باستخدام طريقة الأنماط الطارئة

سنستخدم أسلوب الأنماط الطارئة لدراسة ما إذا كانت التغيرات في أسعار أسهم أسواق رأس المال محل الدراسة عشوائية أم لا. حيث تقوم طريقة الأنماط الطارئة على تسجيل التغير في اتجاه الأسعار بوضع إشارة (+) عندما يرتفع السعر، وإشارة (-) عندما ينخفض السعر و صفر 0 عندما لا يكون هناك تغير في الأسعار.

R عدد التتابعات في عينة من n عدد.

نظريا المتوسط و التباين هو: $E(R) = (2n-1)/3$ (1-3)

$VAR (R) = (16n -29)/90$ (2 - 3)

و بالنسبة لعدد مرتفع (n عينة كبيرة)، توزيع R يتبع تقريبا التوزيع الطبيعي. فليكن :

$Z=R-E(R)/ \sqrt{var(R)}$ (3 -3)

بتحديد عتبة خطأ تقدر ب 5%

$| Z | < 1.96$ تعني أن العينة فعلا ليست عشوائية .

المطلب الأول: بورصة عمان:

سنقوم باختبار كفاءة بورصة عمان في صيغتها الضعيفة باستخدام أسلوب الأنماط الطارئة على مؤشر البورصة خلال الفترة 2001-2008.

الجدول (3-7) : تطور مؤشر بورصة عمان

السنة	مؤشر البورصة (نقطة)	التغير في المؤشر	نسبة التغير (%)
2001	1727,2	-	-
2002	1700,2	(-)	-1.56
2003	2614,5	(+)	+53.78
2004	4245,6	(+)	+62.39
2005	8191,5	(+)	+92.94
2006	5518,1	(-)	-32.64
2007	7519,3	(+)	+36.27
2008	6243,1	(-)	-16.97

المصدر : منقول من أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية من اعداد لطرش سميرة السنة الجامعية 2010/2009

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري - قسنطينة.

حسب معطيات الجدول لدينا:

$R=5$ تغيرات بالارتفاع و 3 تغيرات بالانخفاض

و لدينا المتوسط : $E(R) = (2n-1)/3$

$$E(R) = (2 \times 8 - 1) / 3 = 5$$

و لدينا التباين : $VAR (R) = (16n - 29) / 90$

$$VAR (R) = (16 \times 8 - 29) / 90$$

$$VAR (R) = 1.1$$

و لدينا:

$$Z = R - E(R) / \sqrt{VAR (R)}$$

$$Z = 5 - 5 / \sqrt{1.1}$$

$$Z = 0$$

أقل من 1.96 فهذا يعني أن التغيرات السعرية المتتالية عشوائية = Z بما أن فهي مستقلة عن بعضها البعض ، وهو ما يعد تأكيد لفرض كفاءة بورصة عمان في صيغتها الضعيفة وعليه لا يمكن الاعتماد على البيانات الماضية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل.

المطلب الثاني: سوق الأسهم السعودي

سنحاول معرفة ما إذا كان سوق الأسهم السعودي كفاء في صيغته الضعيفة و ذلك من خلال تتبع التغيرات التي عرفها مؤشر السوق خلال فترة الدراسة.

الجدول (3 - 8): تطور مؤشر سوق الأسهم السعودي

السنة	مؤشر البورصة (نقطة)	التغير في المؤشر	نسبة التغير (%)
2001	2.430,11	-	-
2002	2.518,08	(+)	+3.62
2003	4.437,58	(+)	+76.23
2004	8.206,23	(+)	+84.93
2005	16.712,64	(+)	+103.66
2006	7.933,3	(-)	-52.53
2007	11.176,0	(+)	+40.87
2008	4.803,0	(-)	-57.02

المصدر : منقول من أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية من اعداد لطرش سميرة السنة الجامعية 2010/2009

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري - قسنطينة-

من معطيات الجدول يتضح أن : $R=4$ ، تغيرين (2) بالارتفاع ، وتغيرين (2) بالانخفاض

$$E(R) = (2n-1)/3 \quad \text{و لدينا المتوسط:}$$

$$E(R) = (2 \times 8 - 1) / 3 = 5$$

و لدينا التباين:

$$VAR (R) = (16n - 29) / 90$$

$$VAR (R) = (16 \times 8 - 29) / 90$$

$$VAR (R) = 1.1$$

و لدينا:

$$Z = \frac{R - E(R)}{\sqrt{\text{var}(R)}}$$

$$Z = \frac{4 - 5}{\sqrt{1.1}}$$

$$Z = -0.95$$

وعليه $|Z|$ تساوي 0.95 وهي أقل من 1.96 ، وهو ما يعني أن التغيرات المتتالية مستقلة عن بعضها البعض، بمعنى أن هذه التغيرات عشوائية.

و عليه لا يمكن الاعتماد على الأسعار الماضية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل. هذا يجعلنا نستنتج أن سوق الأسهم السعودي كفاء في صيغته الضعيفة.

المبحث الثالث: اختبار كفاءة سوق رأس المال في صيغتها المتوسطة

من أجل قياس كفاءة أسواق رأس المال العربية في صيغتها المتوسطة، سنحاول دراسة أثر بعض العوامل الاقتصادية الخارجية على أسعار الأسهم، أو مؤشر السوق لكل سوق على حدا خلال فترة الدراسة 2001-2008. و من بين المتغيرات الاقتصادية التي سنحاول دراستها، معدل التضخم، معدل البطالة، و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. حيث سنحاول دراسة استجابة الأسعار للتغير في أحد المتغيرات الاقتصادية، ولدراسة العلاقة بين مؤشر الأسعار وكل متغير اقتصادي سنعتمد على تحليل الارتباط من أجل الحكم على كفاءة التسعير.

حيث سنقوم باستخدام معامل ارتباط "بيرسون" من أجل تقدير جودة العلاقة و شدتها، اذ يعتبر معامل ارتباط " بيرسون" من أفضل معاملات الارتباط و أكثرها شيوعا و استخداما ، و ذلك لإمكانية استخدامه لقياس قوة الارتباط بين متغيرين مختلفين في الطبيعة ، ومختلفين في وحدات القياس مثلا قياس درجة الارتباط بين الطول (سم) و الوزن (كغ).

