

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة البليدة 2

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

أثر التحليل في السوق المالي على كفاءة الأسواق المالية

-دراسة حالة الأسواق المالية العربية-

أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود مالية وبنوك

إشراف الدكتور:

بوشنافة الصادق

إعداد الطالب:

بن عيشوش محمد

السنة الجامعية 2016 / 2017

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة البليدة 2

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

أثر التحليل في السوق المالي على كفاءة الأسواق المالية

-دراسة حالة الأسواق المالية العربية-

أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود مالية وبنوك

إعداد الطالب:

بن عيشوش محمد

أمام اللجنة المشكلة من:

أ.د. دراوسي مسعود	أستاذ التعليم العالي	جامعة البليدة 2	رئيسا
أ.د. بوشنافة الصادق	أستاذ التعليم العالي	جامعة المدية	مشرفا ومقررا
أ.د. بوزيدة حميد	أستاذ التعليم العالي	جامعة بومرداس	عضوا مناقشا
د. يخلف عبد الرزاق	أستاذ محاضر (أ)	جامعة البليدة 2	عضوا مناقشا
د. تحانوت خيرة	أستاذة محاضرة (أ)	جامعة البليدة 2	عضوا مناقشا
د. شبوطي حكيم	أستاذ محاضر (أ)	جامعة المدية	عضوا مناقشا

السنة الجامعية 2016 - 2017

إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع

إلى

الوالدين الكريمين، زوجتي وأبنائي الأعزاء

ريم، أيوب ومريم

إلى

كل من علمني حرفاً

إلى

كل من أحببت من قلبي

كل الزملاء والأصدقاء

خاصة أيوب

تشكرات

بعد الحمد و الثناء على الله عز وجل

نتوجه بالشكر الخالص إلى

"الأستاذ الدكتور بوشناق الصادق"

الذي لم يدخر أي جهد من أجل إعداد هذه الأطروحة

كما نتقدم بالشكر إلى

"الأستاذة أعضاء لجنة المناقشة الموقرة"

الذين قبلوا وتحملوا عناء قراءة وتفحص ومناقشة هذه المذكرة.

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مفهوم كفاءة أسواق رأس المال وتوضيح أساليب قياس فرضية السوق الكفاء وكذا أهمية ودور المعلومات في كفاءة السوق، وكيفية التحليل تلك المعلومات، ليتم بعد ذلك دراسة علاقة التحليل بالكفاءة في الأسواق المالية العربية -بورصة عمان، الجزائر، البحرين والمغرب نموذجا-، حيث تم استعمال اختبار Run Test واختبار Bivariate Correlation، لاختبار الاستقلالية بين الأسعار والارتباط بين الشركات في كل سوق من الأسواق محل الدراسة، ثم تم استخدام نموذج ARIMA لاختبار مدى تأثير التحليل الفني على كفاءة الأسواق المالية محل الدراسة.

من خلال الاختبارات السابقة تمكنا من التوصل إلى أن الأسواق المالية محل الدراسة لا تتصف بالكفاءة وذلك كون انه يمكن الاعتماد على التحليل الفني لتقدير أسعار الأسهم المستقبلية بالاعتماد على الفترات السابقة من السلسلة الزمنية للأسعار، وان هذا التقدير للأسعار لا يحقق فرضية السوق الكفاء، لان التنبؤ وتقدير الأسعار يتعارض مع مبدأ فرضية السير العشوائي للأسعار.

الكلمات المفتاحية: السوق المالية، كفاءة أسواق رأس المال، المعلومات، التحليل الفني والأساسي، كفاءة الأسواق المالية العربية.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	الإهداء
	شكر وتقدير
I	ملخص
II	قائمة المحتويات.....
V	قائمة الجداول والأشكال.....
15	مقدمة عامة.....
	الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية
27	مقدمة الفصل.....
28	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية.....
28	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية.....
32	المطلب الثاني: أهمية ووظائف الأسواق المالية.....
35	المطلب الثالث: تقسيمات الأسواق المالية
52	المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية.....
52	المطلب الأول: ماهية أوراق الملكية
61	المطلب الثاني: أوراق الدين.....
64	المطلب الثالث: الأدوات والأوراق المالية المشتقة.....
79	المبحث الثالث: سير السوق المالي

79	المطلب الأول: الوسطاء في سوق الأوراق المالية
86	المطلب الثاني: الأوامر والتسعيرة.....
90	خلاصة الفصل.....
الفصل الثاني: كفاءة الأسواق المالية والصيغ المختلفة لها	
92	مقدمة الفصل.....
93	المبحث الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية والصيغ المختلفة لها
93	المطلب الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية
101	المطلب الثاني: كيفية تحقق كفاءة السوق وأهميتها.....
104	المطلب الثالث: شروط قيام السوق الكفاء.....
107	المبحث الثاني: أنواع الكفاءة والصيغ المختلفة لفرضية كفاءة السوق المالي.....
107	المطلب الأول: أنواع الكفاءة.....
112	المطلب الثاني: متطلبات الكفاءة في الأسواق المالية.....
116	المطلب الثالث: الصيغ المختلفة لفرضية كفاءة السوق المالي.....
126	المبحث الثالث: المعلومات المالية وعلاقتها بالإفصاح وحوكمة الأسواق.....
126	المطلب الأول: حوكمة الاسواق المالية.....
131	المطلب الثاني: الإفصاح المحاسبي والشفافية وعلاقتها بالأسواق المالية.....
138	المطلب الثالث: المعلومة في الأسواق المالية.....
146	خلاصة الفصل.....

الفصل الثالث: التحليل الفني والتحليل الأساسي

148	مقدمة الفصل
149	المبحث الأول: التحليل الفني
149	المطلب الأول: مدخل للتحليل الفني
161	المطلب الثاني: أدوات التحليل الفني
173	المطلب الثالث: أدوات التحليل الفني لغرض التنبؤ بحركة الأسهم
183	المبحث الثاني: التحليل الأساسي
184	المطلب الأول: مفهوم التحليل الأساسي ومداخله
188	المطلب الثاني: مراحل التحليل الأساسي
206	المطلب الثالث: تقييم التحليل الفني والتحليل الأساسي
210	خلاصة الفصل

الفصل الرابع: اختبار العلاقة بين التحليل في الأسواق المالية العربية وكفاءتها

212	مقدمة الفصل
213	المبحث الأول: نماذج عن بورصات المغاربية وعن بورصات الشرق الأوسط
213	المطلب الأول: بورصة الجزائر
220	المطلب الثاني: بورصة الدار البيضاء
225	المطلب الثالث: بورصة عمان
229	المبحث الثاني: نماذج عن بورصات الخليج
229	المطلب الأول: سوق الأسهم السعودي
233	المطلب الثاني: بورصة قطر

238	المطلب الثالث: بورصة أبو ظبي للقيم المنقولة.....
243	المطلب الرابع: سوق البحرين.....
248	المبحث الثالث: دراسة اثر التحليل الفني في السوق المالية على كفاءتها.....
248	المطلب الأول: اختبار استقلالية الأسعار الأسبوعية عن طريق اختبار الدورة Run Test
255	المطلب الثاني: اختبار كفاءة الأسواق محل الدراسة من خلال اختبار (Bivariate Correlation).....
262	المطلب الثالث: اختبار ARIMA لتقدير الأسعار المستقبلية في الأسواق المالية محل الدراسة...
276	خلاصة الفصل.....
278	خاتمة عامة.....
289	قائمة المراجع.....

الملاحق

الملخص باللغة الأجنبية

فهرس الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	أنواع الخيارات حسب معيار الربحية	72
(2-1)	مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	77
(1-3)	المؤشرات الاقتصادية المستخدمة في التنبؤ بالظروف الاقتصادية	192
(2-3)	أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي	208
(1-4)	نتائج اختبار استقلالية أسعار الإغلاق الأسبوعية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان للفترة محل الدراسة	249
(2-4)	نتائج اختبار استقلالية أسعار الإغلاق الأسبوعية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة البحرين للفترة محل الدراسة	251
(3-4)	نتائج اختبار استقلالية أسعار الإغلاق الأسبوعية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة المغرب للفترة محل الدراسة	252
(4-4)	نتائج اختبار استقلالية أسعار الإغلاق الأسبوعية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة	254
(5-4)	معامل الارتباط بين شركات سوق الجزائر للأوراق المالية للفترة محل الدراسة (2016/04/01 – 2017/03/31)	256
(6-4)	معامل الارتباط بين شركات سوق المغرب للأوراق المالية للفترة محل الدراسة (2016/04/01 – 2017/03/31)	257
(7-4)	معامل الارتباط بين بنوك سوق البحرين للأوراق المالية للفترة محل الدراسة (2016/04/01 – 2017/03/31)	259
(8-4)	معامل الارتباط بين بنوك سوق عمان للأوراق المالية للفترة محل الدراسة (2016/04/01 – 2017/03/31)	261

فهرس الأشكال:

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1-1)	الأسواق المالية ومؤسسات الوساطة	31
(2-1)	أنواع الأدوات المالية المشتقة	66
(3-1)	اختيارات حامل حق الخيار	67
(4-1)	أنواع العقود المستقبلية	74
(1-2)	حركة التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	111
(2-2)	علاقة فرضية السير العشوائي بالمستوى الضعيف ومستويات السوق الكفاء	117
(3-2)	العلاقة بين مستويات صيغ الكفاءة المختلفة	124
(4-2)	العلاقة بين حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية	129
(5-2)	أهمية المعلومات المالية ومدى انعكاسها على سلوك المستثمرين وحملة الأوراق المالية عند تسعير الورقة المالية	141
(1-3)	اتجاه تصاعدي لحركة الأسعار	155
(2-3)	اتجاه تنازلي لحركة الأسعار	156
(3-3)	اتجاه جانبي لحركة الأسعار	157
(4-3)	نموذج يوضح خط الدعم	158
(5-3)	نموذج يوضح خط المقاومة	159
(6-3)	نموذج يوضح اختراق المقاومة والدعم	160
(7-3)	رسم بياني للحركات الأساسية	163
(8-3)	رسم بياني للحركات الثانوية	164
(9-3)	رسم بياني للتقلبات اليومية	165
(10-3)	مستويات الدعم والمقاومة عند وليام غان	169
(11-3)	الدورة الكاملة لموجة إلبوت	170
(12-3)	أنماط الموجات المتكررة لإلبوت	171
(13-3)	مخطط الأعمدة البيانية	174
(14-3)	الشموع اليابانية	176

177	أنماط الشمعدان ذو الشمعة الواحدة	(15-3)
179	خريطة النقطة والشكل	(16-3)
186	نموذج تخطيطي لمدخل التحليل الكلي ثم الجزئي.	(17-3)
187	نموذج تخطيطي لمدخل التحلي الجزئي ثم الكلي	(18-3)
193	مخطط يبين النقاط الأساسية لتحليل ظروف الصناعة.	(19-3)
198	رسم بياني يبين دورة حياة الصناعة.	(20-3)
216	مؤشر بورصة الجزائر لسنتي 2015 و 2016.	(1-4)
217	القيمة السوقية لبورصة الجزائر (مليار دينار)	(2-4)
218	تطور قيم التداول في بورصة الجزائر خلال سنة 2016 (مليون دج)	(3-4)
218	عدد الأسهم المتداولة في سنة 2016	(4-4)
219	نسب مساهمة الشركات المدرجة في قيمة التداول الإجمالية لعام 2016.	(5-4)
223	تطور مؤشر مازي خلال سنة 2016.	(6-4)
224	القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء لسنة 2016 مقارنة بـ 2015.	(7-4)
224	قيم التعامل في السوق الثانوية المستثناة من التداول.	(9-4)
227	تطور القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء خلال سنة 2016.	(8-4)
228	حجم التداول في بورصة عمان.	(10-4)
228	حجم التداول للقطاع المالي والصناعي والخدمات.	(11-4)
230	التطور التاريخي للسوق المالية السعودية.	(12-4)
231	قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية	(13-4)
232	مستوى إغلاق السوق (الوحدة: نقطة)	(14-4)
234	مؤشر بورصة قطر لسنة 2016.	(15-4)
235	القيمة السوقية لبورصة قطر لسنتي 2015 و 2016	(16-4)
236	قيم الأسهم المتداولة لمختلف القطاعات خلال سنة 2016.	(17-4)
237	التوزيع القطاعي لقيمة التداول للأسهم لعام 2016.	(18-4)
239	مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية لعام 2016.	(19-4)
239	القيمة السوقية المحلية لسنتي 2015 و 2016 (مليار درهم).	(20-4)
240	قيمة التداولات لسنتي 2015 و 2016.	(21-4)
241	المعدل اليومي لقيم التداولات لسنتي 2015 و 2016.	(22-4)
242	التوزيع القطاعي لقيمة التداول للأسهم لعام 2016.	(23-4)

245	أداء مؤشر البحرين العام خلال سنة 2016.	(24-4)
245	القيمة السوقية لسنتي 2015 و 2016 (مليار دينار).	(25-4)
246	قيمة التداولات لسنتي 2015 و 2016 (مليون دينار).	(26-4)
247	التوزيع القطاعي لقيم التداول بالأسهم لعام 2016.	(27-4)
264	يوضح السلسلة الزمنية الأصلية لأسعار أسهم عينة الدراسة في سوق عمان للأوراق المالية (أسعار الإغلاق الأسبوعية للأسهم للفترة محل الدراسة)	(28-4)
264	يوضح نمط دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الجزئي PACF لسوق عمان للأوراق المالية	(29-4)
265	يوضح النموذج المختار في التنبؤ في الأسعار المستقبلية من بين الحالات الممكنة لتقدير النموذج.	(30-4)
266	يبين السلسلة الزمنية المتوقعة لأسعار أسهم البنوك في سوق عمان للأوراق المالية	(31-4)
266	يبين السلسلة الزمنية الحقيقية لأسعار أسهم البنوك في سوق عمان للأوراق المالية.	(32-4)
267	يوضح السلسلة الزمنية الأصلية لأسعار أسهم عينة الدراسة في سوق البحرين للأوراق المالية (أسعار الإغلاق الأسبوعية للأسهم للفترة محل الدراسة)	(33-4)
268	يوضح نمط دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الجزئي PACF لسوق البحرين للأوراق المالية	(34-4)
269	يوضح النموذج المختار في التنبؤ في الأسعار المستقبلية من بين الحالات الممكنة لتقدير النموذج لسوق البحرين للأوراق المالية.	(35-4)
270	يبين السلسلة الزمنية المتوقعة لأسعار أسهم البنوك في سوق البحرين للأوراق المالية.	(36-4)
270	يبين السلسلة الزمنية الحقيقية لأسعار أسهم البنوك في سوق البحرين للأوراق المالية	(37-4)
271	يوضح السلسلة الزمنية الأصلية لأسعار أسهم عينة الدراسة في سوق المغرب للأوراق المالية (أسعار الإغلاق الأسبوعية للأسهم للفترة محل الدراسة)	(38-4)
272	يوضح نمط دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الجزئي PACF لسوق المغرب للأوراق المالية.	(39-4)

272	يوضح النموذج المختار في التنبؤ في الأسعار المستقبلية من بين الحالات الممكنة لتقدير النموذج لسوق المغرب للأوراق المالية.	(40-4)
273	يبين السلسلة الزمنية المتوقعة لأسعار أسهم البنوك في سوق المغرب للأوراق المالية	(41-4)
273	يبين السلسلة الزمنية الحقيقية لأسعار أسهم البنوك في سوق المغرب للأوراق المالية	(42-4)
274	يوضح السلسلة الزمنية الأصلية لأسعار أسهم عينة الدراسة في سوق الجزائر للأوراق المالية (أسعار الإغلاق الأسبوعية للأسهم للفترة محل الدراسة)	(43-4)
275	يوضح نمط دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الجزئي PACF لسوق الجزائر للأوراق المالية	(44-4)

قائمة الملاحق:

رقم الملحق	عنوان الملاحق
(01)	أسعار الإغلاق الأسبوعية للشركات محل الدراسة في بورصة الجزائر
(02)	أسعار الإغلاق الأسبوعية للشركات محل الدراسة في بورصة عمان
(03)	أسعار الإغلاق الأسبوعية للشركات محل الدراسة في بورصة المغرب
(04)	أسعار الإغلاق الأسبوعية للشركات محل الدراسة في بورصة البحرين
(05)	مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews

المقدمة

العامّة

المقدمة العامة.

عرف العالم جملة من التطورات والتغيرات مست جوانب عديدة للدول، من بين هذه التطورات الاهتمام بمصادر التمويل، وشهد الاستثمار المالي، خاصة في وقتنا الحاضر، اهتمام كثير من الباحثين والمختصين بشؤون الاقتصاد والمال، وأصبح شغلهم الشاغل في الحياة اليومية لما له من أهمية كبيرة على اقتصاديات الدول، وبالنظر إلى هذه الأخيرة، وخاصة النامية منها، فإن اقتصادها كان يعتمد على الديون الخارجية أي الاقتراض من الدول الأخرى أو المؤسسات المالية الدولية لتمويل اقتصادها ومشاريعها واستثماراتها، فيطلق على اقتصادها بمصطلح "اقتصاد المديونية"، وأصبح أولى أولويات وتوجهات هذه الدول هو التوجه صوب اقتصاد الأسواق المالية لما له من إيجابيات تعود بالنفع عليها من جهة، وتخلصها من أعباء وتبعات الديون الخارجية من جهة أخرى.

أثارت فكرة كفاءة الأسواق المالية ومازالت تثير خلافا شديدا بين المهتمين بتلك الأسواق، فوفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، يكون من شأنها تغيير وجهة نظرهم في الشركة المصدرة للسهم.

ويعتبر Fama أول من أعطى تعريف وصيغة رياضية لمفهوم كفاءة السوق المالي واعتبر أن السوق الكفاء هو الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة سواء كانت معلومات مالية أو غير مالية والتي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم، حيث قام بتصنيف وتقسيم فرضيته للسوق الكفاء Efficient Markets إلى ثلاث مستويات واستند في هذا التقسيم لمدى توفر

المعلومات في السوق وقسمها إلى كل من المستوى الضعيف Weak Form، والمستوى الشبه القوي Semi-Strong Form والمستوى الأخير هو القوي Strong Form.

حيث أن البيانات والمعلومات التي قد تتاح لجمهور المستثمرين، عادة ما تكون في صورة خام، كما أن معظمها ينصرف إلى الماضي وليس إلى المستقبل الذي هو بيت القصيد في اتخاذ قرارات الاستثمار، وحتى يمكن الانتفاع بتلك البيانات والمعلومات، فإنها تحتاج إلى تحليل عميق يساعد على استخلاص النتائج والعبر التي تسهم في رؤية ما يحتمل أن يكون عليه المستقبل، وتمهد بالتالي السبل لاتخاذ قرارات استثمارية مهمة.

في مجال الاستثمار في الأوراق المالية يوجد نوعين من التحليل: التحليل الأساسي والتحليل الفني، ويعني التحليل الأساسي بدراسة الظروف المحيطة بالشركة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة، أو الظروف الصناعية التي تنتمي إليها، أو ظروف الشركة ذاتها كل ذلك يهدف الكشف عن معلومات قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح التي يتوقع أن تتولد عن عملية الشراكة، والتي تعتبر محددًا أساسيًا للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره، أما التحليل الفني فيركز على دراسة السجل الماضي للتغير في السعر الذي يباع به السهم، على أمل اكتشاف نمط لهذا التغير يمكن المحلل من استخلاص نتائج تفيد بالتنبؤ بما سيكون عليه ذلك السعر في المستقبل.

الإشكالية الرئيسية.

على ضوء ما سبق يمكن طرح الإشكالية الجوهرية للبحث في السؤال التالي:

- إلى أي مدى يساهم التحليل الفني والأساسي في التأثير على كفاءة الأسواق المالية

العربية؟

ولتسهيل الإجابة على الإشكالية الجوهرية يتم تقسيمها إلى الأسئلة الفرعية التالية:

1. هل تتصف أسعار الأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة بالاستقلالية؟
2. هل يوجد ارتباط بين أسعار أسهم الشركات في كل سوق من الأسواق المالية العربية محل الدراسة؟
3. هل تظهر الأسعار التاريخية (السلسلة الزمنية) اتجاهًا واضحًا مع الزمن، أي يمكن الاعتماد على التحليل الفني لتقدير أسعار الأسهم المستقبلية بالاعتماد على الفترات السابقة من السلسلة الزمنية للأسعار؟

فرضيات الدراسة.

1. لا يوجد ارتباط متسلسل بين أسعار إغلاق الأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة للفترة الحالية وأسعار إغلاقها للفترة الزمنية السابقة بمعنى أن أسعار إغلاق الأسهم تتصف بالاستقلالية وهي بذلك تتبع فرضية السير العشوائي أي أن هذه الأسواق تتميز بكفاءتها عند المستوى الضعيف على الأقل.
2. لا يوجد ارتباط بين أسعار أسهم الشركات المدرجة في كل سوق من الأسواق المالية العربية محل الدراسة، هذا يؤكد مبدأ فرضية السير العشوائي للأسعار أي أن هذه الأسواق تتصف بالكفاءة.
3. لا تظهر الأسعار التاريخية (السلسلة الزمنية) في كل سوق من الأسواق المالية العربية محل الدراسة اتجاهًا واضحًا مع الزمن، أي لا يمكن الاعتماد على التحليل الفني لتقدير أسعار الأسهم المستقبلية بالاعتماد على الفترات السابقة من السلسلة الزمنية للأسعار.

أهمية الدراسة.

تتبع أهمية الموضوع من أهمية العملية الاستثمارية في حد ذاتها، وكون أن السوق المالي يعتبر من أهم محركات الاستثمار المالي التي ظهرت حديثاً، والتي تم تطويرها على المستوى العالمي، فنقوم هذه الأسواق بتقديم خدمات متعددة لشرائح عديدة من المجتمع، كما تخدم المؤسسات ورجال الأعمال الذين ينشطون في عالم المال والأعمال المليء بالمخاطر، وتعتبر كفاءة السوق المالي مؤشراً مهماً للمستثمرين وكذلك لتطور السوق في حد ذاته، ويعتبر تحليل المعلومات الواردة للسوق المالي مؤشراً مهماً لرفع كفاءته.

أسباب اختيار الموضوع.

جاء اختيارنا لهذا الموضوع لعدة اعتبارات أهمها:

➤ الرغبة في توضيح المفاهيم المرتبطة بكفاءة الأسواق المالية، وكذا التحليل الفني والأساسي لهذه الأسواق.

➤ الرغبة في معرفة علاقة كل من التحليل الفني والأساسي بكفاءة الأسواق المالية.

➤ الرغبة في التعرف على مستوى كفاءة بعض الأسواق المالية العربية، من أجل الاستفادة من تجاربها لتطوير سوقنا المالي.

أهداف الدراسة.

تهدف دراستنا لهذا الموضوع إلى تحقيق جملة من الأهداف نوجزها فيما يلي:

- تسليط الضوء على كفاءة السوق المالي وبيان مفهومها، أنواعها ومستوياتها.

- توضيح المفاهيم المرتبطة بالتحليل الفني والأساسي في السوق المالي، وتسلط الضوء على الأدوات التي تستخدمها كل تقنية.

- تحديد مدى كفاءة الأسواق المالية العربية وسبل تعزيزها.

- التعرف على أثر التحليل الفني والأساسي على الكفاءة في الأسواق المالية العربية محل الدراسة.

- الخروج بتوصيات حول كيفية الاستفادة من هذه الدراسة وتطبيقها على السوق المالية الجزائرية.

حدود الدراسة.

تتمثل حدود الدراسة التي اعتمدنا عليها فيما يلي:

✓ **الإطار المكاني:** تم اختيار نماذج عن بورصات دول الخليج (البحرين، أبو ظبي، قطر والسعودية)، ونماذج عن دول المغرب العربي والشرق الأوسط (الجزائر، المغرب والأردن) من أجل تقييم الأداء أما عند اختبار الكفاءة تم اختبار كفاءة الأسواق المالية لكل من الجزائر، المغرب، الأردن والبحرين.

✓ **الإطار الزمني:** كان الإطار الزمني للجانب النظري عميقا مس نشأة وتطور الأسواق المالية من بدايتها وتطورها بالإضافة لتطور مفاهيم الكفاءة واختباراتها، أما بالنسبة للناحية التطبيقية فاقتصرت على الفترة الممتدة من 2015/01/01 إلى غاية سنة 2017/03/31.

منهج وأدوات الدراسة.

بناء على الإشكالية المطروحة وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة من هذه الدراسة، وقصد الإحاطة بجوانب موضوعها والتمكن منه، فإنه يتم استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات المالية والاقتصادية، وعليه فإن المنهج المستخدم سيكون منهجاً وصفيّاً تحليلياً بما يمكن من توضيح جوانب الموضوع النظرية، والذي يهتم بتجميع البيانات والمعلومات وتنظيمها بشكل تسلسلي والإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بكفاءة السوق المالي من حيث مفهوماتها ومكوناتها وأنواعها والصيغ المختلفة لها وكذا العوامل المؤثرة عليها.

إلا أنه لا يمكن الاقتصار على الصفة النظرية، بل يلزمنا اعتماد المنهج الاستنباطي بأسلوب علمي وتطبيقي في الفصل التطبيقي، لأنه يوافق طبيعة موضوع الدراسة والذي يتضمن إسقاطاً ميدانياً على الأسواق العربية، مستخدمين في ذلك مزيجاً من الأدوات والأساليب القياسية والإحصائية.

أما عن الأدوات المستعملة في الدراسة فتتمثل فيما يلي:

✓ **الدراسة النظرية:** أنجزت بالاعتماد على المسح المكتبي، بالإطلاع على مختلف المراجع باللغة العربية والفرنسية والإنجليزية، بالإضافة إلى استخدام الوثائق المتعلقة ببعض الملتقيات، والاستناد إلى الدراسات السابقة والمجلات ومواقع الإنترنت المتعلقة بموضوع الدراسة.

✓ **الدراسة التطبيقية:** تخص الأسواق المالية العربية، حيث استخدمنا فيها:

❖ النصوص والتقارير الصادرة عن الأسواق.

❖ نشرات التداول اليومية

❖ أدوات التحليل الإحصائي والمتمثلة في SPSS16.0 و Eviews 9.0.

الدراسات السابقة.

توجد عدة دراسات سابقة تناولت الموضوع، لكن ليس من نفس النواحي والجوانب التي تناولتها دراستنا، إلا أنها تلاقحت معها في بعض النقاط والمحاور، ومن أهم هذه الدراسات ما يلي:

❖ دراسة (Fama,1965)، مازالت الدراسات المتعلقة بسلوك أسعار الأسهم تلقى اهتماماً

كبيراً من قبل الأكاديميين والعاملين في المجال المالي والاستثماري على حد سواء،

واعتبرت دراسة (Fama) من أشهر الدراسات التي قامت باختبار كفاءة السوق المالي

على المستوى الضعيف، والتي قام من خلالها بقياس عشوائية أسعار الأسهم لثلاثين

سهما المسجلة بمؤشر داوجونز للفترة (1956-1961)م لعينة من الشركات الأمريكية،

حيث تم احتساب معامل الارتباط بين التغيرات في لوغاريتم أسعار الأسهم بفجوة زمنية

(فترات إبطاء) من يوم إلى عشرة أيام.

وقام الباحث باستخدام اختبار الارتباط الذاتي والاختبار المتكرر (Serial auto correlation

and Runs test)، وقد استنتج الباحث من دراسته أن أسعار الأسهم تسلك سلوكاً عشوائياً ولا

يوجد ارتباط بين تلك البيانات المستخدمة في الدراسة، وتوصل (Fama) إلى أن معاملات الارتباط

المتسلسل قريبة من الصفر في معظم الأحوال (حوالي 0.03) وكانت تقل كلما زاد الفاصل الزمني

المستخدم، وتوصل إلى أن هذه النتيجة تؤكد التحرك العشوائي لأسعار الأسهم، ولا يمكن لأي

مستثمر أن يعتمد على الأسعار الماضية في تكوين إستراتيجية يحقق من خلالها أرباح غير عادية.

❖ دراسة (Urrutia,1995)، كان عنوان هذه الدراسة "تحليل العلاقة بين الأسواق الكفوءة ونظرية السير العشوائي لأسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على مجموعة من الأسواق الناشئة في دول أمريكا اللاتينية"، استخدم (Urrutia) بيانات شهرية لمؤشرات الأسهم في كل من أسواق الأرجنتين وسوق البرازيل وسوق تشيلي وسوق المكسيك للفترة الدراسية (1975-1991)م.

وهدفت إلى اختبار فرضية السير العشوائي لأسعار الأسهم في تلك الأسواق، حيث بينت نتائج اختبارات نسبة التباين Variance Ratio واختبار التكرارات Runs، ودلت النتائج على أن أي سوق من هذه الأسواق الأربعة لم تمتلك أسعار الأسهم فيه خاصية السير العشوائي، ولذلك رفض فرضية السير العشوائي فيها، واعتبرت جميع الأسواق المدروسة غير كفوءة على المستوى الضعيف.

❖ دراسة (ROBERT et al,1989)، كان عنوان هذه الدراسة "المستوى الضعيف للأسواق الكفاءة في القرن الثامن عشر: دراسة تطبيقية لسوق لندن للأوراق المالية"، تتميز هذه الدراسة عن الكثير من الدراسات التي حاولت تحليل أسعار الأسهم في الأسواق الكفاءة كونها اعتمدت تحليل أسعار الإغلاق اليومية التي بلغت 10.000 سعر إغلاق يومي لفترة دراسية بلغت 40 سنة سابقة امتدت من 1821م إلى 1860م، من شركات سوق لندن للأوراق المالية.

افتترضت هذه الدراسة أن السلسلة الزمنية لأسعار الأسهم السابقة لا تعكس السلسلة الزمنية لأسعار الأسهم المستقبلية في الأسواق الكفوءة، حيث استخدم الباحث اختبار تحليل الارتباط (Correlation Analysis) واختبار الدورة (Runs Test)، وأنهى الباحث بحثه سنة 1985م

بعدة نتائج كان أهمها أن سوق لندن كفؤ ضمن المستوى الضعيف، لأن السلسلة الزمنية لأسعار الأسهم السابقة في سوق لندن لا تمكن المستثمر من التنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية.

❖ دراسة (الزبيدي، 2012)، كانت هذه الدراسة بعنوان "تحليل سلوك أسعار الأسهم

باستعمال نموذج السير العشوائي دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"،

وهدف من هذه الدراسة للتعرف على مستوى كفاءة سوق العراق للأوراق المالية، وللوصول

لهذا الهدف تم تحليل العلاقة بين سلسلة من الأسعار الشهرية للشركات (أسعار الإغلاق

الشهرية) البالغ عددها (24) شركة، وكذلك تم تحليل بيانات المؤشر العام للسوق

والقطاعات المكونة له لسنة 2009م، وفرضية السير العشوائي للأسعار.

ولغرض اختبار هذه العلاقة تم استخدام تحليل الارتباط الذاتي Autocorrelation لنموذج انحدار

السلسلة الزمنية المختارة للتحليل، وقد تم استخدام اختبار الأحداث المتشابهة (Runs Test) للتأكد

من نتائج الارتباط الذاتي، بالإضافة إلى استخدام تحليل الارتباط الذاتي لتحليل العلاقة بين عوائد

المؤشر العام للسوق وعوائد القطاعات المكونة للسوق؛ وقد توصلت الدراسة إلى عدة استنتاجات

كان أهمها أن سوق العراق للأوراق المالية غير كفء، ضمن المستوى الضعيف للكفاءة، لأن

العلاقة بين أسعار الأسهم والمؤشر العام للسوق لا تتبع فرضية السير العشوائي.

❖ دراسة (لطرش سميرة)، كانت هذه الدراسة بعنوان "كفاءة سوق رأس المال وأثرها على

القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية"،

أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم

التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.

ركزت هذه الدراسة على كفاءة أسواق رأس المال العربية وصيغتها الضعيفة، والمتوسطة والقوية، مع اختبار وقياس الكفاءة في صيغتها الضعيفة على أسواق رأس المال العربية لكل من: بورصة عمان، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، بورصة الجزائر، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن كل من بورصة عمان، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية هي أسواق كفؤة في صيغتها الضعيفة.

أما ما نحاول تقديمه من خلال دراستنا هو كيفية قياس واختبار كفاءة الأسواق المالية العربية محل الدراسة وإبراز اثر الكفاءة على التحليل في الأسواق المالية بشقيه الفني والأساسي.

هيكل البحث.

سعيًا منا لتحقيق الأهداف المرجوة، ونظرًا لاتساع الموضوع وتشعب فروعه، وقصد إعطاء القدر الكافي من الاهتمام والتركيز للدراسة، والإجابة على إشكالياتها، وبناء على ما سبق تم تقسيم البحث إلى أربعة فصول مستهلة بمقدمة ومنتهاية بخاتمة، حيث قسم البحث إلى ثلاثة فصول للجانب النظري وفصل للجانب التطبيقي، ويمكن استعراض هيكل البحث كما يلي:

✓ الفصل الأول: تحت عنوان "الإطار النظري للأسواق المالية" قسم هذا الأخير إلى ثلاث

مباحث، فتمحور المبحث الأول حول المفاهيم العامة حول للأسواق المالية وكذا التقسيمات المختلفة لها، أما المبحث الثاني فكان مضمونه التحدث على الأدوات المالية المتداولة فيها بين أساسية ومشتقة، أما المبحث الثالث فكان مضمونه كيفية سير وآلية عمل الأسواق المالية وكذا الوسطاء الماليون المتدخلون فيها.

✓ **الفصل الثاني:** بعنوان "كفاءة الأسواق المالية والصيغ المختلفة لها" حيث تم تناول في

المبحث الأول الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية، أما المبحث الثاني فشمل أنواع الكفاءة والصيغ المختلفة لفرضية كفاءة السوق المالي والمبحث الثالث كان بعنوان المعلومات المالية وعلاقتها بكل من الإفصاح والشفافية وحوكمة الأسواق.

✓ **الفصل الثالث:** تحت عنوان "التحليل الفني والأساسي" تقسم إلى مبحثين، تمحور المبحث

الأول حول ماهية التحليل الفني من خلال التطرق إلى التعريف، الاستراتيجيات والأدوات، أما المبحث الثاني استهل بعنوان التحليل الأساسي فتم التطرق فيه بدءا بالتعريف، والاستراتيجيات، ثم المراحل وخطوات القيام به.

✓ **أما الفصل الرابع:** بعنوان "اختبار العلاقة بين التحليل في الأسواق المالية العربية

وكفاءتها" ويحتوي على ثلاث مباحث، تناولنا في المبحث الأول: فشمل نماذج عن بورصات المغاربية وعن بورصات الشرق الأوسط وتقييم الأداء لها، أما المبحث الثاني: فشمل نماذج عن بورصات الخليج وكذا تقييم أداءها، أما المبحث الثالث شمل اختبار الكفاءة للأسواق المالية العربية محل الدراسة والمتمثلة في كل من بورصة عمان، بورصة البحرين، بورصة المغرب وبورصة الجزائر عن طريق اختبار استقلالية الأسعار الأسبوعية عن طريق اختبار الدورة Run Test، اختبار كفاءة الأسواق محل الدراسة من خلال اختبار (Bivariate Correlation)، اختبار ARIMA لتقدير الأسعار المستقبلية في الأسواق المالية محل الدراسة.

وقد حاولنا في نهاية بحثنا تقديم خاتمة تتضمن تلخيصا للبحث، واختبارا لفرضيات الدراسة،

ومجموعة من النتائج المتوصل إليها، إضافة إلى بعض التوصيات والاقتراحات.

الفصل الأول:
الإطار النظري للأسواق
المالية

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

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

حيث تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظرا لما تزاوله من نشاط، وتعتبر انعكاسا للنظم والسياسات المالية والاقتصادية المتبعة في أي دولة، وكلما كان النظام المالي للدولة متطورا كلما أدى ذلك إلى تطور النشاط الاقتصادي وتقدمه ودعم التنمية الاقتصادية التي تعتمد إلى حد كبير على مدى أو معدل تجميع رأس المال والذي يعتمد بدوره على معدل الادخار ويمكن للمؤسسات المالية أن تؤثر على التنمية الاقتصادية ايجابيا من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفاء لهذه المدخرات المجمعة على الاستثمارات وإزالة الازدواج المالي بين السوق المالي المنظم والسوق المالي غير المنظم.

المبحث الأول: مفاهيم عامة عن الأسواق المالية.

أصبحت الأسواق المالية محركا مهما في تنمية الاقتصاديات المختلفة وقطبا رئيسيا فيما يخص عملية التمويل المباشر للمؤسسات وقد بدأ نشاط هذه الأسواق يتخذ الصبغة الدولية في أواخر القرن العشرين مع التطور الكبير في التقنيات المالية المبتكرة، إن تطور الأسواق المالية ارتبط بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم الدول خاصة الرأسمالية ونظرا للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في الاقتصاد فأصبح يحظى بأهمية كبرى باعتبارها مصدر الأموال لتمويل المشروعات.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

عادة ما يطلق على سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية، أي سوق الأسهم والسندات، وهو المفهوم الضيق لسوق المال، وهناك من يطلق على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة.

السوق هو المكان الذي تقوم فيه المبادلات ما بين البائعين والمشتريين، أما السوق المالي هو الذي تتداول فيه الأدوات المالية¹، ويعرف السوق المالي على أنه أماكن للتبادل تسمح لكل من أصحاب العرض والطلب القيام بمعاملات مالية بطريقة سريعة وبسعر عادل²، ويتم فيها تداول الأوراق المالية، سواء كانت قصيرة أو متوسطة، أو طويلة الأجل ومثال على ذلك: الأسهم بكافة

¹ Simon. Y, Fleuriet . M "**Bourse et Marchés Financiers**", Economica,(2000),paris, p 09.

² Giteman. L, joehnk m "**Investissement et Marchés Financier**", ,pearson education,9édition, Paris, (2005), p50

أنواعها والسندات بكافة أشكالها، وشهادات الإيداع، عملات أجنبية وغيرها¹، وتشمل السوق المالية كل المدخرين والمستثمرين والمؤسسات المالية والأدوات المالية، وتعمل على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز.

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفائض المالية إلى قطاعات ذات العجز المالي، ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد تعود على مصدري الأوراق المالية ومشتري الأوراق المالية².

ويعرف سوق المال على أنه "ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي الأدوات المالية والمشتري تلك الأدوات وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي تم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه"³.

كما تعرف سوق الأوراق المالية بأنها "السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة في المجتمع بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد الوطني"⁴.

¹ فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، عمان، (2006)، ص8.

² حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة ودار النشر والتوزيع، طبعة الأولى، عمان، الأردن، (2001)، ص 114.

³ صافي أنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، (2006)، ص22.

⁴ مستجير رمزي شاكر، "دور سوق المال وبورصة الأوراق المالية في تشجيع الاستثمارات"، دار الكتاب الحديث، عمان، (2010)، ص 18.

هو السوق الذي يساعد على انتقال مدخرات أصحاب الأرصدة النقدية (أصحاب الفائض) إلى وحدات ذات العجز، من خلال المنشآت المالية وهذه الصعوبة انتقال الأموال بين الطرفين، تعود لعدة أسباب منها¹:

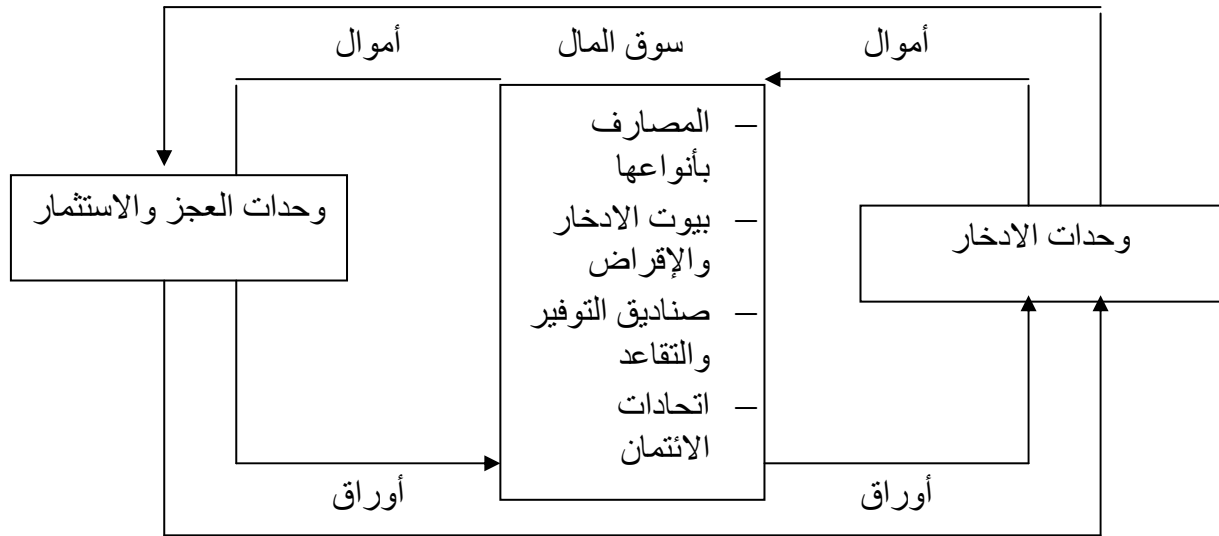
— الاختلاف في أسعار الأموال.

— عدم وجود الثقة بين الطرفين.

— الاختلاف حسب آجال الاستحقاق في الأموال.

مما سبق يمكن تقديم تعريف شامل للسوق المالي بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية، أو هو السوق الذي يتم فيه عرض الأموال وتداولها، أي هو عبارة عن الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد، وتجميع وتوزيع ادخارات الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال، وعادة ما يسمى ببورصة القيم المنقولة. من مفهوم السوق المالي، نجد أن هناك مزايا لكل من وحدات العجز، وحدات الفائض، والشكل التالي يوضح هذه المزايا.