و يحسب معامل الارتباط " بيرسون" بالعلاقة التالية:

$$r = \frac{n \sum xy - \sum x \cdot \sum y}{\sqrt{(n \sum x^2 - (\sum x)^2) \cdot (n \sum y^2 - (\sum y)^2)}}$$

(3 - 4)

$$R = \frac{\quad}{\quad}$$

$$r = \frac{n \sum xy - \sum x \cdot \sum y}{\sqrt{(n \sum x^2 - (\sum x)^2) \cdot (n \sum y^2 - (\sum y)^2)}}$$

و تتراوح قيمة معامل الارتباط المحسوبة بين (-1.0) و (+1.0) ، حيث تشير القيمة (-1.0) إلى وجود حالة ارتباط سالب أو عكسي تام ، أما (+1.0) فترمز إلى وجود علاقة ارتباطية طردية أو موجبة تامة ، والقيمتان تدلان على أن جميع القيم الممثلة للعلاقة بين المتغيرين تقع على خط مستقيم. وكلما أخذت القيم تنحرف عن الخط المستقيم كلما قلت قيمة معامل الارتباط عن القيمتين السابقتين بحكم ضعف العلاقة بين قيم المتغيرين حتى إذا وصلت إلى درجة الصفر دل ذلك على انعدام العلاقة الارتباطية.(20)

المطلب الأول: بورصة الأردن

تتأثر أسعار الأوراق المالية في بورصة الأردن كغيرها من البورصات بمجموعة من العوامل الاقتصادية، من بين هذه العوامل التي سنخصصها بالدراسة في هذا المطلب، معدل التضخم، معدل البطالة، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

1- معدل التضخم

من المعروف أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم و القيمة السوقية للورقة المالية، حيث أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي بالمستثمرين في الأوراق المالية إلى المطالبة برفع معدلات العائد للتعويض عن مخاطر التضخم، وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية.

و عليه فان التغيير بهذا الشكل في القيمة السوقية للورقة المالية سيعكس كفاءة سوق رأس المال. لذلك و في محاولة منا لدراسة كفاءة أسواق رأس المال محل الدراسة سنحاول دراسة العلاقة بين مؤشر أسعار الأسهم في كل بلد و معدل التضخم، خلال فترة الدراسة .

لأنه في السوق الكفاء من المفروض أن تتغير القيمة السوقية للسهم بشكل عكسي مع كل تغير في معدل التضخم.

(20) فتحي عبد العزيز أبو راضي، الطرق الإحصائية في العلوم الاجتماعية، دار النهضة العربية، بيروت، 1998، ص373

الجدول (3 - 9) : مؤشر البورصة ومعدل التضخم في الأردن

السنة	مؤشر البورصة (نقطة)	معدل التضخم (%)
2001	1727,2	1.80
2002	1700,2	1.80
2003	2614,5	1.60
2004	4245,6	3.40
2005	8191,5	3.5
2006	5518,1	6.25
2007	7519,3	4.7
2008	6243,1	14

المصدر : منقول من أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية من اعداد لطرش سميرة السنة الجامعية 2010/2009

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري - قسنطينة-

بالاعتماد على بيانات الجدول (3 - 9) وباستخدام الحاسب الآلي، تم التوصل إلى أن معامل الارتباط بين مؤشر بورصة الأردن، ومعدل التضخم السائد في الأردن خلال فترة الدراسة هو $R=0.49$ بينما كان معامل التحديد $R^2 = 0.24$.

و للتأكد من أن معامل الارتباط بين المتغيرين حقيقي و غير زائف، نقوم باختبار معنوية معامل الارتباط. بمعنى من أجل اختبار ما إذا كان هناك ارتباط بين المتغيرين أم لا، نقوم باختبار فرض العدم $R = 0$ ، أي أنه لا يوجد ارتباط، مقابل الفرض البديل الذي يقوم فكرة أن $R \neq 0$ ، و الذي يعني أنه يوجد ارتباط حقيقي بين المتغيرين.

***اختبار معنوية معامل الارتباط**

بافتراض أن المجتمع له توزيع طبيعي فان معامل ارتباط العينة r يكون له توزيع t بوسط حسابي يساوي R وانحراف معياري $\sqrt{1-r^2/n-2}$ ، ذلك بدرجات حرية $n-2$ ، وبالتالي تكون خطوات اختبار أن معامل ارتباط المجتمع يساوي صفر كما يلي:

1- الفرض العدمي : أن معامل ارتباط المجتمع يساوي صفر، أي لا يوجد ارتباط بين المتغيرين، و بالرموز : $H^0 : R = 0$.

2- الفرض البديل : معامل ارتباط المجتمع لا يساوي صفر ، أي يوجد ارتباط بين المتغيرين ، وبالرموز : $H1: R \neq 0$.

3- إحصائية الاختبار : ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T ، والتي تأخذ الشكل التالي :

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/ n - 2}} \quad (5-3)$$

و التي لها توزيع t بدرجات حرية n-2

و عليه وانطلاقا من المعطيات المتوفرة لدينا سنقوم بحساب إحصائية الاختبار حيث:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/ n - 2}}, \quad T=1.36$$

نقوم بمقارنة T إحصائية الاختبار بحدود منطقة القبول.

فبالرجوع إلى جدول t (توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha=0.05$ ، ودرجات حرية

نجد أن قيمة $t=2.447$ ، $n-2 = 8-6=2$. نلاحظ أن T المحسوبة أقل من t الجدولية، وأن إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول (1.36) ، هو ما يعني قبول فرض العدم بأن $R=0$ و رفض الفرض البديل.

هذا ما يجعلنا نستنتج أنه لا يوجد ارتباط بين المتغيرين. انطلاقا من ذلك يمكن القول أن بورصة عمان ليست كفئة في صيغتها المتوسطة ، وذلك لأن مؤشر أسعار الأسهم لا يستجيب للتغير في معدل التضخم ، وهو ما يعكس انخفاض كفاءة التسعير في بورصة الأردن.

2- معدل البطالة

معدل البطالة يقيس نسبة العاطلين عن العمل في مجتمع ما، و للبطالة تأثير على أسعار الأسهم في البورصة. فارتفاع نسبة البطالة في الاقتصاد سيؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية للأفراد، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض الطلب على المنتجات، فينجم عنه انخفاض في المبيعات و بالتالي الأرباح، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض التوزيعات، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للسهم.

لذلك سنحاول في هذه المرحلة دراسة مدى استجابة مؤشرات البورصة للتغير في معدلات البطالة من أجل الحكم على كفاءة السوق ، لأنه يفترض في ظل السوق الكفاء ، وفي صيغته المتوسطة أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات سواء كانت تاريخية ، وكذلك المعلومات المنشورة لعامة الناس و المتعلقة

بالظروف الدولية ، ظروف الاقتصاد الوطني ، أو المتغيرات المتعلقة بالمنشأة في حد ذاتها. و عليه فإذا استجابت الأسعار لتلك التغيرات ستكون السوق كفاءة و العكس صحيح.

و تعتبر البطالة أحد متغيرات الاقتصاد (متغيرات المحيط الخارجي) التي سنحاول دراسة تأثيرها على مؤشر السوق، أو بتعبير أصح هل يستجيب مؤشر السوق للتغير في معدل البطالة أم لا ، وذلك من خلال حساب معامل الارتباط بين المتغيرين. بالنسبة للأردن يمكن أن نلخص البيانات المتعلقة بمعدل البطالة و مؤشر البورصة في الجدول التالي:

الجدول(3- 10) مؤشر البورصة ومعدل البطالة في الأردن

السنة	مؤشر البورصة (نقطة)	معدل التضخم(%)
2001	1727,2	15
2002	1700,2	16
2003	2614,5	16
2004	4245,6	16
2005	8191,5	15
2006	5518,1	12.5
2007	7519,3	15.4
2008	6243,1	13.5

المصدر : منقول من أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية من اعداد لطرش سميرة السنة الجامعية 2010/2009

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري - قسنطينة-

بالاعتماد على معطيات الجدول (3 - 10) و باستخدام الحاسب الآلي، وجدنا أن قيمة معامل الارتباط $R = -0.38$ ومعامل التحديد $R^2 = 0.14$.

لدينا : فرض العدم : $R = 0$: أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة الأردن و معدل البطالة.

الفرض البديل : $H1 : R \neq 0$ أي أن معامل الارتباط لا يساوي الصفر ، وعليه يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة الأردن و معدل البطالة.

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T ، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/n-2}}$$

$T = -1.03$

من جدول t و عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ ودرجات حرية $n-2 = 8-2=6$ نجد أن قيمة $t = 2.447$ نلاحظ أن t المحسوبة أقل من t الجدولية : $-1.03 > 2.447$.

كما نلاحظ أن t المحسوبة تقع في منطقة القبول، وعليه فإن القرار المتخذ في هذه الحالة هو قبول فرض العدم $R = 0 : H^0$ ، بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة الأردن ومعدل البطالة. أو بتعبير آخر أن مؤشر بورصة الأردن لا يستجيب للتغيرات في معدلات البطالة، وهو ما يعكس عدم كفاءة بورصة الأردن في صيغتها المتوسطة.

3- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

الناتج المحلي الإجمالي يمثل حجم الإنتاج الكلي من السلع و الخدمات ، وتحقيق معدلات نمو في الناتج المحلي الإجمالي يعكس نمو الاقتصاد، وهذا الأمر من شأنه أن يؤثر ايجابيا على مبيعات الشركة وعلى أرباحها و بالتالي على القيمة السوقية لأوراقها المالية. لذلك سنحاول من خلال هذا العنصر دراسة ما إذا كان هناك ارتباط بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي و مؤشر البورصة. أو بتعبير أصح سنحاول دراسة ما إذا كانت مؤشرات البورصة تستجيب للتغير في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي أم لا لنتمكن من الحكم على كفاءة أو عدم كفاءة السوق. و لإتمام دراستنا يمكننا الاعتماد على معطيات الجدول الموالي:

الجدول (3 - 11) مؤشر البورصة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الأردن

السنة	مؤشر البورصة (نقطة)	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (%)
2001	1727,2	2
2002	1700,2	3.5
2003	2614,5	3.5
2004	4245,6	3.1
2005	8191,5	5.1
2006	5518,1	5.8
2007	7519,3	6.3
2008	6243,1	5.7

المصدر : متقول من أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية من اعداد لطرش سميرة السنة الجامعية 2010/2009

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري - قسنطينة-

قمنا بحساب معامل الارتباط بين مؤشر بورصة الأردن و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من خلال معطيات الجدول (3 - 11) و باستخدام الحاسب الآلي، فكانت النتائج كما يلي:

$$R^2=0.71, R =0.84$$

ننطلق من:

فرض العدم : $R=0$: H^0 : أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة الأردن و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

-الفرض البديل: $R: \neq 0$: $H1$: أي أن معامل الارتباط لا يساوي الصفر ، وعليه يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة الأردن و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

3- إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T ، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/ n - 2}}, \quad T= 3.82$$

من جدول t و عند مستوى معنوية $\alpha=0.05$ ودرجات حرية $n-2=8-2=6$ نجد أن قيمة $t=2.447$

نلاحظ أن t المحسوبة أكبر من t الجدولية $3.82 < 2.447$ ، كما أن القيمة الإحصائية المحسوبة تقع في منطقة الرفض ، بمعنى رفض فرض العدم $R=0$ ، و قبول الفرض البديل أي $R \neq 0$.

أي رفض فكرة أن معامل الارتباط يساوي صفر، وقبول فكرة أن معامل الارتباط يختلف عن الصفر. هذا يعني أنه يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة الأردن و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، حيث قدر معامل الارتباط ب 0.84 و هو ما يشير إلى وجود علاقة قوية بين المتغيرين، وهي علاقة طردية ، حيث أن الزيادة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي تؤدي إلى ارتفاع مؤشر البورصة. كما نلاحظ أن 71% من التغير في مؤشر البورصة يفسر بتغير معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. هذا يعني أيضا أن مؤشر البورصة يستجيب للتغير في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، لكن أعتقد أن هذه العلاقة وحدها لا تكفي للحكم على كفاءة بورصة الأردن في صيغتها المتوسطة، خاصة بعد النتائج المتوصل إليها سابقا

و التي تؤكد عدم كفاءة البورصة في صيغتها المتوسطة لعدم تحقيقها لكفاءة التسعير مرة واحدة يلغي كفاءة البورصة في صيغتها المتوسطة.

المطلب الثاني: سوق الأسهم السعودي

خصص هذا المطلب لدراسة الارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي ومجموعة من العوامل الاقتصادية قصد اختبار كفاءة السوق في صيغته المتوسطة.

الجدول (3 - 12) مؤشر السوق و معدل التضخم في السعودية

السنة	مؤشر البورصة (نقطة)	معدل التضخم (%)
2001	2.430,11	0.5
2002	2.518,08	1.7
2003	4.437,58	1
2004	8.206,23	0.5
2005	16.712,64	0.8
2006	7.933,3	0.4
2007	11.176,0	1.9
2008	7.803,0	3.4

المصدر : منقول من أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية من اعداد لطرش سميرة السنة الجامعية 2010/2009 كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري - قسنطينة.

باستخدام بيانات الجدول (3 - 12) بالاعتماد على الحاسب الآلي نجد أن معامل الارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي و التضخم يساوي $R=0.01$ ، وأن معامل التحديد $R^2=0.0001$.

ننطلق من فرض العدم أن $H^0: R=0$ ، أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي و معدل التضخم.

في حين أن الفرض البديل $H1: R \neq 0$ ، يعني أن معامل ارتباط المجتمع لا يساوي الصفر و هو ما يدل على وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين.

إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T ، والتي تأخذ الشكل التالي:

r

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2}}$$

$$T = 0.02$$

$$\sqrt{1-r^2} / n - 2$$

من جدول t و عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ ودرجات حرية $n-2=8-2=6$ نجد أن قيمة $t=2.447$ ، نلاحظ أن T المحسوبة أقل من t الجدولية $2.447 > 0.02$ ، و أن إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول ، وهو ما يعني قبول فرض العدم بأن $R=0$: H^0 ، ورفض الفرض البديل.

كل هذا يجعلنا نستنتج أنه لا يوجد ارتباط بين المتغيرين، بمعنى أن سوق الأسهم السعودي ليس كفوفاً في صيغته المتوسطة، وذلك لأنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي و معدل التضخم، و هو ما يعكس انخفاض كفاءة التسعير في سوق الأسهم السعودي.

2- معدل البطالة

سنحاول فيما يلي دراسة استجابة مؤشر سوق الأسهم السعودي للتغير في معدلات البطالة خلال الفترة . 2008-2001.