¹ أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، جامعة الإسراء، عمان، (2004)، ص 111.



شكل رقم (1-1): الأسواق المالية ومؤسسات الوساطة

المصدر: أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، جامعة الإسراء، 2004، ص 111.

من الشكل يتضح لنا أن سوق المال يقوم بتقديم خدماته إلى أصحاب العجز Deficit Units، حيث يتحصل هذا الأخير على الأموال من مصادر مختلفة، وبأقل تكلفة.

أما وحدات الفائض Surplus Units، فتقدم وحدات ادخارية واستثمارية في آن واحد، من خلال أدوات الملكية ومديونية، ومن خلال فاعلية هذه الوحدات العاملة في السوق، تتحقق كفاءة هذه الخدمات، وكذلك يتوافر عنصر السيولة والمرونة للأموال المطلوبة أو المعروضة في السوق.

المطلب الثاني: أهمية ووظائف أسواق الأوراق المالية.

أولاً: أهمية أسواق الأوراق المالية.

تتجلى أهمية أسواق الأوراق المالية من خلال الدور الذي تقوم به في المجتمع والاقتصاد العام ككل، ويمكن ذكرها في النقاط التالية¹:

- يؤدي وجود أسواق الأوراق المالية إلى تقليل تكلفة تحويل المدخرات وبالتالي تسهيل الاستثمار.
- تضمن هذه السوق تمويل الاستثمارات الطويلة الأجل مع ضمان أن لا يفقد المدخرين سيطرتهم على مدخراتهم.
- تمكن أسواق الأوراق المالية من تحقيق المناظرة في الاستثمار ذلك لأنها تمكن المتعاملين من البيع والشراء عندما يرغبون في تنويع محافظهم المالية.
- أسواق الأوراق المالية تزيد من الحافز للحصول على معلومات للإفادة منها مما يساعد في تحسين الرقابة على إدارة الشركات.
- تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية بوضعها المالي حيث يعطي حجم تداول الشركة وأسعار أسهمه مؤشراً واضحاً عن أحوال الشركة ومركزها المالي.
- المساهمة في الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة والمتوسطة الأجل والمساعدة على جذب رؤوس الأموال الأجنبية.

¹ محمود حامد محمود عبد الرزاق، "اقتصاديات البنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر، ص 243.

ثانياً: وظائف السوق المالية.

إن للأسواق المالية عدة وظائف سواء تعلق ذلك بالمؤسسات أو المستثمرين أو بالاقتصاد وتتمثل هذه الوظائف في ما يلي¹:

أ. تعبئة المدخرات:

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

ب. الاحتفاظ بالثروة:

تعمل سوق رأس المال من خلال الأدوات التي توفرها على القيام بدور مخزن القيمة أو مخزن الثروة، حيث تتسم هذه الأدوات بأنها لا تتعرض للإهلاك، كما أنها تولد دخلاً خلال فترة الاحتفاظ بها.

وتعني الثروة مجموع قيم كل الأصول الموجودة بالمجتمع، حيث يشير مفهوم الثروة إلى أنها تتكون من إجمالي المدخرات بالمجتمع بالإضافة إلى العائد أو الدخل المحقق، ومن ثم زيادة قدرة سوق رأس المال على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية فإنه يؤدي إلى زيادة الثروة في الاقتصاد وبالتالي زيادة الاستثمار.

¹ إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، ط 1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، (2000)، ص 87-89.

ت. توفير السيولة:

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

ث. توفير التمويل للاستثمار:

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

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

ج. تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر:

تعمل سوق رأس المال على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنويع التي توفرها، حيث تمكن سوق رأس المال من بناء محفظة تضم أوراقا مالية لقطاعات مختلفة ومؤسسات متنوعة مما يعمل على تخفيض المخاطر، كما يكون التنويع على المستوى الدولي مما يتيح فرص أكبر

لتخفيض المخاطر، حيث نجد كل مؤسسة تعمل على تحسين وضعها والاستفادة من ارتفاع أسعار أوراقها المالية الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل من جهة، ويضع الثقة في تعاملاتها من جهة أخرى، وبهذا فإن حركة الأسعار في السوق تعمل بمثابة رقابة ومرشد للمديرين لتحسين أوضاع نشاطها وتحسين مركزهم المالي ومن ثم ينعكس ذلك على تحسين نمو الاستثمارات.

ح. تحقيق الاستقرار الاقتصادي:

تعد سوق رأس المال أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتنفيذ الحكومات مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي، وتجنب التضخم والكساد وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة، وبالتالي تغيير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد.

حيث تقوم الحكومة بالتأثير من خلال أدوات غير مباشرة في التدخل لتحريك سعر الفائدة مما ينعكس على حركة الأسعار في سوق رأس المال، وذلك لان هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والأسعار في سوق رأس المال ومن ثم التأثير في زيادة نمو الاستثمارات.

المطلب الثالث: تقسيمات الأسواق المالية.

الأسواق المالية ليست سوقاً واحدة متجانسة، بل هي أسواق متميزة كل واحدة منها متخصصة بنوع معين من أنواع المبادلات المالية، ولكل منها مؤسساتها الخاصة وإن كانت في بعض الأحيان متداخلة.

تنقسم الأسواق المالية إلى قسمين أحدهما يختص في المعاملات قصيرة الأجل وهو السوق النقدي Money Markets، والآخر يختص في المعاملات متوسطة وطويلة الأجل وهو سوق رأس المال Capital Markets.

أولاً: السوق النقدي Money Market.

1. تعريف السوق النقدي:

يشتمل سوق النقد على مجموعة من التعاريف من أهمها ما يلي:

يعرف أيضا بأنه عبارة عن سوق يتم من خلاله عملية الإقراض أو الاقتراض فيما بين البنوك المحلية أو المحلية والأجنبية أو فيما بين البنوك والمؤسسات المالية المحلية الأخرى ويتأثر سوق النقد بطبيعة الحال بنوعية السياسة النقدية المطبقة، ويرتكز على عامل أساسي مهم هو سعر الفائدة، والعوامل المهمة التي تؤثر عليه سواء محلية أو خارجية تمكن المتعامل من معرفته تحركات واتجاه أسعار الفائدة¹.

يعرف سوق النقد على أنه السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية قصيرة الأجل وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق².

كما يعرف سوق النقد أيضا على أنه السوق الذي يتعامل في الأوراق قصيرة الأجل حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين أو صكوك مديونية، مدون عليها ما يؤيد لحاملها أو لحائزها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر وهذه الأدوات تكون قابلة للتداول وتاريخ استحقاقها على يزيد عن السنة³.

¹ عبد المعطي رضا أرشيد وآخرون، الأسواق المالية، دار القومية، القاهرة، مصر، طبعة (1999)، ص36.
² عبد الغفار حنفي، ورسمية زكي قريا قص، "الأسواق المالية والمؤسسات المالية بنوك تجارية أسواق الأوراق المالية شركات التأمين"، بدون طبعة، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، (2004)، ص250.
³ عبد النافع الزرري، غازي فرح، "الأسواق المالية"، ط1، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، (2001)، ص36.

كذلك يعرف السوق النقدي على أنه أسواق الاستثمار قصيرة الأجل التي لا تتجاوز أجل استحقاق الأوراق المالية فيها عن السنة الواحدة، أي عبارة عن أسواق يتم فيها عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين البنوك المحلية أو المحلية والأجنبية لأجل أقل من السنة، حيث يركز هذا السوق على سعر الفائدة الذي يتحدد بناء على الطلب والعرض¹.

ويعرف السوق النقدي أيضا على أنه ذلك السوق الذي يمثل مكون قصير الأجل من السوق المالية، حيث تقوم الدولة والمؤسسات والبنوك بتمويل احتياجاتها المالية عن طريق الأسواق المالية كما تقوم بإصدار سندات الدين².

من خلال التعاريف السابقة والتي تصب في معنى واحد فإن سوق النقد هو عبارة عن السوق الذي تتداول فيه أدوات قصيرة الأجل والتي تكون أقل من السنة ولهذا تكون درجة المخاطرة فيه أقل من تلك الموجودة في سوق رأس المال.

2. خصائص السوق النقدي:

يتميز سوق النقد بمجموعة من الخصائص تتمثل في ما يلي³:

– **المرونة العالية:** حيث أن معظم الصفقات التي تتم في هذا السوق تكون بإجراءات مبسطة وتكاليف مخفضة.

¹ رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، ط 1، المعتر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2005)، ص 24.

² Dov Ogien, "Pratique des Marchés Financiers", 2e édition, Dunod, Paris, (2007), p37.

³ رسمية أحمد أبو موسى، المصدر المذكور سابقا، ص ص 24-25.

– **انخفاض درجة المخاطرة:** وذلك نظرا لسببين: **أولهما:** يتمثل في تدني درجة المخاطرة الناجمة عن احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق، لذلك فإن التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية تترك الآثار محددة على أسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة وبالتالي فإن المخاطرة قليلة، **وثانيهما:** تدني درجة مخاطرة الائتمان والتي تكون مرتبطة باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بديونه، لأن الأوراق المالية المتداولة المالية المتداولة في هذا السوق تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية والبنك المركزي، لذلك فإن احتمالات عدم الوفاء بالدين تكون منخفضة.

وعلى ضوء هذه المزايا التي يتميز بها هذا السوق فإنه يؤدي دورا مهما على مستوى الاقتصاد القومي:

- يلعب هذا السوق دورا هاما في تخطيط السياسة النقدية للدولة، إذ من خلاله فإن البنك المركزي يقوم بدور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل وهذا عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية، كذلك التحكم في أسعار الفائدة قصيرة الأجل عن طريق البنك المركزي فإنه يستطيع التحكم كذلك في أسعار الفائدة طويلة الأجل.
- بوجود سوق نقدي فعال فإنه تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل قصيرة الأجل، وبالتالي فإنه يزيد من سرعة دوران الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية باختلاف أنشطتها وبالتالي زيادة الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات مما يخلق انتعاشا وازدهارا اقتصاديا.

3. الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي:

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد في ما يلي¹:

أ. أدون الخزنة:

هي عبارة عن أداة من أدوات التمويل بالمديونية، وتصدرها الحكومة وذلك من أجل الحصول على الأموال اللازمة لتمويل أنشطتها المختلفة لأجل قصيرة، أقل من سنة، وتشمل هذه الاحتياجات المالية الحاجة إلى سداد الفوائد على السندات وكذلك سداد الأذن التي يحل أجل استحقاقها.

ب. الأوراق التجارية:

تعتبر الورقة التجارية أداة من أدوات المديونية قصيرة الأجل تصدرها الشركات المعروفة جيداً والتي لها سمعة ائتمانية عالية، للحصول على الأموال اللازمة لتغطية احتياجاتها للأموال قصيرة الأجل دون استخدام أية ضمانات للحصول على تلك الأموال.

ت. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:

تعتبر هذه الشهادات إيصال تقوم البنوك بطرحه، يثبت أن حامله قد أودع مبلغ معين لمدة محددة وبفائدة معلومة، حيث يمكن لحامله إما الاحتفاظ به حتى تاريخ الاستحقاق، وفي هذه الحالة يضل متمتعاً بضمان البنك، أو أن يقوم ببيعه في السوق الثانوي إذا اضطر إلى ذلك لكي يوفر الأرصدة السائلة لمواجهة التزاماته المستحقة.

¹ محمد أحمد عبد النبي، "الأسواق المالية: الأصول العلمية والتحليل الأساسي"، ط 1، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن - عمان، (2009)، ص ص 52-57.

ث. القبولات المصرفية:

تعتبر هذه الأداة من أقدم أدوات سوق النقد، وقد نشأت أساساً لخدمة حركة التجارة الدولية، فهي أمر بالدفع يطلب العميل من خلال البنك بأن يقوم بالدفع له أو لشخص معين في تاريخ محدد.

ويصبح هذا الأمر مقبولا إذا قام البنك بختمه بالعبرة السابقة، وبالتالي يمكن بيع هذا القبول في سوق النقد أو الاحتفاظ به حتى تاريخ استحقاقه والذي يتراوح عادة بين 30 يوم إلى 170 يوم، وإن كانت 90 يوم هي الفترة الشائعة.

ثانيا: سوق رأس المال Capital Market.

إن ظهور سوق رأس المال تزامن مع زيادة المعاملات التجارية وعقد الصفقات وإتمام المبادلات وبما أن رأس المال يعد ممول الحياة الاقتصادية فإن توفير هذا المال في الوقت المناسب، يتطلب توفير تنظيم معين.

1. تعريف سوق رأس المال:

من الصعب جدا إعطاء تعريف واحد لتعدد وجهات النظر من باحث إلى آخر وإنما الاختلاف يكمن في الزاوية التي ينظر من خلالها لسوق رأس المال. أسواق رأس المال هي آلية تسمح بالتقاء المتعاملين الاقتصاديين الذين لديهم فائض في الأموال، والمتعاملين الذين يكونون بحاجة إلى التمويل¹.

¹Pascal Quiry, Yann La fur, "Corporate Finance(Pierre Vernimmen) , Theory and Practice", John Wiky and sons L.t.d, the atrium, southern gate, chichester, England, Edition 2005, p 263.

يتم فيها تداول رؤوس الأموال طويلة ومتوسطة الأجل، يرى البعض أن البورصة هي مكان يجتمع فيه البائعون، والمشترون للأوراق المالية، أو الحاصلات الزراعية، أو السلع الصناعية كما يسمى اجتماع المتعاملين في إحدى السلع السابقة في مكان معين أيضا لكن هي في تعريف المختصين العمود الفقري لأي استثمار، بل هي دورة الدم المتجددة واللازمة لضمان استمرار الحياة في أي سوق¹، حيث تقوم الأسواق المؤسسة (البورصات) بتوفير المواقع والتسهيلات للقيام بالتداول من خلال قواعد وإجراءات واضحة وعليه يمكن اعتبار أسواق رأس المال كنظام صناعي لجمع، تحويل وتخصيص الموارد المالية².

انطلاقاً من كل ذلك يمكن القول أن سوق رأس المال هو سوق، لكنه سوق من نوع خاص تحكمه قواعد خاصة، وتتداول فيه منتجات ذات طبيعة خاصة، في مكان معين وفي فترات محددة، وفق نظام معين يحكمها وينظم عمله³، وإذا كان سوق رأس المال يعد في غالبه سوقاً منظمة فإنه يتشابه مع السوق في كونه مكان لالتقاء العرض والطلب، إلا أنه يختلف عنه في عدة نقاط، أهمها أن سوق رأس المال يخضع لقواعد وقوانين خاصة تحكم المعاملات داخله، بالإضافة إلى كون المنتجات المتداولة داخل سوق رأس المال، هي منتجات ذات طبيعة خاصة، ونقصد بها الأوراق المالية طويلة الأجل هذا إذا تكلمنا عن السوق المؤسسة⁴.

¹ واثق حمد أبو عمر، "النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية (عولمة أم فوضى منظمة؟)"، دار الرضا للنشر، سوريا - دمشق، (2003)، ص18.

² محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، "مقدمة في الأعمال والمال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (1999)، ص 364.

³ محمد صالح الحناوي، "دليل المستثمر المصاحب لكتاب أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإبراهيمية، (1997)، ص 43.

⁴ BERTRAND JACQUILLAT, BRUNO SOLNIK, "Marchés Financiers", DUNOD, Paris, (1997), p52.

لذلك ظهرت أسواق رأس المال التي ساهمت في توفير الأموال اللازمة لمختلف الأنشطة، من خلال الجمع بين طالبي الأموال وعارضيهيها .في إطار قواعد وقوانين معينة تحكم هذه المعاملات، حيث تعتبر القناة التي عن طريقها يتم تدفق الأموال من الوحدات التي لديها وفرة في النقدية إلى الوحدات التي تعاني من عجز بالسيولة، أي أن السوق عبارة عن وسيط بين العرض والطلب على الأموال¹.

2. أهمية سوق رأس المال:

تتمثل أهمية هذه السوق في صفة العمق والانتساع للورقة المالية، كذلك المرونة النسبية، حيث أن تنظيم هذه السوق يزيد من سرعة تداول الورقة المالية أي أن توفر استثمارية وقيمة عادلة للورقة المالية وفرصة لتمويل مختلف القطاعات².

3. وظائف سوق رأس المال:

سوق رأس المال هو الجهاز أو المجال الذي يؤدي من خلال منشآته وظيفية اقتصادية بالغة الأهمية في الاتصال والربط بين الوحدات وهذا بتحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز ونتطرق لهذا من خلال التعرف على وظائف السوق المالي التالية³:

¹ مسعود علي ناجي، "المعلومات المحاسبية وأهميتها في السوق الفعال"، ورقة مقدمة ضمن فعاليات الندوة العلمية بعنوان، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية تجارب - رؤى مستقبلية، جامعة الفاتح، 2005/12/11، ص33.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة"، ط1 ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، (2004)، ص 124.

³ يخلف عبد الرزاق، "الاستثمار في بورصة القيم المنقولة"، دراسة لواقع البورصات العربية وآفاقها المستقبلية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، (2001)، ص 19.

أ. حلقة تمويل الاقتصاد الوطني

تؤدي سوق رأس المال دور هام كحلقة لتمويل الاقتصاد من خلال:

- توجيه جزء من الادخار للمساهمة في الاقتصاد الوطني، وذلك بجلب رؤوس الأموال التي هي بحوزة الأعوان الاقتصادية التي لها القدرة على التمويل.
- المساهمة في تمويل استثمارات المؤسسات.
- منح المؤسسات والإدارات الموارد الطويلة الأجل اللازمة وتسيير نموها.
- لا يمكن أن نقول أن مساهمة السوق المالية في تمويل الاستثمارات ثانوية لأنها:
- تمثل رؤوس الأموال المجمعة تمويل طويل الأجل، وتكون أهميتها كبيرة في الدول التي يكون فيها التمويل الذاتي منخفض.
- تؤسس السوق المالية حاجة شبه مباشرة بين المدخرين الذين يريدون توظيف أموالهم والمستثمر الذي هو في حاجة لرؤوس الأموال.
- وفي المقام الثاني تقوم السوق المالية بتقديم الوسائل المالية للدول والمؤسسات العمومية
- الضرورية لتأسيس المشاريع الاستثمارية وتعديل الموازنات العامة للدول، إذا فاللجوء إلى الأسواق المالية واحدة من الشروط الضرورية للتمويل المتوازن للتنمية.

ب. وسيلة تنظيم سيولة ادخار المستثمر في الأجل الطويل

هذه الوظيفة هي وظيفة مكملة للأولى وتضمن الحيطة من خطر حركية الادخار، وذلك بالسماح بتسوية العروض والطلبات على السندات، فميكنازمات البورصة هي التي تقوم بهذه
الحيطة.

إن التوظيف في سوق رأس المال يعطي ميزة الحركية الفورية مقارنة بالأنواع الأخرى للاستثمار مثل الأصول الحقيقية، لأن حامل السند في البورصة له إمكانية بيعه لشخص آخر، ومتى تكون سيولة السوق متوفرة يجب على المتعاملين إيجاد ما يبحثون عنه من مقابل، سواء كانت أوراقا أو مبالغ مالية، ولا تحصل هذه السيولة إلا إذا كانت السوق واسعة وعندها يجب توفر كميات كبيرة من الصفقات حتى تسمح بوجود تبادلات بدون تقلبات كبيرة من الأسعار¹.

ج. وسيلة لقياس قيمة الأصول

تظهر حصة البورصة أسعار كل الأسهم، حيث أن السوق المالية هي أحسن وسيلة لقياس القيمة غير المعوضة لمؤسسة ما، والتي تتوفر على جملة من الشروط التي تسمح لها بالقيام، ويتم قياس قيمة هذه الأصول في إطار بورصة حساسة لتطوير المحيط السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والدولي، ويمكن أن يحدث تعسف في هذا القياس بالزيادة أو النقصان في تقدير قيمة المؤسسة²، ويؤخذ بعين الاعتبار في تقييم مدى رغبة المتعاملين في الإقبال على أية عملية، ويسمح تسعير المؤسسات في البورصة بالإضافة إلى تقنيات التقييم الأخرى (تحليل الميزانيات، خبرة نمط الإنتاج، السجلات التجارية وآفاق المؤسسة في السوق) من استعمال مهمتهم في التعامل مع الجهاز البنكي وإدارة الضرائب³.

¹ PIERRE LAMY, "Les bourses de valeurs", ed ECONOMICA, Paris, (1995), p7.

² SID ALI BOUKRAMI, "Vade-mecum de la finance", office des publications universitaires, Alger, (1992), p9.

³ GÉRARD MARIE HENRY, "Les marchés Financiers", ARMAND COLIN, Paris, (1999), p14.

د. وسيلة مساعدة لتبادل الهياكل الصناعية والتجارية

لمواجهة المنافسة الشديدة وللسيطرة على الأسواق والبحث على أحسن التقنيات للاستثمار بمردودية مرتفعة، يتوجب على المؤسسات القيام بعدد من العمليات على رأس مال مؤسسات أخرى كالامتصاص، الانضمام، التحكم في الإدارة، مثل هذه العمليات تكون غاية في السهولة إذا كان رأس مال تلك المؤسسات مفتوحا ومتداول في البورصة ويراد عادة بالعمليات المتعلقة بتحويل الهياكل الصناعية والتجارية المساعدة على تكوين المجمعات الصناعية وتطويرها¹.

4. تقسيمات سوق رأس المال:

تعدد هياكل سوق رأس المال من أسواق أولية و ثانوية وأسواق عاجلة وأخرى آجلة نبرز كل هذا فيما يلي:

1. السوق الأولي (سوق الإصدار) Primary Market

يتم في نطاق هذه السوق التعامل على الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة وذلك عن طريق ما يسمى الاكتتاب، سواء كان ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس شركات جديدة أو عند زيادة رأس مالها بعد التأسيس أو بإصدار السندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل².

الاكتتاب في الأسهم تخلقه مؤسسة متخصصة، الذي عادة ما يكون بنكا تجاريا أو مؤسسة مالية متخصصة كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، والجهة التي قررت إصدارها، فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة، كما قد يقوم بشراء

¹ Gunther capelle-blancard, Nicolas couderc, "Les marchés Financiers en fiches", Ellipses édition marketing s.a, (2004) , paris, France, p13.

² مستجير رمزي شاكر، المصدر لمذكور سابقا، ص 19.

الإصدار كله أو جزء منه بغرض إعادة بيعه للجمهور، ولا يعد بنك الاستثمار السبيل الوحيد لإصدار وتصريف الأوراق المالية فهناك طريقين آخرين هما الأسلوب المباشر والمزاد، ويقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة للورقة المالية بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة، لكي تبيع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها، أما الأسلوب المزاد فهو أسلوب بمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم معطيات تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء، ويتم قبول المعطيات ذات السعر الأعلى ثم المعطيات ذات السعر الأقل فالأقل، إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار¹.

II. السوق الثانوية (سوق تداول الأوراق المالية) Secondary Markets

نجد في هذه السوق نوعين آخرين من الأسواق هما السوق المؤسسية والسوق غير المؤسسية:

1. السوق المنظمة (البورصة) Organized Markets

يتخصص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها في السوق الأولية أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية، ويطلق على هذه السوق بالبورصة، بمعنى آخر إن هذه الأوراق متداولة أصلاً ومحل لاستمرار قائم وليست جديدة، وهذا ما يفرق سوق التداول عن سوق الإصدار أي بعد قيام المستثمرين بشراء الأوراق المالية الجديدة يتم تداول ونقل ملكية هذه الاستثمارات في الأسواق الثانوية²، وهذه الأسواق تتميز بوجود مكان مادي ملموس ومحدد يلتقي فيه المستثمرون للبيع والشراء، وكذلك تتميز هذه الأسواق بوجود التشريعات

¹ منير إبراهيم هندي، "إدارة المنشآت المالية وأسواق المال"، المكتب العربي الحديث للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، (2006)، ص 458.

² وعد حسن الصون، "أساسيات التجارة الدولية المعاصرة"، الجزء الأول، سلسلة الرضا للمعلومات، (2000)، ص 104.

والأنظمة الخاصة التي يجب على الشركة أو المؤسسة استيفائها، وتتعلق هذه الشروط بعدد المساهمين وعدد الأسهم فضلا عن ذلك هناك وقت محدد للتداول وعلى هذا الأساس فإن التعامل في هذه السوق يقتصر على الأوراق المالية المسجلة فقط التي يجب تداولها بواسطة الشركات المرخصة وفقا للقوانين والأنظمة المحددة لعملية التداول¹، ويطلق على هذا السوق اسم السوق المنظمة، وتنقسم الأسواق المنظمة بدورها إلى مستويين، وذلك حسب حجم وأهمية المؤسسات التي يسمح بتداول أسهمها:

أ. السوق الأولى First Market

والذي يخصص للشركات الكبيرة التي تستوفي الشروط التي تضعها البورصة، كما هو حال الأسواق اليوم، أو ما يعرف بالسوق الرئيسية كما هو عليه الحال في العديد من الأسواق العربية ويضم أكبر الشركات وأكثرها فعالية في الاقتصاد، هذا مع ملاحظة أن هناك شروطا لتسجيل الأوراق المالية في البورصة تتعلق بـ:

- أرباح الشركات، حجم أصولها.
 - الحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب.
 - عدد المساهمين وسمعة الشركة على المستوى الوطني وعلى مستوى القطاع الذي تنتمي إليه.
- وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة، كما أنه يتعين عليها نشر تقارير مالية نصف أو ربع سنوية بجانب الحسابات الختامية السنوية.

¹ عباس كاظم الدعيمي، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، (2010)، ص 148-149.

ب. السوق الثانية Second Market

ويتمثل الجزء الثاني في السوق الثانية وهي سوق مفتوحة إلى جانب السوق الأولى، حيث تضم شركات المساهمة التي لا يمكنها أن تدرج في السوق الرئيسية، وعادة ما تخصص هذه السوق للشركات الصغيرة والمتوسطة والشركات التي لا تستطيع تحقيق المتطلبات وشروط السوق النظامية فمثلا يمكن لشركة عائلية وبرأس مال ضخم وترغب في التحول إلى شركة مساهمة أن تدخل إلى السوق الثانية إذا لم تستطع تحقيق شروط الشفافية والإفصاح القاسية والمكلفة نسبيا، والتي تشترطها السوق الأولى أو النظامية.

ويعرف مركز إيداع الأوراق المالية لبورصة عمان السوق الثانية على أنها "جزء من السوق الثانوية والتي يتم من خلالها التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة، كما تعرف السوق الثانوية على أنها السوق التي يتم من خلالها شراء وبيع أوراق مالية مصدرة سابقا"¹.

وعليه فإن السوق الثانية هي سوق منظمة قوانينها ومقاييسها ومعاييرها شبيهة بالسوق الأولى ولكن بمتطلبات أقل، فيما أنها سوق مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي لا تستطيع تحمل التكلفة العالية لإعداد القوائم المالية المفصلة والأكثر دورية والإفصاح والشفافية، كما هو الحال في السوق الأولى، فإن شروط الإصدار في هذه السوق أقل حدة وشدة منها في الأولى.

ومن هنا فإن أهم الفروق بين السوق الثانية والأولى هو ذلك المتعلق بمتطلبات الإفصاح والشفافية، والتي تختلف من بورصة لأخرى، حيث تعمل كل بورصة على توضيح النقاط المتعلقة بدرجات الإفصاح والشفافية المطلوبة في السوق الثانية، والتي تشمل:

¹ جبار محفوظ، "المؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها"، دراسة حالة المؤسسات المصغرة في ولاية سطيف خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، العدد 5، (2003)، ص6.

- السياسة المحاسبية المتبعة في إعداد القوائم المالية وهوامش التغيير فيها مع إيضاح تأثيراتها المحتملة على الاستثمارات طويلة وقصيرة المدى.
- سياسة تقييم التكاليف وتأکید الإيرادات.
- سياسة رسملة تكاليف الاقتراض مع الإفصاح عن قيمة كل قرض وأعبائه والارتباطات المستقبلية والالتزامات المحتملة على الشركة، سواء كانت مالية أو قانونية، وإذا ما كانت هناك مخالفات منطقية استدعتها مرونة الوضع.
- توضيح بعض الاستثناءات الخاصة بالسوق الثانية والمتعلقة بالإفصاح ولوائح السلوك وشركات الوساطة وإدارة السوق.

بمعنى أنه لا يمكن البيع والشراء والانتقال بين الأسهم في نفس اليوم وإنما في اليوم التالي أو بعد يومين أو أكثر، وهناك فرق آخر يتعلق بنسبة التذبذب، حيث عادة ما تلجأ الأسواق الناشئة إلى تضيق نسبة التذبذب في السوق الثانية للحفاظ على استقرارها¹.

2. السوق الغير المنظمة Non-Organized Markets

يطلق اصطلاح السوق الغير منظمة على المعاملات من خارج البورصة الذي تتولاه بيوت السمسرة والتي يعتبر كل منها سوق مستقل بنفسه ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية، التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، وتتعامل الأسواق غير المؤسسة أساسا في الأوراق المالية غير المقيدة في الأسواق المنظمة (البورصات)²، وتضم هذه السوق أسواق فرعية أخرى هي السوق الثالث والسوق الرابع.

¹ جبار محفوظ، المصدر المذكور سابقا، ص7.

² منير إبراهيم هندي، المصدر المذكور سابقا، ص467.

أ. السوق الثالث Third market

تعد السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظمة، الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المؤسسية وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية في تلك الأسواق، وتمثل هذه البيوت في الواقع أسواقا مستمرة على استعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، وكما هو واضح فإنها تمارس دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المؤسسية، أما العملاء الذين يتعاملون في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك لحساب الغير، كما يمكننا إيجاد بعضا من بيوت السمسرة الصغيرة التي لا تجد ممثلين لها في السوق المؤسسية، وبالتالي فهي تلجأ إلى بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث لتجد سبيلا لإجراء تعاملاتها¹.

ب. السوق الرابع Fourth Market

تعتبر هذه السوق عن تلك السوق التي تجمع بين المستثمرين الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بأحجام كبيرة، وتعد هذه إستراتيجية متبعة للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، ويتم التعامل بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة معتمدا بذلك على شبكة قوية من التليفونات والكمبيوتر، والملاحظ هنا أن الوسيط لا يحتفظ بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها، مما يجعله في مأمن من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها، كما أنه لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي يوجه المستثمر أمواله إليها².

¹ جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص23.

² جمال الدين سحنون، المرجع السابق، ص24.

كما يمكن تقسيم سوق رأس المال كذلك إلى سوقين هما أسواق حاضرة وأسواق آجلة:

III. أسواق حاضرة (فورية) Spot Markets

وهي تتعامل بأوراق مالية طويلة الأجل (أسهم، سندات) وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية وهنا تنتقل ملكية الأوراق المالية للمشتري فورا عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم إما من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة¹.

IV. أسواق آجلة Future Markets

ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية وهي سوق تتعامل في أصول غير حاضرة يتفق على تسليمها أو تسويقها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم².

¹ منير هندي وآخرون، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، مصر، 1997، ص11.

² سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس القاهرة، مصر، (1998)، ص475.

المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية.

الأوراق المالية هي بمثابة صكوك في ملكية جماعية لشركة من الشركات أو حقوق ناتجة عن عملية قرض أجرتها إحدى الشركات أو الشخصيات الاعتبارية العامة، بحيث يكون لحملة الصكوك ذات حقوق متساوية، سنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف الأوراق المالية، وكذلك إلى أنواعها الأساسية والمشتقة، وهي عبارة عن السلعة التي يتم تداولها في السوق المالي، ومن ثم فهي تمثل عصب الحياة لهذه السوق، وتشير الورقة المالية إلى التمثيل القانوني لحاملي الورقة اتجاه الشركة المصدرة لهذه الورقة، والتي تخول له الحق في الحصول على جزء من العائد، أو جزء من أصول الشركة أوهما معا.

المطلب الأول: ماهية أوراق الملكية

تتمثل أوراق الملكية في الأسهم التي هي أحد أصناف الأدوات المالية المكوّنة لمحفظة الأوراق المالية، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع من الأسهم، سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط الآتية:

أولاً: تعريف السهم.

"الأسهم تشكل الرأسمال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلاً من الرأسمال المعلن والرأسمال الفعلي والرأسمال المساهم فيه، مصطلحات تعبّر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون"¹.

¹ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة: أسهم - سندات - أوراق مالية"، الطبعة الأولى، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2006)، ص ص 87-88.

يعرف السهم بأنه: "صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي للمساهم الحق ليمثل حصته في رأس مال الشركة، وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين وزيادة رأس المال في الشركات المساهمة"¹.

كما عرّفت المادة 715 مكرّر 40 من القانون التجاري الجزائري السهم على أنّه: "سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها".

ويتخذ السهم عدة أنواع من القيم يمكن ذكرها على النحو التالي:

– **القيمة الاسمية Par Value:** تتمثل القيمة الاسمية للورقة المالية في القيمة المدونة على الورقة المالية عند إصدارها سواء كانت أسهم عادية أو أسهم ممتازة أو سندات، ولا تعني القيمة الاسمية للورقة المالية القيمة التي يدفعها المكتتبين عند طرح الورقة المالية للاكتتاب، فقد يتم إصدار الورقة المالية بسعر إضافي (علاوة إصدار) أو بسعر مخصوم في بعض الحالات (بأقل من القيمة الاسمية)²، وبصفة خاصة القيمة الاسمية للسهم هي القيمة التي تحدّد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدوّن في شهادة السهم الصادرة لمالكه، ويتكوّن رأسمال الشركة من مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم³، وهي قيمة ثابتة لا تتغير إلاّ عند تجزئة السهم من قبل الشركة.

¹ محمد مطر، "إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية"، المصدر المذكور سابقاً، ص210.
² هيئة السوق المالية، "دليل المصطلحات الاستثمارية"، المملكة العربية السعودية، بدون سنة، ص13، متوفر على الموقع: http://www.cma.org.sa/IA/publ/AR_booklet_10/index.html#15، تاريخ الاطلاع: 2015/01/03، 17:57.

³ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، (2005)، ص114.

- **القيمة الدفترية Book Value**: هي قيمة السهم الموجودة في سجلات الشركة، حيث يتم تقييمها محاسبيا بناء على قيمة الأصول والموجودات، وهذه القيمة تتغير بصفة سنوية بناء على أداء الشركة المالي، ويمكن أن تزيد في حالة زيادة قيمة أصول الشركة أو تقل في حالة خسارتها لجزء من رأسمالها نتيجة لتعرضها للخسارة¹.
- **القيمة السوقية Market Value**: هي القيمة النقدية المدفوعة عند نقطة زمنية محددة، وتتحدد هذه القيمة بفعل عوامل العرض والطلب في بورصة الأوراق المالية، ويستخدم سعر السهم السوقى Market Price بشكل مرادف للقيمة السوقية في كثير من الأحيان².
- **القيمة عند التصفية Liquidation Value**: هي قيمة السهم الذي يحصل عليه المالك عند انتهاء نشاط المؤسسة وتصفيتها، وبالتالي يحتمل بشكل كبير أن تكون أدنى قيمة للسهم لافتراض وجود مشاكل تسبب التصفية³.
- **قيمة الإصدار Issuance value**: هي تلك القيمة التي تتحدد عند اتخاذ قرار إصدار الأسهم، يتم بيعها في السوق وفق هذه القيمة وتختلف عادة قيمة إصدار الأسهم الخاصة بالشركات القائمة عن قيمتها الاسمية، فتكون قيمة الإصدار أكبر من القيمة الاسمية وأقل من القيمة السوقية، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الإصدار بعلاوة الإصدار⁴.

¹ علي محمد شلهوب، "شؤون النقود وأعمال البنوك"، الطبعة الأولى، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، (2007)، ص187.

² أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2010)، ص160.

³ محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية: مؤسسات أوراق، بورصات"، الإصدار الثاني، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، (2007)، ص165.

⁴ دريد كامل آل شبيب، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2007)، ص392.

ثانياً: حقوق حملة الأسهم Rights of Stockholders.

إن حقوق حملة الأسهم تُحدّد في عقد إنشاء الشركة وما تنص عليه القوانين التي تُصدرها الدولة لتنظيم هذه العملية الحيوية، وعادة ما يتمتع حملة هذه الأسهم ببعض المزايا والحقوق هي:

1. الحقوق النقدية.

✓ **الحق في توزيع الأرباح:** يحق للمساهمين الحصول على جزء من الأرباح التي حققتها شركاتهم، وتمتاز هذه الأرباح بالتغير حسب النتيجة المحققة من قبل الشركة، كما أنها غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنوياً، فقد تحتفظ بجزء أو بكل الأرباح المحققة¹.

✓ **الحق في الأسهم المجانية:** تعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأسمال الشركة، وهي التي توزع على المساهمين بنسبة امتلاكهم للأسهم، وعادة تمنح هذه الأسهم من الاحتياطات الاختيارية والأرباح المدورة وعلاوة الإصدار لدى الشركة².

✓ **الحق والامتياز في الاكتتاب:** إن لحملة الأسهم العادية حق الأفضلية في الاكتتاب بأسهم الشركة الجديدة حسب نسبة امتلاك كل مساهم في الشركة، وتسمح لهم بشراء أسهم إضافية بأسعار أقل من سعر السهم في السوق، هذه الأفضلية تمكن المساهمين الحاليين من الحفاظ على حقهم بالتصويت وتحميهم ضد انخفاض نسبة ملكيتهم في الشركة³.

¹ جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، الطبعة الأولى، الجزء 2، دار هومة، الجزائر، (2002)، ص 16.

² بورصة عمّان، "دليل الاستثمار في بورصة عمّان"، عمّان، الأردن، بدون سنة، ص 16، متوفر على الموقع: http://www.ase.com.jo/sites/default/files/ASE_Investment_Booklet.pdf، تاريخ الاطلاع: 2015/01/03، 17:10.

³ فايز سليم حداد، "الإدارة المالية Corporate Finance"، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، (2010)، ص 187.

✓ **الحق في تسديد المساهمة عند التصفية:** تُصفى الشركات لعدة أسباب كمغادرة الشركة

لالنشاط نهائيا أو لعجزها عن تسديد ديونها، عندئذ تقوم ببيع أصولها وتسدد ما عليها من ديون، ثم تدفع نصيب حملة الأسهم الممتازة وما تبقى يقسم فيما بين المساهمين العاديين.

✓ **حق التصرف في الأسهم:** الأسهم هي عبارة عن أموال دائمة في الشركة وبالتالي فإن

الشركة غير ملزمة بإرجاع المبالغ المستثمرة للمساهمين، ومنه فإن للمساهمين الحق في نقل ملكية جزء أو كل الأسهم التي بحوزتهم ببيعها أو من خلال رهنها أو هبتها¹.

2. الحقوق غير النقدية.

✓ **الحق في التصويت:** لحامل الأسهم الحق في الإدلاء بصوته في الاجتماع السنوي للجمعية

العمومية للمساهمين أو في أية اجتماعات أخرى يدعو إليها مجلس إدارة الشركة، وكذلك الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة الذين يقومون بإدارة الشركة ووضع سياساتها².

✓ **الحق في الإعلام:** يجوز للمساهم أن يحصل مجانا من الشركة التي يكون مساهما فيها،

على كل وثيقة تتعلق بتسيير شؤون الشركة، مثل: الحصيلة المحاسبية، التقرير عن التسيير، تقرير محافظ الحسابات... إلخ، ومن جهة أخرى، فإذا كانت الشركة مسعرة في البورصة، فإنه يتعين عليها أن تبلغ المساهمين فيها والجمهور عموما بما يأتي³:

¹ جبار محفوظ، المصدر المذكور سابقا، ص22.

² نظير رياض محمد الشحات، "إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات"، بدون دار نشر، جامعة المنصورة، مصر، (2007)، ص74.

³ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن القيم المنقولة، الجزائر، (2004)، ص4، متوفر على الموقع: <http://www.cosob.org/commission/commission-valeursmob-arabet.pdf> تاريخ الاطلاع: 2015/01/24، 15:32.

- إعلام محاسبي ومالي دوري: نشر الحالات المالية السنوية والسادسية في الصحافة.
- إعلام دائم: ويوجه ذلك إلى التبليغ بكل واقعة تعتبر هامة وكفيلة بالتأثير في سعر سهمها في البورصة.

✓ **حق الترشح لوظائف إدارية (عضو مجلس الإدارة):** يتمتع صاحب السهم العادي بحق الاشتراك في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، كما يحق له الترشح لعضوية المجلس ضمن شروط معينة، كما يحق له الاقتراع على أي موضوع ضمن جمعيات حملة الأسهم¹.

✓ **الحق في ممارسة بعض الإجراءات أمام المحاكم:** إن للمساهمين الحق في إقامة دعوى قضائية في مواجهة مجلس الإدارة أو أي من أعضائه أو أي موظف في الشركة، يطالب فيها بالتعويض عما لحقه من ضرر نتيجة مخالفة التشريعات النافذة أو النظام الأساسي للشركة أو الخطأ أو التقصير أو الإهمال في إدارة الشركة أو إفشاء المعلومات ذات الطبيعة السرية للشركة².

¹ حسني علي خربوش وآخرون، "الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (1998)، ص23.

² مركز إيداع الأوراق المالية، "حقوق المساهمين"، متوفر على الموقع: https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_content&task=view&id=881

ثالثاً: أنواع الأسهم.

1. تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به.

– **السهم الاسمي:** هو السهم الذي يصدر باسم صاحب السهم العادي، وبالتالي فإن نقل ملكيتها يحتاج للعودة للمصدر أو للبورصة¹.

– **السهم لحامله:** هو السهم الذي يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد استلامه، لكنه معرض للسرقة أو الضياع، لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم².

2. تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم.

– **السهم النقدي:** هو السهم الذي يُعطى للشريك إذا قدّم حصته في رأسمال الشركة نقداً³.

– **السهم العيني:** هو السهم الذي يُعطى نظير ما يقدمه المساهم إلى الشركة من حصص عينية على شكل عقار أو آلات أو معدّلات، ويتم تقدير تلك الحصص ثم يُمنح لمقدم الحصة أسهماً تقابل قيمة الحصص التي قدمها⁴، وعادة لا يمكن أن يتصرف في هذه الأسهم مباشرة إلا بعد انقضاء مدّة معينة.

¹ فيصل محمود الشواور، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمّان، الأردن، (2008)، ص 81.

² محمد مطر، "إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية"، المصدر المذكور سابقاً، ص 211-212.

³ مبارك بن سليمان آل فواز، "الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مذكرة تدريسية، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، (2010)، ص 12.

⁴ حسان بن إبراهيم بن محمد السيف، "أحكام الاكتتاب في الشركات المساهمة"، بحث تكميلي مقدم لنيل شهادة الماجستير في الفقه المقارن، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، بدون سنة نشر، ص 40.

3. تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها.

– **السهم العادي:** هو وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة، بقيمة إسمية ثابتة (*par value*)، تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية (*Primary Markets*) ويُسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية¹.

– **السهم الممتاز:** هو السهم الذي يمنح لمالكة حقوقا إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي مثل أن يحصل مالكاها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكاها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات².

– **سهم التمتع:** هو الصك الذي يتسلمه المساهم عندما يسترد كل القيمة الاسمية لأسهمه أثناء حياة الشركة، ويظل صاحب أسهم التمتع محتفظا بصفته كشريك في الشركة يشارك في الأرباح، وفي التصويت في الجمعية العمومية، وفي فائض التصفية، إلا أن حقه في الأرباح وفي فائض التصفية أقل من حق أصحاب رأس المال³.

– **شهادة الاستثمار:** هي قيم منقولة تشبه الأسهم من دون الحق في التصويت، وتنتج عن تقسيم سهم عادي إلى قسمين متميزين وهما شهادتي الاستثمار والحق في التصويت، ولا

¹ هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2009)، ص ص 92-93.

² سوق فلسطين للأوراق المالية، "أسئلة متكررة وإجاباتها"، برنامج التوعية الاستثمارية، فلسطين، (2008)، ص34، متوفر على الموقع:

<http://www.pex.ps/PSEWEBSITE/publications/FAQS%20FINAL200108.pdf> تاريخ

الاطلاع: 2015/03/17، 12:10.

³ حسان بن إبراهيم بن محمد السيف، المصدر المذكور سابقا، ص41.

يمكن لحامل شهادة الاستثمار المشاركة في الجمعيات العامة والتصويت فيها ولكنه يستفيد من الحقوق المالية المتصلة بالأسهم¹.

4. أنواع أخرى.

– **الأسهم المتراكمة:** هي عبارة عن أسهم ممتازة تمنح لصاحبها حق تجميع الأرباح في حالة عدم كفاية الشركة في سنة ما، أي ترحيل نصيب الأسهم غير المدفوعة إلى السنة المقبلة، بمعنى أنه في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية، غير أنه قد ينص في عقود تأسيس بعض الشركات على أن الحق في التوزيعات يكون فقط في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباح².

– **الأسهم المجانية:** هي الأسهم التي توزع على المساهمين بنسبة امتلاكهم للأسهم العادية، وتعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأس مال الشركة نتيجة احتجاز أجزاء من أرباح الشركة وبالتالي يكون للمساهمين الحق في هذه الزيادة في رأس المال³.

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "دليل القيم المنقولة"، الجزائر، 2004، ص13، متوفر على الموقع: <http://www.cosob.org/publications/guides/publications-guide-arabe.pdf> تاريخ الاطلاع: 2015/01/01، 15:53.

² عاطف وليم أندراوس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية: خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، (2005)، ص18.

³ سوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص34.

المطلب الثاني: أوراق الدين.

تتمثل أوراق الدين في السندات التي هي أحد أصناف الأدوات المالية المكوّنة لمحفظة الأوراق المالية، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع من السندات، سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط الآتية:

أولاً: تعريف السندات Bonds.

السند هو: "صك مديونية تستخدمه الشركات كوسيلة للاقتراض، حيث يتعهد مُصدر السند أن يدفع لحامل السند فائدة أو (كوبون) محدد مسبقاً طوال مدة السند، وأن يرد القيمة الاسمية للسند عند حلول تاريخ الاستحقاق، لذلك فإن حامل السند يعتبر مُقرضاً للشركة وليس مساهماً فيها"¹.

السند هو عبارة عن: "ورقة دين يقوم صاحبها بإقراض الجهة المصدرة لهذه الأوراق مبلغاً من المال، بحيث تتعهد الجهة المصدرة بإرجاع المبلغ مع الفوائد المستحقة عليه بتاريخ محدّد يتم الاتفاق عليها مسبقاً"²، يعرف السند أيضاً على أنه: "شهادة دين يتم بموجبها الدفع لحاملها (الدائن) من قبل الجهة المُصدرة لها (المدين أو المقترض)، بحيث يستحق حامل السند (الدائن) مقداراً معيناً من الفائدة محدد سلفاً (نسبة من قيمة السند) لفترة زمنية معينة محددة يتم بعد انقضائها (موعد الاستحقاق) سداد الدين"³.

¹ البورصة المصرية، "السندات (أدوات الدين)"، متوفر على الموقع:

<http://www.egx.com.eg/Arabic/Bonds.aspx>، تاريخ الاطلاع: 2015/01/27، 15:37.

² بورصة عمّان، دليل المصطلحات الأكثر تداولاً في البورصة، عمّان، الأردن، بدون سنة، ص2، متوفر على الموقع: [http://www.ase.com.jo/sites/default/files/المصطلحات المتداولة في البورصة.pdf](http://www.ase.com.jo/sites/default/files/المصطلحات%20المتداولة%20في%20البورصة.pdf) تاريخ

الاطلاع: 2015/01/03، 15:45

³ هيئة السوق المالية، "دليل المصطلحات الاستثمارية"، المصدر المذكور سابقاً، ص12، متوفر على الموقع: http://www.cma.org.sa/IA/publ/AR_booklet_10/index.html#14 تاريخ الاطلاع:

2015/01/27، 14:12.

ثانيا: حقوق حاملي السندات

✓ **تسديد واسترداد قيمة السند:** تلتزم الشركة المصدرة للسندات بمقتضى الاتفاق الذي وضعته

مع المستثمرين بإرجاع قيمة القرض، أي القيمة الاسمية للسندات المصدرة في فترة محددة

على قسيمة السند أي تاريخ الاستحقاق، فعلى الهيئة المصدرة ادخار (حجز) جزء من

أرباحها سنويا يسمح لها في نهاية الفترة من تسديد ما عليها من ديون¹.

✓ **الفوائد:** يعتبر حامل السند دائئا بالنسبة للشركة فلا يجوز لها أن تعدل التعاقد الذي يربطه

بالشركة ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد ويستوفي حملة السندات فائدة ثابتة سواء ربح

الشركة أم لم تريح².

✓ **التداول:** إن لحامل السند الحق في التنازل عنه عن طريق التداول بالطرق التجارية شأنه في

ذلك شأن الأسهم، ويتم تداول السندات بالطريقة التي تتفق مع شكل السند³.

✓ **رفع دعوة عند عدم التسديد قد تؤدي إلى إفلاس المؤسسة:** يمكن أن يجتمع حاملو

السندات ضمن كتلة حاملي السندات من أجل الدفاع عن مصالحهم بصفة أنجع وهذا في

حالة عدم تسديد مستحقاتهم سواء قيمة السندات أو الفوائد المتعلقة بها⁴.

¹ جبار محفوظ، المصدر المذكور سابقا، ص48.

² عبد القادر الحمزة، "أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية"، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، (2010)، ص28.

³ محمد شكري الجميل العدوي، "بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية" دراسة فقهية مقارنة، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، (2014)، ص426.

⁴ بورصة الجزائر، القيم المنقولة، متوفر على الموقع:

<http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document400114779.pdf>، تاريخ الاطلاع:

2015/01/28، 09:59.

ثالثاً: أنواع السندات

تأخذ السندات أشكالاً وأنواع متعددة حتى تشبع وتلبي الرغبات المتنوعة للمستثمرين طبقاً لقدراتهم المالية وأهدافهم، وأيضاً درجة المخاطر التي يمكنهم تحملها، ويمكن تصنيف هذه الأنواع إلى ما يلي:

– **السندات العادية:** هي تلك السندات التي يطلق عليها السندات المحددة الاستحقاق، وهنا يحدد تاريخ الاستحقاق في عقد السند وتلتزم المؤسسة بالسداد في ذلك التاريخ¹.

– **سندات بمعدلات مرجحة أو مربوطة *Floating Rate Bonds*:** هي السندات التي لا تحدد لها الشركة معدل فائدة ثابت وإنما تشترط أن يتغير معدل الفائدة بتغير معدل الفائدة السوقي، وذلك لكي تحمي نفسها من مخاطر تغير أسعار الفائدة، وينطوي هذا النوع من السندات على مخاطر عالية بالنسبة للمستثمر حيث أن مستوى الدخل الدوري الذي يحصل عليه سوف يتغير بصفة مستمرة طبقاً لتغير سعر الفائدة.

– **السندات ذات القسيمة الصفريّة:** هذا النوع يخالف أحد أهم أركان السندات من حيث عدم دفع فائدة لحامله، لذلك أطلق عليه الكوبون الصفري نسبة إلى أنه يمنح فائدة بمقدار "الصفّر"².

– **السندات القابلة للتحويل:** سندات ينص عقد إصدارها على إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية، وذلك بعد فترة من تاريخ إصدارها وذلك بموجب تحديد سعر (معدل التحويل)، ونعني بسعر التحويل: عدد السندات التي يساويها السهم العادي³.

¹ محمد صالح الخناوي وآخرون، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المصدر المذكور سابقاً، ص 92.

² علي محمد شلهوب، المصدر المذكور سابقاً، ص 198.

³ طارق الحاج، "مبادئ التمويل"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2010)، ص 116-117.

- **سندات المساهمة:** هي شهادات قابلة للتداول تصدر من طرف شركات المساهمة بدون تاريخ استحقاق، وهي وسيطة بين الأسهم والسندات إذن هي عبارة عن أوراق هجينة، فهي تشبه السند من جهة لكونها توزع القسيمات، وتقترب من جهة أخرى من السهم لكونها لا تسدد مبدئياً إلا في حالة التصفية، ولا تشمل سندات المساهمة على الحق في التصويت.
- **سندات بقسيمات اكتاب في أسهم:** هي سندات تعطي لحملتها الحق في الاكتتاب في أسهم الشركة المعنية بحيث أن تسليمه لقسيمة من تلك القسيمات التابعة لسنداته يؤهله للاكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وفي فترة زمنية محددة مسبقاً¹.
- **سندات القسيمة الوحيدة:** هي السندات التي تكافئ بفائدة مرة واحدة فقط نهاية فترة الاستحقاق.

المطلب الثالث: الأدوات والأوراق المالية المشتقة.

شهدت السنوات الأخيرة ظاهرة طغت ملامحها على الأسواق المالية العالمية، وهي الإقبال منقطع النظير على أدوات مالية مستحدثة تدعى "المشتقات المالية"، وينظر إلى المشتقات على أنها أداة فعالة للتغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية من تقلبات أسعار الفائدة وسعر صرف العملات وغيرها، إضافة إلى كونها أداة للتنبؤ بالسعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضرة.

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المصدر المذكور سابقاً، ص14.

أولاً: تعريف المشتقات المالية Financial Derivatives.

عرّف "بنك التسويات الدولية" المشتقات المالية على أنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري"¹.

كما تعرف أنها: "أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط من المخاطر، والمراجعة بين الأسواق وكذا المضاربة"².

بصفة عامة فإن مفهوم المشتقات ينلخص في كونها: "عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي ولا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود، تعتمد قيمتها (أي المكاسب أو الخسائر) على الأصل موضوع العقد (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد)"³.

* هو منظمة دولية للبنوك المركزية تقوي التعاون المالي والتمويلي العالمي وتعمل كبنك للبنوك المركزية.

¹ بن رجم محمد خميسي، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعاتها؟"، ملنقى علمي دولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، جامعة فرحات عباس - سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر (2009)، ص3.

² معهد الدراسات المصرفية، المشتقات المالية، مجلة إضاءات، العدد 2، الكويت، (2010)، ص2، متوفر على الموقع: http://www.kibs.edu.kw/upload/FinancialDerivatives_362.pdf، تاريخ الاطلاع: 2015/02/04، 11:03.

³ طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية: مفاهيمها - أنواعها - استخدامها في إدارة المخاطر - المحاسبة عنها"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، (2010)، ص13.

ثانياً: أنواع المشتقات المالية.

يمكن تقسيم الأدوات المالية المشتقة إلى أربعة عقود مختلفة كما في الشكل التالي:



شكل رقم (1-2): أنواع الأدوات المالية المشتقة.

Source : Kotak Securities, **Introduction to Derivatives Trading**, Available on website : <https://www.kotaksecurities.com/ksweb/Research/Investment-Knowledge-Bank/what-is-derivative-trading>, Download Date : 22/03/2015, 11:18.

1. عقود الخيارات (الاختيارات) *Options Contracts*.

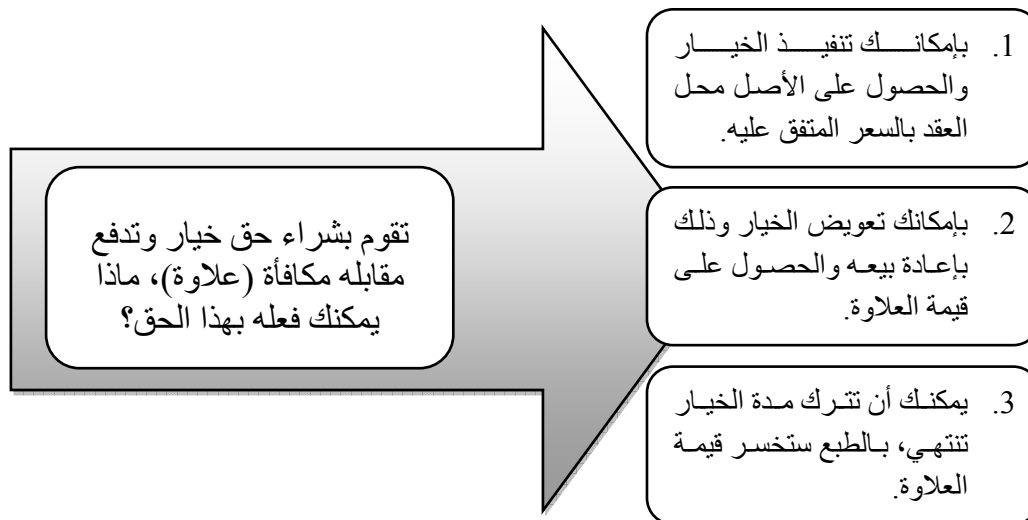
أ. تعريف عقد الخيار.

عرف "ستيفن كرول *Steven B. Krull*"* عقد الخيار بأنه: "عقد بين مشتري وبائع يعطي للمشتري حقاً في أن يبيع أو أن يشتري أصلاً معيناً بسعر محدد سلفاً خلال فترة زمنية معينة محددة مسبقاً، ويلتزم البائع بتنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك، وذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه، بينما يمارس الشاري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي التزام من جانبه تجاه الطرف الآخر"¹.

* بروفيسور في المالية بجامعة هوفسترا Hofstra (نيويورك، الولايات المتحدة الأمريكية)، اهتماماته الأكاديمية تشمل مجالات تحليل الاستثمار، المالية الآجلة وأسواق الخيارات وتمويل الشركات، لديه عدة مقالات منشورة في مجلة الأسواق المستقبلية *The Journal of Futures Markets*.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، (2005)، ص153.

كما يعرف عقد الخيار على أنه: "عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع، ويعطي العقد للمشتري الحق في شراء أو بيع عدد وحدات من أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، ويعطي العقد للمشتري الخيار في أن ينفذ العقد أو لا ينفذه، وذلك حسب رغبته، على أن يدفع للبائع في مقابل حق الخيار مكافأة عند التعاقد، وهي مكافأة غير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة"¹، وعند حلول تاريخ استحقاق العقد يكون صاحب الحق أمام ثلاثة اختيارات يمكن توضيحها في الشكل التالي:



الشكل رقم (1-3): اختيارات حامل حق الخيار.

Source : Chicago Mercantile Exchange Group (CME), "An Introduction to Futures and Options", Chicago, Illinois, USA, 2006, p81, Available on website : http://www.cmegroup.com/files/intro_fut_opt.pdf , Download

Date : 15/03/2015, 13:50.

¹ منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، مصر، (2003)، ص7.

ب. أركان عقد الخيار.

- **مشتري حق الخيار (Option Buyer/Holder):** هو الشخص الذي يقوم بشراء حق

الاختيار سواء كان حق الاختيار هو حق اختيار بيع أو حق اختيار شراء، ويكون لهذا

الشخص الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو

محرر حق الاختيار¹.

- **محرر (بائع) حق الخيار (Option Writer/Seller):** هو الطرف الأول الذي يتلقى

ثمن الاختيار من الطرف الآخر، وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر

(مشتري الحق) نظير مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق.

- **سعر التنفيذ (Exercise Price):** يعرف أيضا بسعر الممارسة، وهو السعر الذي قد

يقوم به حامل (مشتري) الحق بشراء أو بيع عقد الخيار عند حلول تاريخ استحقاقه².

- **تاريخ الاستحقاق (Expiration Date):** هو التاريخ الذي ينتهي فيه بشكل تلقائي

عقد الخيار، وهو آخر يوم يمكن فيه لمشتري عقد الخيار ممارسة حق الخيار³.

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل للتحليل الأساسي والفني"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2005)، ص311.

² Chicago Mercantile Exchange Group (CME), **Options on Futures**, Chicago, Illinois, USA, (2014), p06, Available on website :

<http://www.cmegroup.com/education/files/options-on-futures-brochure.pdf>, Download Date : 15/03/2015, 11:54.

³ سوق البحرين المالي، **المصطلحات المالية**، ص4، متوفر على الموقع:

، <http://www.bfx.bh/Media/Content/BFX%20Exchange%20Handbook%20Arabic.pdf>

تاريخ الاطلاع: 2015/03/12، 17:09.

- المكافأة (العلاوة) (*Premium*): تكلفة عقد الخيار، وهي ما يدفعه المشتري إلى البائع مقابل الحصول على حق الخيار¹.

ج. أنواع عقود الخيار.

يمكن تصنيف عقود الخيارات إلى عدة تصنيفات وفقاً لعدة معايير وذلك على النحو التالي:

✓ حسب نوع حق الخيار (التصنيف الأساسي).

- عقد خيار الشراء *Call Option*: هو عقد يمتلك مشتريه أو مالكه (أي دافع الثمن)

حق شراء عدد من أسهم شركة معينة، أو أي أداة أخرى بسعر محدد خلال فترة معينة،

غالباً ما تكون 90 يوماً، وهو غير ملزم بالتنفيذ إذا أراد البائع (محرر الخيار) بيعه تلك

الأسهم خلال مدة سريان العقد، ويدفع مقابل هذا الحق ثمناً غير مسترد بأي حال².

- عقد خيار البيع *Put Option*: هو عقد يعطي مشتري (خيار البيع) الحق وليس

الالتزام في بيع الأصل محل العقد إذا ما رغب، إلى بائع الخيار (محرر الخيار) في

خلال فترة تنتهي في تاريخ معين ويسعر محدد عند التعاقد، وعلى محرر الخيار أن

¹ Chicago Mercantile Exchange Group (CME), **An Introduction to Futures and Options**, Chicago, Illinois, USA, (2006), p83, Available on website : http://www.cmegroup.com/files/intro_fut_opt.pdf, Download Date : 15/03/2015, 13:50.

² محمود فهد مهيدات، المضاربات الوهمية "السوقية" ودورها في الأزمة المالية "عقود الخيارات"، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، الأردن، (2010)، ص2.

يلتزم بتنفيذ الاتفاق بشراء الأصل محل التعاقد عندما يطلب مشتري (خيار البيع) وذلك مقابل العلاوة (المكافأة) التي حصل عليها من مشتري (خيار البيع) مقدّماً عند التعاقد¹.

- **الضمانات:** يمكن النظر إلى الضمانات على أنها عبارة عن عقود خيار شراء، تصدر بواسطة الشركة على أسهمها، وعادةً ما تكون فتراتها طويلة بالمقارنة مع عقود خيار الشراء².

✓ حسب تاريخ تنفيذ العقد.

- **عقد الخيار الأمريكي *American Option*:** هو عقد يتيح للمستثمر حق شراء أو بيع نوع معين من الأوراق المالية أو الأصول النقدية أو السلعية بسعر متفق عليه مسبقاً، ويتم سريان تنفيذ العقد خلال الفترة بين تاريخ التعاقد وحتى تاريخ انتهاء العقد، أي أن ممارسة حق تنفيذ الخيار يتم في أي وقت أثناء مدة التعاقد³.
- **عقد الخيار الأوروبي *European Option*:** يكون فيه حامل حق الخيار محصوراً في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار، ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ⁴.

¹ مؤيد عبد الرحمان الدوري وسعيد جمعة عقل، "إدارة المشتقات المالية"، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، (2012)، ص29.

² عاطف فرحة، إدارة المشتقات المالية **Financial Derivatives Management**، ماجستير إدارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، (2010/2009)، ص15.

³ إبراهيم أونور، "إدارة المخاطر في الأسواق المالية"، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة إصدارات جسر التنمية، العدد 105، الكويت، (2011)، ص4.

⁴ كمال توفيق خطاب، "تحو سوق مالية إسلامية"، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك / إربد، الأردن، بدون سنة نشر، ص7.

- **عقد الخيار الآسيوي *Asian Option***: هو الخيار الذي يعتمد على متوسط سعر الأصل المحدد في العقد خلال فترة زمنية معينة¹، وقد أطلق عليه تسمية عقد الخيار الآسيوي نظراً لأنه ظهر وتداول لأول مرة في طوكيو باليابان.

✓ **حسب التغطية.**

- **عقد الخيار المغطى *Covered Option***: يوصف الخيار بأنه مغطى عندما يكون لدى البائع رصيماً من الأصل محل التعاقد يكفي للوفاء بالتزامه إذا ما طُلب بتنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد (إن كان العقد خيار شراء *Call Option*)، أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزامه إذا ما طُلب بتنفيذ العقد (إذا كان العقد خيار بيع *Put Option*)².

- **عقد الخيار غير المغطى *Uncovered Option***: هو عقد لا يمتلك فيه محرر العقد (البائع) الأصول موضوع العقد، لذلك إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري³.

✓ **حسب الربحية.**

وفقاً لهذا التصنيف يوجد لدينا الخيار المربح "*in the money*" والخيار غير المربح "*out of the money*" والخيار المتكافئ "*at the money*"، ويعتمد هذا التصنيف على مقارنة بين

¹ **Options Contracts –Terminology –variety of options**, Available on website : http://www.agriskmanagementforum.org/sites/agriskmanagementforum.org/files/Jamaica_May_2011_Module%204D.pdf, Download Date : 21/02/2015, 01:26.

² سمير عبد الحميد رضوان، المصدر المذكور سابقاً، ص191.

³ طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية: مفاهيمها - أنواعها - استخدامها في إدارة المخاطر - المحاسبة عنها"، المصدر المذكور سابقاً، ص46.

سعر التنفيذ وسعر السوق في الوقت الذي من الممكن فيه تنفيذ الخيار، ويمكن توضيح هذا المعيار في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-1): أنواع الخيارات حسب معيار الربحية.

البيان	عقود خيار الشراء	عقود خيار البيع
الخيار المربح (<i>In the Money</i>)	سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ
الخيار غير المربح (<i>Out of the Money</i>)	سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ
الخيار المتكافئ (<i>At the Money</i>)	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ

المصدر: عاطف فرحة، إدارة المشتقات المالية *Financial Derivatives Management*،

ماجستير إدارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2010/2009، ص17.

2. العقود الآجلة *Forward Contracts*.

يعرف العقد الآجل على أنه: "اتفاق بين طرفين يتم الالتزام بموجبه لتسليم أو استلام كمية من أصل معين في وقت لاحق مستقبلاً وبسعر محدد يسمى سعر التنفيذ، وتحدد في هذه العقود مواصفات الأصل كالكمية والجودة وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد، بحيث يتم التفاوض على كل هذه الشروط بين البائع والمشتري، وتستعمله البنوك والمستثمرين لتجنب مخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجالات الاستثمارات الدولية وتدفقات الإيرادات والالتزامات المستقبلية"¹.

¹ دريد كامل آل شبيب، "المالية الدولية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 123-124.

يعرف أيضا بأنه: "عقد يتم إبرامه من قبل طرفين يتفقان على الشراء أو البيع المستقبلي لسلعة محددة، وهو يختلف عن العقد المستقبلي من حيث أن المنخرطين في العقد الآجل يتعاقدون مباشرة مع بعضهم البعض وليس من خلال مؤسسة مقاصة"¹.

كما يمكن تعريف العقود الآجلة بأنها: "عبارة عن اتفاقيات تعاقدية لشراء أو بيع عملة أو بضاعة أو أداة مالية معينة بسعر وتاريخ محددين في المستقبل، إن العقود الآجلة هي عقود يتم تصميمها خصيصا لتلبية احتياجات محددة والتعامل بها خارج الأسواق المالية النظامية"².

3. العقود المستقبلية *Future Contracts*.

أ. تعريف العقد المستقبلي.

يعرف العقد المستقبلي على أنه عبارة عن: "عقد بين البائع والمشتري لشراء أو بيع أحد الأصول في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه اليوم، ولكن مع تسويات يومية في أسواق التبادل المنظمة *Futures Markets* وقد يطلق على هذا النوع من العقود تسمية *Future Options*"³.

كما تعرف العقود المستقبلية أيضا على أنها: "عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين قد يكون سلعة أو ورقة مالية بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، إذ يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي

¹ سوق البحرين المالي، مرجع سابق، ص12، متوفر على الموقع:

<http://www.bfx.bh/Media/Content/BFX%20Exchange%20Handbook%20Arabic.pdf>

تاريخ الاطلاع: 08:29، 2015/03/14.

² مصطفى كامل خليل الحجازي، "المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية"، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر لكلية الحقوق - جامعة المنصورة بعنوان: الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، مصر، 2-1 أبريل (2009)، ص28.

³ فريد النجار، "المشتقات والهندسة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2009)، ص21.

يتعامل معه وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية، وسبب ذلك حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر بالوفاء بالتزاماته اتجاهه¹.

ب. أنواع العقود المستقبلية.

يتم تداول العديد من أنواع العقود المستقبلية في الأسواق العالمية وتتنوع العقود طبقاً للأصل محل التعاقد، ويمكن إبرازها في الشكل التالي:



الشكل رقم (1-4): أنواع العقود المستقبلية.

Source: Kotak Securities, **All you need to know about futures contracts,**

Available on website : [https://www.kotaksecurities.com/ksweb/Research/](https://www.kotaksecurities.com/ksweb/Research/Investment-Knowledge-Bank/what-are-futures-contracts)

[Investment-Knowledge-Bank/what-are-futures-contracts](https://www.kotaksecurities.com/ksweb/Research/Investment-Knowledge-Bank/what-are-futures-contracts), Viewing Date:

22/03/2015, 00:16.

¹ عصران جلال عصران، "الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، (2012)، ص 41.

✓ العقود المستقبلية السلعية *Commodities Futures*.

هي عملية تبادل مبلغ معين من المال مقابل سلع نمطية في تاريخ محدد في المستقبل، قد تكون العقود المستقبلية السلعية هي السعر النسبي لقيمة سلعة ما في المستقبل، كما قد تكون سعر الصرف الفوري وسعر الفائدة خالي من الخطر في المستقبل¹.

✓ العقود المستقبلية المالية *Financial Futures*.

- العقود المستقبلية لل عملات *Currency Futures* : هي عقود مستقبلية قابلة للتحويل

والتي تُحدّد سعر شراء أو بيع عملة معينة في تاريخ مستقبلي، ويقوم المستثمرون بالتعامل في هذا النوع من العقود بغرض التحوّط من مخاطر سعر الصرف الأجنبي².

- العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم *Stock Index Futures* : هي عبارة عن عقود

بيع أو شراء لمؤشرات أسهم بسعر وبتاريخ محددين، وتوجد عدة أنواع من المؤشرات

أبرزها مؤشر *Standard and Poor 500 (S&P 500)*، وكذلك مؤشر نازداك

NASDAQ ومؤشر نيكاي الياباني *Nikkei 225* وغيرها، وأهم ما يميز هذه العقود

انخفاض تكلفة الصفقة³.

¹ Fio Banka, **Types of futures**, Available on website : <http://www.fio.cz/stocks-investments/trading-derivatives/futures/types-of-futures>, Download Date : 21/03/2015, 23:31.

² Investopedia, **Currency Futures**, Available on website : <http://www.investopedia.com/terms/c/currencyfuture.asp>, Viewing Date : 18/03/2015, 16:31.

³ أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، المصدر المذكور سابقاً، ص 399-400.

- العقود المستقبلية لأسعار الفائدة **Interest Rate Futures**: هي عبارة عن عقود

مستقبلية تتعلق بالأدوات المالية التي تحقق فوائد مثل أذونات الخزينة **Treasury Bill**

وسندات الخزينة **Treasury Bonds** وأوراق الخزينة **Treasury Notes**، وتستعمل

المؤسسات هذا النوع من العقود لغرض التحوط ضد مخاطر سعر الفائدة عندما تقوم

بالاقتراض من البنوك¹.

- العقود المستقبلية للأسهم الفردية **Single Stock Futures**: هي عقود مستقبلية

أساسها هو الأسهم الفردية مثل (سهم **Microsoft**، سهم **AOL**، سهم

Amazon...إلخ)، هذه العقود هي عبارة عن اتفاق بين مستثمرين لشراء أو بيع كمية

معينة من الأسهم أو الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ مستقبلي، وغالبا تستعمل

هذه العقود لغرض المضاربة والتحوط...إلخ².

ج. مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

على الرغم من أن كل من العقود المستقبلية والعقود الآجلة تشتق من قيمة أصول أصلية وإن

كلاهما يمثل اتفاقا على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي محدد مقابل سعر معين يحدد بموجب

العقد إلا أن هناك جوانب مهمة يختلف فيها العقد المستقبلي عن العقد الآجل نبرز أهمها في

الجدول التالي:

¹Futures Trading Pedia, **Financial Futures**, Available on Website :
http://www.futurestradingpedia.com/financial_futures.htm, Download Date :
 22/03/2015, 16:25.

² Russell Wasendorf, Elizabeth Thompson, **The Complete Guide to Single Stock Futures : what they are and how to trade them**, McGraw-Hill, New York, USA, 2004, p01.

الجدول رقم (1-2): مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
1- عقود تحدد شروطها وفقا للاتفاق والتراضي.	1- عقود موحدة من حيث قيمة العقود وتاريخ التسليم.
2- تعتبر عقود بين طرفين البائع والمشتري.	2- تعتبر عقود بين مؤسسة التقاص والبائع وبين مؤسسة التقاص والمشتري.
3- الهامش يحدد مرة واحدة يوم توقيع العقد.	3- الاحتفاظ بهوامش متحركة تعكس تحركات الأسعار.
4- لا يمكن تسوية العقد إلا في تاريخ التسليم.	4- يمكن تسوية العقد قبل تاريخ الاستحقاق.
5- يتحقق الربح أو الخسارة فقط في تاريخ التسليم.	5- يتحقق الربح أو الخسارة يوميا عند تغير الأسعار.

المصدر: دريد كامل آل شبيب، **المالية الدولية**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص126.

4. المبادلات (المقايضات) *Swaps*.

أ. تعريف المبادلات.

المبادلات عبارة عن: "التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق، ولا يتم تداول هذه العقود في الأسواق المالية المنظمة"¹، تدعى عقود المبادلة أيضا بالمقايضات وهي: "اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها"².

¹ عادل رزق، "دعائم الإدارة الإستراتيجية للاستثمار"، إتحاد المصارف العربية، لبنان، (2006)، ص ص104-105.

² هاشم فوزي العبادي وجيل كازم العارضي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2012)، ص79.

ب. أنواع المبادلات.

✓ مبادلات أسعار الفائدة **Interest rates Swaps**: هي عقود يدفع فيها كل طرف مدفوعات الفائدة على قرض الطرف الآخر بدلا من قرضه هو، وتهدف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة، ويوجد نوعان لعقود مبادلة أسعار الفائدة هي: عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة وتسمى المبادلة الأساسية (**Basic Swap**) ويطلق عليها كذلك بمبادلة الفانيلا الخفيفة (**Plain Vanilla Swap**)، وكذلك عقود مبادلة معدل الفائدة المتغيرة بمعدل الفائدة الثابتة.

✓ مبادلات العملات **Currencies Swaps**: هي مبادلات تقوم على أصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل عملتين عند سعر الصرف السائد مقابل سعر الصرف الآجل (في وقت لاحق يحدّد مسبقاً)، ويهدف هذا النوع إلى تجاوز مخاطر تقلبات أسعار الصرف خلال فترة المبادلة حيث يقبل أحد الطرفين بالأسعار الثابتة ويكسب من استقرار هذه الأسعار، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر على تغيير الأسعار المعنية¹.

✓ مبادلات حقوق الملكية **Equities Swaps**: هي اتفاق بين طرفين على أن يدفع أحدهما للآخر معدل العائد لسهم ما أو عائد مؤشر سوق الأسهم أو عائد المحفظة الاستثمارية في مقابل أن يدفع له الطرف الآخر معدل فائدة ثابت أو متغير أو عائد على سهم آخر، أو عائد مؤشر سوق الأسهم الآخر أو عائد محفظة أخرى².

✓ مبادلات السلع **Commodities Swaps**: هي عبارة عن عقود يقوم فيها أحد طرفي العقد بالشراء الحالي من الطرف الآخر لسعة محددة الثمن والكمية ويسدد الثمن حالا، على أن يبيعها وقت التعاقد بيعا آجلا للبائع الأول بسعر متفق عليه مسبقا، ويكون

¹ هوشيار معروف، المصدر المذكور سابقا، ص171.

² مؤيد عبد الرحمان الدوري وسعيد جمعة عقل، "إدارة المشتقات المالية"، المصدر المذكور سابقا، ص327.

السداد على فترات متفق عليها، وشاع استعمال هذا النوع من المبادلات في مجال الطاقة (خاصة النفط)، وغالبا لا يتم تداولها في الأسواق الرسمية (المنظمة)¹.

✓ **المبادلات الخيارية *Swaptions***: تستخدم هذه العقود لشراء أو بيع الحق للدخول في عقد مبادلة على أسعار الفائدة خلال فترة زمنية معينة وفقا لشروط يتم الترتيب لها مسبقا².

المبحث الثالث: سير السوق المالي

ضمانا للسير الحسن للعمل في سوق الأوراق المالية كان من الضروري تنظيم هذا الجهاز ووضع خطة محكمة يسير عليها، عن طريق إنشاء هيئات وجهات مختصة تعمل على حماية مصالح المستثمرين والمصلحة العامة وكذا الحفاظ على أسواق حرة ومفتوحة.

المطلب الأول: الوسطاء في سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم المتدخلين في عملية البورصة إلى قسمين أساسيين: متدخلين مباشرين، ومتدخلين غير مباشرين، أما المباشرين فهم السماسرة والوسطاء ومختلف الأعضاء الآخرين الذين يمارسون العمليات في سوق الأوراق المالية، والمتدخلين غير المباشرين هم العملاء الأساسيين الذين يعمل السماسرة والوسطاء على تنفيذ أوامرهم.

ولكي تؤدي سوق الأوراق المالية دورها بصورة سليمة فلا بد من توافر الوسطاء الماليين الذين يعملون على التقريب والتوسط بين المدخرين والمقترضين.

¹ خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا، "المشتقات المالية دراسة فقهية"، كرسى سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المملكة العربية السعودية، (2013)، ص 147.

² Les Echos, **Swaption**, Lexique Financier, Disponible sur : http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_swaption.html, Consulté le : 23/03/2015, 18:20.

أولاً: تعريف الوسيط المالي

عندما يفكر مختلف الأعوان في استثمار مدخراتهم يكون همهم البحث عن الطريقة المثلى لذلك، كما لا يمكن أن يتجه كل عون يرغب في استثمار مدخراته للبحث بشكل منفرد على كل من يحتاج لهذه المدخرات، لذلك ظهر الوسطاء الماليون لمواجهة هذه العراقيل التي تواجه المدخر والمستثمر حريص، كما يدل عليهم اسمهم فهم يقومون بدور الوسيط بين عارضي المال والمحتاجين له بغرض الاستثمار.

يعرف الوسيط بأنه شخص له دراية وخبرة في شؤون الأوراق المالية، وعليه أن يباشر نشاطه من بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة، ويعتبر الوسيط مسؤول عن كل عملية، ولا يكون محايداً تماماً في عقد الصفقات¹.

يأخذ الوسيط عدة مواقف متباينة، فقد يشتري ويبيع الأوراق المالية لحسابه في الأجل القصير وليس لحساب الغير، لأنه لو احتفظ بالأوراق لفترة طويلة فإنه يتحمل الخسارة الناتجة عن انخفاض أسعارها يتمثل ربح الوسيط في الفرق بين سعر شراء الورقة وسعر لبيع لطالبتها، فهو يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه انتظاراً لتلبية أوامر العملاء، لذلك يطلق عليهم صناع السوق مما يعني أن معظم الشركات تقوم بعمليات السمسرة وتجارة الأوراق المالية، وهي تتحمل المخاطر الناتجة عن ذلك، بينما يعمل السمسار لحساب الغير مقابل عمولة ولا يتحمل أي مخاطر².

¹ حنفي عبد الغفار، "الأسواق والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (1997)، ص 457.
² علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، "الأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2012)، ص 36.

ثانياً: وظائف الوسطاء الماليين

1. أعمال السمسرة Brokerage

عندما يقوم الوسيط المالي بدور السمسار يؤدي خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل، وتختلف الأوامر التي يصدرها في السوق إلى السماسرة أو الوسطاء تبعاً لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر، والتي تكون في أغلب الأحيان محكومة بعنصرين هما سعر التنفيذ ووقت التنفيذ سواء كان ذلك بيعاً أو شراءً¹.

2. صناعة الأسواق Market Making

يؤدي الوسطاء دوراً مهماً في عمل الأسواق المالية من خلال صناعة السوق، أي العمل على إيجاد العرض والطلب المناسبين، وتبعا لحاجة السوق، وذلك عن طريق القيام بما يلي:

- التأثير على العرض والطلب من خلال الإسهام في توفير السيولة اللازمة للمتعاملين سواء في جانب العرض أو في جانب الطلب، وبالشكل الذي يتناسب وحاجة السوق لذلك وبما يقود إلى زيادة فعالية السوق.
- المحافظة على استقرار وانتظام عمل السوق، بحيث يبعده عن التقلبات الحادة سواء في العرض أو في الطلب، أوفي السعر الذي يحدد نتيجة للعرض والطلب، حتى يتوفر الحافز الذي يشجع المتعاملين ويدفعهم للتعامل بشكل منتظم ومستمر في السوق بعيداً عن الاضطرابات التي تحدث في السوق، والتي تلحق أضراراً بالعديد من المتعاملين.

¹ زياد رمضان، مروان شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع، (2014)، ص138.

3. تغطية الإصدارات من الأوراق المالية Underwriter

يمكن أن يلعب الوسطاء دوراً مهماً في القيام بتغطية الإصدارات من الأوراق المالية، وخاصة في السوق الأولية، ومنها الأسهم والسندات، أي أنهم قد يقومون بشراء هذه الإصدارات من أجل تصريفها عن طريق بيعها لاحقاً، أو الاحتفاظ بالجزء الذي لا يتم تصريفه منها، والحصول على العائد الذي تحققه وهذا يتطلب قدرة مالية لدى الوسطاء بحيث تتيح لهم القيام بذلك، وفي الغالب فإن المؤسسات المالية هي التي تتوفر لديها مثل هذه القدرة المالية التي تمكنها من القيام بدور المتعهد لتصرف الأوراق المالية المصدرة¹.

4. تقليل درجة المخاطرة Risk Minimization

تهدف تلك الوظيفة إلى تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر الفرد وذلك من خلال تحويل الأصول المالية الخطرة إلى أصول مالية أقل خطورة بالاستناد إلى الخبرة والقدرة والكفاءة التي تتوفر لدى الوسيط، ووسيلة الوسيط المالي في ذلك هي تنويع أصوله، الأمر الذي لا يكون متاحاً للأفراد بسبب انخفاض الموارد المالية المتاحة لهم، ولا شك أن انخفاض الخطر الناجم عن التنويع، ومن ثم خفض التكلفة يعد أحد أهم المزايا الاقتصادية لسوق المال.

5. تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات Minimization of Information Cost

لكي يصل المدخر أو المستثمر إلى قرار بشأن شراء أو بيع أصل مالي معين، فإنه يحتاج إلى معلومات تساعد في صياغة قرار الشراء أو البيع، ويحتاج الحصول على معلومات إلى تكلفة تتمثل في تكلفة الحصول على المعلومات، ولا شك أن وجود وسيط مالي لديه إمكانيات وخبرات تحليل الأوراق المالية والوصول إلى معلومات بشأنها، وذلك إلى جانب تمتعه بظاهرة اقتصاديات

¹ فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، (2006)، ص ص 98-99.

الحجم الكبير في مجال تجهيز المعلومات الخاصة بالأصول المالية نتيجة لضخامة أعماله ومن ثم انخفاض نصيب الوحدة من التكلفة، ومن شأنه أن يعود بالنفع على كل من المدخر الذي يقوم بشراء مطالبات الوسيط المالي بسعر أقل¹.