الجدول (3 - 13) مؤشر السوق و معدل البطالة في السعودية

السنة	مؤشر البورصة (نقطة)	معدل البطالة (%)
2001	2.430,11	15.3
2002	2.518,08	15.7
2003	4.437,58	25
2004	8.206,23	25
2005	16.712,64	25
2006	7.933,3	13
2007	11.176,0	13
2008	7.803,0	13

المصدر : منقول من أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية من اعداد لطرش سميرة السنة الجامعية 2010/2009

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري - قسنطينة-

بالرجوع إلى المعطيات الخاصة بمؤشر سوق الأسهم السعودي و معدل البطالة خلال فترة الدراسة 2001-2008 ، وبالإعتماد على الحاسب الآلي استخرجنا معامل ارتباط " بيرسون" الذي كان يساوي $R=0.26$ ، ومعامل التحديد يساوي $R^2=0.07$.

و لدينا $n=8$

1- فرض العدم : $H^0 : R = 0$

2- الفرض البديل : $H1 : R \neq 0$

إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T ، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/ n - 2}}, \quad T = 0.67$$

فبالرجوع إلى جدول t (توزيع ستودنت) و عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ ، ودرجات حرية

$$n-2 = 8-6=2 \quad \text{ نجد أن قيمة } t=2.447$$

. نلاحظ أن T المحسوبة أقل من t الجدولية $2.447 > 0.67$ ، وهي بذلك تقع في منطقة القبول ، أي قبول فرض العدم.

بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي ومعدل البطالة، أو بتعبير آخر أن مؤشر السوق لا يستجيب للتغير في معدل البطالة. وعليه يمكن القول أن سوق الأسهم السعودي غير كفء في صيغته المتوسطة.

3- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

يمكننا تتبع التطورات الحاصلة على مستوى مؤشر سوق الأسهم السعودي ، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من خلال الجدول التالي :

الجدول (3 - 14) مؤشر السوق و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في السعودية

السنة	مؤشر البورصة (نقطة)	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (%)
2001	2.430,11	4
2002	2.518,08	1.6
2003	4.437,58	0.6
2004	8.206,23	5.3
2005	16.712,64	5
2006	7.933,3	6.5
2007	11.176,0	2.4
2008	7.803,0	4.7

المصدر : منقول من أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية من اعداد لطرش سميرة السنة الجامعية 2010/2009 كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري - قسنطينة.

بالرجوع إلى بيانات الجدول (3 - 14) و باستخدام الحاسب الآلي ، توصلنا إلى النتائج التالية:

معامل الارتباط $R=0.42$ ، ومعامل التحديد $R^2=0.17$.

و لدينا $n=8$

ننطلق من:

- فرض العدم $H^0: R=0$ ، أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

- الفرض البديل $H1: R \neq 0$ ، يعني أن معامل ارتباط لا يساوي الصفر و هو ما يدل على وجود ارتباط بين مؤشر السوق و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي T ، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{r}{\sqrt{1-r^2/n-2}} \quad , \quad T= 1.14$$

من جدول t و عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ ودرجات حرية $n-2=8-2=6$ نجد أن قيمة $t=2.447$ ، نلاحظ أن T الإحصائية المحسوبة أقل من t الجدولية $1.14 < 2.447$ ، كما أنها تقع في منطقة القبول أي قبول فرض العدم.

هذا يعني أن $R=0$ ، أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، أو بتعبير آخر أن مؤشر السوق لا يستجيب للتغير في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. و عليه نستنتج أن سوق الأسهم السعودي غير كفاء في صيغته المتوسطة.

الفصل الرابع

استراتيجيات الاستثمار

تعتمد استراتيجيات الاستثمار على القرارات الاستثمارية على اختلاف أنواعها بقصد الموازنة بين تكلفة الأموال المستثمرة و عوائدها المتوقع تحقيقها خلال الفترة الزمنية المستقبلية .

و تمثل الإستراتيجية سلسلة من القرارات التي تترجم إلى خطط يتم تنفيذها من قبل المستثمر لتحقيق أهداف استثمارية منها :

- تخفيض المخاطر التي تتعرض لها استثماراته في الأجل الطويلة

- احتمال تحقيق زيادة في العائد على الاستثمار خلال الفترة الطويلة (تناسب طردي بين العائد و المخاطرة مع العدى الزمني)

ولكي يضع المستثمر لنفسه إستراتيجية لاستثمارته لابد أن تتضمن الأهداف المطلوب تحقيقها من حيث:

- حجم المحفظة الاستثمارية .

- المدى الزمني للاستثمار (مدى قصير متوسط، طويل)

- حجم العائد المطلوب تحقيقه (أرباح رأسمالية ، العوائد الدورية)

- درجة تحمل المخاطرة.

- تحديد نوع الاستثمار بهدف تنويع و تقليل المخاطر .

-الجهات التي يمكن أن تساعد في الحصول على البيانات المالية و تحليلها.

إن تطبيق المستثمر لإستراتيجية استثمارية معينة تعتبر ضرورة لمعرفة حسن أداء المحفظة و طريقة اتخاذه القرارات الصائبة والتي تسهم في تقليل المخاطر ، حيث انه يقوم بإدارة المحفظة و التي تشمل بناء المحفظة و مراجعتها بصفة مستمرة سواء كان هذا المستثمر يتبع إستراتيجية الاستثمار السلبية و التي تعرف بان السوق الكفاء أو يتبع إستراتيجية الاستثمار النشطة و التي لا تؤمن بكفاءة الأسواق المالية .

المبحث الأول: استراتيجيات الاستثمار السلبية.

يطلق على الاستراتيجيات التي تعترف بان السوق كفاء بالاستراتيجيات الساكنة أو السلبية ، و تشير هذه الاستراتيجيات إلى اختيار الأصول المختلفة التي سوف يتم فيها مع تحديد نسب الأموال المستثمرة في كل منها مع الإبقاء على هذه المحفظة المالية دون تغيير يذكر ، و لكن حتى في ظل إستراتيجية الاستثمار

السلبية سوف يجد المستثمر نفسه مدفوعا نحو التغيير بسبب الضرائب و تكلفة المعاملات و الرغبة في الاحتفاظ بمستوى معين من الخطر و غيرها من العوامل التي تؤثر بالضرورة على تشكيلة المحفظة .

فالإيمان بكفاءة السوق يحمل في طياته اقتناع بان أسعار الأسهم في السوق تعكس قيمتها الحقيقية و هو ما يعني أن العائد يتناسب مع المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم لذلك لا توجد جدوى من إجراء تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة بهدف تحقيق أرباح غير عادية ، و في ظل هذه القناعة يصبح الاستقرار في المكونات المحفظة سمة أساسية للإستراتيجية الساكنة أو السلبية .