6. توفير السيولة Providing liquidity

حيث تعمل مؤسسات الوساطة المالية، وبالذات المصرفية منها على توفير القدر الكافي من السيولة اللازمة لإجراء التعاملات من قبل المتعاملين وتوسيعها عن طريق امتلاكها للأصول التي تمكنها من توفير السيولة اللازمة لأداء التعاملات في الأسواق المالية وزيادتها.

7. تحقيق أعلى عائد ممكن للمتعاملين Return Maximization

حيث يتم هذا من خلال الاعتماد على خفض كلفة التعامل إلى أدنى حد ممكن، وكذلك من خلال اختيار الاستثمارات التي أقصى عائد ممكن واعتمادا على الخبرات والكفاءات والقدرات والمعلومات المتوفرة لدى الجهات المتخصصة في المؤسسات المالية الوسيطة، وبالشكل الذي يشجع ويدفع المتعاملين على التعامل في الأسواق المالية ومن خلال الجهات الوسيطة هذه².

ثالثا: أنواع الوسطاء المتعاملين في سوق الأوراق المالية

هناك أنواع مختلفة من الأعضاء الذين يعملون في البورصة، مع العلم أنه لا يتم الحصول على العضوية إلى بعد اجتياز اختبارات معينة مؤهلة، وهناك شروط لا بد أن تتوفر للعمل سمسارا، فمنها ما يتعلق بشخصه، ومنها ما يتعلق بكفايته العلمية، ومنها ما يتعلق بمركزه المالي، ومن أهم أنواع المتعاملين في سوق الأوراق المالية:

¹ بن صوشة تامر، المصدر المذكور سابقا، 2009، ص 13.

² فليح حسن خلف، المصدر المذكور سابقا، 2006، ص 101.

1. السماسرة

هم الذين يتوسطون بين البائعين والمشتريين ويسهلون عملية التعامل مقابل عمولة محددة بالقانون، والسماسرة يمثلون الجزء الأكبر من أعضاء البورصة، وعادة ما يتخذون شكل شركات مساهمة بحد أدنى من رأس المال.

2. تجار الأوراق المالية

هم الذين يشترون الأوراق المالية لحسابهم الخاص ثم يعيدون بيعها لتحقيق أرباح من فرق سعر الشراء وسعر البيع، وعادة ما يحتفظون بمخزون من الأوراق المالية، كم أنه قد يطلق عليهم ضمن آخرين صناع السوق، لأنهم يؤثرون على العرض والطلب على الأوراق المالية ومن ثم على الأسعار، هذا وقد يجمع بعض أعضاء البورصة بين صفة السمسار والتاجر.

3. سماسرة الصالة

هم سماسرة يدفعون رسوم العضوية من أموالهم ولا ينتمون لأية شركة من شركات السمسرة، وإنما ينفذون الأوامر في صالة التعامل لمن يطلب منهم من شركات السمسرة التي يكون عليها ضغوط عمل كبيرة في وقت ذروة نشاط البورصة، ولذا يطلق على هؤلاء السماسرة أحيانا سماسرة السماسرة، ويحصلون على جزء من العمولة، ومن أهم إضافاتهم أنهم يحدون من حدوث اختناقات في وقت ذروة نشاط البورصة¹.

4. تجار الطلبات الصغيرة

تكون تعاملاتهم بأوراق مالية أقل في السوق، بحيث يقل عددها عن عدد معين من هذه الأوراق أو عن مبلغ معين وتبعا لحجم السوق وحجم التعاملات فيه، حيث أن عددا معين أو مبلغ

¹ محمد عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، كليبوترا للطباعة والكمبيوتر، ص ص 9-10.

معين للتعامل قد يكون طلبية صغيرة في سوق واسعة، وتتسم بعدد وحجم تعاملات مرتفع، في حين أن الطلبية ذاتها قد تكون طلبية كبيرة في سوق أخرى صغيرة تتسم بعدد وحجم تعاملات قليلة، وبالتالي فإن حجم السوق وحجم التعاملات هي التي تحدد كون التعاملات صغيرة أم لا.

5. تجار الصالة

هؤلاء يختلفون عن سماسرة الصالة الذين هم مجرد وسطاء يقومون بتنفيذ أوامر المتعاملين، في حين أن تجار الصالة يقومون بالبيع والشراء لحسابهم، أي إنهم لا يقومون بعمليات تعامل لصالح المتعاملين الآخرين في السوق، بل إنهم يقومون بالبحث عن فرص مربحة من خلال شراء وبيع الأوراق المالية أي من خلال المتاجرة بالأوراق المالية في هذه السوق، وتتوقف أرباح تجار الصالة على حجم وسرعة دوران الأوراق المالية، أي السرعة في بيع وشراء الأوراق المالية، وكذلك على دقة توقعاتهم بخصوص حركات الأسعار وتغيراتها واتجاهاتها، فبالنظر إلى أنهم لا يتحملون ولا يدفعون أي عمولات مقابل تعاملاتهم في السوق، ومن ثم فإنهم يمكن أن يتحملوا عمولات أقل لتعاملاتهم في السوق، لأنهم يقومون بهذه التعاملات بصورة مباشرة، في حين يتحمل المتعاملون الآخرون عمولات مقابل تعاملاتهم غير المباشرة في السوق، والتي تتم من خلال السماسرة (الوسطاء)¹.

6. المتخصصون

هم أعضاء البورصة الذين يتخصص كل واحد منهم في التعامل في التعامل معينة أو عدد محدد من الأوراق المالية، هذا وإذا تخصص أحدهم في ورقة مالية معينة فلا يجوز لغيره أن يتعامل في نفس الورقة، حيث أن المتخصص في ورقة معينة هو محتكر لها، وهو وحده الذي يمكنه الإطلاع على الأوامر المحددة المتعلقة بهذه الورقة، وعادة ما يجمع المختصون بين نشاط السمسرة

¹ فليح حسن خلف، المصدر المذكور سابقاً، ص 117.

(الوساطة مقابل عمولة) وبين نشاط التجارة (بيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم)، ويلعب المتخصصون دورا هاما في البورصة وهو المساعدة على استقرار التعامل داخل البورصة، حيث أنه في حالة زيادة العرض على الطلب بالنسبة لورقة مالية معينة يقوم المختصون بتخفيض هامش الربح لجذب المتعاملين والعكس صحيح¹.

المطلب الثاني: الأوامر والتسعيرة.

أولا: الأوامر.

يقصد بأوامر البورصة التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كي يبيع أو يشتري له في البورصة أوراق مالية معينة، ولا يكون لهذا الأمر مفعوله إلى إذا أعطى للشخص المختص أي الوسيط ويجوز أن يوجه الأمر إلى أحد مستخدمي الوسطاء المكلفين بالعمل داخل الردهة الذي ينقله بدوره إلى الوسيط، وفي جميع الأحوال، يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في البورصة²، وتوجد أنواع لهذه الأوامر نذكر أهمها:

1. أوامر السوق The Market Order

يشير هذا الأمر إلى أن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه في السوق، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل سعر، بينما أمر السوق بالبيع يعني البيع بأعلى سعر يجري التعامل به³.

¹ محمد عبده محمد مصطفى، المصدر المذكور سابقا، ص ص 10-11.

² محمد يوسف ياسين، "البورصة عمليات البورصة -تنازع القوانين -اختصاص المحاكم"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، (2004)، ص 99.

³ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشريفات، "الاستثمار في البورصة، أسهم وسندات أوراق مالية"، الطبعة الأولى، دار الجامد للنشر والتوزيع، (2006)، ص 65.

2. الأوامر المحددة The Limited Order

يعد السعر المحدد هو الأساس في تنفيذ الطلبية من عدمها، لذلك يشار صراحة إلى سعر التنفيذ فعند أمر الشراء المحدد فإن التنفيذ يجري على أساس أقل من سعر التنفيذ المحدد أو مساوي له، بينما أمر البيع المحدد فيجري تنفيذه بأعلى من سعر التنفيذ المحدد أو مساويا له، لذلك فإن القيام بالتنفيذ من قبل السمسار يرتبط بإعلان سعر يتناسب مع السعر المحدد (البيع والشراء)، وفي مثل هذه الأوامر لا بد من وجود حدود زمنية ويمكن للسمسار اللجوء إلى متخصص لتلبية الطلب، أو أن يسجل طلبه لديه للتنفيذ عند الوصول إلى أقل أو مساويا لسعر الشراء المحدد أو أعلى أو مساويا في حالة البيع¹.

3. أوامر الإيقاف Stop Order

تعرف أيضا باسم أوامر إيقاف الخسارة، وهنا يقع على عاتق المستثمر أن يحدد سعر الإيقاف، فإذا كان الأمر يتعلق بالبيع فإن سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت إصدار أمر البيع، إذا كان الأمر يتعلق بالشراء، فإن سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر، وإذا حدث في وقت لاحق أن قام مستثمر آخر بالتعامل في السهم على أساس سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعادل فإن أمر الإيقاف يتحول في الواقع إلى أمر السوق، ويمكن استخدام أوامر الإيقاف في الحفاظ على الأرباح الورقية، وإحدى المخاطر الناجمة عن أوامر الإيقاف أن السعر الحقيقي الذي يمكن أن ينفذ به الأمر قد يكون بعيدا عن سعر الإيقاف، ويحدث ذلك إذا تحرك سعر السهم بسرعة كبيرة في اتجاه معين².

¹ محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات"، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، (2005)، ص 250.

² محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، (2001/2002)، ص ص 24-25.

4. الأوامر المرتبطة بحجم الطلب

يتضمن الأمر حجم طلبيه الشراء أو البيع في الأوراق المالية التي يريدها المستثمر، وتأخذ صورة طلبية دائرية، ونعني عادة مائة سهم أو مضاعفاته، أو طلبية كسرية (صغيرة) وتعكس أمر الشراء أو بيع أوراق مالية بعدد قليل من المائة (1....99)، أما الطلبيات التي يكون فيها العدد ضمن مضاعفات المائة وأجزائه فهي مزيج.

5. الأوامر المرتبطة بالمدى الزمني

تتضمن أوامر المستثمرين على المدى الزمني التي تمنح للسماح في تنفيذ الأمر، حيث أن المستثمرين يحددون الزمن المناسب للتنفيذ وحدوده وبما يتفق مع رؤيتهم الاستثمارية أو استشارة المحللين الماليين لا سيما وإن تغيرت المعلومات خلال فترة من الزمن يعد عنصرا حاسما لصواب القرار الاستثماري، ويأخذ المدى الزمني في أوامر المستثمرين ما يأتي¹:

أ. أوامر ذات زمن محدد: وهي طلبيات مشروطة بزمن تنفيذ محدد، وقد يكون الزمن يوم أو أسبوع أو شهر، فمثلا أمر الشراء المحدد بيوم يظل ساريا حتى ما تبقى من يوم التعامل في البورصة، وبالتالي فالسماح يجب عليه التنفيذ وإلا يعد لاغيا بعد ذلك، أما الأمر لمدة أسبوع فينتهي بنهاية الأسبوع الذي حدد فيه الأمر.

ب. أوامر ذات زمن مفتوح: تدعى الأمر المفتوح، وكذلك بالأمر الساري حتى الإلغاء، وهي طلبيات لا حدود زمنية في تنفيذها، حيث تكون سارية حتى يلغياها المستثمر، لذلك فإن بعض البورصات تطلب تجديد الأوامر كل مدة زمنية منعا للتدخلات والمشاكل خاصة التحسب لتأثير التغير في المعلومات.

¹ محمود محمد الداغر، المصدر المذكور سابقا، ص ص 248-249.

6. الأوامر المتعلقة بعدد الأوراق

قد يحدد المستثمر عدد الأوراق المالية التي يرغب في شرائها أو بيعها بعدة طرق مستعينا ببعض الخصوصيات¹:

- أوامر التنفيذ أو الإلغاء، وتعني بتنفيذ الأمر (شراء أو بيع) فوراً وبخلافه يعد لاغياً.
- الأمر الذي يشير إلى تنفيذ الطلبية كلها أو رفضها كلها، أي يجب عدم تنفيذه جزئياً.
- الأمر الذي يشير إلى حرية تنفيذ كل أو جزء من الطلبية حال الوصول، والجزء غير القابل للتنفيذ يعد لاغياً.
- الأمر الذي يعطي حرية التصرف للسماز في وضع المواصفات (زمن، سعر، كمية) أو حرية التصرف لواحدة منها، لذلك يطلق عليها أمر حر (حسب مقتضى الحال).

ثانياً: التسعير.

سعر البورصة هو القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى الجلسات البورصة، وترتبط العمليات التي تجرى في البورصة على إحدى الأوراق المالية بعضها أشد الارتباط ببعض، بحيث يقوم مجموعها بتحديد السعر وفقاً لقانون الغرض والطلب، ولإجراء العمليات في البورصة وفقاً لأسعار معينة، لا بد من توفر بائعين ومشتريين للأوراق المالية، وخوفاً من فروقات حادة في الأسعار، تضمنت أنظمة البورصة أحكاماً خاصة بالفروقات القصوى المسموح بها للأسعار بشكل لا تتجاوز فيه نسبة معينة نصت عليها أنظمة تلك البورصات².

¹ محمود حامد الداغر، المصدر المذكور سابقاً، ص 249.

² محمد يوسف ياسين، المصدر المذكور سابقاً، ص 105.

خلاصة الفصل:

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل توضيح مفهوم الأسواق المالية عموماً، حيث اتضح لنا من خلال استعراض مجموعة من تعريفات الأسواق المالية أنه يعتبر سوق، لكنه سوق من نوع خاص، تحكمه قواعد خاصة وتتداول فيه منتجات ذات طبيعة خاصة، في مكان محدد وفي فترات محددة وفق نظام معين يحكمه وينظم عمله، ولكي تحقق الأسواق المالية وظائفها لا بد من توفر مجموعة من الوسائل أو الأدوات، ونقصد بذلك الأصول المالية، ولقد ركزنا في دراستنا هذه على الأسهم والسندات بمختلف أنواعها ذلك لأنها تعد السلعة الأساسية المتداولة في الأسواق المالية.

يجب الأخذ بعين الاعتبار كذلك أن هناك عدة أقسام للأسواق المالية، إذ تتعدد بتعدد المعايير المستخدمة في التقسيم، وأخذاً بعين الاعتبار لمعيار الزمن يمكننا تصنيف الأسواق المالية إلى أسواق عاجلة أسواق آجلة، علماً أن الأسواق العاجلة تنقسم بدورها إلى عدة أقسام: السوق الأول، السوق الثاني بنوعيه المنظم وغير المنظم، هذا الأخير الذي ينقسم كذلك إلى السوق الثالث والسوق الرابع.

ولكي تحقق الأسواق المالية وظائفها لا بد من توفر مجموعة من الوسائل أو الأدوات، ونقصد بذلك الأصول المالية، ولقد تطرقنا في دراستنا هذه على قيمة الورقة المالية خاصة الأسهم بمختلف أنواعها ذلك لأنها تعد السلعة الأساسية المتداولة في أسواق رأس المال وكذا العوامل المؤثرة عليها، إلا أن الأسواق تختلف من بلد إلى آخر حسب عدة معايير أهمها الكفاءة.

الفصل الثاني:

كفاءة الأسواق المالية

والصغير المختلفة لها

الفصل الثاني:

كفاءة الأسواق المالية والصيغ المختلفة لها

أثارت فكرة كفاءة الأسواق المالية ومازالت تثير خلافا شديدا بين المهتمين بتلك الأسواق، فوفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، يكون من شأنها تغيير وجهة نظرهم في الشركة المصدرة للسهم.

فقد دخلت فرضية كفاءة الأسواق المالية بقوة إلى الأدب المالي خلال العقود القليلة بسبب أهميتها التطبيقية، ويقول Fama (1970) أن السوق الكفاء Efficient Markets بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، سواء تمثلت تلك المعلومات في القواعد المالية أو في المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأسهم في الفترات الماضية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم نتيجة لقرارات بعض المستثمرين، ولذلك قام Fama (1970) بتصنيف فرضية كفاءة السوق المالي Efficient Market Hypotheses إلى ثلاث مستويات، اعتماداً على مدى توفر المعلومات في السوق، المستوى الضعيف Weak Form، والمستوى شبه القوي Semi – Strong Form، والمستوى القوي Strong Form.

المبحث الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية والصيغ المختلفة لها

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.

المطلب الأول: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في الأسواق المالية لما له من تأثير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية التي تترتب عليها نتائج إقتصادية يتأثر فيها المجتمع ككل، أنها تؤثر على ثروة المتعاملين في السوق المالي بضمنها التأثير على تكلفة مصادر الأموال للشركات، إن عدم الكفاءة معناه إنحراف القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحقيقية ويعني أيضا فسخ المجال للبعض بالقيام في إستغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي وغير عادل، والسوق غير الكفؤ هو الذي يتضمن تكلفة عالية لتوظيف المدخرات في أوجه الإستثمارات المختلفة وتنتقل هذه التكلفة إلى المدخرين والمستثمرين متمثلة في النسب والعمولات وإنخفاض معدلات الفائدة على الإقراض مع إرتفاع تكلفة الإقتراض¹.

¹ دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، (2012)، ص69.

أولاً : مفهوم كفاءة سوق رأس المال

الكفاءة في سياق الأسواق المالية هي فرضية شائعة تشير إلى التوقعات المبنية على أنواع المعلومات من جميع المشاركين في السوق بأسعار الأصول المالية وأن النظرية الاقتصادية المالية توضح أن المستثمرين لا يستطيعوا كسب أرباح غير عادية من خلال استراتيجياتهم الاستثمارية في السوق الكفاء بسبب استيعاب سعر السهم كافة المعلومات ذات العلاقة¹، وفي الأسواق المالية ذات الكفاءة تقوم أسعار الورقة المالية برد فعل فوري وبشكل غير متحيز على استيعاب كافة المعلومات الجديدة وبهذه الطريقة لا تترك فرصة للمشاركين في السوق لكسب باستمرار عوائد غير اعتيادية².

هذا المفهوم -كفاءة الأسواق المالية- تم تطويره باستمرار ودرس واختبر منذ أن قدم عالم الرياضيات الفرنسي Bachelier هذه الفكرة في أطروحته عام 1900 م، في عمله وضح Bachelier بأن "الأحداث الماضية والحاضرة وحتى حساب الأحداث المستقبلية تعكس سعر السوق، ولكن عادة لا تظهر أي علاقة واضحة لتغيرات الأسعار"، واستنتج أيضاً بأن أسعار السلع تتغير عشوائياً، ويذكر Alvarez في بحثه بأن Fama في عام 1970 م قدم مصطلح "كفاءة الأسواق" للإشارة إلى دور المعلومات في تشكيل أسعار الأصول المالية.

يتم استخدام مصطلح الكفاءة لوصف ذلك السوق الذي احتجز جميع المعلومات ذات الصلة في أسعار الأصول المالية، و يذكر Mussavian في بحثه بأن Cowles في عام 1933 م وجد بأنه

¹ Gillette, "An Empirical Test of German Stock Market Efficiency", A Master Thesis for the degree of Master of Science to Humboldt- University, Berlin, Germany, (2005), p10.

² Hadi , M.M. (2006), "Review of Capital Market Efficiency: Some Evidence from Jordanian Market", International Research Journal of Finance and Economics, Vol. 3: pp.13- 27.

لا يوجد دليل ملموس على أي قدرة تستطيع توقع السوق، بعد ذلك في أربعينيات القرن العشرين وجدت أدلة تدعم الشكل الضعيف والقوي لكفاءة السوق¹.

عند التحدث أو التكلم عن مفهوم كفاءة الأسواق المالية يجب التحدث أو ذكر فرضية السير العشوائي.

– مفهوم فرضية السير العشوائي:

لسنوات عديدة والخبراء الماليين والاقتصاديين والإحصائيين اهتموا في تطوير واختبار نماذج سلوك أسعار الأسهم، وأحد النماذج المهمة التي تم دراستها هو نموذج نظرية السير العشوائي للأسعار، لفترة طويلة اعتبرت نظرية السير العشوائي شرطاً كافياً لتحقيق كفاءة السوق، السير العشوائي هو مسار المتغير عبر الزمن والذي يظهر عدم وجود صيغ للتنبؤ بأسعار الأسهم على الإطلاق، في السوق ذات الكفاءة أنه من غير الممكن أن يتم تحقيق إرباح بناءً على المعلومات السابقة وبالتالي التنبؤ بالأسعار المستقبلية مشروطاً بالأسعار الماضية في المتوسط الذي يجب أن يكون صفر ويمكن توضيح ذلك رياضياً²، في نموذج السير العشوائي: لتكن X_t سعر السهم في يوم معين وليكن t ، في كل وحدة من وحدات الوقت اللاحق تختلف X_t (سعر الأسهم) بطريقة لا يمكن التنبؤ بها مثل ذلك أنه خلال كل وحدة من وحدات الزمن يتحرك موقع سعر السهم إما إلى الأعلى بوحدة واحدة أو إلى الأسفل بوحدة واحدة أو أنه يبقى كما هو.

¹ MUSSAVIAN , M. and E. DIMSON (2000), "MARKET EFFICIENCY", Journal of BUSINESS DISCIPLINES ,Vol.3, Vol.81: pp.959–970.

² NAYAK, K.M., (2012), "A STUDY OF RANDOM WALK HYPOTHESIS OF SELECTED SCRIPTS LISTED ON NSE", Journal of Economics and Management Vol.1, No.1: pp.48–59.

افترض أن مؤشر سعر السهم يمكن أن يبقى إما في i أو الانتقال إلى وضع $i+1$ أو لوضع $i-1$ والاتجاهات العشوائية لكل انتقالات مؤشر سعر السهم تكون مستقلة عن جميع الانتقالات التي حدثت في وقت سابق¹.

وبشكل أكثر تحديدا، إذا S_n تدل على موقع أسعار الأسهم في الوقت n فإن السلوك العام للتسلسل (S_n) هو يمثل النموذج :

$$S_n = S_0 + X_1 + X_2 + \dots + X_n$$

حيث X_n هي متغيرات عشوائية مستقلة*.

وبناء عليه :

$$S_n = S_0 + \sum_{j=1}^n x_j$$

حيث : S_0 : نقطة الانطلاق.

X_j : المتغيرات العشوائية المستقلة الموزعة بالتساوي كل متغير يأخذ إما القيمة -1 مع احتمال p ، أو القيمة $+1$ مع احتمال p ، أو يبقى على حاله في القيمة 0 مع احتمال R ¹.

¹ Maduegbuna, A. N.; S.O.N. Agwuegbo and A.P. Adewole (2010), "A Random Walk Model for Stock Market Prices", Journal of Mathematics and Statistics, Vol.6, No.3: pp.342-346 .

* المتغير العشوائي هو الذي يأخذ قيما حقيقية مختلفة تعبر عن نتائج فراغ أو فضاء العينة، ومن ثم مجال هذا المتغير، يشمل كل القيم الممكنة له، ويكون لكل قيمة من القيم التي يأخذها المتغير احتمال معين ويتم إيجاد قمة المتغير العشوائي المستقل بالاعتماد على دالة الاحتمال $P(X = x_i) = f(x_i)$ ويمكن تكوين جدول التوزيع الاحتمالي للمتغير العشوائي X ، وهو جدول مكون من عمودين، الأول به القيم الممكنة للمتغير $X : \{x = x_1, x_2, \dots, x_n\}$ ، والثاني به القيم الاحتمالية لهذا المتغير $P(X = x_i) = f(x_i)$.

من ذلك يتضح أن فرضية السير العشوائي تؤكد أن حركات سعر السهم لن تتبع أي من أنماط واتجاهات التوقع، وأن التقلبات في الأسعار الماضية لسعر السهم لا يمكن أن تستخدم للتنبؤ بتغيرات الأسعار في المستقبل، ونتيجة لذلك لا يمكن التنبؤ بتغيرات أسعار الأوراق المالية من خلال المسار السابق لأسعار الأسهم²، الخلاصة فرضية السير العشوائي هي النظرية المالية التي تنص على أن الأسعار السائدة في سوق الأوراق المالية لا يمكن التنبؤ بها لأن هذه الأسعار تتبع صيغة عشوائية فريدة من نوعها التي لا يمكن أن يتم تحليلها بشكل كامل نظرا لتوافر جميع المعلومات لكل فرد في سوق الأوراق المالية، وإن العشوائية في هذه الأسعار تقيد قدرات المستثمرين ليتفوق على السوق لكسب أرباح غير طبيعية³.

ثانيا: تعريف كفاءة الأسواق المالية.

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

¹ Maduegbuna, A. N.; S.O.N. Agwuegbo and A.P. Adewole (2010), Op. Cit : pp.342–346 .

² Seyyed Ali Paytakhti Oskooe, (2010), " **Emerging Stock Market Performance and Economic Growth**", School of Economics, Kingston University, Kt1 2EE, Kingston upon Thames, London, United Kingdom, American Journal of Applied Sciences, Vol.7, No.2: pp. 265–269.

³ Mujtaba, B.G.; A. Mehmood and M. S. Mehmood (2012), " **Stock Market Prices Follow the Random Walks: Evidence from the Efficiency of Karachi Stock Exchange**", European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Vol.51: pp. 71–80.

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

ناقش Fama 1965 بعض الأدلة التجريبية داعماً نظرية السير العشوائي في رسالته للدكتوراه، في مابعد، قدم موجز لنسخة من أطر وحة الدكتوراه في الملتقى الإدارة سنة 1965 في جامعة شيكاغو، Fama أيد نظرية السير العشوائي كما لو أنها وصف دقيق للواقع، وهو بذلك تحدى مؤيدي التحليل الفني والأساسي، وفي نفس الوقت، التحليل الفني أو الأساسي هما عادة ما يستخدمان ويؤيدان التنبؤ بأسعار الأسهم من قبل محترفي السوق.

ويعتبر Fama أول من عرف كفاءة السوق المالي في 1965 بقوله: "يكون السوق المالي كفء إذا كانت كل المعلومات المتعلقة بأي أصل مالي موجود في هذا السوق متوفرة، وتعكس سعر هذا الأصل"¹.

كما يمكن تعريف السوق الكفاء بأنه: "ذاك السوق الذي يكون فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما يعكس كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية، أو في معلومات تثبتتها وسائل الإعلام، أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو

¹ Eugene F.Fama, **Efficient Capital Markets :A Review of Theory and Empricial Work**, The Journal of Finance, Volume25, Issue2, papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annua Meeting of the American Finance Association New York, N.Y.December,28-30,1969 (May,1970),p 383-417.

في تحليلات وتقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم¹.

ولقد قدم Fama الصيغة الرياضية لنظرية الكفاءة سنة 1970 في المعادلة التالية²:

$$E(P_{j,t+1}/\varphi t) = P_{j,t} [1 + E(R_{j,t}/\varphi t)]$$

حيث:

φt : المعلومات المتوفرة في الفترة (t).

$P_{j,t+1}$: القيمة المتوقعة للسهم (j) في الفترة ($t + 1$).

$E(x)$: الأمل الرياضي للمتغير العشوائي (x).

$R_{j,t}$: مردودية السهم (j).

فإذا كان سعر السهم يعكس كل المعلومات المتوفرة، وإذا تحققت المعادلة السابقة بالنسبة لكل الأسهم (j) المتداولة في السوق فعندها يكون السوق كفء.

تعني كفاءة السوق الانعكاس الكامل للمعلومات في أسعار الورقة المالية وبشكل دائم و سريع، وغير متحيز، ويقصد بالانعكاس الكامل أن المشاركين في السوق يستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة ويقومون بتحليلها وعكسها في توقعاتهم، ولذلك يتعذر على كل أي واحد منهم تحقيق عوائد غير عادية تفوق توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية وعليه يكون السعر المعلن هو حصيلة تصرفات وسلوكيات المشاركين في السوق بناء على المعلومات المستلمة³.

¹ منير ابراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، (1996)، ص37.

² Philippe Gillet, **L'efficience des Marchés financiers**, Édition Economica, (1999), P11.

³ أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2010)، ص38.

المقصود بكفاءة الأسواق المالية هو مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم وبين البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين، سواء كانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأسواق¹، بمعنى آخر يمكن القول أن قيمة الورقة المالية في السوق الكفاء هي قيمة عادلة* (**Fair Value**) وتعكس تماما القيمة الحقيقية لها (**Intrinsic Value**)، ويتولد عن هذه القيمة عائد كفي لتعويض المستثمر عن المخاطر الناتجة عن التعامل بهذا السهم بيعا وشراء، أي أن تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن إمتلكه والمخصومة بمعدل عائد على الإستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه².

بالتالي يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق إستجابة 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 المالية³.

¹ دريد كامل آل شبيب (2012)، المصدر المذكور سابقا، ص70.

* كذلك يجب توضيح أن السعر العادل هو ذلك السعر الذي تتساوى عنده القيمة الحقيقية للورقة المالية مع القيمة السوقية لها.

² منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال الإستثمار"، المصدر المذكور سابقا، ص490.

³ مفتاح صالح، معرفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيضر، بسكرة، (2010)، ص181.

المطلب الثاني: كيفية لتحقيق كفاءة السوق وأهميتها.

1. كيفية تحقيق كفاءة السوق:

يتسم المستثمر في الأوراق المالية بالرشد والعقلانية في قراراته لأنه يهدف إلى تعظيم الأرباح في كل قرار استثماري يأخذه، لذلك فهو يتنافس مع غيره من المستثمرين في الحصول على أحسن الصفقات والفرص، غير أن في ظل السوق الكفاء لا يمكن لأي مستثمر تحقيق ذلك إلا من خلال الحصول على المعلومات قبل غيره من المستثمرين حتى يتمكن من تحليلها.

إذا كانت القيمة الحالية للسهم أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية وبناء على ذلك يمكنه إتخاذ القرار المناسب قبل غيره، إلا أن التطور الكبير في وسائل التحليل وأساليب الإتصال وتخصص مكاتب للبحوث والدراسات في تجميع و تحليل المعلومات الواردة جعل تميز أحد المستثمرين عن غيره في السبق إلى الحصول على المعلومات وإتخاذ القرارات المناسبة أمر يكاد يكون مستحيلاً، لذلك لا يمكن تحقيق أرباح استثنائية اعتماداً على التقييم الجديد للسعر الذي يباع به السهم، ففي ظل السوق الكفاء لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج و حصول كافة المستثمرين عليها¹.

2. الخصائص التنظيمية للسوق المالي الكفؤ.

يجب أن تتوفر مجموعة من الخصائص التنظيمية التي تساعد على جعل السوق ذا كفاءة عالية

وأهم هذه الخصائص ما يلي:

¹ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مركز دالتا، الإسكندرية، مصر، (2012)، ص493.

- وجود إدارة مركزية في السوق ومجلس إدارة يمثل الجهات المتعاملة في السوق، وتعتمد هذه الإدارة القوانين والتعليمات النافذة وتطويرها بما يتلائم مع التطورات المالية والإقتصادية والتقنية ومراقبة عمليات التداول.
- إيجاد نصوص قانونية وتنظيمية فعالة لعمليات التداول في الأسواق المالية، من خلال تحديد شروط إدراج الأسهم وتنظيم دخول الشركات إلى البورصة، ومتابعة تطبيق هذه الشروط مع كافة الشركات باستمرار، وإيقاف التعامل مع أسهم الشركات التي لا تلتزم بهذه الشروط.
- التأكد من دقة وسلامة البيانات والمعلومات التي تنشرها الشركات، وإيجاد آلية للإفصاح عن كافة المعلومات الخاصة والعامة لجميع الشركات.
- إيجاد هيئة على درجة عالية من الكفاءة ممثلة عن كافة الجهات المستفيدة والمتعاملة في الأسواق المالية كالمستثمرين والوحدات الحكومية الأساسية والوسطاء والوكلاء والرقابة المالية، لمراقبة المتعاملين في الأسواق المالية وتطبيق الأنظمة والقوانين بصدد المخالفين.
- منع المضاربة في الأسواق المالية من خلال الرقابة المستمرة على الأسعار والسوق¹.
- وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين والمتاجرين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشطة في الأسهم.
- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول عند بروز أية فرصة للربح من خلال البيع والشراء مهما كانت صغيرة.
- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق¹.

¹ دريد كامل آل شبيب (2012)، المصدر المذكور سابقاً، ص88-89.

3. أهمية سوق رأس المال الكفاء.

وجود سوق مالي كفاء له دلالات اقتصادية واستثمارية يمكن إيجازها بالآتي²:

1. السوق الكفاء دال على أن الأسعار المطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد

المتعاملين في السوق لتحديد استراتيجياته الاستثمارية والتخصيص الكفاء للموارد.

2. يقوم جميع المتعاملين في السوق بالانتفاع من جميع المعلومات وبالتالي ليس هناك هدر

بالمعلومات الواصلة للسوق كونها تنعكس بالكامل بالسعر.

3. في ظل السوق الكفاء يعتقد كل من البائع والمشتري للورقة المالية أن سعر الصفقة سعر عادل

ومقبول من قبل الطرفين، فليس هناك غبن أو تضليل.

4. إن السوق الكفاء دال لحالك توازنه، لأن جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون

توقعاتهم متماثلة لمستقبل الاستثمارات.

5. في ظل السوق الكفاء تتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وباتجاه الاستثمارات

المنتجة.

6. يحقق السوق الكفاء تماثل المعلومات وبالتالي يساهم في تقييد دور المطلعين لضمان

الاستجابة العادلة والصحيحة والمنتجة للمعلومات.

7. في ظل السوق الكفاء تتدفق رؤوس الأموال بحرية وانسيابية عالية، فيتحقق التخصيص الكفاء

للموارد.

¹ حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، (2004) ص129.

² أرشد فؤاد التميمي، المصدر المذكور سابقاً، ص50.

المطلب الثالث: شروط قيام السوق الكفاء

حسب صلاح الدين السيبي تتمثل شروط كفاءة السوق المالي في ما يلي¹:

- توافر مناخ استثماري مستقر: يتمثل في حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي (سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة، حالة انتعاش اقتصادي، وفرة المدخرات) ومن المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذا قامت في البيئة والظروف الاقتصادية الملائمة فإنها تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الف رص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل.
- توافر الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من القيام بدورها.
- توافر هيكل متكامل من المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة.
- توافر التقنية المناسبة (شبكة اتصالات متقدمة، وشبكة إلكترونيات متطورة لربط سوق الأوراق المالية ببعضها البعض لضمان توفر المعلومات بدقة.
- توافر الإفصاح والعلانية، وذلك بنشر التغيرات في الأسعار المتعامل عليها في نشرة مكتوبة، كما تلزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن مشروعاتها.
- يجب التأكد أن الأوراق المالية القابلة للتداول سليمة، وأن عقد العمليات بالسوق لا يشوبه غش أو نصب أو إحتيال أو مضاربة وهمية.
- المنافسة الحرة: بحيث يجب أن يتحقق في هذا السوق عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب ليكون السوق متوازن.

¹ صلاح الدين حسن السيبي، " الأسواق المالية والأزمات المالية العالمية"، دار الفكر العربي، (2008)، ص ص 163-162.

- السرعة والدقة: بحيث يجب سرعة إتمام الصفقات، وعرض عوامل العملاء وتنفيذها من خلال المدة المحددة وبشروط معينة.
- المرونة يجب أن تتسم السوق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مستثمر لآخر.
- ضمان سلامة الادخار وحمايته، وذلك عن طريق خلق جو من الثقة بين المتعاملين.
- تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة أو على السندات المطروحة للاكتتاب، أو إعفاء العائد من الضرائب.
- وجود عدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية وشركات الاستثمار المحلية والأجنبية.
- نمو الوعي الادخاري وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد.
- عدم وجود قيود أية رقابة على الصرف.
- وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالي في أسعاره أو معدلاته.
- أن يتمتع السوق بعنصر الشفافية Transparency ويقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق، المتداولة والصفقات المنفذة متاحة لجميع المتعاملين على قدم المساواة¹.

ومن بين أهم الشروط التي يجب توفرها في السوق لكي يكون سوقا كفاء، وجود عدد كبير من مستثمرين يتصفون بالرشد، وكذلك توفر المعلومات لدى عامة المستثمرين، إلا أنه لابد من استيفاء ثلاث شروط أساسية¹:

¹ محب خلة توفيق، "الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والإستثمار"، دار الفكر الجامعي، (2011)، ص 181.

1. الكفاءة الإعلامية

تكون السوق كفاء ما إذا كانت مجموع المعلومات المتعلقة بتطور الأصول المالية محل المفاوضة معكوسة في التسعير في كل لحظة، مثل هذا السوق تأخذ بعين الاعتبار حوصلة ونتائج الأحداث السابقة، وتعكس بالتدقيق التقديرات المتوقعة حول الأحداث المستقبلية.

2. السلوك العقلاني للمتدخلين في السوق المالي

أي عقلانية ورشادة جميع المتدخلين في السوق المالية، فنكون أمام سوق كفاء إذا ما عكس سعر الأصول المالية الآمال المرجوة فيما يخص المداخل المستقبلية في إطار المبادئ التقليدية للتقييم.

3. الكفاءة في التنظيم

يخص الشرط الوظائف الاقتصادية للشبكات المالية، حيث تأخذ الأسواق المالية مكانة في النظام المالي، وأهميتها تتجلى من خلال تحويل المخاطر إلى القادرين على تحملها، ومن جهة أخرى تسمح بتجنيد الادخار من أجل أداء الوظائف الأكثر إنتاجية، مع الحفاظ على السيولة التي تكسب السوق حيويتها.

¹ بلكل نوال، "الأسواق المالية، آلياتها، دورها في التنمية الاقتصادية"، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2001، ص ص 34-36.

المبحث الثاني: أنواع الكفاءة والصيغ المختلفة لفرضية كفاءة السوق المالي

تعتبر كفاءة سوق رأس المال من المفاهيم التي تم اكتشافها بالصدفة حيث قام "موريس كاندال" بدراسة سلوك أسعار الأسهم وذلك من أجل ضبط نماذج متكررة لتلك الأسهم وفي فترات مختلفة من الزواج والكساد، حيث كانت النتائج المتوصل إليها أن الأسعار تتقلب بشكل عشوائي، حيث لا يمكن التنبؤ بسعر سهم معين، وحسب رأي "كاندال" فإن هذه الأسعار لا تستجيب إلا إلى المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق بشكل عشوائي الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى عدم تحقيق أي أرباح غير عادية، لذلك نجد كفاءة سوق رأس المال ترتبط بكفاءة تدفق المعلومات وذلك بالشكل الذي يضمن الشفافية والدقة والسرعة وبالتالي التقليل من حالات عدم التأكد بمستقبل الاستثمار.

المطلب الأول: أنواع الكفاءة

ما بين حجم المعلومات والبيانات التي ترد إلى السوق ونوعها ثم تحليلها والتي تخص الشركات المصدرة للأسهم، وبين استجابة الأسهم للتغير في قيمتها السوقية زيادتها أو نقصانها وفق ما تحمله تلك المعلومات من أنباء تفاؤلية، أو تشاؤمية، ويمكن أن نميز بين نوعين من الكفاءة هما:

- الكفاءة الكاملة

- الكفاءة الاقتصادية

أولاً: السوق ذات الكفاءة الكاملة

1. تعريف السوق ذات الكفاءة الكاملة

يقصد بالكفاءة الكاملة 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 تكاليف¹، ولكي تصل السوق إلى مستوى الكفاءة الكاملة لا بد من توفر عدد من الشروط أهمها²:

- أ. أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع بسرعة وبحرية وفي ضوء هذا الشرط تكون تصرفات كل المستثمرين من حملة الأسهم متماثلة نظراً لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.
- ب. لا توجد أي تكاليف للمعاملات مثل عمولة البيع وليس للضرائب أي تأثير على سياسة الاستثمار، هذا إلى جانب عدم وجود أي قيود على التعامل بالأسهم من ناحية البيع والشراء
- ج. من الشروط المهمة هو أن يقبل حامل السهم أو المستثمر الجديد للسعر المعلن للسهم، ويعتبر ذلك مسألة خارج إطار المساومة رغم وجود عدد كبير من المستثمرين.
- د. إن المستثمرين يتصفون بالرشد في تصرفاتهم الاستثمارية وعليه فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.
- هـ. للمستثمر الحق في بيع وشراء الكمية التي يريدها من الأسهم دون شروط وبسهولة ويسر³.

¹ حنفي عبد الغفار، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2004)، ص75.

² حمزة محمود الزبيدي، المصدر المذكور سابقاً، ص131.

³ عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية" البورصة"، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2008)، ص32.

لكن إذا تمعنا جيدا في هذه الشروط فسوف نجد أن أغلبها شروط نظرية أكثر منها واقعية، فبالنسبة للشروط الأول ليس هناك ما يضمن أن لا يكون لأحد المتعاملين في أسواق رأس المال علاقات صداقة أو قرابة في الشركة المعنية، تسمح له بالحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره من المتعاملين، كما لا يمكننا إلغاء فكرة وجود تكاليف للمعاملات في أسواق رأس المال وإن كانت تختلف من سوق لآخر.

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

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

ويبقى الشرط الرابع هو الشرط الوحيد المعقول والمعمول به في أسواق رأس المال، إذ نجد أن معظم المتعاملين يسعون إلى تحقيق أكبر عائد ممكن في ظل مستوى معين من المخاطرة، وعليه فإنه يتحقق الشرط الرابع نكون قد أثرنا فكرة الكفاءة الاقتصادية، والكفاءة الاقتصادية تعني وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومات وتحليلها، وانعكاس تلك المعلومات على أسعار الأسهم.

2. معوقات الكفاءة الكاملة للأسواق المالية:

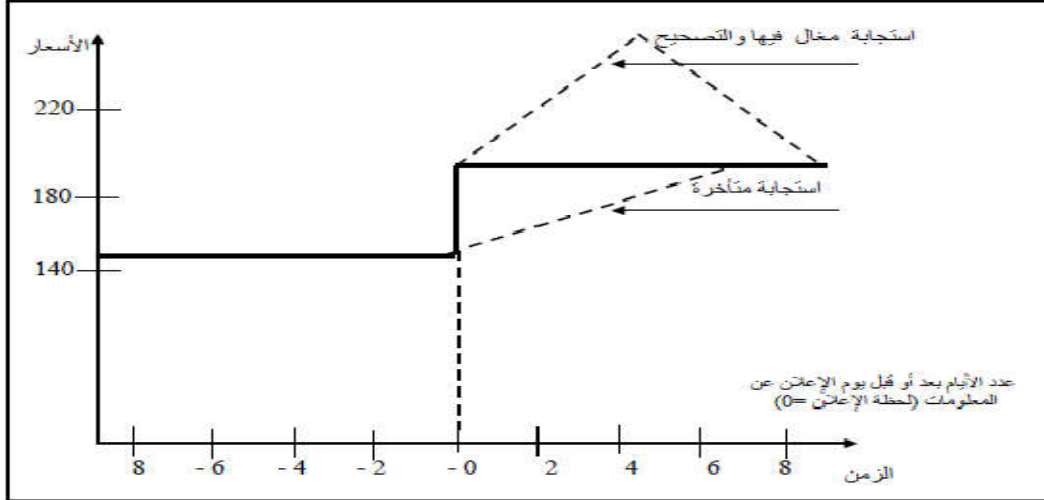
يتفق المختصون على أن إجتماع الشروط السالفة الذكر كاملة في سوق واحد يكاد يكون مستحيل وذلك للأسباب التالية¹:

- عدم دقة البيانات المنشورة في الأسواق المالية، وتأخير نشر على المتعاملين مما يقلل من فوائدها للمستثمرين، وعدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني والإقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية وعدم الإفصاح عنها مما يؤثر على إتخاذ القرارات.
- تشجيع وتحفيز بعض الوسطاء لعملائهم على تنفيذ صفقات بيع وشراء الأوراق المالية دون مبررات إقتصادية قوية ذات جدوى، ومحاولة تفعيل المضاربات القائمة على التقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق ويترتب عليه أيضا أثار إقتصادية وإجتماعية غير صحيحة تنعكس على سمعة السوق بل أحيانا على إقتصاد البلد ككل.
- إنخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في السوق المالي، مما يؤدي إلى تخفيض حجم التداول بيعا وشراء والتأثير على سيولة السوق.
- إنتشار ظاهرة التجارة الداخلية للمعلومات أي إستفادة الإدارة العليا والمتنفذين من المالكين في بعض الشركات من مزايا سبق في الحصول على المعلومات والبيانات، وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين نتيجة الإستفادة من هذه المعلومات في إتخاذ قرارات.
- قيام بعض الوسطاء بإنجاز صفقات صورية والتي تنجم عنها تعاملات صورية مكثفة ونشطة، تؤثر على أسعار الأوراق المالية وتؤدي إلى تحقيق أرباح غير إعتيادية.

¹ دريد كامل آل شبيب (2012)، المصدر المذكور سابقا، ص87.

ثانيا: السوق ذات الكفاءة الاقتصادية

تستند إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على المعلومات التي تساعد على تحقيق هدفه، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين الانعكاسات وأثرها على الأسعار، أي توقع انحراف القيمة السوقية عن القيمة المحورية للأوراق المالية لبعض الوقت، وبذلك استنادا إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية، السوق الكفاء للأوراق المالية هو السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات المتدفقة إلى السوق، ما يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة المحورية¹.



شكل رقم (2-1): حركة التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

المصدر: حمزة محمود الزبيدي، "الإستثمار في الأوراق المالية"، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص132.

¹ صلاح الدين حسن السبيسي، المصدر المذكور سابقا، ص 26.

المطلب الثاني: متطلبات الكفاءة في الأسواق المالية

حتى تكون الأسواق المالية على أعلى درجة ممكنة من الكفاءة يجب أن تتوفر فيها عدة متطلبات.

1. كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):

يقصد بها توافر المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية الجديدة محل التعامل في السوق بحيث تكون متاحة لجميع المستثمرين وأطراف السوق، وكذلك تنتشر بسرعة وتكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة¹.

وتكتسب سوق رأس المال سمة الكفاءة هذه عندما تحقق الأسعار السوقية شرط الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات المناسبة المتوفرة للمشاركين بكلفة زهيدة ومناسبة لتقييم السهم أي السمة التي تجعل من أسعار الأسهم السوقية مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة للجميع، وإن هذه الأسعار تمثل في أي وقت القيمة الحقيقية للسهم، وبهذا يصبح السوق لعبة عادلة، إذ للجميع فرصة لتحقيق الأرباح الاعتيادية، لكن بالمقابل بالرغم من توفر هذه السمة قد يتحمل بعض المستثمرين خسائر عند دخوله للسوق، نتيجة عدم توافر الخبرة في تحليل المعلومات المتاحة، أو ضعف في نشاط متابعة الأسعار، الأمر الذي يعزي سبب هذه الخسارة إلى نقص كفاءة السوق، وإنما لارتباطها بسلوك المستثمر².

¹ علوان، قاسم نايف، "إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق"، دار الثقافة، عمان، الأردن، (2009)، ص163.

² أرشد فؤاد تميمي التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية"، دار الميسرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، (2004)، ص140.

2. كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية):

يقصد بها إمكانية تحقيق التوازن بين المشتريين والبائعين، دون تكبد كل منهما تكلفة عالية للسمرسة أو حتى تحقيق مزايا إستثنائية لصناع السوق وهم التجار والمتخصصون¹، وتعرف كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية أي قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض، وذلك في ظل وجود تكاليف للمعاملات منخفضة، وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبير، ومن ثم تكون فرصة المتخصصين في تحقيق هامش ربح ضئيل ومن خلال زيادة الطلب على الأوراق المالية للشركات الواعدة، ترتفع أسعار الأوراق المالية للشركات الواعدة، في حين ينخفض الطلب على الأوراق المالية للشركة غير الواعدة ومن ثم تنخفض أسعار الأوراق المالية لهذه الشركات.

بالإضافة إلى وجود سمات أخرى لها علاقة بكفاءة سوق الأوراق المالية نذكر أهمها²:

3. الكفاءة الهيكلية لسوق الأوراق المالية:

هي الكفاءة التي تعكس درجة المنافسة في السوق المالي، فتقاس بعدد المشاركين في السوق، سواء كانوا مستثمرين أو مقرضين، والعلاقة في هذه الحالة طردية، بمعنى أنه كلما زاد عدد المشاركين زادت درجة الكفاءة الهيكلية، ويترتب على تنوع الأوراق المالية أي زيادة عدد الأنواع المختلفة منها في التداول في رفع كفاءة السوق، وكذلك يؤدي استقرار الأسعار الأوراق المالية إلى زيادة كفاءة السوق.

¹ محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية"، ط1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2005)، ص287.

² إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، (2000)، ص 34.

4. الكفاءة التنظيمية للسوق المالي

وتتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق المالي من خلال النقاط التالية:

أ. توافر إطار تنظيمي واضح للسوق

إذ يجب أن تحدد القواعد التنظيمية التي تنظم اختصاصاته، إذ تحدد من خلال السلطة والمسؤولية للقائمين على إدارة شؤونه لاستخدامها في الأغراض المشروعة لتنظيم الاستثمار وليس للمضاربة وتقادي عمليات الاكتتاب الوهمية للأسهم المطروحة لأول مرة.

ب. تنظيم مهمة الوساطة

إذ يؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى تحديد الواضح لاختصاصات الوسطاء والسماسة وتحملهم المسؤولية المهنية عند عقد الصفقات.

ت. كفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها:

حيث أنه يجب أن توضع للسوق المالي التشريعات الكافية والمناسبة التي تلائم التوسع الطبيعي وحجم التداول فيه.

د. الرقابة الفعالة من الأجهزة الفنية المختصة:

إذ يجب أن تباشر الأجهزة الرقابية المختصة رقابتها المستمرة في الوقت المناسب لأعمال السوق.

5. الكفاءة الفنية للسوق المالي:

تتحقق الكفاءة الفنية لسوق الأوراق المالية من خلال الأدوات التالية¹:

¹ فائق جبر النجار، "مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها"، مجلة البنوك، العدد 05، الأردن، (1998)، ص 7.

أ. تعدد أدوات الاستثمار:

وتظهر أهمية تعدد أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية في تفادي الكثير من الأزمات والهزات الاقتصادية.

ب. العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول:

إذ يؤدي هذا النظام إلى نظام موحد له أسعاره التي يعكسها العرض والطلب على جميع على أسهم الشركات، بالإضافة إلى تفادي الخضوع لأهواء الوسطاء وضغوطاتهم في تحديد أسعار خاصة بهم.

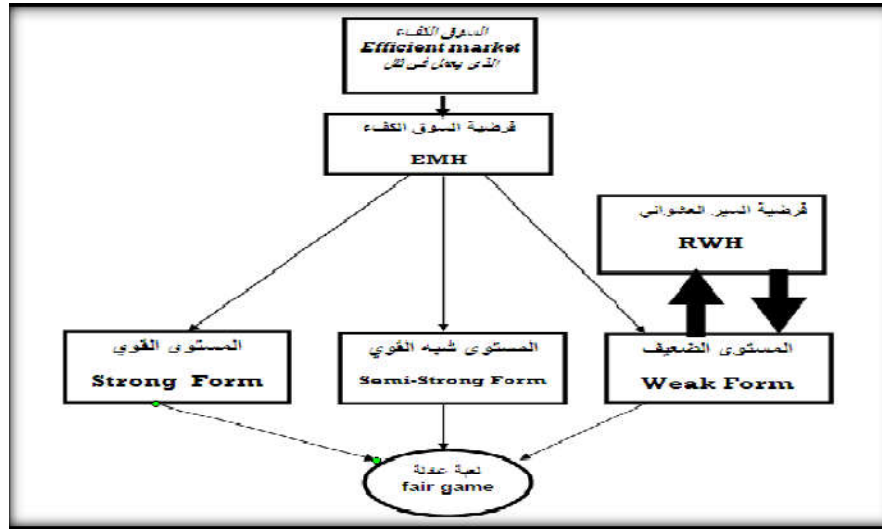
المطلب الثالث: الصيغ المختلفة لفرضية كفاءة السوق المالي

تتخذ صيغ فرضية كفاءة السوق المالي أشكالاً ثلاثة في ضوء سعة المعلومات وشمولها مما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، إذ صنفت معظم الأدبيات المالية فرضية كفاءة السوق إلى ثلاثة مستويات وكل منها يعتمد فرض يقوم على وفرة المعلومات وكلفتها، ويمكن تحديد هذه المستويات كالآتي:

أولاً: مستوى النموذج الضعيف لفرضية كفاءة السوق Weak form of EMH

تقترح هذه الصيغة أن السعر السوقي للورقة المالية المتداولة يعكس كل المعلومات التاريخية وحجم صفقات التداول لهذه الورقة، ولذلك أن المستثمر لن يكون قادراً على تحقيق أرباح غير اعتيادية من جراء تحليل هذه المعلومات، فمثلاً عند قراءة القوائم المالية فإن دراسة كميات الأسهم والسندات السابق إصدارها والأسعار التاريخية لهذه الأسهم والسندات، لن يفيد في تحقيق أرباح غير عادية ولن تؤدي إلى تحديد السعر الحقيقي للسهم أو السند أي ليس لها أي دور حيوي ومفيد في التنبؤ بقيمة الأسعار المستقبلية للأسهم والسندات، وبالتالي تحديد أسعار التوازن، وبذلك تكون هذه المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في السابق ليست ذات جدوى وأهمية في التنبؤ بالسعر مستقبلاً، طالما إن أسعار الأصول الحالية تعكس جميع المعلومات للمتعاملين في السوق عن المدة السابقة (بيانات تاريخية) وهذه المعلومات متاحة وشائعة للجميع Publicly Available لتحققها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر لذلك لا يوجد أحد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادر على تحقيق عائد استثنائي لأن هذه المعلومات متوفرة لدى أغلب المتعاملين في سوق الأوراق

المالية ولذلك لا يمكن الاعتماد عليها لأغراض التنبؤ¹، وترتبط فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بنظرية الحركة العشوائية للأسعار كما يوضح ذلك في الشكل أدناه، لأنه من المستحيل التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي، فإن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لابد إن تكون مستقلة تمام الاستقلال عن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي، وبعبارة أخرى إن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط وهو ما يمكن إن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار.



شكل رقم (2-2): يوضح علاقة فرضية السير العشوائي بالمستوى الضعيف ومستويات السوق الكفاء

Source: (Janette R.A. Laurence and J. Maltby, "An Introduction to Stock Exchange Investment", 3rd Edition, Palgrave Macmillan, England, (2007), p 24.

يوضح الشكل السابق أن السوق الذي يعمل في ظل هذه الفرضية هو عبارة عن ميدان للعبة عادلة لكل المستثمرين، وتتضمن هذه الصيغة للفرضية إطاراً محتواه أن أسعار الأصول الرأسمالية

¹ حاكم محسن محمد وعدي عباس عبد الأمير، "تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للأسهم"، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، ص 116.

الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة، وتشمل معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات، وهذه المادة متاحة وشائعة للجميع لتحقيقها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر¹، لذلك في هذا المستوى من كفاءة السوق يحاول المستثمرون التوقع بمستقبل الأسعار بناء على دراسة وتحليل المعلومات التاريخية عن حركة الأسعار أمر غير مجدي فهذه الصيغة ترفض رفضاً تاماً البناء النظري الذي يقوم عليه التحليل الفني، ويعرف الشكل الضعيف لكفاءة السوق بنظرية الحركة العشوائية (Walk Theory Random) لأن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لا بد وأن تكون مستقلة تمام الاستقلال عن سعره في الماضي أو بعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط². ويخضع هذا الفرض لكفاءة السوق لثلاث إختبارات مختلفة هي:

1. إختبار الارتباط التسلسلي:

يتضمن هذا الإختبار قياس الارتباط بين تغيرات الأسعار لفترات زمنية متتالية وفواصل زمنية مختلفة في الأجل القصير، فهذه الظاهرة تهمنا في الأجل القصير فإذا ما إتضح وجود ارتباط معنوي قوي بين تغيرات الأسعار في فترات متتالية فإن هذا معناه عدم إستقلالية تغيرات الأسعار، وبالتالي تقوم دليل على عدم كفاءة السوق في الشكل الضعيف³.

¹ محمود محمد الداغر، المصدر المذكور سابقاً، ص284.

² منير إبراهيم هندي (2012)، المصدر المذكور سابقاً، ص503.

³ سعيد توفيق عبيد، المصدر المذكور سابقاً، ص124.

2. قواعد التصفية:

ومع ذلك فالذين يعتمدون على قواعد التصفية يقترحون قواعد المتاجرة بناء على الحركة التاريخية، ويمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد توقيت الشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له عائدا متميزا عن أقرانه الذين لا يتبعون هذه القواعد، وتوجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية التي إقترحها الفنيين¹:

- مجموعة تقوم على أن إرتفاعا في السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا يعتمد عليه في قرار الشراء، وأن إنخفاضا في السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا سليما لقرار البيع.
- مجموعة قواعد الدورات والموسمية فهي تقضي بأن الصيف هو موسم إرتفاع الأسعار والشتاء هو موسم إنخفاض الأسعار.
- المجموعتين الأخيرتين فهما المتوسط المتحرك، والقوة النسبية لسعر السهم، اللذان سوف يتم الإشارة إليهما الفصل اللاحق.

3. إختيار الأنماط الطارئة:

يعترف أنصار هذا المدخل بأن التغيرات السعرية قد تكون عشوائية معظم الوقت إلا أنها قد تأخذ من آن إلى آخر نمطا معيناً يمكن إقتفاء أثره وللتأكد من مدى إمكانية حدوث ذلك يمكن إستخدام إختبارات التغير في إتجاه الأسعار التي تهدف إلى معرفة عدد المرات التي حدث فيها تغير في إتجاه الأسعار، وطول الفترة في كل مرة².

¹ منير إبراهيم هندي (2012)، المصدر المذكور سابقا، ص504.

² منير إبراهيم هندي (2012)، المصدر المذكور سابقا، ص505.

ثانيا: مستوى النموذج شبه القوي لفرضية كفاءة السوق Semi strong form of

EMH

تقترح هذه الصيغة أن الأسعار الحالية للورقة المالية تعكس - بالإضافة للمعلومات التاريخية - وبشكل وافي جميع المعلومات العامة والمتاحة للجمهور، مثل الأخبار والأحداث الاقتصادية والسياسية والبيانات المالية المنشورة من قبل الشركات أي ان المعلومات التاريخية فرع من فروع المعلومات العامة لذلك عندما يعمل السوق المالي بهذه الصيغة، يأخذ بعين الاعتبار كافة المعلومات التي تعتمد عليها هذه الصيغة ويحللها بصورة جيدة من اجل ان تنعكس في الورقة المالية المتداولة فيه، ويتبين من ذلك انه بموجب هذه الصيغة يكون السعر السوقي للورقة المالية مستوعب كافة المعلومات المتوفرة والمتاحة للجميع بشكل علني، سواء كانت هذه المعلومات تتضمن شؤون دولية او الظروف الاقتصادية المحلية او الظروف الصناعية للشركة ذات العلاقة وما يعلن من تقارير وتحليلات مالية، لذلك فانه من غير المجدي ان يعتمد المتعاملون في السوق على هكذا معلومات في تقييم الورقة المالية وما مدعى قابليتها على تحقيق عوائد غير اعتيادية، الا انه تجدر الإشارة هنا، قد تكون الاستجابة في بداية الأمر غير صحيحة، كونها مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تقييم وتحليل تلك المعلومات¹.

ويفترض هذا الشكل بأن أسعار الورقة المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم في الماضي بل تعكس أيضا المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور سواء كانت معلومات

¹ Saunders A. and M. M. Cornett, (2007), "Financial Markets and Institutions", International Edition Mc Graw Hill, New York,USA. P 275.

خاصة* بالإقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالوحدة الإقتصادية نفسها وبصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية، وفي ظل هذا الفرض سوف تستجيب الأسعار لورود المعلومات الجديدة إلى السوق، وكلما زادت إستجابة السوق كلما كان ذلك دليلا على الكفاءة وبالتالي فإن المستثمر لن يستطيع أن يحقق أي عوائد غير عادية كنتيجة لدراسة وتحليل هذه المعلومات وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي¹.

ثالثا: مستوى النموذج القوي لفرضية كفاءة السوق Strong form of EMH

تقتضى الصيغة القوية لفرضية كفاءة السوق بان المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور Information public إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة من الأفراد مثل إدارة المنشأة المصدرة للورقة المالية وكبار العاملين فيها Insiders أو تلك المعلومات التي يمكن إن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، وباختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته Everything that is knowable، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير اعتيادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق وحتى لو كان صاحب المعلومة هو رئيس مجلس إدارة المنشأة المصدرة للسهم².

* المعلومات الخاصة هي قرارات إدارية في الشركة لها تأثير على واقعها الحالي والمستقبلي، وهذه المعلومات عاد تتاح للعاملين في الشركة أو من يمتلك الأسهم فيها.

¹ محمد الحناوي، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص86.

² منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، (2009)، ص510.

إن فرضية المستوى القوي لكفاءة الأسواق المالية تعني أن الأسعار المتداولة في السوق تعكس تأثير جميع المعلومات المتاحة العامة عن الشركة، إلى جانب المعلومات التاريخية والمعلومات الخاصة المتوفرة عن الشركة والخاصة بفئة معينة مثل أعضاء مجلس إدارة الشركات، أو تلك التي يصل إليها المحللون نتيجة إمتلاكهم الإمكانية والكفاءة والخبرة في التحليل والتنبؤ، إن هذا يعني أن الأسواق المالية توفر للمتعاملين جميع البيانات والمعلومات سواء كانت تاريخية أو حالية عامة أو داخلية خاصة¹.

إن هذا المستوى من الكفاءة في الأسواق المالية لن يتيح لأي مستثمر مهما إمتلك من الخبرة والمهارة القائمة في عملية التحليل والإستنباط والإستقراء في الحصول على إيرادات غير عادية وحتى من كبار العاملين في الشركة، إن ذلك يعني أن القيمة السوقية للأرباح غير العادية تساوي صفر، لأن الأسعار السائدة في السوق معادلة تماماً لقيمتها الحقيقية وهذا سيؤدي إلى تحديد دور المحللين الماليين، مع الإشارة إلى عدم وجود مثالية كاملة في الأسواق المالية.

وقد اعترف فاما (Fama 1991) ان الانتقادات الموجهة لفرضية كفاءة الاسواق المالية Efficient Market Theory تزايدت نتيجة ظهور ما يعرف بالشواذ Anomalies في الاسواق المالية (مثل اثر الحجم)، وكذلك ظهور دراسات تتعلق بأثر نهاية الاسبوع او أثر شهر يناير الخ، إلا ان عدم وجود بدائل بحثية نظرية، يؤكد على أن نظرية كفاءة الاسواق المالية لا زالت النظرية الحاكمة للفكر المالي².

¹ دريد كامل آل شبيب (2012)، المصدر المذكور سابقاً، ص85.

² Eugene F. Fama, "Efficient Capital Markets: II", The Journal of Finance, Vol. 46, No. 5 (Dec., 1991), pp. 1575-1617.

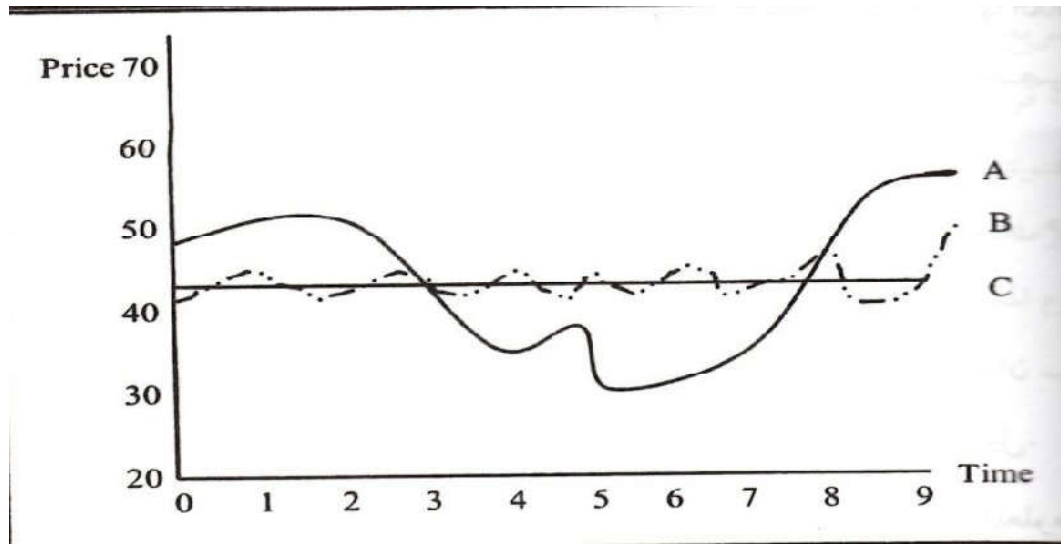
وبناءً عليه ولدراسة المستويات المختلفة للكفاءة بحيث تشمل جميع الانتقادات، وبناءً على النتائج العملية للدراسات التي تناولت موضوع الكفاءة في الأسواق المختلفة، اقترح فاما (Fama 1991) ثلاث تسميات مغايرة لتلك الواردة في دراسته عام 1970، حيث فضّل تسمية الدراسات الخاصة بالمستوى الأول (المستوى الضعيف) بالدراسات الخاصة بالتنبؤ بالعوائد Test for Return Prediction لتشمل دراسة الظواهر الشاذة Anomalies، واختبار نموذج تسعير الاصول CAPM، والتأثير الموسمي كأثر يناير January effect... الخ.

كما فضّل تسمية المستوى شبه القوي بدراسة الحدث Event Studies لتشمل دراسة تأثير أحداث سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية (سواء على المستوى الكلي أو على مستوى المنشأة) على الاسعار في السوق، من خلال محاولة قياس كيفية استيعاب السوق للمعلومات الناتجة عن ذلك الحدث.

فيما فضّل تسمية المستوى الثالث (المستوى القوي) بدراسة المعلومات الخاصة Private Information Studies، ليشمل هذا النوع من الدراسات تلك المتعلقة بالاجابة على السؤال الخاص فيما اذا كانت القدرة على التنبؤ بالاسعار ناتجة عن تحركات غير رشيدة في الاسعار (فقاعات) Irrational bubbles in prices او تحولات رشيدة وضخمة في توقعات العائد Large Rational Swings in Expected Returns.

رابعاً: العلاقة بين مستويات الكفاءة

تحظى الكفاءة الضعيفة للسوق المالي بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية وعموم المتعاملين في السوق المالي، ويشند الخلاف حول حقيقة افتراضات الصيغة القوية وشبه قوية للكفاءة، ويعود السبب في ذلك إلى طبيعة التداخل الحاصل بالمعلومات المتعلقة بكل شكل من الأشكال سابقة الذكر، فقد وضع Sharp & Alexander عام 1920 هذه الأشكال ضمن جميع المعلومات وتم تصنيفها من حيث السعة والشمول، أي من مجموعة أضيق للمعلومات والخاصة بالكفاءة الضعيفة إلى مجموعة أوسع للمعلومات والخاصة بالكفاءة القوية موضحاً تداخل هذه المعلومات بكل شكل من أشكال الكفاءة¹.



شكل رقم: (2-3) العلاقة بين مستويات صيغ الكفاءة المختلفة

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، " الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010، ص50.

¹ أرشد فؤاد التميمي، " الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، (2010)، ص50.

- الخط C يمثل السعر الحقيقي ويعكس الكفاءة التامة للسوق والتي يمثلها فرضية الكفاءة القوية بحيث يتساوى مع السعر التوازني مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة وبدون أي اختلاف.
- المنحنى B يمثل الشكل المتوسط للكفاءة حيث تكون الفروق بين السعر السوق والقيمة الحقيقية صغيرة.

- المنحنى A هو الشكل الضعيف لكفاءة السوق، حيث يكون الاختلاف بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية واسعا.

ويتضح من الشكل أن سعر السهم ما هو إلا إنعاس للمجموعات الثلاثة من المعلومات وهي معلومات الكفاءة الضعيفة، معلومات الكفاءة الشبه قوية، ومعلومات الكفاءة القوية، وعليه فإذا كان السوق بشكل شبه قوي فلا بد أن يكون كفاء بشكل الضعيف أولاً، وكذلك لكي يكون كفاء بشكل قوي لا بد أن يمر السوق يكون هناك بمرحلة الكفاءة الضعيفة والشبه قوية، ففي ظل سوق الكفاءة الضعيفة والتي يمثلها المنحنى A إختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادلة أي القيمة التي تعكس حقائق مالية واقتصادية.

أما المنحنى B يوضح الفجوة بين سعر السوق والقيمة العادلة وقد تكاد تكون الفروقات بينهما في بعض الفترات الزمنية قريبة من الصفر لتعكس كفاءة قوية المتمثلة في الخط المستقيم¹C.

¹ عاطف وليم أندراوس، " أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2002 ص 163.

المبحث الثالث: المعلومات المالية وعلاقتها بالإفصاح وحوكمة الاسواق

المعلومات تمثل المساهم الرئيسي في بناء حركة التداول في السوق، والمعلومات المالية كجزء من تلك المعلومات وما يرتبط بها من مؤشرات، حيث أنها تعتبر مادة القرار فإذا كانت العملية الإنتاجية تحتاج إلى مادة أولية فإن مادة اتخاذ القرار هي المعلومات والبيانات التي يتوفر عليها متخذ القرار.

حيث يعتبر الإفصاح روح الأسواق المالية إذ من غير الممكن أن يكون هناك سوقاً للأوراق المالية يتمتع بأي قدر من الكفاءة بدون توفر المعلومات، بل أنه من الناحية النظرية لا يمكن للأسعار أن تتحرك في السوق بدون معلومات، إن الحالة المثلى في أي سوق للأوراق المالية هي أن يكون جميع المستثمرين على قدم المساواة من حيث كم ونوع ووقت المعلومات التي ترد إليهم.

المطلب الأول: حوكمة الاسواق المالية.

ظهر مصطلح الحوكمة على غرار مصطلحات أخرى مثل الخصوصية والعولمة، وكلها مصطلحات حديثة العهد على إقتصاديات الدول النامية وأسواقها المالية، وقد تعاضم الإهتمام بمفهوم حوكمة الشركات خلال العقود القليلة الماضية نظراً للإنهيارات المالية والأزمات الإقتصادية التي شهدتها العديد من الدول في أسواق المال والشركات والتي كان أحد أهم أسبابها غياب الإفصاح الكامل والشفافية فيما يتعلق بالمعلومات المالية والمحاسبية للعديد من الشركات والوحدات الإقتصادية في أسواق المال¹.

¹ نظير رياض محمد الشحات، "إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات"، دار الوليد، المنصورة، مصر، (2007)، ص290.

بدأ ظهور مفهوم الحوكمة بقوة في السنوات القليلة الماضية نتيجة للعديد من العوامل الاقتصادية، الاجتماعية، والتنظيمية التي دفعت تجاه تطور هذا المفهوم¹، فهي تهدف لوضع هيكل يسمح بقدر كبير من الحرية في ظل سلطة القانون وتشمل التغيرات الأساسية لتبني المعايير الدولية للشفافية، الوضوح، والدقة في البيانات المالية والإفصاح حتى يتمكن الدائنون والمقرضون من مقارنة احتمالات الإستثمار بسهولة².

1. مفهوم الحوكمة:

الحوكمة هي "مجموعة من العلاقات التعاقدية التي تربط بين إدارة الشركات ومساهميها وأصحاب المصالح فيها، وذلك من خلال إيجاد الإجراءات والهياكل التي تستخدم لإدارة شؤون الشركة، وتوجيه أعمالها من أجل ضمان تعزيز الأداء و الإفصاح و الشفافية والمساءلة بالشركة وتعظيم الفائدة للمساهمين على المدى الطويل، مع مراعاة مصالح الأطراف المختلفة"³.

كما تعطي لجنة بازل للرقابة المصرفية تعريفاً آخر لمفهوم الحوكمة في إتفاق بازل 2 وهو "أن الحوكمة عبارة عن الإدارة الرشيدة وتحديد العلاقة بين شركاء المصرف (مساهمين، مودعين، دائنين، زبائن، مجلس الإدارة، الحكومة،.... إلخ)، ومحاولة تلاقي تعارض المصالح وذلك من خلال هيكل

¹ طارق عبد العال حماد، "حوكمة الشركات (تطبيقات الحوكمة في المصارف)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2005)، ص09.

² محمد نجيب محمد، صادق حسن، "دور الحوكمة في محاربة الفساد من وجهة نظر المحاسبة"، المؤتمر العلمي الدولي السنوي السادس، أخلاقيات الأعمال ومجمع المعرفة في 17-18 أبريل، جامعة الزيتونة، الأردن، 2006، ص05.

³ بن طاهر حسين، بوطلاعة محمد، "دراسة أثر حوكمة الشركات على الشفافية والإفصاح ووحدة القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي"، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كألية للحد من الفساد المالي والإداري، في 06-07 ماي، جامعة محمد خيضر، الجزائر، (2012)، ص04.

تنظيمي محكم يحقق مصالح الجميع، ويضمن إدارة المصرف وخصوصاً إدارة المخاطر بصورة واضحة وجيدة بما يؤمن المحافظة على إسقرار النظام المصرفي¹.

كما عرفها حماد عبد العال بأنها "النظام الذي يتم من خلاله توجيه أعمال المنظمة ومراقبتها على أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها والوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية والنزاهة والصرامة"². وفي السياق ذاته جاء تعريف عبد الوهاب علي وشحاته السيد، ليظهر أهم مبادئ هذا النظام والأهداف التي يصبو إلى تحقيقها، إذ يعرفان حوكمة الشركات بأنها: "مجموعة الآليات والإجراءات والقوانين والنظم والقرارات التي تضمن كلا من الانضباط "Discipline" والشفافية "Transparency" والعدالة "Fairness"، وبالتالي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق تفعيل تصرفات الإدارة فيما يتعلق باستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة لديها، بما يحقق أفضل منافع ممكنة لكافة الأطراف ذوي المصلحة والمجتمع ككل"³.

2. علاقة حوكمة الشركات بالأسواق المالية

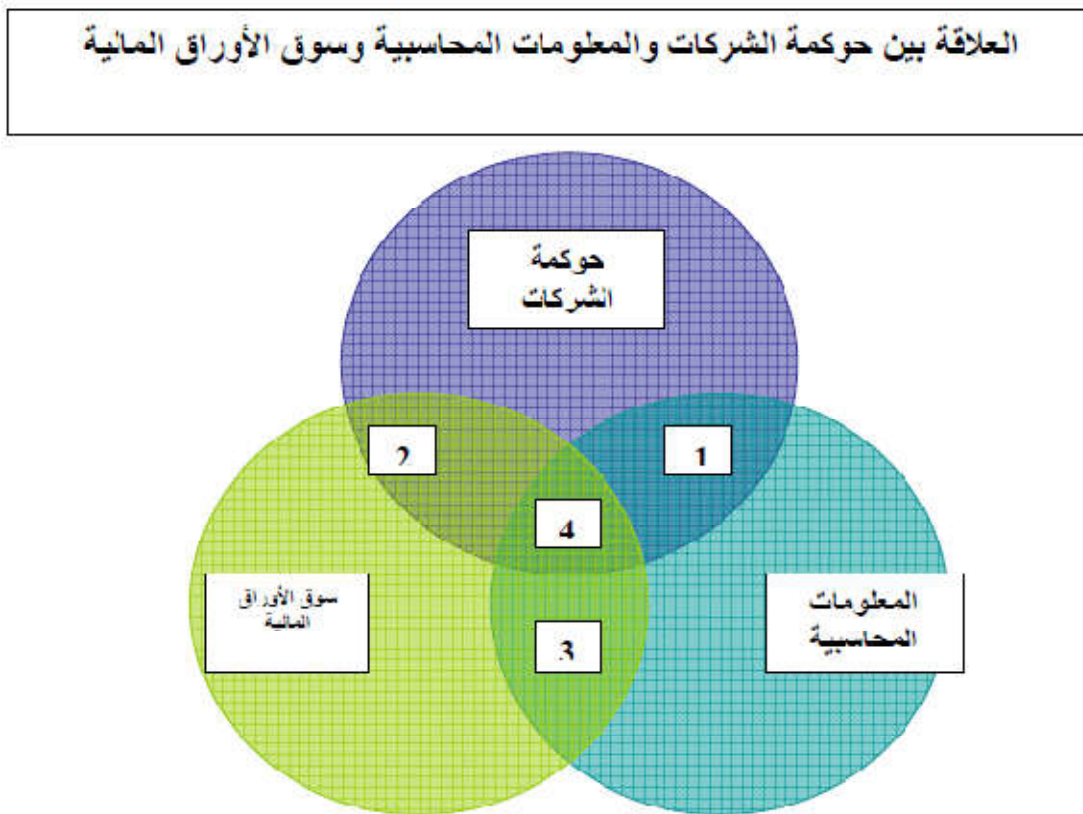
إن أحد أهم دوافع الإهتمام بتطبيق حوكمة الشركات، هو إعادة ثقة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية وذلك نتيجة الانهيارات وحالات الفشل التي أصابت الكثير من الشركات العملاقة، والتي ترجع في معظمها إلى عدم دقة البيانات والمعلومات المحاسبية بها وما تتضمنه من أخطاء، لذا فإن أحد المبادئ الأساسية التي تقوم عليها حوكمة الشركات هو مبدأ الإفصاح والشفافية وما يحمله في طياته

¹ حاكم محسن الربيعي، "عبد الحسين راضي، حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة"، ط1، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، (2011)، ص31.

² حماد طارق عبد العال، "حوكمة الشركات، شركات قطاع عام وخاص ومصارف، المفاهيم - المبادئ - التجارب - المتطلبات"، الدار الجامعية، مصر، (2007)، ص 22.

³ عبد الوهاب نصر علي وشحاته السيد شحاته، "مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية الدولية المعاصرة"، الدار الجامعية، مصر، (2006/2007)، ص 17.

من إعداد ومراجعة المعلومات والإفصاح عنها بما يتفق والمعايير عالية الجودة وأن يتم توفيرها للمستخدمين في الوقت الملائم والتكلفة الملائمة، ويضاف إلى ذلك أن أحد المعايير الأساسية لحوكمة الشركات هو دقة وموضوعية التقارير المالية، بجانب الالتزام بالقوانين والتشريعات ولذلك يمكن القول بأن هناك علاقة وارتباط بين حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية والمالية وسوق الأوراق المالية يمكن توضيحها بالشكل التالي¹:



شكل (2-4): العلاقة بين حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية
المصدر: محمد أحمد إبراهيم، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية، قسم المحاسبة، بنها، ص34.

¹ محمد أحمد إبراهيم، "دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية"، قسم المحاسبة، بنها، ص34.

يلاحظ من الشكل السابق أن المنطقة رقم (1) تمثل الدور المتبادل بين كل من حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية بصفة عامة بعيدا عن علاقتها بسوق الأوراق المالية، في حين تمثل المنطقة رقم (2) الأثر المتبادل بين تطبيق حوكمة الشركات وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية بصفة عامة بعيدا عن دور المعلومات المحاسبية، أما المنطقة (3) فإنها تمثل الأثر المتبادل بين المعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية متمثلا في تأثير المعلومات على حركة التداول وأسعار الأسهم وغيرها من الأوراق المالية والعائد المحقق على هذه الأوراق، في حين تمثل المنطقة (4) وهي منطقة الأداء المتميز وتوازن المصالح لأنها النقاء وترابط العناصر الثلاثة والتي تتمثل في التطبيق الفعال لحوكمة الشركات وما ينتج عنها من توفير المعلومات المحاسبية والمالية ذات جودة عالية وبالتالي تنشيط سوق الأوراق المالية، وتمثل هذه المنطقة الهدف المراد تحقيقه، ووجود المنطقة (4) أصبح أمرا ضروريا لأنه لا يتصور وجود وحدة اقتصادية تقوم بتطبيق حوكمة الشركات ولا تنتج معلومات محاسبية ذات معايير وجودة عالية ولا يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر على أسعار وحركة أوراقها المالية المتداولة في البورصة.

المطلب الثاني: الإفصاح المحاسبي والشفافية وعلاقتهما بالأسواق المالية

شهد عام 1974 حدثا بارزا ترك آثارا جوهرية على شكل الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة، ذلك ما أكد مرة أخرى أهمية الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة بعد أن أصبحت هذه البيانات مصدرا رئيسيا للمعلومات بالنسبة للمتعاملين في هذه الأسواق، إذ صدر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال ذلك العام تشريع عن الكونكرس ألزم فيه البنوك والمؤسسات المالية بالخضوع من حيث شروط وقواعد الإفصاح للوائح والتشريعات التي تصدرها بهذا الخصوص لجنة هيئة البورصة (SEC) وذلك بشأن الإفصاح عن المعلومات للشركات المساهمة الأخرى المدرجة في البورصة وقد ترتب على ما سبق انعطاف هام في مسيرة الإفصاح عن المعلومات في ميزانيات البنوك الأمريكية ومؤسساتها المالية¹.

أولا: مفهوم الإفصاح المحاسبي.

1. التعريف بمبدأ الإفصاح

يعد الإفصاح من المصطلحات التي أصبحت تتردد كثيرا في أسواق المال نظرا لأهميته الشديدة حيث تتوقف عليها كفاءة سوق رأس المال، وقبل تعريف الإفصاح يجب معرفة مفهوم الشفافية والتي نعني بها "مبدأ خلق بيئة تكون فيها المعلومات المتعلقة بالظروف والقرارات والأعمال الحالية المتاحة ومنظورة ومفهومة لكل المشاركين في السوق"، اما يقصد بالإفصاح بشكل أكثر تحديدا عملية ومنهج توفير المعلومات وجعل القرارات المتصلة بالسياسة المتبعة من جانب المنشأة معروفة ومعلومة من

¹ R. Brief R., "Accountants Responsibility in Historical Perspective" The Accounting Reviews, Vol. 50, No. 2 1975, p2.

خلال النشر في الوقت المناسب والإففتاح" ويقصد بالمساءلة أنها "الحاجة إلى أن يبرر المشاركون في السوق بما في ذلك السلطات المعنية أفعالهم وسياساتهم وأن يتحملوا المسؤولية عن القرارات والنتائج على حد سواء"¹.

أما الإفصاح فيقصد به إتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع، فالإفصاح لا يعني فقط مجرد توفير المعلومات والسماح بالإطلاع عليها كما سبق بالنسبة للشفافية بل أن تتعهد الشركات بتقديم تلك المعلومات وتوصيلها بصفة دورية وتلتزم أيضا لتوصيلها إلى المساهمين وإلى كافة الجمهور لإعداد القوائم المالية، وهذا يعني أن تشمل القوائم المالية والملاحظات والمعلومات.

ويعرف هندرksen الإفصاح بأنه "إعلام مستخدمي التقارير المالية بكل ما يساعدهم على اتخاذ قراراتهم الاقتصادية الرشيدة سواء أكانت قرارات استثمارية أو منح قروض أو تتعلق بتحديد العبء الضريبي لكل شركة من المؤسسات المساهمة"².

2. كيفية الإفصاح عن المعلومات

الإفصاح المالي أصبح مسألة قانونية ملزمة لكل شركات الأموال بنشر البيانات والإفصاح عنها في الأوقات محددة، مما يؤدي إلى تعميق ثقة المتعاملين بعمليات السوق، وإلى استقطاب مشاركة أوسع منهم، ويحقق الإفصاح الشفافية عن طريق³:

¹ طارق عبد العال حماد، المصدر المذكور سابقا، ص731.