و يتوقع أن يكون عائد المحفظة في ظل هذه الإستراتيجية في حدود عائد محفظة السوق ، و عليه سيقوم المستثمر بتكوين محفظة مماثلة لمحفظة السوق ، بحيث يكون معامل بيتا لهذه المحفظة التي تم تكوينها وفق إستراتيجية السلبية مساويا للواحد ، وبالتالي سيكون عائد المحفظة مساويا لعائد محفظة السوق ، و عليه فان المخاطر التي تتضمنها المحفظة يتم تفسيرها بالتقلبات التي تحدث لعائد المحفظة السوق .

بعبارة أخرى يرى أنصار هذه الإستراتيجية انه لا يمكن لأي إستراتيجية نشيطة تقوم على التحليل و إعادة التقييم المستثمر لمكونات المحفظة و إحداث تعديلات فيها إن تحقق عائد يفوق عائد السوق ،وعليه فان المخاطر التي تتضمنها المحفظة يتم تفسيرها بالتقلبات التي تحدث لعائد محفظة السوق .

بعبارة أخرى يرى أنصار هذه الإستراتيجية انه لا يمكن لأي إستراتيجية نشيطة تقوم على التحليل و إعادة التقييم المستثمر لمكونات المحفظة و إحداث تعديلات فيها إن تحقق عائد يفوق عائد السوق ، فالتكاليف المصاحبة لإعادة تشكيل المحفظة عادة ما تفوق العائد الإضافي المتولد . و هكذا تحمل الإستراتيجية الساكنة في طياتها تكلفة اقل للمعاملات و حد ادني من الجهد المبذول في إدارة المحفظة .

المطلب الأول : الإستراتيجية السلبية أو الساكنة للاستثمار في محفظة الأسهم

نجد من بين الاستراتيجيات الساكنة في تكوين محفظة الأسهم إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ و إستراتيجية صناديق المؤشرات.

1- إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ:

في ظل هذه الإستراتيجية على المستثمر أن يسارع في الشراء إذا ما توافرت له الأموال دون انتظار طالما أن أسعار الأسهم في السوق تعكس القيمة الحقيقية لها ، كما أن عليه أن يتخلص منها بالبيع حينما يشاء دون انتظار و ليس هناك فرصة أنية أو مستقبلية يمكن أن يحقق من ورائها أرباحا متميزة على حساب آخرين .

فالمستثمر الذي يتبع الإستراتيجية السلبية لا تتوافر لديه مصادر للحصول على المعلومات الخاصة ، كما انه ليس له القدرة على التحليل السريع للمعلومات العامة المتاحة .

ولا تعني الإستراتيجية الساكنة المتمثلة في اشتر و احتفظ ووقف المستثمر مكتوف اليدين ،بل عليه أن يختار التشكيلة التي تتكون منها المحفظة بما يحقق أهدافه في إطار مستوى المخاطر التي يبدي استعداداه لتحملها ، إذ يرى جونز 1994 أن على المستثمر حتى في ظل هذه الإستراتيجية أن يجري تغييرا في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر اكبر ويدعوه لتحمل مخاطر أقل، وإذا ما اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر، كذلك فقد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة لترتفع قيمتها النسبية بشكل قد يؤدي إلى ارتفاع مستوى مخاطر المحفظة كما هو مخطط له بحيث يصبح إعادة تشكيل مكونات المحفظة مسألة لا مفر منها.

وتؤدي سياسة الشراء والاحتفاظ إلى تجنب متابعة السوق أو قراءة الجداول اليومية للتعاملات على الأسهم، أي أنه في الأجل الطويل لا توجد حاجة لذلك لان المحافظ المالية للمستثمرين الذين يستخدمون هذه الإستراتيجية ليست بحاجة إلى المزيد من الأوراق المالية. كما أن لهذه الإستراتيجية ميزة أخرى وهي تخفيض تكلفة التعاملات وتجنب تكلفة الحصول على المعلومات، ولا يعني هذا أن الأسهم التي تم شراؤها يتم إهمالها، حيث يمكن مراجعة هذه المحفظة من وقت لآخر وذلك بمقارنة أداء هذه الأسهم مع النمو في المبيعات والدخل واستبعاد أو التخلص من الأسهم التي لا تعطي نموا في العائد، ومع أن سياسة الشراء والاحتفاظ تخفض من الوقت اللازم لاتخاذ القرار الخاص ب متى يتم الشراء أو البيع،ولكن المشكلة بالنسبة للمستثمر هي أي من الأسهم يتم اختيارها.

2- إستراتيجيات صناديق المؤشرات:

تقضي هذه الإستراتيجية بقيام المستثمر ببناء محفظة مماثلة لأحد مؤشرات السوق مثل مؤشر S and B أو مؤشر داو جونز وبذات نسبة الأسهم لكل شركة داخل المؤشر، و بالطبع يمكن للمستثمر أن يريح نفسه كلية وذلك بأن يشتري وثائق صناديق مؤشرات، أي شراء صناديق استثمار تمثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر، وفي هذه الحالة سوف يضمن المستثمر حصوله على عائد يماثل متوسط عوائد الأسهم المتداولة في السوق دون أن ينطوي على ذلك تحمل مخاطر أكبر وذلك طالما أن حركة المؤشر تعكس حركة جميع أسعار الأسهم المتداولة في السوق.

المطلب الثاني : الإستراتيجية السلبية(أو الساكنة) للاستثمار في محافظ السندات

تقوم الاستراتيجيات السلبية لإدارة محفظة السندات على فرضية أساسية هي أن السوق كفاء، وأن الأسعار في حالة توازن، بمعنى أن العائد الذي يتولد عن السند بالسعر الذي يباع به يكفي للتعويض عن المخاطر التي ينطوي على الاستثمار في السند، وعليه فانه لا جدوى من إعادة تشكيل المحفظة من وقت لآخر بهدف اغتنام فرصة لتحقيق أرباح غير عادية. ولكن يجب ضرورة الحذر في فهم عبارة الإستراتيجية الساكنة وذلك أنها لا تعني أن المستثمر لا يفعل شيء بالمرّة، إذ يتوقع منه أن يعيد تشكيل

مكونات المحفظة إذا ما تغيرت أهدافه أو تغيرت قدرته على تحمل مستوى المخاطر أكبر، إضافة إلى ذلك فإن إعادة تشكيل المحفظة قد يكون ضرورة ملحة وذلك إذا ما تغيرت الظروف، فزيادة مخاطر التوقف عن السداد لشركة تتضمن محفظة المستثمر بعض سنداتها قد يكون مدعاة للتصرف فيها وإحلالها بسندات شركة أخرى ذات مركز مالي أفضل.

فبعد تكوين محفظة السندات أو عند إعادة تشكيل مكوناتها لابد أولاً من القيام بتقييم السندات الفردية المتاحة وذلك من حيث مخاطر التوقف عن السداد، مخاطر الاستدعاء، مخاطر صعوبة التسويق، كما ينبغي الأخذ في الحسبان إذا ما كانت السندات هي سندات دخل أي سندات يتمثل عائدها أساس في العوائد الدورية أم سندات تحقق لحاملها أرباحاً رأسمالية، ومن أبرز أنواع السندات التي تستهدف تحقيق أرباح رأسمالية السندات ذات المعدل الصفري التي تباع بقيمة أقل من قيمتها الاسمية بينما يحصل حاملها على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق بين القيمتين لفوائد التي يمكن اعتبارها الأرباح الرأسمالية المتولدة، وهناك كذلك سندات الخصم والتي بسبب انخفاض معدل القسيمة الذي تحمله مقارنة بأسعار الفائدة السائدة في السوق فإنها تباع بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، ويمثل هذا الانخفاض في القيمة تعويض للمستثمر عن انخفاض معدل القسيمة، إن قرار المفاضلة بين سندات الدخل وسندات الأرباح الرأسمالية أمر له أهمية على ضوء الهدف الذي حدده المستثمر.