² Eldon Hendriksen, **Accounting theory**, New York : R.D. Irwin, (1992), P50.

³ بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية فرع، النقود والمالية، جامعة الجزائر، (2006/2005)، ص ص89-90.

- متابعة الإلزام الشركات بتوفير البيانات بالدقة والشفافية المطلوبة.
- تطوير قاعدة بيانات الخبرة الحسابية بهيئة سوق الأوراق المالية.
- تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة.
- تطوير أدلة إرشادية عن متطلبات الإفصاح والشفافية.
- تقييم أداء الشركات والشركات السمسرة في الأوراق المالية.

3. زمن الإفصاح

إن الإفصاح عن المعلومات المحاسبية لا يمكن أن يكون فاعلا ما لم يتم مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصال المعلومات المحاسبية لمتخذ القرار في الوقت مبكر، وذلك لأن أي تأخير في إيصالها سيؤثر على قراره، وطالما أن الكثير من القرارات تتخذ نتيجة الإطلاع التقارير المالية للشركات فمن المفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها سريعا بقدر الإمكان، لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها، ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتابعة، لكي تكشف عن التغييرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستخدمين.

ثانياً: أنواع الإفصاح والجهات التي تقوم به

1. أنواع الإفصاح

يمكن الإشارة إلى أنواع الإفصاح إلى عدة أنواع من خلال ما يلي¹:

أ. الإفصاح الكامل

يشير إلى مدى شمولية التقارير المالية وأهمية تغطيتها لأي معلومات ذات أثر محسوس على القارئ، ويأتي التركيز على ضرورة الإفصاح الكامل من أهمية القوائم المالية كمصدر أساسي يعتمد عليه في اتخاذ القرارات، ولا يقتصر الإفصاح على الحقائق حتى نهاية الفترة المحاسبية بل يمتد إلى بعض الوقائع اللاحقة لتواريخ القوائم المالية التي تؤثر بشكل جوهري على مستخدمي تلك القوائم.

ب. الإفصاح العادل

يهتم الإفصاح العادل بالرعاية المتوازنة لاحتياجات جميع الأطراف المالية، إذ يتوجب إخراج القوائم المالية والتقارير بالشكل الذي يضمن عدم ترجيح مصلحة فئة معينة على مصلحة الفئات الأخرى من خلال مراعاة مصالح جميع هذه الفئات بشكل متوازن.

ت. الإفصاح الكافي

يشمل تحديد الحد الأدنى الواجب توفيره من المعلومات المحاسبية في القوائم المالية، ويمكن ملاحظة أن مفهوم الحد الأدنى غير محدد بشكل دقيق إذ يختلف حسب الاحتياجات والمصالح بالدرجة الأولى كونه يؤثر تأثيراً مباشراً في اتخاذ القرار ناهيك عن أنه يتبع للخبرة التي يتمتع بها الشخص المستفيد.

¹ بوكساني رشيد، المصدر المذكور سابقاً، ص ص 89-90.

ث. الإفصاح الملائم

هو الإفصاح الذي يراعي حاجة مستخدمي البيانات وظروف المنشأة وطبيعة نشاطها، إذ أنه ليس من المهم فقط الإفصاح عن المعلومات المالية بل الأهم أن تكون ذات قيمة ومنفعة بالنسبة لقرارات المستثمرين والدائنين وتتناسب مع نشاط المنشأة وظروفها الداخلية.

ج. الإفصاح التثقيفي (الإعلامي)

أي الإفصاح عن المعلومات المناسبة لأغراض اتخاذ القرارات مثل الإفصاح عن التنبؤات المالية من خلال الفصل بين العناصر العادية وغير العادية في القوائم المالية، الإفصاح عن الإنفاق الرأسمالي الحالي والمخطط ومصادر تمويله، ويلاحظ أن هذا النوع من الإفصاح من شأنه الحد من اللجوء إلى المصادر الداخلية للحصول على المعلومات الإضافية بطرق غير رسمية يترتب عليها مكاسب لبعض الفئات على حساب أخرى.

ح. الإفصاح الوقائي

يقوم هذا النوع من الإفصاح على ضرورة الإفصاح عن التقارير المالية بحيث تكون غير مضللة لأصحاب الشأن والهدف الأساسي لذلك حماية المجتمع المالي (المستثمر العادي) ذو القدرة المحدودة على استخدام المعلومات لهذا يجب أن تكون المعلومات على درجة عالية من الموضوعية فالإفصاح الوقائي يتفق مع الإفصاح الكامل لأنهما يفصحان عن المعلومات المطلوبة لجعلها غير مضللة للمستثمرين الخارجيين.

والإفصاح المتعلق بالشركات المساهمة العامة ينقسم إلى ما يلي:

- الإفصاح السابق للإدراج.

- الإفصاح اللاحق للإدراج.

وهذا الإفصاح يكون متعلقاً بالإفصاح للشركات المساهمة العامة المحلية الإفصاح للشركات المساهمة العامة غير المحلية (شركات دول مجلس التعاون الخليجي والشركات العربية والشركات الأجنبية والتي يتم إدراجها بالأسواق المحلية).

- الإفصاح السابق للإدراج

على الشركة المدرجة نشر كل من البيانات المالية السنوية للشركة والبيانات المالية المرحلية وملخص عن تقرير مجلس الإدارة المقدم لغايات الإدراج في صحيفتين يوميتين تصدران في الدولة باللغة العربية قبل إدراجها في السوق بعشرة أيام، الإفصاح السابق للإدراج يوجد حالتين:

- إذا كانت الشركة حديثة التأسيس تنشر ميزانية افتتاحية.
- إذا كانت شركة ناتجة من تحول شركة مساهمة خاصة أو ذات مسؤولية محدودة تنشر الميزانيات السابقة لسنتين ماضيتين قبل التحول بالإضافة إلى ميزانيتها الافتتاحية كشركة مساهمة عامة.

- الإفصاح اللاحق للإدراج

يتضمن الإفصاح اللاحق للإدراج ما يلي:

- إفصاح عن البيانات المالية الدورية (الربع الأول، النصف سنوي، الربع الثالث، والنتائج المالية الأولية والنتائج المالية السنوية).
- إفصاح عن الأمور الجوهرية والأحداث الهامة.

في الواقع العملي وبعيدا عن التحيز لا بد من الإفصاح عن كافة المعلومات بشكل موضوعي من خلال القوائم الأساسية ودون تبني وجهة نظر معينة.

2. الجهات التي تقوم بالإفصاح

أ. الإعلام الاقتصادي

نقصد بالإعلام الاقتصادي جميع القنوات والوسائل التي تسمح بوصول المعلومات ونشرها على المتعاملين الذين يعتمدون عليها في بناء قراراتهم الاستثمارية المستقبلية، وتتعدد هذه القنوات حسب تخصصاتها (السمعية، البصرية، المكتوبة)¹، وفي هذا الإطار يصبح التأكيد على التوخي الدقة في المعالجة الإعلامية للموضوعات المتعلقة بالبورصة، لأن الكثير من المتلاعبين والمضاربين يلجئون إلى استخدام الإعلام بشكل غير مباشر في نشر بياناتهم الخاطئة².

ب. الإعلام عبر الإنترنت

مع التطور الهائل الذي شهدته وسائل الاتصالات الحديثة وخصوصا الإنترنت واتخاذ أغلب الشركات والأفراد مواقع لهم في النشر والدعاية والمراسلات، لم يعد يقتصر الإعلام على الوسائل التقليدية، بل أصبح من الضروري وضع قواعد لتنظيم نشر المعلومات باستخدام الوسائل الحديثة³.

ت. هيئة الأوراق والأسواق المالية

الإفصاح والشفافية أكبر تحد يواجه هيئات الأوراق المالية في العالم، لأن الإفصاح عن المعلومات وتنظيمه يكفل الحد من الإشاعات وتسريب المعلومات إذ إن هناك مستفيدين من ترويج الإشاعات⁴.

¹ محمد حلمي عبد التواب، "البورصة المصرية والبورصات العالمية آلية عملها والرقابة عليها والربط بين البورصات"، مؤسسة الطويجي للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، (2004)، ص 149.

² جمال الدين سحنون، "شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، (2008/2007)، ص 65.

³ Alain Choinel, Gerard Rouyer, "Le marché Financier Structures et Acteurs", Banque éditeur- 7^{ème} édition, sep (1999), p113.

⁴ جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، المصدر المذكور سابقا، ص ص 70-71.

المطلب الثالث: المعلومة في الأسواق المالية.

تعتبر المعلومات بمثابة عنصرا حاكما من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لإتخاذ القرارات الإستثمارية الأمثل، وفي مجال الأوراق المالية تأخذ المعلومات دورا بارزا، إذ أنه في ظل غياب هذه المعلومات، أو عدم توافرها بالشكل المطلوب، يتحول سوق الأوراق المالية من مباراة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة.

1. مفاهيم أساسية حول المعلومة:

سوف نحاول إلقاء الضوء على البيانات والمعلومات، بالإضافة إلى الإشارة لجودة المعلومات.

أ. مفهوم البيانات:

هي مجموعة من الحقائق أو الأفكار أو المشاهدات أو الملاحظات أو القياسات، وتكون في صورة إعداد أو كلمات أو رموز مكونة من أرقام وحروف أبجدية أو رموز خاصة وهي تصف فكرة أو موضوعا أو حدثا أو هدفا أو أي حقائق أخرى وتنظيمها للحصول على شكل أكثر فائدة واستخدامها، وتسمى في هذه الحالة المعلومات، وخلاصة القول أن البيانات هي المادة الخام التي تشتق منها المعلومات¹.

ب. تعريف المعلومات:

تعد المعلومات من أهم الأركان الفعالة لنجاح وتطور الأسواق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الإستثمارية وتحقيق التخصيص الكفؤ للموارد، وهناك عدة تعاريف حول مفهوم المعلومات نذكر منها:

¹ عبد الله فرغلي علي موسى، "تكنولوجيا المعلومات ودورها في التسويق التقليدي والإلكتروني"، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، (2007)، ص 15.

"المعلومات هي عبارة عن بيانات تمت تحويلها وتشغيلها لتصبح لها قيمة وبالتالي فإن المعلومات تمثل معرفة لها معنى وتفيد في تحقيق الأهداف¹، كذلك تعرف على أنها "بيانات تم تجهيزها ولها معنى لمستخدمها أو مستخدمها ولها قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لإتخاذ القرارات²، بالإضافة يمكن القول على أن المعلومات "عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل إستخدامها في صياغة القرارات³."

المعلومات هي عبارة عن بيانات تمت تحويلها وتشغيلها لتصبح لها قيمة وبالتالي فإن المعلومات تمثل معرفة لها معنى وتفيد في تحقيق الأهداف⁴.

هي عبارة عن مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها ولها معنى لمستخدميها وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات، ويجب أن تضيف إلى ما ندرکه عند مكان أو حدث ما، وأن توضح لمستخدميها شيئاً لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به، فالمعلومات تعمل على تنمية وزيادة المعارف والتخفيض من مخاطر عدم التأكد لأية حالة⁵.

¹ ثناء علي القباني، "نظم المعلومات المحاسبية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2008)، ص9.

² زبيري رباح، "دور أنظمة المعلومات في تنمية القدرة التنافسية للمؤسسة"، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وتحديات المناخ الإقتصادي الجديد، 22-23 أفريل (2003)، ص40.

³ عبد الله فرغلي علي موسى، المصدر المذكور سابقاً، ص15.

⁴ ثناء علي القباني، "نظم المعلومات المحاسبية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2008)، ص9.

⁵ رشيد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة"، دار المسيرة، عمان، الأردن، (2006)، ص13.

ت. تعريف جودة المعلومات:

طبقا لتعريف Financial Analysts Federation (FAF) فإن الجودة تعنى الوضوح والشفافية، وتوافر المعلومات في التوقيت المناسب، أما اللجنة الخاصة بالتقارير المالية ترى أن الجودة هي مدى القدرة على إستخدام المعلومات في مجال التنبؤ، ومدى ملائمة المعلومات للهدف من الحصول عليها، فالجودة هي الوجه الشفاف للتقارير المالية والذي يعكس طبيعة المنظمة ويمكن تقييم مستوى الجودة والموثوقية في التقارير والقوائم المالية من خلال إختبار مجموعة من المقاييس وهي¹:

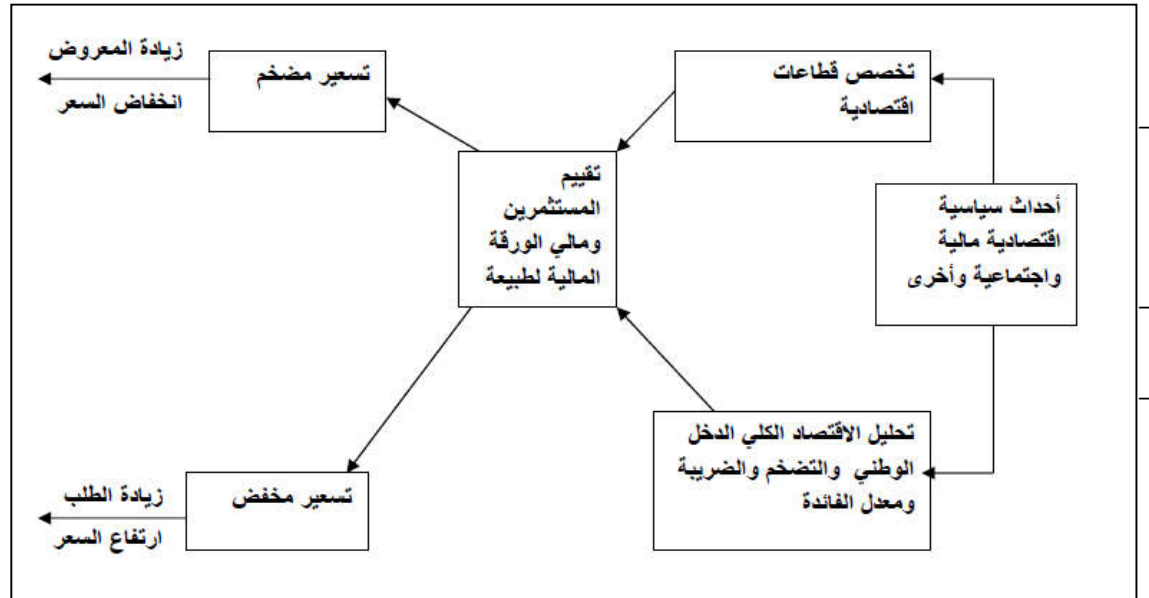
- الدعاوى القضائية المرفوعة من حملة الأسهم ضد مجلس الإدارة بسبب وجود مخالفات وأخطاء.
- الدعاوى المرفوعة من هيئة السوق المال بسبب مخالفة مجلس الإدارة لقواعد القيد والإفصاح.
- معدل تغيير المراجعين الخارجيين بسبب الخلاف على السياسات المحاسبية.

ثانيا: أهمية المعلومات المالية

ينصب اهتمامنا على المعلومات المالية وتتبعكس أهمية المعلومات المالية في ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة سوق رأس المال، درجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية لمعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بتكلفة أرخص ومنفعة أعلى بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها، بالإضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني، إن الترويج للمعلومات ذات العلاقة بمناخ البورصة وظروفها يجنب المتعاملين في السوق التسعير الخاطئ للورقة المالية، مع إيضاح مستقبل أداء الاستثمارات².

¹ مجدي محمد سامي، "دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد 2، المجلد 46، 2009، ص 27.

² أسامة عزمي التيمي، فؤاد أرشد سلام، "تحليل وإدارة الاستثمار بالأوراق المالية"، (2006)، ص 132.



الشكل (2-5): يوضح أهمية المعلومات المالية ومدى انعكاسها على سلوك المستثمرين وحملته

الأوراق المالية عند تسعير الورقة المالية

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار الميسرة، عمان، 2006، ص 132.

رابعاً: مصادر الحصول على المعلومات المالية

يمكن تفريق بين مصدرين أساسيين للحصول على المعلومات المالية: مصادر داخلية و

خارجية.

1. المصادر الداخلية:

وهي مختلف البيانات والتقارير والمعلومات والاجتماعات الداخلية التي تنتشرها المؤسسة، والتي يمكن

ذكرها فيما يلي¹:

¹ منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في سوق رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، (2006)، ص 236.

أ. تقارير مجلس الإدارة

من أبرز التقارير المنشورة والتي تهتم المتعاملين في السوق المالي تلك التي توجه إلى حملة الأسهم العادية، والتقارير التي ترسل إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة:

- تقارير إلى حملة الأسهم

يصدر وينشر مجلس الإدارة انواع من التقارير لحملة الأسهم، وتتمثل هذه التقارير في قائمة الدخل والميزانية العمومية عن الفترة المنصرمة، وبيان المدير التنفيذي، والاحتمالات السنوية والخطط السنوية.

- تقارير إلى حملة الأوراق المالية والبورصة:

وهي تقارير تتضمن الكثير من المعلومات، والتي لا تقتصر على النواحي المالية فقط، إذ تتضمن كذلك معلومات غير مالية تهتم المستثمرين، ويأتي في مقدمة هذه التقارير بيان التسجيل الذي تقدمه الشركة إلى اللجنة عندما تقرر إصدار أوراق مالية جديدة تباع للجمهور.

ب. القوائم المالية الأساسية:

وتتمثل في أربع قوائم أساسية هي قائمة المركز المالي وقائمة الدخل وقائمة تغيرات حقوق الملكية وقائمة التدفقات النقدية.

ت. إصدارات النتائج الأساسية

وتضم هذه الوثيقة بعض الصفحات التي تحمل الأحداث الجارية لستة أشهر الأولى من بداية السنة.

ث. منشورات المساهمين

تضم هذه الوثيقة بعض الصفحات التي تحمل الأحداث الجارية، وتكون موجهة أساساً للمساهمين، لكن يمكن للمحللين الحصول عليها قصد إكمال ملفاتهم.

ج. دليل المساهم

هو كتيب بيداغوجي، يحتوي تعاريف لكلمات مالية وتقنيات البورصة وطريقة عملها، و الخدمات التي تقدمها المؤسسة لمساهميها.

ح. تقارير مراقبي الحسابات والاجتماعات المالية

يحتوي التقرير على ملاحظات أو تحفظات خاصة بالقوائم المالية التي تم مراجعتها، بالإضافة إلى منشورات عن المؤسسة المسعرة، يمكن للاجتماعات التي تتعقد من أجل الخبراء والمساهمين أن تكون مصدر هام وصريح للمعلومات التي تهتم المساهمين والمتعاملين الآخرين مع المؤسسة المسعرة.

2. المصادر الخارجية:

أ. الصحف

تعتبر أهم مصدر خارجي للحصول على المعلومات وبتكلفة منخفضة، وتأخذ المعلومات في الصحف شكل أخبار منشورة، مقالات وتحليلات أو تقارير صحفية.

ب. المجلات المالية المتخصصة

تحتوي على مقالات ووجهات نظر الأسهم، وتحليل عميق لعدد من الشركات أو الصناعات، كما تحتوي على تقارير عن التقدم الذي طرأ على قطاع معين من القطاعات الاقتصادية.

ت. مطبوعات بيوت السمسرة

عادة تتوفر لدى الوسطاء الماليين أقسام متخصصة للبحوث والدراسات، قصد تحقيق تنافس للوسطاء بين بعضهم البعض من جهة، وإتاحة المعلومات للعملاء المستثمرين في البورصة من جهة أخرى، عادة ما تكون المعلومات المنشورة من طرفهم مجانية لجلب المستثمرين.

ث. بنوك المعلومات أو قواعد البيانات

تعمل هذه البنوك على توفير للمستثمرين بيانات تفصيلية عن الأوراق المالية المتداولة، وعن الشركات التي أصدرتها، وتعبأ هذه المعلومات في ملفات الحاسوب التي يمكن شراؤها.

ج. المطبوعات الحكومية

تعتبر المطبوعات الحكومية من أهم مصادر المعلومات عن الأحوال الاقتصادية بصفة عامة، والجوانب المالية بصفة خاصة، إضافة إلى كونها مصدر للمعلومات عن العديد من الصناعات¹.

خامسا: دور المعلومة في الأسواق المالية

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الإستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الإستفادة منها، وإنخفاض تكاليف الحصول عليها، وتؤدي المعلومات دورا هاما في سوق الأوراق المالية، إذ تساعد المستثمرين على إتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وقد تبين مما سبق أن من أهم خصائص سوق رأس المال الكفاء أن يعكس أسعار توازن الأسهم وهي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة المخاطر المرتبطة بالإستثمار فيها².

يمكن القول أن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب إلى الإستثمارات المختلفة وفقا لدرجة المخاطر المرتبطة بها، أما على مستوى الإقتصاد ككل فإن توفر

¹ مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة الباحث، العدد 2009/07، (2010)، ص184.

² بن أمير بن حسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية"، أطروحة دكتوراه، تلمسان، (2013)، ص107-109.

المعلومات يؤدي دورا في تحقيق آلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث التوازن بين العائد والمخاطرة، وتخفيض درجة عدم التأكد، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وعدد المتعاملين، وبالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية في الدولة، وكلما إزدادت درجة الإعتماد على المعلومات، كلما إزدادت ثقة المستثمرين وصناع السياسات فيما يتخذونه من قرارات، وإذا ما قدر أحد المستثمرين أن المعلومات غير كافية أو لا يمكن الإعتماد عليها، فإن القرار المحتمل نتيجة لذلك هو الإحجام عن الإستثمار.

خلاصة مما سبق أن كفاءة سوق الأوراق المالية سوف تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يتوقف على ما يلي:

- توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق رأس المال بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها.
- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة المخاطر المرتبطة بها على نحو يلبي إحتياجات المستثمرين.
- إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن إستخدامها في المفاضلة بين فرص الإستثمار المختلفة.
- كما يحتاج المستثمرين في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلا، والمتمثلة في توزيعات الأرباح أو الأرباح الرأسمالية وأيضا تقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأسهم وبتكوين محافظ الإستثمارية الملائمة.

خلاصة الفصل:

إن مفهوم كفاءة سوق رأس المال أثار الكثير من الجدل والنقاشات في السنوات الأخيرة، أن السوق الكفاء هو السوق الذي يتغير فيه سعر الورقة المالية بسرعة تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق وأنه السوق الذي يكون فيه سعر الورقة المالية مساوي لقيمتها الحقيقية، كما أنه في ظل السوق الكفاء لن يتمكن أي متعامل من تحقيق فرص ربح غير عادية تتجاوز ما حققه غيره من المتعاملين، لأن المتعاملين لديهم نفس المعلومات وفي نفس الوقت.

إن المتعاملين في البورصة سواء المستثمرين محليين أو الأجانب بحاجة إلى المعلومات المالية والمحاسبية، ويعتبر الإفصاح المحاسبي روح أي سوق مالية وأساس نجاحه، فالإفصاح يحقق في حال توفره جواً من الثقة بين المتعاملين من خلال قيام الجهات المعنية بمراقبة ميزانيات الشركات المتعاملة في السوق والإشراف على وسائل الإعلام المختلفة التي تشكلها هذه الشركات، والتدخل لإزالة الغش ومنع إعطاء معلومات غير صحيحة للمساهمين، إلا أن المعلومات المالية والمحاسبية الخام المقدمة غير كافية ولا تلبى احتياجات المستثمرين من المعلومات، لذلك يسعى المستثمرين إلى تحليل هذه المعلومات من أجل اتخاذ القرارات الصحيحة في الوقت الصحيح.

الفصل الثالث:

التحليل الفني

والتحليل الأساسي

الفصل الثالث:

التحليل الفني والتحليل الأساسي

البيانات والمعلومات التي قد تتاح لجمهور المستثمرين، عادة ما تكون في صورة خام، كما أن معظمها ينصرف إلى الماضي وليس إلى المستقبل الذي هو بيت القصيد في اتخاذ قرارات الاستثمار، وحتى يمكن الانتفاع بتلك البيانات والمعلومات، فإنها تحتاج إلى تحليل عميق يساعد على استخلاص النتائج والعبر التي تسهم في رؤية ما يحتمل أن يكون عليه المستقبل، وتمهد بالتالي السبل لاتخاذ قرارات استثمارية مهمة.

يعتبر التحليل بشقيه الفني والأساسي من أبرز الأدوات المستخدمة للاستثمار في الأسواق المالية، حيث أن التحليل الأساسي يعنى بدراسة الظروف المحيطة بالشركة المتمثلة في الظروف الاقتصادية العامة، والظروف الصناعية التي تنتمي إليها، أو ظروف الشركة ذاتها من أجل إمكانية الاستفادة منها في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح، والتي تعتبر محددًا أساسيًا للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره، أما التحليل الفني فهو لا يعني تحديد السعر الحقيقي للسهم فهو لا يهتم بتجميع أو تحليل أي بيانات أو معلومات متاحة (مثل الأخبار الاقتصادية وغيرها) ذلك لأنه ينصرف في الأساس إلى تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن منه تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري فحركة الأسعار في الماضي تعد مؤشرًا يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل.

المبحث الأول: التحليل الفني

يهتم التحليل الفني بالمعلومات الماضية للأوراق المالية بعيدا عن الاهتمام بتطور السوق، كما أن هذا التحليل يستخدم عدة أدوات منها ما يستخدم لتحليل أسعار السوق ومنها ما يستخدم لتحليل أسعار الأسهم، وهذا ما يمكن المستثمرين من تحديد نوع الورقة والتوقيت الزمني لبيعها أو شرائها.

المطلب الأول: مدخل للتحليل الفني

ترجع بداية التحليل الفني إلى نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، وقد تبلورت مبادئه في البورصات الأمريكية، فيعتمد على تحليل المعلومات المعلنة لبناء توقعات لحركة الأسعار مستقبلا.

أولاً: فلسفة التحليل الفني

1. تعريف التحليل الفني

عرفه روبرت "ادواردز وجون ماغي" على أنه "مصطلح فني، وفي تطبيقه على سوق الأسهم أصبح له معنى خاص جدا مختلفا تماما عن تعريفه في القاموس العادي، ويشير إلى دراسة حركة السوق نفسها بدلا من دراسة السلع والبضائع المتداولة في السوق، التحليل الفني هو علم الرصد والتسجيل عادة في شكل رسوم بيانية، جميع المعلومات الخاصة بالتداول لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ومن ثم استنتاج من هذا التاريخ الاتجاه المستقبلي المحتمل"¹.

¹ Robert D. Edwards and John Magi, "Technical analysis of Stock Trends", 8th edition, San Francisco, USA, (2001), p3.

عرفته "ماريلين ماك دونالد" على أنه "تحليل بيانات الأسعار الماضية لتحديد تحركات الأسعار في المستقبل، ودراسة الأسعار من أجل جعل تداول أفضل، يمكن أن يعود التحليل الفني في العصر الحديث أساساً إلى نظرية داو والعديد من الأدوات المساعدة على تحديد الصفقات المحتملة"¹.

عرفته بورصة أستراليا على أن "التحليل الفني هو دراسة حركة الأسعار الماضية للسهم الواحد أو السوق ككل، الرسوم البيانية هي الأداة الرئيسية المستخدمة في التحليل الفني"².

ويعرف التحليل الفني على أنه ذلك الأسلوب لتسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية (عادة في شكل خرائط ورسومات) وذلك من خلال متابعة تغيرات الأسعار، حجم المعاملات وغيرها لسهم معين أو المتوسط العام قم يقوم بعد ذلك باستنتاج الاتجاه المحتمل للمستقبل من خلال الصورة التاريخية للماضي³.

أيضاً يعرف على أنه التحليل الذي يقوم بدراسة المعلومات الماضية للأوراق المالية دون الاهتمام بتطور السوق الداخلية أو الخارجية وذلك مثل تتبع حركة الأسعار في الماضي أو حركة التداول⁴.

¹ Marilyn McDonald, "Forex Simplified: behind the scenes of currency trading", Chicago, USA, (2011), p24.

² ASX, "Technical Analysis", course 11, available on: http://www.asx.com.au/documents/resources/shares_course_11.pdf?shares_course_11_t_ext, viewed on: 28/02/2016.

³ طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، (2000)، ص136.

⁴ إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، (2000)، ص47.

كما يقصد بالتحليل الفني، تتبع حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي، صعودا ونزولا، ومن خلال هذه الحركة يمكن اكتشاف نمط لتلك الحركة، يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأوراق المالية، لأن مثل هذه الحركة تساعد في إمكانية التنبؤ بحركتها في المستقبل، وهذا يعني أن التحليل الفني يقوم على أساس أن السوق ليس كفاء وأن أسعار الأوراق المالية لا تسير باتجاهها وفقا لما يطلق عليه بالحركة العشوائية التي تعد المعيار اللازم لكفاءة السوق¹.

2. إفتراضات التحليل الفني:

يتم تحديد القيمة السوقية للورقة المالية وحدها من خلال تفاعل عوامل العرض والطلب العاملة في السوق، وهناك عدة عوامل تحيط العرض والطلب على سهم، هذه العوامل قد تكون عقلانية وكذلك غير عقلاني²:

- تتحرك أسعار الأوراق المالية في اتجاهات أو موجات صعودا وهبوطا اعتمادا على عوامل النفسية ومشاعر وعواطف المتعاملون.
- تتأثر الاتجاهات الحالية للأسعار بالاتجاهات الماضية، والتوقعات للاتجاهات المستقبلية تحدث عن طريق تحليل اتجاهات الأسعار السابقة.
- في معظم الحالات، تميل أسعار الأسهم للتحرك في الاتجاهات المعتادة لفترة معتبرة من الزمن.

¹ حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، ط1، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، (2004)، ص90.

² Suresh A.S, A study on fundamental and technical analysis, International Journal of Marketing, "Financial Services & Management Research", Karnataka, india, (2013), p48, Online available at: www.indianresearchjournals.com.

- تتغير اتجاهات أسعار الأسهم كلما كان هناك تغير في عوامل العرض والطلب.
- يمكن الكشف عن التغيرات في العرض والطلب بغض النظر عن متى ولماذا وقعت، من خلال الرسوم البيانية المعدة خصيصا لإظهار تغيرات السوق.
- بعض الاتجاهات الرسم البياني تميل إلى تكرار نفسها.

3. خصائص التحليل الفني:

تتمثل أهم خصائص التحليل الفني فيما يلي¹:

- يهتم بتتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي للوصول إلى مؤشرات يتم من خلالها تحديد الوقت المناسب لشراء أو بيع الأسهم.
- يهتم بدراسة العرض والطلب على الأسهم في سوق الأوراق المالية.
- يعتمد على البيانات التاريخية التي يوفرها سوق الأوراق المالية.
- يهتم بتحليل المتغيرات التي تكون قد أثرت في دوافع المستثمرين وميولهم.
- يهتم بتحليل المتغيرات التي تؤدي إلى الوصول لمؤشرات عن هيكل السوق، وتدفقات الأموال المستثمرة فيه.
- لا يهتم بالتقلبات العارضة ولا الصغرى في أسعار الأوراق المالية وحجم التداول بها.
- لا يعتمد التحليل الفني لدى الكثيرين على البيانات المحاسبة المالية التي تستخدم فقط للمساعدة في تخطيط العائد المستقبلي، وتقدير مخاطر الصناعات والأوراق المالية.

¹ حامد العربي الحضيرى، "تقييم الإستثمارات"، دار الكتب العلمية، القاهرة، مصر، (2000)، ص194.

4. أركان التحليل الفني

هناك أربعة أركان رئيسية للتحليل الفني، وهي كالتالي¹:

- **الأسعار:** كلما كان هناك تغيير في أسعار الأوراق المالية، ينعكس ذلك توجهات المستثمرين والعرض والطلب على الأوراق المالية.
- **الوقت:** درجة الحركة في السعر هو وظيفة الزمنية، وكلما تأخرت لانعكاس الاتجاه، كلما كان تغيير السعر الذي يتبعه أعظم.
- **الحجم:** تنعكس شدة تغيرات الأسعار على حجم المعاملات التي تصاحب التغيير، إذا رافق زيادة في السعر تغيير طفيف في المعاملات، فإنه يعني أن التغيير ليس قوي بما فيه الكفاية.
- **العرض:** يتم قياس جودة تغير الأسعار من خلال تحديد ما إذا كان التغيير في الاتجاه ينتشر في معظم القطاعات والصناعات أو يتركز على عدد قليل من الأوراق المالية فقط، دراسة عرض السوق تشير إلى أي مدى حدثت تغيرات السعر في السوق وفقا لبعض الاتجاهات العامة.

ثانيا: اتجاهات الأسعار

يصف الفنيون الحركة العامة للأسعار بالاتجاه، ويمكن أن تكون الاتجاهات نحو الأعلى، جانبية، أو إلى الأسفل، ويسمح تجميع هذه الاتجاهات الثلاثة بتشكيل الحركة الدورية لسعر السهم¹، من التعريف نستنتج أن تحركات الأسعار تكون في ثلاثة اتجاهات: صعود-هبوط-جانبي (أفقي).

¹ Michael N. Kahn, "Technical analysis plain and simple", 3rd edition, New jersey, USA, (2010), p10.

يتم التعرف على الاتجاه بالنظر إلى الأعلى وأدنى النقاط في حركة الأسعار فالاتجاه الصاعد يتشكل من سلسلة من القمم المتتالية، كل قمة تعلو عن القمة السابقة عليها، بينما الاتجاه الهابط هو على العكس عبارة عن سلسلة من الانخفاضات السعرية (قيعان)، كل انخفاض سعري مستواه أدنى من مستوى الانخفاض السابق له، أما الاتجاه الجانبي فإننا نجد أن قمم الأسعار تكون أفقية في مستوى واحد تقريباً²، ويمكن تحديد اتجاهات السوق برسم خطوط تسمى خط الاتجاه حيث يلزم لرسمه نقطتان على الأقل، ونقطة ثالثة لتأكيدده وكلما زادت النقاط التي يربطها الخط، اكتسب هذا الخط أهمية أكبر فالخط الذي يلامس ثلاث نقاط فقط يكون ذا أهمية أقل من خط يلامس عشر نقاط³.

أ. خطوط اتجاه حركة الأسعار:

عندما يتحدث المحللون الفنيون عن اتجاه السهم فإنهم يقصدون الاتجاه العام للسهم ، فقد يكون الاتجاه تصاعدياً (up-trend) أو تنازلياً (down-trend) أو جانبياً (sideways)⁴ وعندما يكون سعر السهم خلال فترة زمنية معينة في مرحلة صعود فإن ذلك يعود إلى كون كمية الطلب على السهم أكثر من كمية العرض خلال هذه الفترة، والسبب في كون الصعود لا يحدث على شكل خط

¹ Tickerchart guide to technical analysis, available on:

<http://www.book.yemenforex.com/tickerchart.pdf>, viewed on 26/02/2016.

² المهيلمي عبد المجيد، "التحليل الفني للأسواق المالية"، الطبعة 4، مصر، (2004)، ص73.

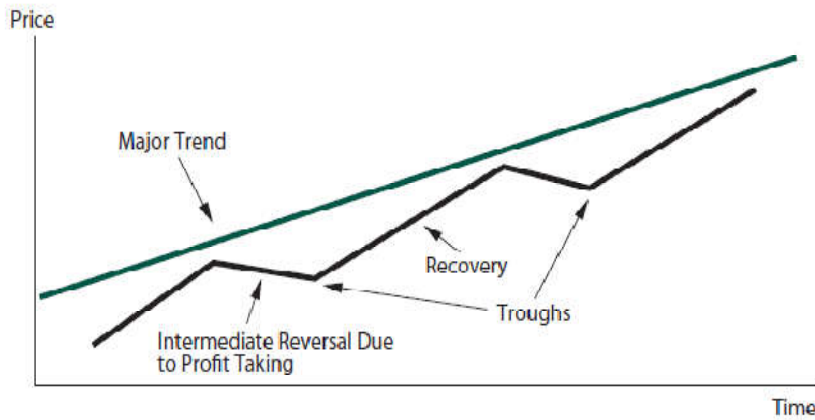
³ المهيلمي عبد المجيد، المصدر نفسه، ص76.

⁴ أبو معاذ، "التحليل الفني"، منتدى التداول، ص14، متوفر على: www.yuniv.net/img/file/books/adm viewed on 26/02/2016.

مستقيم متجه إلى الأعلى يعود لكون كمية العرض والطلب تختلف بين فترة وفترة، كلما كانت النقاط المستخدمة في رسم الخط البياني متباعدة وعلى مسافات متساوية تقريبا كلما كان هذا الاتجاه قوي.¹

1. خط الاتجاه الصاعد:

خط إتجاه حركة الصعود يكون خطا مستقيما يرسم للأعلى على يمين الخريطة يمر على طول نقاط أقل سعر المرتفعة تدريجيا بالتتابع، لخط الاتجاه الصاعد ميل موجب، ويتشكل هذا الخط من خلال وصل نقطتين أو أكثر من النقاط المنخفضة في المخطط البياني، ويجب أن تكون النقطة المنخفضة الثانية أعلى من الأولى.



شكل رقم (3-1): إتجاه تصاعدي لحركة الأسعار

Source: REILLY and BROWN, "Investment Analysis & Portfolio Management", South-Western, Cengage Learning, 12 Edition, 2012, p 535.

¹ التميمي أرشد فؤاد، "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية، الأردن، (2012)، ص282.

1. خط الاتجاه الهابط:

لخط الاتجاه الهابط للسوق ميل سالب، ويتشكل هذا الخط من خلال وصل نقطتين أو أكثر من النقاط المرتفعة في المخطط البياني ويجب أن تكون النقطة المرتفعة الثانية أكثر انخفاضا من الأولى، ليكون ميل الخط المتشكل بالتالي ميلا سالبا ويمكن أن يقوم خط الاتجاه الهابط للسوق مكان خط المقاومة¹، خط اتجاه حركة الهبوط يكون خطا مستقيما يرسم للأسفل على يمين الخريطة يمر على طول نقاط أعلى سعر المنخفضة تدريجيا بالتتابع.



شكل رقم (3-2): اتجاه تنازلي لحركة الأسعار

Source: Leigh Stevens, "Essential Technical Analysis tools and Techniques to spot market trends", USA, 2009, p 22.

¹ فاتح مناع، "دور التحليل الفني في ترشيد القرار الاستثماري دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2008- (2007)، ص104.

2. خط الاتجاه الجانبي:

فيها تكون حركة السعر أفقية، يحدث هذا عند تساوي العرض والطلب تقريبا، تتحقق هذه الحالة عندما تتحرك الأسعار لأعلى ولأسفل ضمن قناة تداول أفقية لفترة طويلة من الزمن.



شكل رقم (3-3): اتجاه جانبي لحركة الأسعار

Source: Leigh Stevens, "Essential Technical Analysis tools and Techniques to spot market trends", USA, 2009, p 22.

ثالثاً: الدعم والمقاومة

1. الدعم

يأتي في نهاية انخفاض ويعرف عموماً باسم مستوى الأسعار أو المنطقة حيث الطلب على الأوراق المالية يثقل كاهل العرض، يمكن أن تكون مناطق الدعم محفزات لحركة الصعودية في الأسعار، حيث العديد من التجار الذي يبحثون عن الأسهم سيجدون دعم قبل أن تتخذ موقف صاعد في الأوراق المالية، يمكن أن يكون هناك اختلافات كبيرة في الطريقة التي تحدد فيها الدعم مقابل كيف يتم التعرف عليه في اتجاه صعودي¹، كما هو مبين في الشكل رقم (3-4).



شكل رقم (3-4): نموذج يوضح خط الدعم

Source: National Stock exchange of India limited, "Technical Analysis

Module", p47. available on: <http://fxborssa.com/forums/showthread.php?64>,

viewed on: 26/02/2016.

¹ Cory Janssen, Chad Langager and Casey Murphy, "Artical on guide to technical and fundamental analysis", Rich dad education,(2010), p110.

2. المقاومة

يطلق على لقمة السعر لسهم منطقة المقاومة، مستوى المقاومة هو مستوى الذي يصل إليه السعر الأوراق المالية أو السوق بأكمله عند الارتفاع وبعد ذلك يسقط مرارا وتكرارا من ذلك المستوى، ولكن لا يتمكن من اختراق هذا المستوى، وهنا يزداد البيع و يسبب بدوره انخفاض الأسعار¹.



شكل رقم (3-5): نموذج يوضح خط المقاومة

Source: National stock exchange of India limited, "Technical Analysis Module", p49, available on: <http://fxborssa.com/forums/showthread.php?64>, viewed on: 26/02/2016.

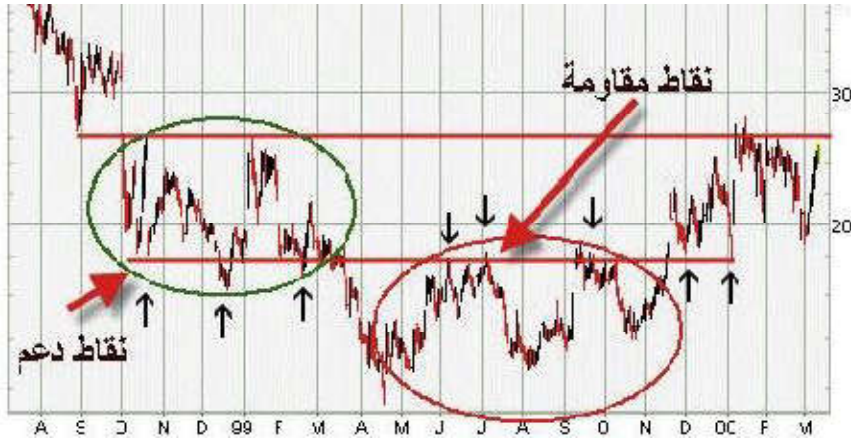
¹ Suresh A.S, op.cit, (2013), p55, Online available at: www.indianresearchjournals.com.