وفي ما يلي عرض للاستراتيجيات الأكثر شيوعاً في تكوين محافظ السندات وهي

1- إستراتيجية الشراء والاحتفاظ

من خلال هذه الإستراتيجية يمكن للمستثمر بعد أن يكون قد حدد متطلباته الخاصة بشأن مستوى المخاطرة التي يبدي استعداداً لتحمله و العائد المتوقع و طبيعته و أهدافه الخاصة و غير ذلك من المتغيرات التي يوليها اهتماماً أن يختار مجموعة من السندات تتناسب مع تلك المتطلبات على أن يحتفظ بتلك السندات ولا يجري تعديلاً عليها إلا إذا تغيرت أهدافه أو تفضيلاً ته أو ظروف الشركات المصدرة للسندات .

2- إستراتيجية المؤشرات

يهدف المستثمر من خلال هذه الإستراتيجية إلى شراء السندات و الاحتفاظ بها، محاولة الاستفادة من الفرص التي تظهر في السوق عن طريق شراء بعض السندات وبيع البعض الآخر و ذلك باستعمال معلومات من السوق ، ففي ظل هذه الإستراتيجية فإن المستثمر لا يضيع وقته و جهده و ماله لاختيار أفضل توليفة من السندات ليضمنها محفظته ، بل بتشكيل محفظته مطابقة لمحفظة السندات الكفاءة التي شكلتها مؤسسات مالية معروفة ، ففي الو . م . ا هناك مثلاً محافظ أو مؤشرات سندات مثل مؤشر Salmon Brothers و مؤشر Shearson Lehman وما على المستثمر إلا أن يبني محفظة سندات

تشمل على توليفة مماثلة لمكونات أي من هذين المؤشرين ، هنا سوف يضمن عائدا مماثلا للعائد الذي يحققه المؤشر دون حاجة لإنفاق أي مصروفات عدا تكلفة المعاملات الخاصة بشراء تلك المستندات .

3- إستراتيجية التحسين

تقوم تلك الإستراتيجية على اختيار السند الذي يتماثل فيها الأمد مع الفترة الزمنية المخططة للاستثمار و ما ينطبق على السندات المفردة ينطبق على محفظة السندات ، فأمد محفظة السندات هو المتوسط المرجح بالأوزان لأمد السندات المكونة للمحفظة مع ملاحظة أن الوزن هنا يتمثل في الأموال المخصصة للاستثمار في كل سند Rose et Koleri 1995 ، فعلى المستثمر أن يقوم أو لا بتحديد الفترة المخططة للاستثمار في المحفظة ثم يقوم بعد ذلك باختيار مجموعة من السندات كون المتوسط المرجح لأمد الاستثمارات الفردية المكونة لها مماثلا للفترة الزمنية المخططة للاستثمار، ويمكن بالطبع للمستثمر أن يغير الفترة الزمنية المخططة غير أن ذلك يقتضي إعادة تشكيل مكونات المحفظة التي يتمشى المتوسط المرجح للأمد مع فترة الزمنية الجديدة . فإستراتيجية التحسين من شأنها أن تحمي المستثمر من نوع واحد من المخاطر هو مخاطر أسعار الفائدة .

المبحث الثاني: إستراتيجية الاستثمار النشطة (الايجابية)

تشير الإستراتيجية النشطة للاستثمار إلى قيام المستثمر بتعديل تشكيلة الأصول و مقدار الأموال المستثمرة في كل منها بصفة مستمرة و ذلك بغرض تحقيق عوائد إضافية .

و تقوم الاستراتيجيات النشطة لإدارة محفظة الأوراق المالية على اعتقاد أساسي مؤداه أن أسعار الأسهم في السوق لا تعكس قيمتها الحقيقية خلال بعض الفترات الزمنية ، أي أن المستثمر يؤمن بعدم كفاءة الأسواق المالية .

المطلب الأول: الإستراتيجية النشطة للاستثمار في محفظة الأسهم

توجد ثلاثة مداخل للإستراتيجية النشطة لإدارة محفظة الأوراق المالية المكونة من المجموعة من الأسهم و هي :

1- إستراتيجية اختيار الأوراق المالية

تتطلب هذه الإستراتيجية القيام بالتحليل الأساسي و التحليل الفني ، كما تتطلب استخدام سبل تقييم السهم و ذلك بهدف تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية و مقارنتها بقيمتها السوقية ، ثم اتخاذ قرار تضمينها مكونات المحفظة أو استبعادها منها، و لتقدير القيمة الحقيقية للسهم يحتاج المحلل إلى

معلومات عن ربحية السهم المستقبلية (مدخل مضاعف الربحية) و كذا الوقوف على نسبة الإرباح الموزعة حتى يمكن تقدير نصيب السهم منها وذلك حتى يمكن تقدير نصيب السهم منها و ذلك حتى يتمكن من استخدام تقييم التوزيعات .

2- إستراتيجية توزيع مخصصات المحفظة

تقوم هذه لإستراتيجية على إعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم شركات قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم شركات تنتمي لقطاعات أخرى.

وتصنف أسهم القطاعات ضمن أربع مجموعات هي:

أ- أسهم شركات حساسة للتغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة كأسهم البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، حيث أن أسعار أسهمها ترتفع بدرجة كبيرة مع انخفاض مستوى أسعار الفائدة، وتتنخفض أسعارها بدرجة كبيرة مع ارتفاع مستوى أسعار الفائدة، وهذا يعني أنه خلال الفترات التي يتوقع فيها ارتفاع أسعار الفائدة يصبح من المناسب البدء في تخفيض نسبة الاستثمار في تلك الأسهم والعكس في حالة توقع ارتفاع مستوى أسعار الفائدة.

ب- أسهم الشركات المنتجة للسلع المعمرة والتي يمكن أن نطلق عليها اسم الأسهم الدورية، فأسعار أسهمها ترتفع في فترات الرواج و تنخفض في فترات الكساد، مما يعني العمل على الحد من نسبة الموارد المستثمرة فيها في حالة توقع حدوث كساد وزيادة تلك النسبة في حالة توقع موجة الرواج.

ج- أسهم الشركات المنتجة للسلع الرأسمالية وهي أسهم لا تتأثر كثيرا بموجات الكساد والرواج قصيرة الأجل وإنما تتأثر بموجات الكساد والرواج الطويلة الأجل هي وحدها التي تترك تأثيرا ملحوظا على القيمة السوقية لأسهمها.