3. الاختراق وتبادل الأدوار

عندما يتم اختراق مستوى المقاومة بنجاح، يصبح هذا المستوى مستوى دعم جديد، وبالمثل،

عندما يتم اختراق مستوى الدعم، يصبح هذا المستوى مستوى مقاومة جديد¹.

من المبادئ المهمة في التحليل الفني، مبدأ تبادل الأدوار بين الدعم والمقاومة، والقائل بأنه عندما يقوم السعر باختراق أي من الدعم أو المقاومة، فإنهما يتبادلان أدوارهما، فتتحول المقاومة إلى دعم والدعم إلى مقاومة، أي أن كلا منهما يقوم بعكس الدور الذي كان يقوم به قبل اختراق الأسعار له²، وهو موضح في الشكل رقم (3-6).



شكل رقم (3-6): نموذج يوضح اختراق المقاومة والدعم

Source: National Stock Exchange of India limited, "Technical Analysis Module", p49, available on: <http://fxborssa.com/forums/showthread.php?64>, viewed on: 26/02/2016.

¹ Marilyn McDonald, op. cit, (2011), p29.

² المهيلمي عبد المجيد، "التحليل الفني للأسواق المالية"، الطبعة 5، مصر، (2006)، ص93.

المطلب الثاني: أدوات التحليل الفني

تتحرك الأسعار في بورصة الأوراق المالية على المدى الطويل ارتفاعاً أو انخفاضاً، لذلك يكون اتجاه السوق هو العامل الأساسي في تحديد توقيت الشراء أو البيع للأوراق المالية، الأمر الذي بنيته عليه طرق وأساليب فنية تفيد بالتنبؤ بحركة السوق ككل.

أولاً: نظرية داو Dow theory

1. تعريفها

نظرية داو، المطروحة من قبل تشارلز داو في عام 1900 هي واحدة من أقدم الطرق الفنية التي لا تزال متبعة على نطاق واسع، المبادئ الأساسية للتحليل الفني تنشأ من هذه النظرية، ووفقاً لتشارلز داو "يعتمد السوق دائماً على وجود ثلاث حركات أو اتجاهات، اتجاهات قصيرة الأجل هي حركة ضيقة من يوم لآخر، اتجاهات ثانوية، تمتد من أسبوعين إلى شهر أو أكثر، والثالثة هي اتجاهات رئيسية، والتي تغطي أربع سنوات على الأقل في مدتها"¹.

¹ Suresh A.S, op. cit, 2013, p49, Online available at: www.indianresearchjournals.com

2. فرضيات نظرية داو

بعد سنوات عديدة من دراسة روبرت ريا لكتابات كل من داو وهاملتون، توصل إلى بعض فرضيات، والذي قال انه يجب ان يكون مقبولا إذا أراد المرء استخدام نظرية بنجاح من أجل معرفة توقيت شراء وبيع وكسب المال في سوق الأسهم¹:

- **التلاعب:** التلاعب ممكن في تحركات القصيرة يوما بعد يوم، وردود الفعل الثانوية تخضع لمثل هذا التأثير إلى درجة محدودة، ولكن الاتجاه الأساسي لا يمكن التلاعب بها.
- **المتوسطات تتجاهل كل شيء:** التغيرات في سعر الإغلاق كل يوم تؤثر على قرارات وعواطف المتداولين في السوق، سواء المتداولين الحاليين أو المحتملين، لهذا فهذه العملية تقتض أنها تتجاهل العوامل الأخرى المتعارف عليها والتي من الممكن أن تؤثر على علاقة العرض بالطلب، ورغم أن الكوارث الطبيعية غير المتوقعة، فإن حدوثها يستوعب في السوق بسرعة ولكنه أيضا يتم تجاهله.
- **نظرية ليست معصومة عن الخطأ:**

نظرية داو ليست نظام معصوم لضرب السوق، في استخدامه بنجاح كعامل مساعد في المضاربة يتطلب دراسة جادة له، وتلخيص الأدلة بحيادية وموضوعية، وعدم التأثير برغباتهم عند تحليلهم للسوق.

¹ Jack Schannep, " **Article on Trading Strategies**", by the name Charles Dow's theory still valid for the 21st century, (2012), p8.

3. حركات نظرية داو

– الحركات الأساسية

تمثل الاتجاه الأساسي واسع، وعادة ما يشار إلى هذه الإجراءات على أنها اتجاهات صاعدة أو اتجاهات هابطة، الصاعد يعني شراء أو اتجاه إيجابي والهابط يعني بيع أو اتجاه سلبي، بمجرد التعرف على الاتجاه الأساسي، تبقى سارية المفعول حتى يثبت العكس. العديد من التجار والمستثمرين يتلقون بأهداف السعر والوقت، غير أنه في واقع الحال لا أحد يعرف أين ومتى ستنتهي الحركة الأساسية¹، ويظهر ذلك في الشكل الموالي رقم (3-7).



شكل رقم (3-7): رسم بياني للحركات الأساسية

المصدر: اسما، تحليل البورصات العربية، متوفر على الموقع:

Source: <http://www.asmainfo.com/charts/Ar/AsmaChart.aspx> : viewed on 10/03/2016.

¹ Christopher M. Quigley, "an article on understanding stock market movement", Miami, USA, (2007), p3.

– الحركات الثانوية

المعروفة برّدات الفعل الثانوية وهي اتجاهات وسيطة، وتمثل هذه الاتجاهات تصحيحات للاتجاهات الأساسية، يستمر من ثلاثة أسابيع إلى ثلاثة أشهر، متتبعا من ثلث إلى ثلثي حركة الاتجاه السابقة¹، ويظهر ذلك في الشكل الموالي رقم (3-8).



شكل رقم (3-8): رسم بياني للحركات الثانوية

المصدر: اسما، تحليل البورصات العربية، متوفر على الموقع:

<http://www.asmainfo.com/charts/Ar/AsmaChart.aspx> viewed on 10/03/2016.

¹ Martin Scott, **Article on Charles Dow theory's six secrets to market success**, Scotland,(2012), p 2.

– التقلبات اليومية

على الرغم من أهميتها عند النظر إليها كمجموعة، يمكن أن تكون خطيرة وغير موثوق بها بصورة فردية، حصر النظرة في حركة واحدة أو يومين تؤدي إلى اتخاذ قرارات متسارعة مبنية على العاطفة، للاستثمار بنجاح من المهم جدا إبقاء الصورة الكاملة في الاعتبار عند تحليل حركة الأسعار اليومية، بصفة عامة دراسة حركة السعر اليومي يمكن أن تضيف معلومات قيمة، ولكن فقط عندما تؤخذ بصورة أكثر سياق¹.



شكل رقم (3-9) : رسم بياني للتقلبات اليومية

المصدر: اسما، تحليل البورصات العربية، متوفر على الموقع:

Source: <http://www.asmainfo.com/charts/Ar/AsmaChart.aspx> viewed on 10/03/2016.

¹ Christopher M. Quigley, op.cit; (2007), p4.

4. أشكال الحركات الأساسية ومراحلها:

يمكن تحديد أشكال الحركات الأساسية فيما يلي¹:

أ. السوق الهابط الأساسي

هو الحركة الهبوطية الطويلة تقطعها ارتفاعات الهامة، وهو ناتج عن مختلف العلل الاقتصادية ولا ينتهي حتى تنخفض أسعار الأسهم إلى أسوأ ما يمكن الوصول إليه، وللسوق الهابط ثلاث مراحل رئيسية هي:

- التخلي عن الآمال التي بنيت على أساسها شراء الأسهم بأسعار مبالغ فيها.
- بيع بسبب انخفاض الأعمال والأرباح.
- استغاثة بيع الأوراق المالية سليمة، بغض النظر عن قيمتها، من قبل أولئك الذين يجب أن يجدوا سوق نقدية لجزء على الأقل من أصولهم.

ب. السوق صاعد الأساسي:

هو الحركة الواسعة التصاعدية، تقطعها ردود الفعل الثانوية، وبمتوسط فترة تزيد على سنتين، خلال هذا الوقت، ترتفع أسعار الأسهم بسبب الطلب الناشئ من قبل كل من الاستثمار وعمليات شراء المضاربة الناجمة عن تحسين ظروف العمل وزيادة نشاط المضاربة، هناك ثلاث مراحل للفترة الصاعدة:

¹ Jack Schannep, op.cit, (2008), p53

- إحياء الثقة في مستقبل الأعمال.
- استجابة لأسعار الأسهم للتحسن المعروف في أرباح الشركة.
- الفترة التي تكون المضاريات سائدة والتضخم واضح، هي الفترة تكون فيها الأسهم متقدمة على الآمال والتوقعات.

ثانيا: نظرية وليام دغان

1. تعريف نظرية وليام دغان

طرق التحليل المستخدمة من قبل غان تقوم على دراسة النمط والسعر والوقت وكيفية تأثير علاقاتهم على السوق، اعتبارها غان أهم الجوانب التي أثرت على الحركات المستقبلية في أي سوق، المحور الرئيسي لنظرية غان هو أن نفهم أن في أوقات مختلفة، ستؤثر جوانب مختلفة على السوق، على سبيل المثال، قد يكون النمط له تأثير كبير على السوق بينما في وقت آخر يكون السعر والوقت لهم تأثير كبير على القوة المهيمنة على السوق، فهم هذه العلاقات هي مفتاح التجارة بنجاح أكثر باستخدام نظرية غان، تحاول نظرية غان تحديد أفضل مزيج من الأسعار، ونمط والوقت للحصول على تداولات ناجحة، صحيح أن التداولات قد تعتمد على كل عنصر على حدة، لكن التاجر الذي يضع الكثير من التركيز على عنصر واحد فقط قد يواجه نجاح أقل من التاجر الذي ينتظر بصبر للحصول على أفضل مزيج من كل العناصر الثلاثة¹.

¹ James A. Hyerczk, Pattern, "Price & time: using Gann theory in technical analysis", 2nd edition, New jersey, USA, (2009), p17.

2. النقاط الأساسية لنظرية وليام د غان

تميزت نظرية وليام د غان بالعديد من النقاط الأساسية أهمها¹:

أ. عامل الزمن:

بحيث أن كل شيء له أوانه وتوقيته الخاص به، فمن خلال أبحاثه توصل غان إلى أن الزمن يمثل قيداً رئيسياً على حركة الأسعار في أي سوق كان وأن هناك تواريخ فاصلة يجب أخذها بعين الاعتبار أثناء دراسة حركة الأسعار بالأسواق.

ب. الأشكال الهندسية

استخدم غان في تحليلاته شكلين هندسيين هما:

- **الحلزوني للسعر:** فالسعر يتحرك بشكل حلزوني صعوداً وهبوطاً.
- **الدائرة للزمن:** دورة الزمن فتتحرك بشكل دائري.

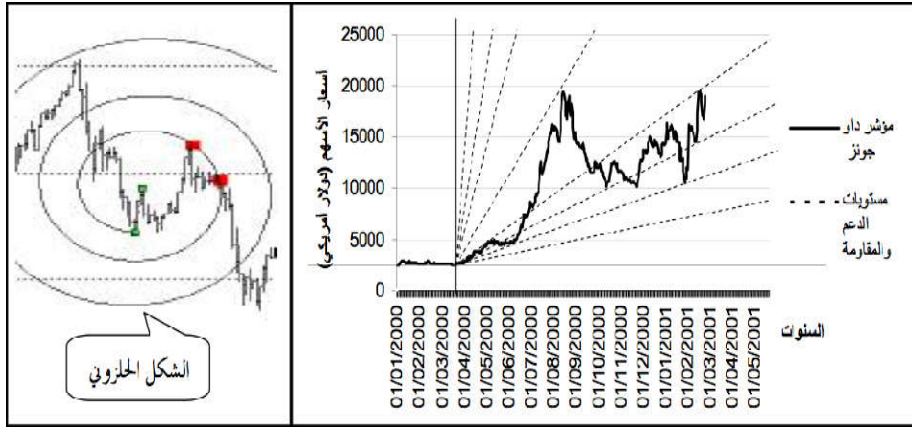
ومنها توصل غان إلى أن السعر يعكس اتجاه حركته عندما يتلاقى حلزون السعر مع دائرة

الزمن...

¹ المهيلمي عبد المجيد، المصدر المذكور سابقاً، ص ص 197-198.

ت. الدعم والمقاومة:

هناك أكثر من مؤشر يساعد على تحديد ومعرفة نقاط الدعم أو نقاط مقاومة الأسعار، وعندما تشير أكثر من طريقة إلى مستوى سعري معين لكونه إما نقطة دعم أو مقاومة، فإن ذلك يرجح أن تكون هذه المنطقة منطقة قوية للغاية لتتلاقى النقاط، وحاجزا منيعا يصعب للأسعار كسره وتخطيطه، باختصار فإن تجمع الخطوط في منطقة معينة يزيد من احتمالات تراجع الأسعار بشدة من عند منطقة التجمع، وإلى تحول الاتجاه الجاري للأسعار إلى الاتجاه المعاكس، وهذا بالطبع يتفق مع المنطق السليم للأشياء، فإن دلت عدة مؤشرات على نفس الشيء، فإن ذلك يزيدها قوة، ويظهر ذلك في الشكل الموالي رقم (3-10).



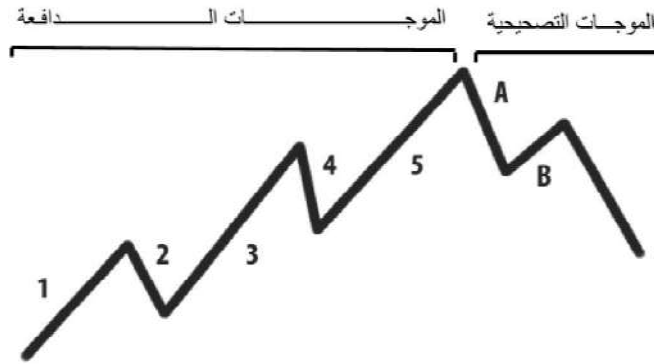
شكل رقم (3-10): مستويات الدعم والمقاومة عند وليام غان

المصدر: اسما، تحليل البورصات العربية، متوفر على الموقع:

<http://www.sahmmisr.com/forums/index.php?showtopic=472&st=80> viewed on 27/07/2016.

ثالثاً: نظرية الموجات لـ رالف نيلسون إليوت

توصل إليوت من دراساته لحركة أسعار الأوراق المالية لبورصة نيويورك إلى أن هناك إيقاعاً معيناً يحكم حركتها، وقد أكد أن الأساس الرياضي لمبدأ الموجة يعتمد على أرقام ونسب فيبوناتشي، فهي تتحرك في اتجاهها الرئيسي -موجات دافعة- في خمس موجات سواء إلى أعلى أو أسفل تليها حركة تراجعية تصحيحية في الاتجاه المعاكس مكونة من ثلاث موجات، أي أن الدورة الكاملة لحركة الأسعار مجموعها ثماني موجات¹، كما هو موضح في الشكل الآتي:



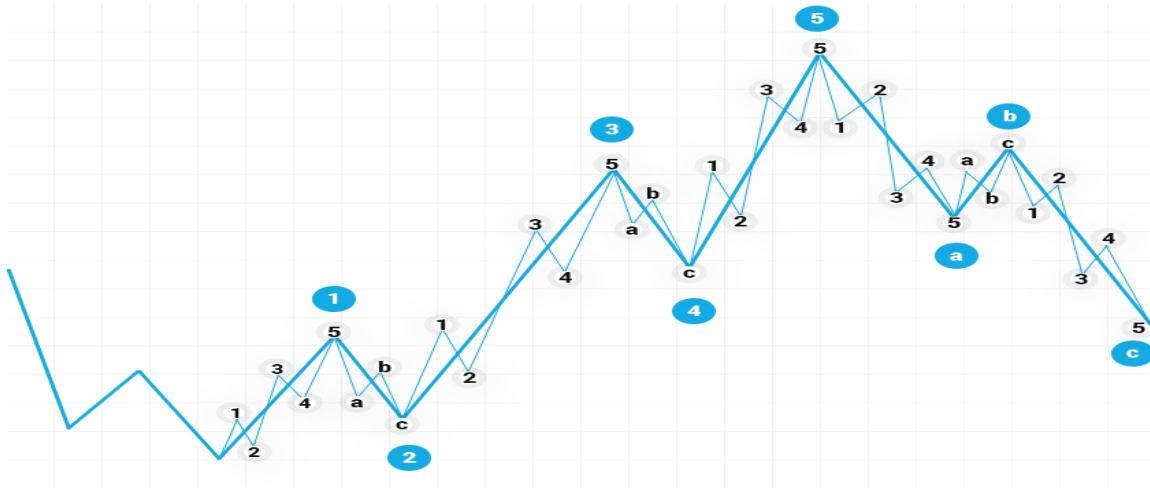
شكل رقم (3-11): الدورة الكاملة لموجة إليوت

المصدر: المهيلمي عبد المجيد، "التحليل الفني للأسواق المالية"، الطبعة 4، مصر، (2004)،

ص 204.

¹ المهيلمي عبد المجيد، المصدر المذكور سابقاً، ص 204.

تقوم نظرية إلبوت في منهج تحليل السوق على أساس أنماط الموجات المتكررة وتتابع أرقام فيبوناتشي، إذ أن كل موجة تتركب من موجات أصغر، والأصغر يتركب من أدق وهكذا...¹، كما في الشكل الآتي:



شكل رقم (3-12): أنماط الموجات المتكررة لإلبوت

المصدر: ترادين، مقدمة في التحليل الفني ، متوفر على الموقع:

Source: <https://www.trading212.com/ar/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%AD%D9%84%D9%8A%D9%84%D8%A7%D9%84%D9%81%D9%86%D9%8A?id=6> viewed on 16/08/2016

تبعاً لمبدأ موجة إلبوت فإن هناك بعض القواعد يجب إتباعها في تحديد الموجات:

- يجب أن لا تكسر الموجة الثانية بداية الموجة الأولى.
- يجب أن لا تكون الموجة الثالثة الأقصر من بين الموجات الدافعة.

¹ الحناوي محمد صالح، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2005)، ص136.

- يجب أن لا تتجاوز الموجة الرابعة قمة الموجة الأولى.
- يجب أن لا تماثل حركة الموجة الدافعة بحركة الموجة الدافعة السابقة لها، وحركة الموجة التصحيحية بحركة الموجة التصحيحية السابقة لها، و هو ما يعرف بقاعدة "التناوب أو التعاقد".

من خلال ما سبق، يتضح أن نظرية إليوت تساعد على تحديد نقاط التغير السعرية والزمنية، وذلك لإمكانية استخدامها في تحديد أهداف سعرية من المرجح أن تصل إليها الأسعار، وكذا تحديد أزمنة معينة يتوقع أن تغير الأسعار عندها اتجاهها، وهو ما يتيح للمضارب والمستثمر معرفة اتجاه الأسعار المستقبلية لبناء مراكز استثمارية سليمة من خلالها يحدد أنسب الأسعار والأوقات للدخول والخروج من وإلى السوق.

المطلب الثالث: أدوات التحليل الفني لغرض التنبؤ بحركة الأسهم

يهتم المحلل الفني بدراسة الأنماط الماضية لأسعار الأسهم وأحجام التداول للتنبؤ بالحركة السعرية المستقبلية، ومن ثم تحديد التوقيت المناسب لبيع أو شراء الورقة المالية.

أولاً: الرسوم البيانية

تعد الرسوم البيانية أكثر أدوات التحليل الفني استخداماً، فمعرفة كيفية بنائها واستخدامها في اتخاذ قرارات البيع والشراء للأوراق المالية أمراً مهماً، لذا سنحاول إعطاء صورة أولية لأهم أنواع الرسوم البيانية المستخدمة في التحليل الفني¹.

يقوم المحلل الفني بوضع خرائط من أجل تحديد النمط وذلك عن طريق تتبع مستويات الأسعار خلال فترة زمنية معينة، ثم يصب هذه المعطيات في معلم يخصص محوره الأفقي للزمن، بالأيام أو الأشهر أو حتى السنوات على حسب امتداد الدراسة أما المحور العمودي فهو للأسعار، ثم يرسم المنحنى على أساس النقاط التي تقابل الفترة من الزمن مع السعر الموافق لها².

1. الأعمدة البيانية:

تعرض الأعمدة البيانية سعر الافتتاح للأسهم (إن وجد)، أعلى سعر، أدنى سعر، وسعر

الإغلاق، الأعمدة البيانية هي النوع الأكثر شعبية من الرسوم البيانية.

¹ طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، (2000)، ص136

² بلجبلية سمية، "أثر التضخم على عوائد الأسهم"، مذكرة الماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، (2010)، ص122.

الجزء العلوي من كل خط عمودي يمثل أعلى سعر للسهم المتداول خلال الفترة والجزء السفلي من الخط العمودي يمثل أدنى سعر للسهم المتداول، يتم عرض علامة على الجانب الأيمن من العمود للدلالة على آخر سعر إغلاق، وعلامة على الجانب الأيسر للدلالة على سعر الافتتاح إن وجد، كما هو موضح في الشكل (3-13).



شكل رقم (3-13): مخطط الأعمدة البيانية

Source: Steven B. Achelis, "Technical Analysis from A to Z", Available on:

[http://www.equis.com/Customer/Resources/TAAZ/](http://www.equis.com/Customer/Resources/TAAZ/?p=5) ?p=5, viewed on:

02/03/2016.

2. الشموع اليابانية

أ. تعريف

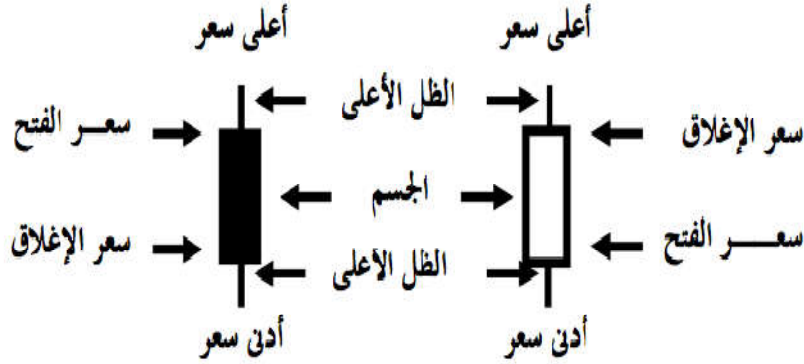
يعتبر هذا النوع من الخرائط من أقدم الأدوات لتحديد أسعار الأسهم حيث يستخدم هذا النوع في اليابان منذ سنة 1700 كأسلوب للتنبؤ بأسعار الأرز، وقد أصبحت حالياً أحد أهم أدوات التحليل الفني حيث تستخدم لتعكس ظاهرة حركة الأسعار والتنبؤ بها في الأجل القصير (مدى زمني 10 أيام أو أقل)¹.

لقد سجل اليابانيون الحركة اليومية للأسعار في شكل رسم بياني يشبه الشمعة، فالشمعة عبارة عن مستطيل له فتيلان علوي وسفلي، قمة الفتيل العلوي هي أعلى سعر في الفترة الزمنية المرصودة، وأدنى نقطة في الفتيل السفلي تمثل أدنى سعر بها، أما سعر الفتح والإقفال فيمثلان إما الخط العلوي أو السفلي للمستطيل، وقد أطلقوا على المستطيل الجسم real body والفتيل الظل shadow، واختاروا أن يرمزوا لأيام ارتفاع الأسعار (سعر الإقفال أعلى من سعر الفتح) بشمعة بيضاء، واختاروا لأيام انخفاض الأسعار (سعر الإقفال أدنى من سعر الفتح) بشمعة سوداء، والجدير بالذكر هنا أن الشمعة يمكن أن تمثل حركة التداول خلال أي فترة زمنية يراد تسجيل أسعارها سواء كانت ساعة أو يوماً أو أسبوعاً أو شهراً².

¹ العبد جلال إبراهيم، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، (2003)، ص 185.

² المهيلمي عبد المجيد، المصدر المذكور سابقاً، ص 65.

تمثل سلسلة الشموع البيضاء إشارة للسوق الصاعد أما سلسلة الشموع السوداء فتتمثل إشارة للسوق الهابط¹، الشكل رقم (3-14) يوضح ذلك.



شكل رقم (3-14): الشموع اليابانية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الموقع: <http://www.candlesticks-stocks->

inprogress/shadow تاريخ الاطلاع: 2016/03/13.

ب. مختلف أنماط الشموع اليابانية

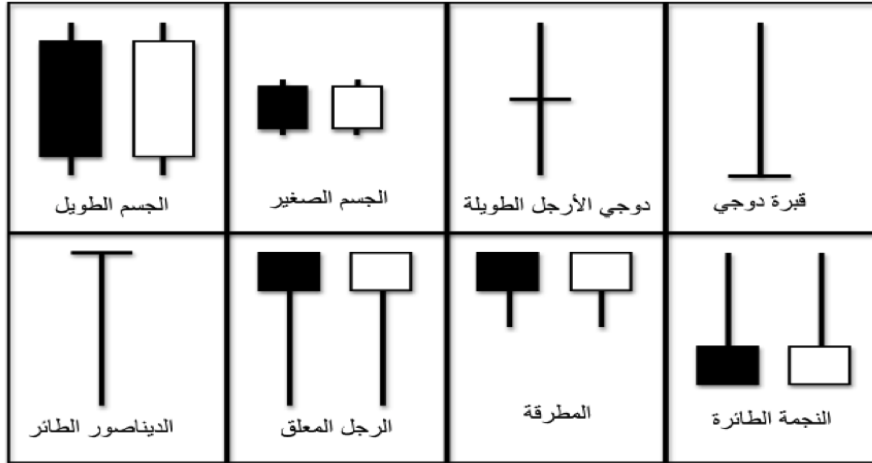
سيتم باختصار إعطاء نظرة أولية لكل شكل وكيفية تحليله لحركة الأسعار، بغية التمكن من

اتخاذ القرار المناسب²، وهي كالتالي:

¹ التميمي أرشد فؤاد، المصدر المذكور سابقاً، ص60.

² الحناوي محمد صالح، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2005)، ص136.

❖ أنماط الشمعدان ذو الشمعة الواحدة: يمكن توضيح ذلك في الشكل الآتي¹:



شكل رقم (3-15): أنماط الشمعدان ذو الشمعة الواحدة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الموقع: <http://www.candlesticks-stocks->

[inprogress/shadow](http://www.inprogress/shadow) تاريخ الاطلاع: 2016/03/13.

وفيما يلي تعريف لكل شكل:

– **الجسم الطويل:** لديه جسم طويل على غير العادة مع مسافة واسعة بين أعلى وأدنى سعر من اليوم، سعر الافتتاح قرب من أدنى سعر والإغلاق قرب من أعلى سعر، يعبر الجسم الطويل عن قوة وقدرة المتعاملين على دفع الأسعار في اتجاه معين.

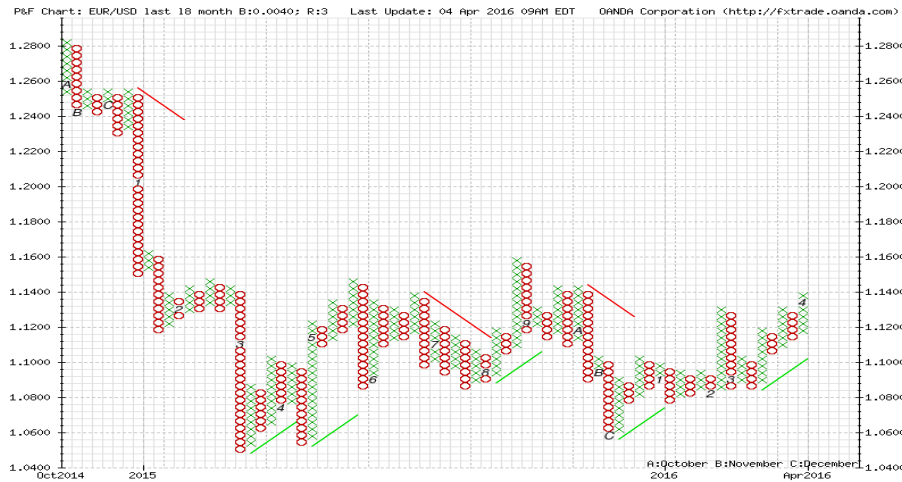
– **الجسم الصغير:** يدل على أن السوق في حالة تردد وحيرة، إذ يعبر على عجز المتعاملين عن تحريك السعر لأعلى أو لأدنى، كما يظهر في الشكل الموالي.

¹ Nison, Steve, "Candlestick Charting Explained", 2nd ed, New Jersey, USA, (2001), p p 97-99.

- **دوجي:** يستعمل عندما يكون سعر فتح وسعر الإغلاق متساويان أو متقاربين، ظهوره بعد فترة ارتفاع الأسعار يكون إنذار للبيع، وظهوره بعد فترة تدهور الأسعار يستدعي البدء في الشراء.
- **دوجي الأرجل الطويلة:** هي نفسها دوجي، غير أنها لها ظل طويل في الأسفل وآخر في الأعلى، عندما يظهر في أعلى السوق فإنه يعتبر إشارة انعكاس.
- **قبرة دوجي:** تتشكل عندما تكون أسعار الافتتاح والإغلاق بأدنى سعر في اليوم، إذا كان لديه ظل علوي طويل، فإن ذلك يشير أن الاتجاه الهبوطي مستمر، عندما يظهر في أعلى السوق فإنه يعتبر إشارة انعكاس.
- **الديناصور الطائر:** تتشكل عندما تكون أسعار الافتتاح والإغلاق بأعلى سعر في اليوم، إذا كان لديه ظل سفلي طويل، فإن ذلك يشير أن الاتجاه الصعودي مستمر، عندما يظهر في أسفل السوق فإنه يعتبر إشارة انعكاس.
- **الرجل المعلق:** الشمعة التي لها جسم صغير بالقرب من أعلى مستوى مع قليلا أو لا ظل العلوي، وظل طويل في الأسفل، يجب أن يكون الظل السفلي ثلاثة أضعاف أو ضعف حجم الجسم، ويعتبر نموذج فني هابط خلال اتجاه صعودي، يشير أن الأسعار عرضة للسقوط.
- **المطرقة:** هي نفسها الرجل المعلق، غير أن ظله سفلي أقصر من الظل السفلي للرجل المعلق، ويعتبر نموذج فني صاعد خلال اتجاه هبوطي، ينبئ هذا الشكل بانعكاس الاتجاه، وعادة ما يعمل الظل السفلي كحد من حدود الدعم.
- **النجمة الطائرة:** الشمعة لها جسم صغير بالقرب من أدنى مستوى مع قليلا أو لا ظل السفلي، وظل طويل في الأعلى، يعتبر نموذج هابط خلال اتجاه صعودي، ينبئ هذا الشكل بهبوط الأسعار.

3. خريطة النقطة والشكل

تتكون خريطة النقطة والشكل من أعمدة مكونة من X و O التي تظهر اتجاه صعودي أو الهبوطي في الأسعار على التوالي، الأرقام والحروف في الرسم البياني تمثل بداية شهر (مثل 9 لشهر سبتمبر، أو A لشهر أكتوبر، وغيرها)، للقضاء على تقلبات الأسعار الطفيفة، يمثل الحد الأدنى لحركة الأسعار بمربع تدعى Box size، إذا كان ارتفاع أو انخفاض الأسعار أقل من الحد الأدنى لحركة الأسعار فلا يشار إليه على الرسم البياني¹، الشكل رقم (3-16) يوضح ذلك.



شكل رقم (3-16): خريطة النقطة والشكل

Source: OANDA, Forex Point and Figure charts, <https://www.oanda.com/forex-trading/analysis/point-and-figure-charts> viewed on: 01/04/2016.

¹ OANDA, Forex Point and Figure charts <https://www.oanda.com/forex-trading/analysis/point-and-figure-charts> viewed on: 01/04/2016.

ثانيا: خط المتوسط المتحرك

1. تعريف

تعتبر المتوسطات المتحركة من أكثر الأدوات الفنية استخداما من قبل المحللين الفنيين وتعد إحدى الطرق المستخدمة لتمهيد وتسوية سلسلة زمنية معينة، أي للتخلص من الذبذبات الحادة التي قد توجد فيها بسبب التغيرات العارضة والتقلبات الدورية أو الموسمية، وذلك حتى يتبين اتجاهها العام، صعودا أو هبوطا¹.

عموما يفضل استخدام المتوسطات المتحركة عندما يكون السوق أو السهم المعني على نمط قوي في اتجاه الصعود أو الهبوط وهي عادة غير فعالة عندما يكون السوق أو السهم المعني متذبذب، ومن المحتمل جدا أن يقود لإشارات بيع وشراء مضللة لو تم استخدامها لسوق أو سهم متذبذب².

2. أنواع المتوسطات المتحركة

تجدر الإشارة إلى أن هناك ثلاثة أنواع من المتوسطات المتحركة:

أ. المتوسط المتحرك البسيط:

هي أكثر المؤشرات شيوعا، ويتم حسابه بجمع أسعار الإقفال لمدة زمنية معينة وقسمتها على عدد الأيام في تلك المدة، ثم يلي ذلك استبعاد اليوم الأول وإضافة يوم جديد، وإيجاد المتوسط المتحرك

¹ المهيلمي عبد المجيد، المصدر المذكور سابقا، ص 161.

² محمد ابراهيم بديوي، "تداول الأسهم"، على الموقع الإلكتروني:

www.sandroses.com/myBooks2/Stock_trading2.pdf تاريخ التصفح: 09/01/2015، ص 170.

الجديد، وتستمر هذه العملية كل يوم جديد بمعنى نضيف اليوم الجديد واستبعاد مقابله يوم من البداية وهكذا حتى نصل إلى سلسلة متحركة من المتوسطات تتغير كل يوم¹.

ب. المتوسط المتحرك المرجح:

المقصود بالترجيح هو إعطاء أهمية أكبر للأسعار الحديثة، ويتم حساب المتوسط المتحرك المرجح بإعطاء كل سعر من الأسعار التي يضمها المؤشر وزناً مختلفاً حسب أقدمية السعر، أي أنه يعطي وزناً للسعر مكافئاً لترتيب اليوم في السلسلة الزمنية، فوزن اليوم الأول = 1، ووزن اليوم الثاني = 2 وهكذا، وبالتالي سيتم حسابه²، وفق المعادلة التالية:

$$\text{المتوسط المتحرك المرجح} = \frac{1(CP_1) + 2(CP_2) + \dots + n(CP_n)}{1 + 2 + \dots + n}$$

حيث:

CP_n : سعر الإغلاق لليوم n

n : عدد الفترات الزمنية

ت. المتوسط المتحرك الأسّي:

يعتقد بعض المحللين أنه من الخطأ تجاهل الأسعار التاريخية تماماً، حيث أنها تظل ذات دلالة، وإن كانت متناقصة الأهمية، لذلك اتجهوا لاستخدام المتوسط المتحرك الأسّي في تحليلاتهم،

¹ طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، (2000)، ص 233.

² المهيلمي عبد المجيد، المصدر المذكور سابقاً، ص 165.

حيث أن هذا المتوسط لا يسقط أي سعر من الأسعار القديمة بخلاف المتوسطات السابقة، والمتوسط
الأسّي يصعب حسابه بدون استخدام الحاسب الآلي لأنه يحتاج إلى مجهود حسابي شاق ويستغرق وقتاً
طويلاً¹.

¹ المهيلمي عبد المجيد، المصدر المذكور سابقاً، ص 168.

المبحث الثاني: التحليل الأساسي

التحليل الأساسي والذي يطلق على أصحابه بالأساسيين نعني به تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية، بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة، المصدرة للأوراق المالية، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، وتعتبر المعلومات الاقتصادية والمالية هي الأساس الذي يستخدم في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المنشأة وهو الذي يستخدم في اتخاذ القرار بشأن شراء أو بيع هذا السهم في المستقبل.

هناك عدة مداخل تستخدم في تحديد شكل واتجاه التحليل الأساسي وعلى المستثمر أن يقوم باختيار المدخل المناسب حيث أن لكل مدخل من هذه المداخل مزايا وعيوبه، وقصد التطرق إلى جميع جوانب التحليل الأساسي، تم تقسيم هذه المبحث إلى عدة نقاط أهمها:

- مفهوم التحليل الأساسي ومداخله.
- تحليل الظروف الاقتصادية.
- تحليل ظروف الصناعة.
- تحليل ظروف الشركة.

المطلب الأول: مفهوم التحليل الأساسي ومداخله.

بداية يمكن القول أن التحليل الأساسي يركز على دراسة الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة وكذلك دراسة الظروف التي يتعرض لها القطاع الذي تنتمي إليها الشركة، بالإضافة إلى تحليل ظروف الشركة وذلك بهدف التوصل إلى معلومات تساعد في القدرة على التنبؤ بما ستكون عليه الشركة في المستقبل.

1. مفهوم التحليل الأساسي.

التحليل الأساسي هو دراسة الظروف المحيطة بالشركة سواء كانت تلك الظروف ظروفًا اقتصادية عامة، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو الظروف التي تتعرض لها الشركة نفسها، والهدف الأساسي من ذلك هو توافر معلومات تفيد في التنبؤ بما سيكون عليه مستقبل الشركة والأرباح المستقبلية والتي تعتبر عاملاً مهماً في تحديد قيمة السهم¹.

في تعريف آخر هو ذلك التحليل الذي يقوم به رجال متخصصون يطلق عليهم اسم المحللون الأساسيين، يعملون على تحليل البيانات والمعلومات الخاصة بالظروف الاقتصادية، والصناعية والمالية، بهدف التنبؤ بما سيكون عليه ربحية الشركة، لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومقارنتها مع القيمة السوقية لاتخاذ القرار الاستثماري السليم².

¹ محمد عبد الحميد عطية، "الاستثمار في البورصة"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، (2013)، ص111.

² عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، (2003)، ص215.

كذلك يعرف التحليل الأساسي بأنه دراسة المعلومات الداخلية لسوق الأوراق المالية على حالتها¹، كما أن هذا المدخل يعنى بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح والتدفقات المستقبلية للمؤسسة محل التحليل، ويرتكز هذا التحليل على فلسفة وأفكار مستمدة من نظريتي الاستثمار والتقييم، حيث يبدأ بمرحلة التشخيص من جمع وتحليل للمعلومات ليتم بعد ذلك في مرحلة ثانية قياس قيمة ما ستؤول إليه الأسهم².

II. مداخل التحليل الأساسي.

يوجد مدخلان أساسيان للتحليل الأساسي هما، التحليل الكلي ثم الجزئي Macro-Micro Approach أو ما يسمى من أعلى إلى أسفل Top-Down Approach، بالنسبة للمدخل الثاني فهو يعرف بإسم التحليل الجزئي ثم الكلي Micro-Macro Approach أو ما يسمى من أسفل إلى أعلى Bottom-Up Approach.

المدخل الأول: التحليل الكلي ثم الجزئي.

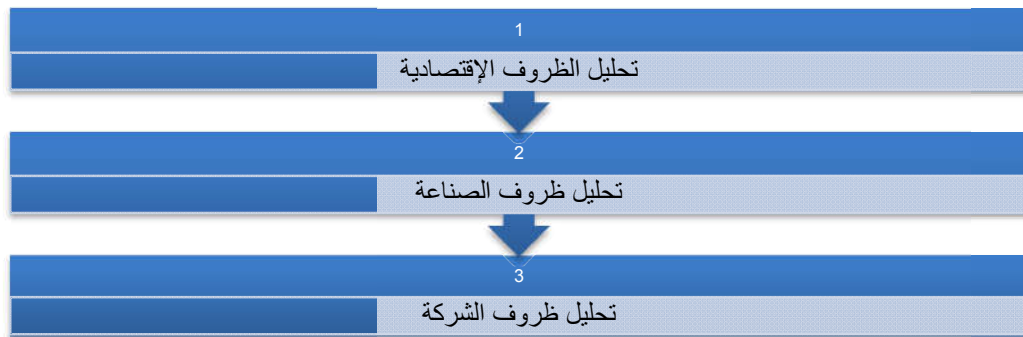
يقوم المحلل بالبداية بدراسة الظروف الاقتصادية العامة من حيث معدلات الدخل القومي والتضخم، السياسات المالية والنقدية، وأسعار الفائدة وذلك بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية بوجه عام، والخطوة التالية للتحليل هي تحليل ظروف الصناعة والنظر إلى أداء القطاعات التي تتألف منها السوق واختيار أفضلها من حيث معدلات النمو، وتتمثل الخطوة الأخيرة من

¹ محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص102.

² هوارى سويسى، "تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، (2007)، ص164.

التحليل في دراسة ظروف الشركة نفسها وذلك للتعرف على أفضل الشركات داخل السوق مما يتيح للمستثمر اختيار أفضل فرصة استثمارية¹.

يستخدم هذا المدخل في حالة إذ لم يكن هناك سهم محدد، أو شركة بعينها للاستثمار فيها، حيث يرى المؤيدون لهذا المدخل أنه يوجد نوعاً من أنواع الثقة في الاقتصاد الكلي ومعرفة نمو الصناعة وبعدها اختيار أفضل الشركات في الصناعة النامية.



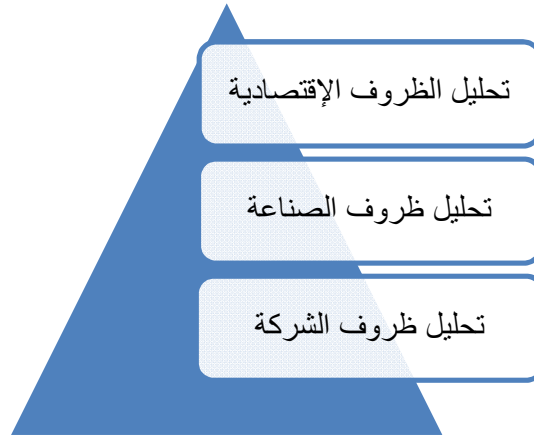
شكل (3-17): نموذج تخطيطي لمدخل التحليل الكلي ثم الجزئي.

المصدر: محمد عبد الحميد عطية، "الاستثمار في البورصة"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013، ص114.

¹ محمد عبد الحميد عطية، المصدر المذكور سابقاً، ص114.