د- الأسهم الدفاعية كأسهم شركات الأدوية و الأغذية، فأسهم هذه الشركات لا تتأثر كثيرا بدورات الرواج و الكساد لذا قد يفضل المستثمر الذي لا يرغب في تحمل المخاطر أن يوجه إليها نسبة كبيرة من مخصصات المحفظة ، وذلك على عكس المستثمر الذي يبدي استعدادا اكبر لتحمل المخاطرة .

3- إستراتيجية توقيت السوق

وهي الإستراتيجية التي تركز على إعادة توزيع مخصصات (مكونات) المحفظة بين الأسهم العادية و الأصول المالية الأخرى ، فحسب هذه الإستراتيجية يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية لو انه يدرك متى يدخل في سوق الأسهم و إلى متى سيستمر و متى يصبح من الأفضل له الخروج منه موجهة حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل (أذونات الخزينة) ، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم ، وحسب هذه الإستراتيجية أيضا فانه في حالة

توقع رواج في سوق الأسهم يمكن للمستثمر أن يقترض لتدعيم المخصصات الموجهة للاستثمار في الأسهم العادية و نجاح تلك العملية مرهون بمعدلات الفائدة و حجم عمولة السمسرة ، و الضرائب على الأوراق المالية ، فكلما تضاعف حجم عمولة السمسرة و الضرائب كلما كانت فرصة نجاح تلك الإستراتيجية اكبر .

ويستخدم المحللون الفنيون الخرائط لدراسة تحركات الأسعار الماضية لتوقيت متى تتم عملية شراء أو بيع الأسهم سواء على مستوى السوق أو على مستوى أسهم فردية (أمد قصير) و كذلك الحال بالنسبة للتحليل الأساسي حيث يسعى المحللون الأساسيين إلى تحديد توقيت الشراء و البيع ، ولكن على مدى أفق زمني بعيد ، مع تركيز الانتباه على أي من الأسهم بيعها أو شراءها .

المطلب الثاني: الإستراتيجية النشطة للاستثمار في محفظة السندات

يقصد بهذه الإستراتيجية إمكانية إجراء تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة إذا كان من شان ذلك أن يؤدي إلى تحسين العائد أو تخفيض المخاطر ، و يوجد متغيرين أساسيين يحكمان إدارة المحفظة هما : الاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة ، و تواريخ الاستحقاق السندات المتاحة ، و يترتب عن انخفاض (أو ارتفاع) مستوى أسعار الفائدة ارتفاع أو (انخفاض) في قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق ومن بينها السندات ، كما أن حساسية أسعار السندات ذات تواريخ الاستحقاق الأطول للتغيير في مستوى أسعار الفائدة يكون اكبر مقارنة بالسندات ذات تاريخ الاستحقاق الأقصر، و بناءا عليه إذا كانت التوقعات تشير إلى انخفاض في أسعار الفائدة مستقبلا حينئذ يكون الإبقاء على السندات الطويلة الأجل هو القرار الاستثماري الأنسب، والعكس إذا ما كان من المتوقع أن ترتفع أسعار الفائدة إذ حينئذ تزداد جاذبية السندات القصيرة الأجل، إذن فالأمر يتوقف على القدرة على التنبؤ بالمستويات المتوقعة لأسعار الفائدة.

ويمكن إجمال مختلف الاستراتيجيات النشطة المستعملة في إدارة محفظة السندات في الاستراتيجيات التالية:

1- إستراتيجية تنوع تواريخ الاستحقاق

تشير العلاقة بين أسعار الفائدة السائدة والقيمة السوقية للأوراق المالية إلى أن تغير أسعار الفائدة يترتب عليه تغيرا اكبر في قيمة السندات طويلة الأجل مقارنة بالسندات قصيرة الأجل، وهكذا قد يواجه المستثمر في ظل عدم التأكد مشكلة تحتاج إلى حل، فإذا ما استثمر مخصصات المحفظة في سندات قصيرة الأجل، فإنه يتجنب التقلب الكبير في القيمة السوقية للسندات، وبذا يقلل مقدار الخسائر الرأسالية، غير أن استثمار الأموال في تلك السندات سوف يترتب عليه تقلبات كبيرة في العائد من السنة إلى أخرى إذ يصبح لزاما على المستثمر أن يقوم بسلسلة من الاستثمارات قصيرة الأجل بأسعار فائدة مختلفة، ومن

ناحية أخرى إذا استثمرت مخصصات المحفظة في سندات طويلة الأجل فسوف يتحقق استقرار أكبر في العائد السنوي المتولد، إلا أن القيمة السوقية لتلك السندات قد تتعرض لتقلبات شديدة مما قد يعرض المستثمر لخسائر رأسمالية وذلك إذا ما اضطر إلى بيع جزء منها قبل تاريخ الاستحقاق، هذه المشكلة قد يمكن التغلب عليها بإتباع سياسة تنويع تواريخ الاستحقاق. وتقضي تلك السياسة بتنويع مخصصات المحفظة بين السندات طويلة الأجل وقصيرة الأجل بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منها وتقليل المخاطر التي قد تترتب على توجيه كافة مخصصات المحفظة لأي من هذين النوعين دون النوع الآخر.

وتوجد ثلاثة أساليب للتنويع هي: الأسلوب الهجومي، وأسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق، والتنويع بالتركيز فقط على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل، ويمكن إيضاح تلك الاستراتيجيات كما يلي:

أ- الأسلوب الهجومي

يقوم الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة على تحول المستثمر من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل والعكس وذلك طبقاً للظروف، أي وفقاً للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التوقعات إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الارتفاع يسارع المستثمر إلى بيع السندات طويلة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل، وذلك قبل أن يحدث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة، فإن ما تحققت التوقعات وارتفعت أسعار الفائدة فسوف تتاح للمستثمر فرصة تحقق المزيد من الأرباح طالما أن السندات قصيرة الأجل تتحول إلى نقدية في المدى القصير مما يتيح فرصة استخدام حصيلتها في استثمارات جديدة تحمل أسعار فائدة مرتفعة. أما إذا كانت التوقعات تشير إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الانخفاض حينئذ يتوقع أن يسارع المستثمر إلى بيع السندات قصيرة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات طويلة الأجل، فإذا تحققت التوقعات فلن يتعرض المستثمر لتقلبات في العائد الدوري المتولد عن المحفظة إذ سيظل محتفظاً بالسندات التي تحمل معدل فائدة مرتفع مقارنة بمعدل الفائدة السائد في السوق لسندات مماثلة، إضافة إلى إمكانية تحقيق أرباح رأسمالية كبيرة إذا ما قرر التخلص من جزء من مكونات المحفظة قبل تاريخ الاستحقاق.

غير أن نجاح الأسلوب الهجومي يتوقف كلية على مدى دقة التنبؤ باتجاه أسعار الفائدة، فإذا تحققت التوقعات يمكن للمستثمر مضاعفة عائد المحفظة، وإذا لم تحقق التوقعات فقد يتعرض عائد المحفظة لهزات عنيفة كما قد تتعرض قيمتها السوقية إلى انخفاض كبير قد يلتهم جزءاً من أصل الاستثمار، لذا يتوقع عدم لجوء المستثمر لمثل هذا الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة ما لم يكن على درجة عالية من الكفاءة والمعرفة بشؤون الاستثمار.

ب- إستراتيجية تدرج تواريخ الاستحقاق

ويطلق عليها أيضا باسم إستراتيجية التنسيل، يقصد بتدرج تواريخ الاستحقاق توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تواريخ استحقاق متدرجة، إذ تعتمد هذه الإستراتيجية على مبدأ تنويع الاستحقاقات وبفواصل زمنية متساوية، وبذلك تكون حساسية المحفظة لتحركات أسعار الفائدة مختلفة من جانب ومن جانب آخر فإن الأموال المتحصل عليها من السندات التي تم استرداد قيمتها يعاد استثمارها في السلم الطويل الأجل.

لنفترض أن مستثمر ما قرر الاستثمار في سندات لا يزيد تاريخ استحقاقها 10 سنوات وانه يخطط لاستثمار 10 مليون دولار، في هذه الحالة يمكنه أن يحقق تدرجا صارما في تواريخ الاستحقاق وذلك بتنويع مخصصات المحفظة إلى 10 أجزاء متساوية ثم يقوم باستثمار كل جزء في مجموعة من السندات تستحق في تاريخ معين مختلف عن غيرها من المجموعات، بمعنى أن يقوم باستثمار مليون دولار في مجموعة سندات تستحق بعد 10 سنوات. ومن السهل إدارة تلك المحفظة، فبعد عام من الآن ستصبح السندات التي كانت تستحق بعد 10 سنوات تستحق 9 سنوات والسندات التي كانت تستحق بعد سنتين تستحق بعد سنة واحدة، أما السندات التي كانت تستحق بعد سنة واحدة فلن يكون لها وجود بعد عام من الآن، إذ سيسترد المستثمر قيمتها الاسمية من الجهة المصدرة لها، وما على المستثمر إلا أن يستثمر تلك الأموال المستردة في سندات تستحق بعد 10 سنوات حتى يكتمل التدرج، أي انه في كل عام يسترد المستثمر القيمة الاسمية للسندات التي حل تاريخ استحقاقها ليعيد استثمار حصيلتها في مجموعة السندات التي تستحق بعد 10 سنوات.

ويمكن للمستثمر إدخال بعض المرونة على توزيع مخصصات المحفظة فإذا كانت التوقعات تشير إلى احتمال ارتفاع أسعار الفائدة فيمكنه في هذه الحالة التخلي عن توزيع مخصصات المحفظة بالتساوي وذلك بزيادة الاستثمار في السندات قصيرة الأجل على حساب الاستثمار في السندات طويلة الأجل، وجزء اقل في السندات قصيرة الأجل.

ويسهم هذه النوع من التنويع في تحقيق أهداف المحفظة التي تتمثل في السيولة والربحية وتجنب انخفاض القيمة السوقية للاستثمارات المكونة لها، فوجود السندات قصيرة الأجل يسهم في مواجهة احتياجات السيولة، أما وجود السندات طويلة الأجل يسهم في تحقيق نوع من الاستقرار في العائد الدوري المتولد عن الاستثمار في المحفظة، كذلك يسهم وجود السندات طويلة الأجل مع السندات قصيرة الأجل في الحد من الخسائر الرأسالية التي تتعرض لها المحفظة، فلو أن استثمارات المحفظة تتكون فقط من سندات طويلة الأجل ثم ارتفعت أسعار الفائدة ليرتب على ذلك هبوطا شديدا في القيمة السوقية للاستثمارات المكونة للمحفظة، أما إذا وزعت مخصصات المحفظة بين سندات طويلة وسندات قصيرة الأجل ومتوسطة فإن هبوط القيمة الكلية للمحفظة سوف يكون اقل.

جـ أسلوب التركيز على الاستثمار قصيرة الأجل وطويلة الأجل

يقصد بأسلوب التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل، تشكيل المحفظة من سندات قصيرة الأجل (أقل من 3 سنوات)، وسندات طويلة الأجل (من 7 إلى 10 سنوات) فقط واستبعاد السندات متوسطة الأجل (من 3 إلى 7 سنوات). ويرجع السبب في ذلك أن السندات قصيرة الأجل تسهم في مواجهة متطلبات السيولة بينما تسهم السندات طويلة الأجل في مواجهة متطلبات الربحية، أما السندات متوسطة الأجل فهي لا تسهم في مواجهة متطلبات السيولة ولا في مواجهة متطلبات الربحية، و يعتمد توزيع مخصصات المحفظة على التوقعات بشأن اتجاه أسعار الفائدة و على مدى الحاجة إلى السيولة، فإذا كانت التوقعات تشير إلى اتجاه أسعار الفائدة و على مدى الحاجة إلى السيولة، فإذا كانت التوقعات تشير إلى اتجاه أسعار الفائدة نحو الارتفاع و أن الحاجة إلى السيولة قد تكون من الملائم تخصيص نسبة أكبر من الموارد المتاحة للسندات قصيرة الأجل.

قائمة المصادر والمراجع

- (1) اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية، د. نادية أبو فخره مكاي، ص 15. 5
- (2) مقدمة في الأسواق المالية، د. هدى محمد رشوان، ص 8.
- (3) البورصات والهندسة المالية، د. فريد النجار، ص 91 .
- (4) نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، د. أحمد أبو الفتوح الناقه، ص 17 .
- (5) منير إبراهيم هندی، - "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 38
- (6) -مثنى عبد الإله ناصر، "كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات"، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية-تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 11/12/2005، ص 4.
- (7) -مثنى عبد الإله ناصر، "كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات"، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية-تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 11/12/2005، ص 4.
- (8) محمد صالح الحناوي، "تحليل الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص 132
- (9) -عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص.
- (10) -مرجع سابق"، ص 181.
- (11) مسعود علي ناجي، "المعلومات المحاسبية وأهميتها في السوق الفعال"، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 3.
- (12) منير إبراهيم هندی، "مرجع سابق"، ص 38.
- (13) مثنى عبد الإله ناصر، "مرجع سابق"، ص 12.
- (14) -محمد صالح الحناوي، "مرجع سابق"، ص 77.
- (15) وكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005 ص 260.
- (16) -صلاح الدين حسن السبسي، "الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة"، دار الكتب، الطبعة الثالثة، القاهرة، 2003، ص 74.
- (17) سامي مباركي، "الأسواق المالية كأداة لتمويل الإقتصاد - دراسة تجريبية الأسواق المالية العربية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، يومي 22/21 نوفمبر 2006 ص 6، 5
- (18) إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000 ص 134
- (19) إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000 ص 132.
- (20) فتحي عبد العزيز أبو راضي، الطرق الإحصائية في العلوم الاجتماعية، دار النهضة العربية، بيروت، 1998، ص 373.
- (21) أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية من اعداد لطرش سميرة السنة الجامعية 2010/2009 كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري - قسنطينة.