المدخل الثاني: التحليل الجزئي ثم الكلي.

يبدأ المحلل بإجراء التحليل من الأسفل أي أنه يبدأ بتحليل سهم شركة ما يريد أن يتخذ قرار حول الاستثمار فيها أو لا، ثم بعد ذلك يقوم بتحليل الصناعة التي تنتمي إليها تلك الشركة، وفي الخطوة الأخيرة يتم تحليل الظروف الاقتصادية الكلية ويرى أنصار هذا المدخل بأنه من الممكن أن تكون هناك شركة لها أداء خاص، وتكون فرصة الاستثمار فيها مربحة بالدرجة التي يعتبرون فيها إتباع المدخل الأول قد أضعاف فرصة حقيقية للاستثمار¹.



شكل (3-18): نموذج تخطيطي لمدخل التحلي الجزئي ثم الكلي

المصدر: محمد عبد الحميد عطية، "الاستثمار في البورصة"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013، ص115.

¹ محمد عبد الحميد عطية، المصدر المذكور سابقاً، ص115.

المطلب الثاني: مراحل التحليل الأساسي

يعتمد تحليل الظروف الاقتصادية الكلية على تحديد العوامل الاقتصادية التي لها تأثير على قيم الأوراق المالية، وذلك من خلال تحديد المتغيرات الاقتصادية والأساسية، واستعراض المؤشرات الاقتصادية للتنبؤ باتجاهات أسعار الأسهم، وفي هذا الصدد هناك عدد من المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي ينبغي أن تحظى باهتمام المحللين، من أهمها السياسة المالية، والسياسة النقدية للدولة، إضافة إلى المعلومات المتاحة عن التضخم، وعن حجم الإنتاج الوطني.

أولاً: تحليل الظروف الاقتصادية.

1. السياسة المالية:

يقصد بها استخدام نظم الضرائب والإنفاق الحكومي كأدوات للسيطرة على ضبط إيقاع النشاط الاقتصادي¹، بالتالي هي محور اهتمام المحللين الماليين لمعرفة أثرها على أسواق رأس المال من خلال التأثير المباشر على صافي أرباح الشركات التجارية والصناعية وبالتالي على أسعار أسهم تلك الشركات، ومن بين السياسات التي تتبعها الدولة أو الحكومة في شأن الضرائب ما يلي²:

– تخفيض معدل الضرائب على الأرباح التجارية والصناعية للشركات والمحافظة على توازن الميزانية، ويؤدي هذا إلى زيادة صافي أرباح الشركات ومن ثم ارتفاع أسعار الأسهم.

¹ سعيد توفيق عبيد، "الإستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، (1999)، ص411.

² حامد العربي الحضيرى، "تقييم الإستثمارات"، دار الكتب العلمية، القاهرة، مصر، (2000)، ص177.

- تخفيض معدل الضرائب على الأرباح التجارية والصناعية، مع تمويل عجز الموازنة بإصدار زيادة في أوراق النقد، ويؤدي ذلك إلى زيادة معدلات التضخم، وبالتالي تتأثر الأسواق المالية سلباً بهذه الزيادة في حجم المعروض النقدي والزيادة في معدلات التضخم.
- تقديم الدولة إعفاءات ضريبية لصناعات معينة، وهو ما يؤدي إلى التأثير على أسعار أسهم مجموعة من الشركات على مستوى هذه الصناعات التي تتمتع بالإعفاءات.
- منح حوافز أو ميزات للاستثمار في مناطق جغرافية محددة، وهو ما يؤثر إيجابياً على أرباح الشركات التي لها أنشطة في تلك المناطق، ومن ثم ارتفاع أسعار أسهمها في سوق المال.

2. السياسة النقدية:

تعتبر عن مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقود والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك العاملة في الاقتصاد القومي، إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور، وفي هذا الصدد يؤكد عدد من الدراسات على وجود علاقة بين السياسة النقدية ومستوى أسعار الأسهم في أسواق رأس المال¹، وقد أظهر فريدمان وسوارتز أن هناك علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود وبين مستوى النشاط الاقتصادي، فإن زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى تحسين أداء النشاط الاقتصادي نظراً لزيادة السيولة النقدية على مستوى المجتمع ككل مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، وفي نفس الوقت فإن زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى تخفيض أسعار الفائدة وتشجيع الاستثمار والتالي تخفيض البطالة.

¹ منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف بالإسكندرية، الإسكندرية، مصر، (1999)، ص164.

بينما أشار كيران أنه بجانب الآثار الإيجابية لزيادة المعروض النقدي فإن هناك آثار سلبية في زيادة معدلات التضخم والتي تؤدي بدورها إلى زيادة العائد المطلوب من قبل المستثمر مما يؤدي إلى رفض الاستثمارات الأقل مخاطرة والتي تحقق عوائد متدنية، ولكن هناك آثار إيجابية للتضخم فهو يزيد من التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار، وبالتالي فهو يزيد من العوائد المتوقعة لهذا الاستثمار¹.

3. التضخم:

من المفترض أن يكون للتقارير الشهرية عن معدل التضخم أثرها على أسعار الأوراق المالية المتداولة، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلاً من شأنها أن تترك أثراً عكسياً على تلك الأسعار، وذلك لسببين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر، السبب المباشر يتمثل في أن التقارير عن معد التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وهو ما يعني ارتفاع في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية، وانخفاض قيمتها السوقية، أما السبب غير المباشر فمرجعه النظام الضريبي الذي تتم في ضله المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلاً من تكلفة إحلالها، ففي فترات التضخم يتوقع أن يسفر ذلك عن انخفاض في القيمة الحقيقية للشركة وانخفاض القيمة السوقية لأسهمها².

¹ محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، (2013)، ص 108-109.

² منير إبراهيم هندي، المصدر المذكور سابقاً، ص 165-166.

4. حجم الناتج الوطني:

هناك تأثير كبير للناتج القومي ومعدلات النمو السنوية لهذا الناتج على دوافع الاستثمار لدى الأفراد، فإن الارتفاع المستمر في الناتج القومي وتحقيق معدلات نمو عالي يدفع المستثمرين نحو التوسع في الاستثمارات وإنشاء مشروعات جديدة، كذلك يساعد في جذب المستثمرين الأجانب نحو الاستثمار في الدول ذات المعدلات المرتفعة في الناتج القومي¹.

من خلال تحليل المتغيرات الاقتصادية المذكورة يمكن تحديد عدد من المؤشرات الاقتصادية التي قد تكون أساسا للتنبؤ باتجاهات أسعار الأسهم، ومن بين هذه المؤشرات:

¹ محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي (2013)، المصدر المذكور سابقا، ص109.

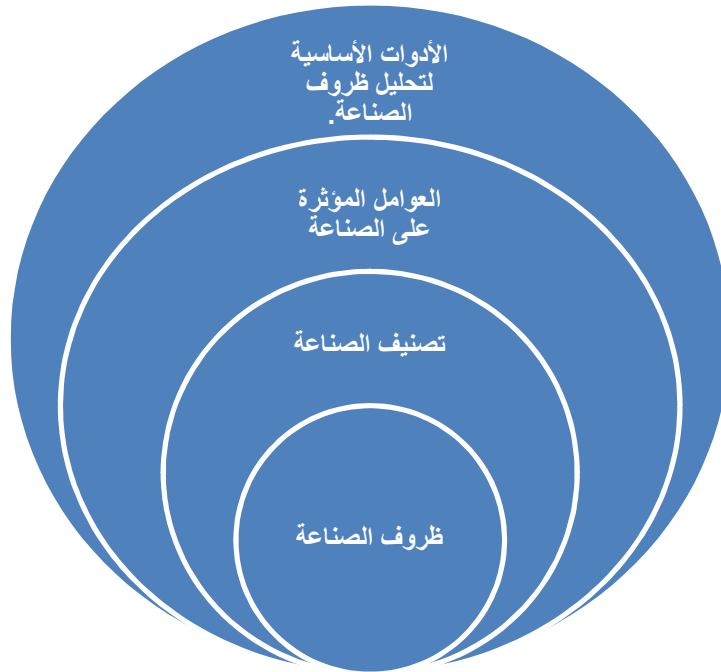
جدول رقم (3-1): المؤشرات الاقتصادية المستخدمة في التنبؤ بالظروف الاقتصادية

المؤشرات الاقتصادية	مجموعة المؤشرات
هي مجموعة متغيرا اقتصادية تتأثر بمجالات الرواج والكساد ومن بين هذه المؤشرات: - متوسط عدد ساعات العمل للمنتج أسبوعيا. - متوسط عدد مطالبات التأمين ضد البطالة أسبوعيا. - قيمة أوامر الإنتاج التي تتلقاها مصانع إنتاج المواد الخام والسلع الاستهلاكية. - قيمة شراء عدد وآلات المصانع الجديدة. - تصاريح ورخص بناء المساكن الجديدة. - صافي التغيير في أسعار المواد الخام. - المعروض بالأسواق من النقود. - مؤشر بورصة الأوراق المالية.	المؤشرات التي تسبق الأحداث Leading Economic Indicators
هي مجموع المؤشرات التي تتغير خلال الفترة التي يحدث فيها التغير في الظروف الاقتصادية العامة ومن بينها: - عدد العاملين المسجلين في أنشطة غير زراعية. - صافي دخل الفرد (دخل الفرد - التحويلات للغير). - مؤشر الإنتاج الصناعي. - معدل التغير في حجم الدين الخارجي. - حجم النشاط الصناعي والتجاري. - معدل النمو الاقتصادي.	المؤشرات التي تواكب الأحداث Coincident Economic Indicators
هي مجموعة المؤشرات التي تتغير بتغير الظروف الاقتصادية العامة، أي تلك المؤشرات التي يحدث فيها التغير تبعا للظروف الاقتصادية العامة ومن أمثلتها: - متوسط فترة البطالة. - نسبة التغير في تكلفة العمل في المصانع. - القروض الصناعية والتجارية. - معدل التضخم. - نسبة المخزون إلى المبيعات. - متوسط سعر الفائدة. - نسبة أقساط القروض إلى الدخل.	المؤشرات اللاحقة للأحداث Lagging Economic Indicators

المصدر: حامد العربي الحضييري، "تقييم الاستثمارات"، دار الكتب العلمية، القاهرة، 2000، ص181.

ثانيا: تحليل ظروف الصناعة.

عادة ما ينصرف تحليل ظروف الصناعة إلى مسألتين أساسيتين هما: تعريف وتصنيف الصناعة، والوقوف على العوامل المؤثرة والجوانب الأساسية التي ينبغي أن يتركز عليها التحليل، ثم الأدوات الأساسية لتحليل ظروف الصناعة.



شكل (3-19): مخطط يبين النقاط الأساسية لتحليل ظروف الصناعة.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعطيات السابقة.

1. تعريف وتصنيف الصناعة.

هنا لابد من إجراء دراسة مبدئية يتعرف من خلالها المحلل على شكل وطبيعة الصناعة من حيث تأثيرها بالدورات التجارية وهيكل الطلب على منتجات هذه الصناعة وتتضمن هذه المرحلة القيام بتحديد طبيعة المنتج الذي تقدمه هذه الصناعات ومصدر المنافسة التي تواجهها، كذلك دراسة خطوط الإنتاج الموجودة في الصناعة وطبيعة الدورات التجارية التي تمر بها هذه الصناعة وموسمية الإنتاج والمبيعات¹، ومنه يمكن تصنيف الصناعات إلى:

1. الصناعات الدفاعية:

هي تلك الصناعات التي تزدهر مع الرواج الاقتصادي وفي حالة الانكماش تنكمش بمعدلات أقل من معدل الانكماش الذي يصيب الاقتصاد²، حيث تتصف منتجاتها بالمرونة الداخلية المنخفضة وأغلب منتجاتها أساسية بالنسبة للمستهلك ولا يمكن التضحية بالكمية المستهلكة منها بسهولة مهما انخفض الدخل³.

¹ محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي (2013)، المصدر المذكور سابقاً، ص110.

² محمد عبد الحميد عطية، المصدر المذكور سابقاً، ص123.

³ محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي (2013)، المصدر نفسه، ص111.

2. الصناعات المتدهورة:

هي تلك الصناعات التي لا تحقق أي معدل من معدلات النمو أو تنمو بمعدلات أقل من معدل نمو الاقتصاد¹، حيث تعاني من الانخفاض المستمر في المبيعات والأرباح، وهناك العديد من المنشآت التي تنسحب من الأسواق ويتجه المستهلك نحو صناعات بديلة أو منتجات بديلة وتواجه مثل هذه الصناعات مخاطر كبيرة².

3. الصناعات النامية:

هي الصناعات المتجهة نحو النمو، حيث أنها تتمتع بنمو متزايد بمعدلات تفوق معدل الاقتصاد القومي ككل وعادة ما يتوفر هذا النموذج أو التصنيف في صناعات أنظمة المعلومات والتقنية العالية.

4. الصناعات الهجومية المرتبطة بالدورات التجارية:

هي الصناعات التي ترتبط بالظروف الاقتصادية ارتباطاً وثيقاً وتتأثر بشدة بالظروف الاقتصادية السائدة من رواج أو كساد، وتتمثل تلك الصناعات في صناعات السلع المعمرة حيث أنها تتأثر بالحالة المالية للمستهلك، ففي حالة الكساد يؤول قرار الشراء مما يؤدي إلى تأثر تلك الصناعة³.

¹ محمد عبد الحميد عطية، المصدر المذكور سابقاً، ص123.

² محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي (2013)، المصدر المذكور سابقاً، ص111.

³ محمد عبد الحميد عطية، المصدر نفسه، ص123.

II. أدوات تحليل ظروف الصناعة.

من أكثر أدوات تحليل ظروف الصناعة شيوعاً، تحليل حياة الصناعة، والتنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة، بالإضافة إلى التنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة.

1. دورة حياة الصناعة:

يقصد بدورة حياة الصناعة، دورة حياة المنتج الرئيسي الذي تقدمه الصناعة، وتعد هذه واحدة من أدوات التحليل التي تأخذ في الحسبان العديد من الاعتبارات الأساسية في تحليل الصناعة، وبالطبع يستهدف المحلل من دورة حياة الصناعة تحديد المرحلة التي تنتمي لها كل صناعة¹. والهدف من هذا سوف نشرحه في المراحل الأربعة الآتية²:

- مرحلة الظهور:

هي مرحلة بداية المنتج الجديد أو صناعة جديدة وهنا تكون مبيعات الصناعة أقل ما يمكن، وتتصف هذه المرحلة بوجود درجة مرتفعة من عدم التأكد بشأن المبيعات والأرباح، وفي هذه المرحلة غالباً يكون فيها الإنفاق كثيراً على الإعلان، وتتصف أسعار الأسهم هنا بأنها تكون عند أدنى حد لها.

¹ منير إبراهيم هندي، المصدر المذكور سابقاً، ص 175.

² محمد صالح الحناوي (2008)، المصدر المذكور سابقاً، ص 115-116.

- مرحلة النمو السريع:

هذه المرحلة تتمثل في ظهور نماذج من المنتج وتزايد حجم المبيعات بشكل ملحوظ وتزايد مستوى الأرباح، ويحدث احتجاز لجزء كبير من الأرباح واقتراض أكبر لمواجهة النقص في السيولة، وذلك لإستعاب الزيادة المطلوبة في الأصول الثابتة والمتداولة لتمويل الزيادة المطلوبة في الطاقة الإنتاجية، وهنا تبدأ أسعار الأسهم في التزايد بمعدلات نمو مرتفعة طبقاً لتزايد المبيعات والأرباح.

- مرحلة النضوج:

هذه المرحلة تمثل نهاية النمو السريع في حجم المبيعات حيث يكون السوق قد تشبع تماماً ليصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى نمو الدخل القومي، ويصبح النمو في المستقبل مرهون بعوامل كثيرة مثل أنواق المستهلكين، والتحسينات على المنتج، وهنا تصل أسعار الأسهم إلى أقصى حد لها.

- مرحلة الاستقرار:

تتسم هذه المرحلة باستقرار عدد الوحدات المباعة على مستوى الصناعة، وتشتد فيها المنافسة.

- مرحلة التدهور:

تتصف هذه المرحلة بانخفاض المبيعات وكذلك انخفاض الأرباح بمعدل أعلى وأسرع من انخفاض المبيعات ما لم تبدأ الصناعة في تطوير ذاتها واستخدام موارد جديدة.



شكل (3-20): رسم بياني يبين دورة حياة الصناعة.

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على المعطيات السابقة.

2. التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة:

بعد عرض دورة حياة، يقوم التنبؤ في هذا الصدد على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب والتي تعد الأساس الذي تعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة¹، نذكر منها²:

- العوامل الجغرافية ومكان تواجد السوق المستهدف.
- الطبقة الاجتماعية المستهدفة ومتوسط دخل الفرد ومتوسط دخل الأسرة.
- النمط الاستهلاكي للأفراد المستهدفين وشرية دخل المستهلك.
- التنبؤ بفجوة السوق.

¹ منير إبراهيم هندي، المصدر المذكور سابقاً، ص 178-179.

² محمد عبد الحميد عطية، المصدر المذكور سابقاً، ص 130.

يمكن استخدام مجموعة من الأساليب الكمية الرياضية للتنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة من

أهمها¹:

- استخدام تحليل الانحدار البسيط.
- استخدام تحليل الانحدار المتعدد.
- استخدام المتوسط المرجح للأوزان للطلب في السنوات الماضية.
- دراسة العلاقات التاريخية بين حجم المبيعات والعوامل المؤثرة عليه.

3. التنبؤ بمعدل نمو الربحية:

يقتضي الأمر في البداية ضرورة توافر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة ثم صياغتها في صورة رسم بياني أو معالجتها من خلال تحليل الانحدار بشكل ييسر عملية التنبؤ بما سيكون عليه معدل نمو الربحية في المستقبل².

III. العوامل المؤثرة على الصناعة.

عند دراسة وتحليل العوامل المؤثرة على الصناعة فينبغي على المحلل تحديد السمات الرئيسية لكل صناعة والتعرف عليها جيدا ثم دراسة العوامل المؤثرة عليها:

¹ محمد صالح الحناوي (2008)، المصدر المذكور سابقا، ص112.

² محمد صالح الحناوي (2008)، المصدر المذكور سابقا، ص112.

1. التحليل التاريخي للصناعة:

المقصود به دراسة التطور التاريخي للصناعة من حيث حجم المبيعات، والأرباح الناتجة ويمكنه التعرف على المرحلة التي تقف عليها داخل دورة حياة الصناعة، ومن خلال التحليل التاريخي يمكن للمحلل الوقوف على مجموعة من النقاط مثل اتجاهات أسواق منتجات الصناعة في الماضي والمستقبل، وتحديد الحصص التسويقية من حجم السوق والصادرات إلى الخارج، كما يمكن معرفة معدلات نمو الصناعة واحتمالات التغير في المستقبل ومدى تأثيرها بالمنتجات المستوردة من حيث السعر والأرباح¹.

2. حجم الطلب وحجم العرض:

من المهم أن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة في تزايد أو في هبوط أو يطرأ عليه تغيير، وأيضاً ما إذا كانت الطاقة المتاحة للصناعة قادرة على تغطية أي زيادة محتملة في الطلب، وإذا ما كانت الطاقة غير كافية، ينبغي على المحلل أن يتعرف على إمكانية الصناعة في تمويل التوسع، وإذا ما ثبت عدم قدرة الصناعة على مواجهة الزيادة في الطلب، فإن هذا يعد مؤشراً بدخول منتجين جدد بطاقات كبيرة مما يؤدي إلى احتدام المنافسة².

¹ محمد عبد الحميد عطية، المصدر المذكور سابقاً، ص124.

² منير إبراهيم هندي، المصدر المذكور سابقاً، ص171.

3. ظروف المنافسة:

المقصود بها هنا المنافسة التي تواجهها الصناعة سواء كانت منافسة محلية أو عالمية، وكذلك دراسة إمكانية دخول منافسين جدد إلى تلك الصناعة وما هي إمكانية ظهور صناعة جديدة منافسة، ويحكم العملية التنافسية للصناعة القدرة التنافسية للصناعة وذلك من خلال تميز المنتج وانخفاض التكلفة والقدرة على التسويق وتغطية فجوات السوق أن وجدت¹.

4. تأثير الحكومة:

يقصد بها مدى تدخل الحكومة في شؤون الصناعة حيث تتصف بعض المنشآت بوجود درجة عالية من التدخل الحكومي نظرا لأن تأثيرها مباشر على النشاط الاقتصادي وعمل المجتمع، كذلك قد يكون هناك تدخل حكومي في صورة وضع عقبات كبيرة أمام نمو الصناعة، أو قد يكون هناك تدخل حكومي في صورة تقديم إعانات مالية وعينية أو فرض رسوم جمركية لحماية الصناعة المحلية².

5. التكنولوجيا المستخدمة:

هي دراسة ما إذا كانت الصناعة تعتمد على الأيدي العاملة، أو تعتمد على التكنولوجيا والآلات الحديثة، ومدى قدرة الصناعة على التسلح بالتكنولوجية الحديثة مما يتيح لها القدرة على المنافسة³.

¹ محمد عبد الحميد عطية، المصدر المذكور سابقا، ص125.

² محمد صالح الحناوي (2008)، المصدر المذكور سابقا، ص114.

³ محمد عبد الحميد عطية، المصدر المذكور سابقا، ص125.

ثالثاً: تحليل ظروف الشركة.

بعد شرح الظروف الاقتصادية وظروف الصناعة ، نحن الآن بصدد عرض تحليل ظروف الشركة وذلك من خلال تحليل مركزها المالي وتقدير ربحيتها المستقبلية، وهذا عن طريق عرض لتحليل القوائم المالية وتحليل المخاطر، بالإضافة إلى شرح مختصر لربحية السهم والتحليل المستقبلي للربحية.

1. تحليل القوائم المالية للشركة.

في تحليلنا للقوائم المالية للشركة سوف نتطرق لأكثر أساليب التحليل شيوعاً وهي القوائم المالية المقارنة، والنسب المالية.

1. القوائم المالية المقارنة:

تتم عملية مقارنة القوائم المالية عن طريق وضع بيانات الميزانيات أو قوائم الدخل أو بيانات التدفقات النقدية جنباً إلى جنب، ثم فحص التغيرات التي حدثت على كل عنصر داخل تلك القوائم من عام لآخر¹، ومنه يهدف تحليل القوائم المالية المقارنة إلى الكشف عن التطورات التي حدثت في البنود الخاصة بتلك القوائم خلال فترة معينة، وفي هذا الصدد يوجد نوعين من القوائم المقارنة: الميزانية العمومية المقارنة، وقائمة الدخل المقارنة، وقد يضطر الأمر إلى تحليل القوائم المالية عن عدد أكبر من السنوات لمعرفة ما إذا كانت تلك التغيرات تمثل اتجاهها أو أنها تغيرات طارئة، ويطلق على هذا

¹ طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2006)، ص209.

النوع من التحليل بالتحليل الأفقي¹، وهو بذلك يختلف عن التحليل الرأسي الذي يعتمد على مقارنة الشركة مع الصناعة أو مع الشركات الأخرى ذات نفس الحجم ونفس طبيعة المنتجات وذلك لاستخلاص جوانب القوة وجوانب الضعف التي تتمتع بها المنشأة داخل الصناعة².

2. النسب المالية:

عند تحليل المركز المالي لأي شركة يمكن استخدام عدد كبير من النسب المالية والتي يمكن تقسيمها لعدة مجموعات وكل مجموعة من هذه النسب تقيس وتدرس ظاهرة معينة، وتعتبر النسب المالية محاولة لإيجاد العلاقة بين معلومتين خاصتين، إما بقائمة المركز المالي للشركة أو بقائمة الدخل أو بهما معاً³، إذا فهي تزود الأطراف المعنية بعملية التحليل بفهم أفضل عن حقيقة الشركة وذلك لقياس الأداء الداخلي لها وتسهيل عملية التحليل، وهذه النسب تتمثل⁴:

نسب السيولة.	Liquidity Ratios.
نسب النشاط.	Activity Ratios.
نسب الاقتراض.	Debt Ratios.
نسب الربحية.	Profitability Ratios.
نسب القيمة السوقية.	Market Value Ratios.

¹ منير إبراهيم هندي، المصدر المذكور سابقاً، ص190.

² محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي (2013)، المصدر المذكور سابقاً، ص117.

³ عمار أكرم، "مدى اعتماد المصارف على التحليل المالي للتنبؤ بالتعثر"، رسالة الماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، (2008)، ص ص28-29.

⁴ محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي (2013)، المصدر المذكور سابقاً، ص117.

١١. تحليل المخاطر.

طالما أن القيمة السوقية للسهم العادي لأي شركة تتحدد على ضوء العائد والمخاطر معا، فإنه يصبح لزما على المحلل أن يتعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها الشركة، وذلك قبل الوصول إلى قرار الاستثمار في أسهمها العادية، وللتعرف على حجم المخاطر التي يتعرض لها حملة الأوراق المالية التي تصدرها الشركة، يجب التعرف على مخاطر النشاط والمخاطر المالية.

1. مخاطر النشاط:

يقصد بمخاطر النشاط أو مخاطر الأعمال، درجة التذبذب في ربحية الشركة التي تميل إلى التغيير في حجم المبيعات لأسباب ترجع لظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو للتغير في تكاليف العمليات لأسباب تتعلق بطريقة الإنتاج المتبعة¹.

2. المخاطر المالية:

هي تلك المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية إضافة إلى مخاطر التشغيل، وتتسبب هذه المخاطر أساسا من جراء اعتماد الشركة على مصادر تمويل تدفع عنها تكاليف ثابتة، أي الأموال المقترضة والأسهم الممتازة، وعليه لو كانت الشركة تعتمد بالكامل على الأسهم العادية في التمويل، لاحتصرت المخاطر التي يتعرض لها حملة أسهمها العادية في مخاطر النشاط فقط².

¹ منير إبراهيم هندي، المصدر المذكور سابقا، ص 191.

² منير إبراهيم هندي، المصدر نفسه، ص 199.

III. تحليل ربحية السهم.

يهتم المستثمر اهتماما خاصا بربحية السهم، على أساس أن النمو في تلك الربحية عادة ما يصحبه زيادة فيما يحصل عليه حامل السهم من توزيعات، غير أن على المستثمر أن يفرق بين نوعين من النمو: النمو الذي يصحب الدورات وهو نمو طارئ في ربحية السهم، يصحب خروج اقتصاد الدولة من حالة كساد وعادة ما يستمر لسنوات قليلة، وهناك النمو الدائم الذي يمثل إتجاها مستمرا لعدد من السنوات، ويتوقع أن يدوم في المستقبل¹.

IV. تقدير الربحية المستقبلية للسهم.

يعد تحليل الربحية الحالية للسهم مقدمة للتنبؤ بتلك الربحية في سنوات مقبلة، وتكون كيفية التنبؤ بربحية السهم باستخدام مدخل تحليل الاتجاه، وهناك نموذجين رئيسيين، النموذج الأول تحتسب فيه ربحية السهم بضرب القيمة الدفترية للسهم في معدل العائد على حقوق الملكية².

$$\text{ربحية السهم} = \text{الدفترية القيمة للسهم} \times \text{عائد حقوق الملكية}$$

النموذج الثاني تحتسب ربحية السهم بضرب المبيعات لكل سهم في هامش صافي الربح.

$$\text{ربحية السهم} = \text{المبيعات لكل سهم} \times \text{صافي هامش الربح}$$

¹ منير إبراهيم هندي، المصدر المذكور سابقا، ص201.

² منير إبراهيم هندي، المصدر نفسه، ص212.

المطلب الثالث: تقييم التحليل الفني والتحليل الأساسي.

بعد التعرف على المبادئ الأساسية لكل من التحليل الفني والأساسي وعلى أساليب التحليل المختلفة لكل منهما قد يتبادر للأذهان سؤال حول أيهما أحسن وأنجح لاعتماده في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتحقيق أعلى عائد لذلك خصص هذا المطلب للمقارنة بين الأسلوبين.

1. إيجابيات وسلبيات التحليل الفني:

يساعد استعراض إيجابيات وسلبيات كل من التحليل الفني والأساسي على تحديد نقاط ضعف وقوة كل أسلوب في حين تساعد المقارنة على تسليط الضوء على نقاط الاختلاف بينهما.

أ. إيجابيات التحليل الفني:

- يتفق المحللون على أن أهم مزايا التحليل الفني عدم اعتماده على البيانات المحاسبية والمالية التي يحتاجها المحلل الأساسي، وبالتالي يتفادى المحلل الفني كل المشاكل المرتبطة بهذه المعلومات من حيث عدم توفرها في الوقت المناسب وبالنوعية المطلوبة¹.
- السهولة والسرعة، فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار يصبح تطبيقها آلياً وعلى أي عدد من الأسهم.
- يغلب على التحليل الفني طابع الذاتية وذلك لأن كل قواعد عمل التحليل الفني تستوجب تفسيرات وتحليلات من طرف المحلل الفني.

¹ منير إبراهيم هندي، المصدر المذكور سابقاً، ص221.

- يعتبر المحلل الفني أن المعلومات التي يحتاجها المحلل الأساسي تصل متأخرة، وفي المقابل المحلل الفني يعتمد على المعلومات المتاحة من السوق والتي يحصل عليها بشكل منتظم من التقارير اليومية عن حركة الأسعار في السوق المالي.
- التطورات الحاصلة على مستوى الأسواق المالية تكون ناتجة عن عوامل اقتصادية وأخرى نفسية ناتجة عن آمال ومخاوف وتوقعات المستثمرين، وفي حين يهمل التحليل الأساسي هذا الجانب بسبب اعتماده المطلق على المعلومات الاقتصادية، فإن التحليل الفني يأخذ بعين الاعتبار هذه العوامل اللاعقلانية، بل ويخصها بالدراسة والتحليل.

ب. سلبيات التحليل الفني:

- لا يمكن للمعطيات التاريخية أن تستعمل في التنبؤ بالأحداث المستقبلية وهي من أكثر الانتقادات الموجهة للتحليل الفني شيوعاً، على الرغم من أن المدخل الوحيد من أجل وضع صورة واضحة عن المستقبل هو التنبؤ، وهذا لن يكون ممكناً إلا إذا استعملت المعطيات التاريخية.
- يعترف دعاة التحليل الفني بأن المحلل الأساسي الذي تتوافر له المعلومات والقدرة التحليلية، يمكنه أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفني، ولعل أهم أسباب ذلك أن المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرار ويرى التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار.
- يغلب على التحليل الفني طابع الذاتية، وذلك رغم الاعتماد على البيانات والجداول في إجراء التحليلات لأن الوصول إلى نتائج عملية يتطلب تدخل المحلل الفني لتحليل وتفسير هذه المعطيات والمعلومات وعندئذ لا يمكنه تجنب الذاتية¹.

¹ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، (1999)، ص222.

2. أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي:

يعرض الجدول التالي الفروقات الأساسية بين التحليل الفني والتحليل الأساسي¹:

جدول (2-3): أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي.

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة.	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها).
الهدف	- تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الإستثمار والإقراض. - تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظه المستثمر.	دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الإستثمار في الأوراق المالية.
الإفتراضات	- أن سوق رأس المال كفاء. - يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء إستثمارية فادحة عند إتخاذ قرارات الإستثمار.	- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب. - العوامل التي تحكم العرض بعضها منطقي والبعض الآخر غير منطقي. - أن السوق أفضل متنبئ لنفسه. - أن سوق رأس المال غير كفاء.
مصادر البيانات الخاضعة للتحليل	عوامل اقتصادية عامة مثل: - الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية. - عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الإقتصادية والتكنولوجية. عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: - القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات.	عوامل السوق نفسه مثل: - أسعار الأوراق المالية. - حجم التداول. - عدد الصفقات وحجمها. - سلوك المستثمرين. - عمليات البيع على المكشوف. - التوقيت الزمني. - إتساع السوق. - الجو النفسي.

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 253-255.

– مؤشرات ميول المستثمرين (نفسية). – مؤشرات تدفقات الأموال. – مؤشرات هيكل السوق.	المؤشرات الاقتصادية العامة: – دورة حياة الصناعة. – التنبؤ بحالات النمو. – تحليل ظروف المنافسة. – تحليل التطورات التكنولوجية. – القوائم المالية المقارنة. – تحليل السلاسل الزمنية. – التحليل الرأس للقوائم المالية. – تحليل النسب. – التحليلات الخاصة.	أدوات التحليل الرئيسية
– كثرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب. – يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ. – تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتناسب والظروف البيئية المتغيرة.	– تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني. – توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة. – صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.	حدود استخدامها

المصدر: طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية،

الإسكندرية، مصر، 2006، ص ص 427 - 429

خلاصة الفصل

تناول الفصل الثاني تحليل المعلومات الاقتصادية والمالية المتاحة والتي تعتبر الأساس الذي يستخدم في تقييم وتحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره الشركة وهو الذي يستخدم في اتخاذ القرار بشأن شراء أو بيع هذا السهم بالمستقبل.

لتقييم الأسهم هناك طريقتين، الأولى تكون باستخدام التحليل الأساسي والذي يقوم به المحللين حيث يهدف هذا الأخير إلى قراءة وتفسير كل المقاييس الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم والهدف من ذلك هو تحديد قيمة الشركة الحقيقية، كما أنه أحد طرق التقييم لأسهم الشركات لقياس أدائها التاريخي والحالي وتوقع المبيعات والأرباح المستقبلية للشركة، كذلك التحليل الأساسي يقوم بدراسة وتقييم أداء وحالة الاقتصاد وكذلك دراسة وتقييم وتوقع نمو صناعة الشركة بشكل عام ومن ثم دراسة وتقييم معدل نمو الشركة والكيفية التي تحقق به أرباحها، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر المرتبطة بهذه الربحية.

الطريقة الثانية باستخدام التحليل الفني والذي يقوم به الفنيين، حيث يركز على دراسة التغيرات التي طرأت على سعر السهم خلال فترة ماضية على أمل اكتشاف نمط تلك التغيرات والتنبؤ بسعر السهم في المستقبل.

الفصل الرابع:

اختبار العلاقة بين
التحليل في الأسواق
المالية العربية وكفاءتها

الفصل الرابع:

اختبار العلاقة بين التحليل في الأسواق المالية العربية وكفاءتها

على الصعيد العربي، لم تكن دول الخليج في مقدمة الدول العربية التي ظهرت بها الأسواق المالية، بل ظهرت أول سوق عربية للأوراق المالية في القرن التاسع عشر في مدينة الإسكندرية، وبعدها بسبع سنوات، ظهرت بورصة بالقاهرة، ومع تزايد العلاقات الأوروبية العربية في مطلع القرن الماضي، ظهرت العديد من أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية كالمغرب وتونس ولبنان والأردن والسودان، ثم تزايدت الموارد المالية الخليجية في أواخر القرن العشرين فظهرت أولى البورصات بها، أما المملكة العربية السعودية كونها أسرع الأسواق المالية نموًا في العالم في الوقت الحالي وبدأ ظهور أسواق الأوراق المالية بها في مطلع القرن الخامس عشر الهجري.

وتم اختبار فرضية كفاءة الأسواق المالية بمستوياتها الثلاث المستوى ، والمستوى شبه القوي، والمستوى القوي، التي اقترحها Fama بشكل واسع في الأسواق المالية المتطورة والناشئة على حد سواء، حيث ركزت الدراسات التي تمت في الأسواق الناشئة، على وجه الخصوص، على المستوى الضعيف وهو المستوى الأدنى من المستويات الثلاث، ذلك لأنه إذا لم يتم إثبات دليل يدعم المستوى الضعيف من الكفاءة فليس من الضروري اختبار الكفاءة على المستوى الأوسع سواء شبه القوي أو القوي، ومع أن العديد من الدراسات قامت باختبار الكفاءة على المستوى الضعيف في الأسواق الناشئة، ودلت نتائجها على اختلاف في مستوى الكفاءة من سوق لآخر وذلك لاختلاف المعايير والطرق بين كمية وكيفية، وكانت معظمها غير كفؤة على المستوى الضعيف.

وقصد اختبار فرضيات الدراسة لقياس ومعرفة مستوى الكفاءة وعلاقتها بالتحليل في الأسواق

المالية محل الدراسة تطلب القيام بثلاث اختبارات.

المبحث الأول: نماذج عن بورصات المغاربية وعن بورصات الشرق الأوسط

وتتضمن هذه العينة كل من بورصة الجزائر وبورصة المغرب وبورصة عمان، حيث تتميز بورصة المغرب وعمان بدرجة الانفتاح المتوسط، أما بورصة الجزائر فتعتبر من الأسواق الغير المنفتحة على الخارج.

المطلب الأول: بورصة الجزائر.

أولاً: ماهية بورصة الجزائر.

1. نشأة بورصة الجزائر

في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي تبنتها السلطات الجزائرية سنة 1987، والتي شرعت في تنفيذها في سنة 1988، ظهرت فكرة إنشاء بورصة للأوراق المالية، وهي الفكرة التي دعمتها القوانين الاقتصادية التي صدرت في نفس السنة والمتمثلة في مايلي:

قانون رقم 01/88: المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية EPE.

قانون رقم 03/88: إنشاء ثمانية صناديق للمساهمة التي تقاسمت فيما بينها رأسمال المؤسسات العمومية بعدما تم طرحه في شكل عدد من الأسهم، وعلى هذا الأساس تحولت الشركات العمومية إلى شركات مساهمة.

قانون رقم 04/88: وهو القانون المعدل والمتمم للأمر 59-75 المؤرخ في 26 سبتمبر

1975 والمتضمن للقانون التجاري.

ومن ثم أصبح من غير المنطقي تصور وجود شركات مساهمة دون وجود بورصة للأوراق المالية لتداول هذه الأسهم، ليستقر الأمر فيما بعد بإنشاء بورصة الجزائر، ولقد مرت فترة إنشاء بورصة الجزائر بمرحلتين هما:

1. المرحلة الأولى (1990-1992): تزامنت هذه المرحلة مع اتخاذ الحكومة عدة إجراءات

وحصول العديد من المؤسسات العمومية على استقلاليتها وكذا إنشاء صناديق المساهمة*، ففي سنة 1990 اتخذت الحكومة قرار إنشاء هيئة مؤهلة وهي الجمعية العامة لصناديق المساهمة الثمانية التي أنشأت برأسمال قيمته 320.000,00 دج، وأعطى لهذه الهيئة تسمية شركة القيم المتداولة يديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء ممثلين عن كل صندوق، غير أن هذه الشركة لم تشتغل بالمرّة نظراً لاعتراض انطلاقها جملة من الصعوبات الناجمة عن ضعف رأس المال الاجتماعي، والدور غير الواضح الذي يجب أن تقوم به¹.

2. المرحلة الثانية (1992-1998):

في فيفري 1992 تم اتخاذ قرار رفع رأسمال الشركة إلى 9.320.000,00 دج، وكذا تعديل قوانينها الأساسية وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها، ومنذ ذلك اليوم أخذت الشركة رسمياً تسمية بورصة القيم المنقولة (BVM) Bourse des valeurs mobilières.

* تتمثل هذه الصناديق في: صندوق المواد الغذائية الفلاحية، صندوق التجهيز، صندوق المناجم والفحم والري، صندوق الكيمياء، البيتروكيماويات والصيدلة، صندوق الاتصال، الإلكترونيك والإعلام الآلي، صندوق الصناعات المختلفة، صندوق الخدمات.

¹ زيان ريمة، "محددات بناء محفظة استثمارية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، (2014)، ص154.

II. تعريف بورصة الجزائر.

حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993: "بورصة القيم المنقولة هي إطار تنظيم وسير العمليات في ما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة، ومن باقي الأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات أسهم"².

III. مهام بورصة الجزائر

تتكفل شركة تسيير البورصة القيم المنقولة بالقيام بالأنشطة التالية³:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة.
- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)

ثانيا: أداء بورصة الجزائر.

1. المؤشر العام.

أنهى مؤشر بورصة الجزائر DZAIRINDEX السداسي الأول لسنة 2016 على ارتفاع بنسبة 15% مقارنة بإغلاقه نهاية السداسي الأول لسنة 2015 ما يعادل 191 نقطة.

تميز النصف الأول من عام 2016 بتحسن واضح في قيمة المؤشر مقارنة مع النصف الأول لسنة 2015، فبداية 2016 كانت قيمة المؤشر مرتفعة بأكثر من 100 نقطة أي بارتفاع

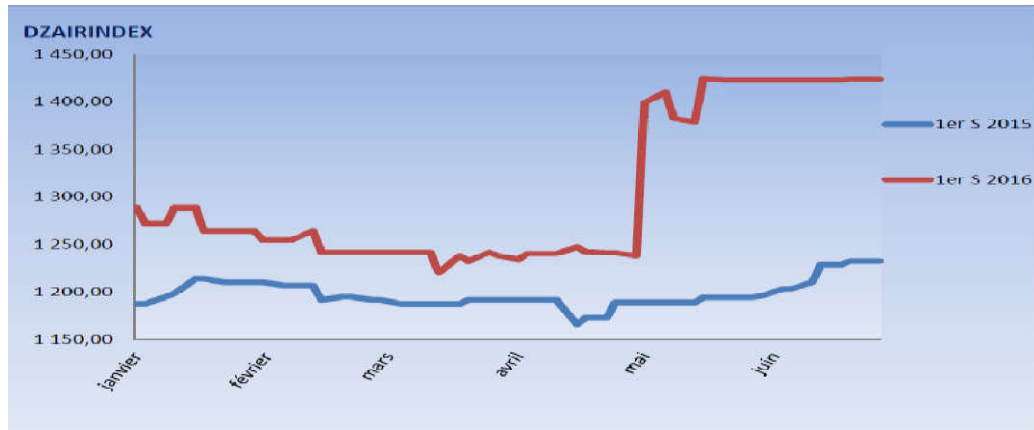
² بن أحمد بن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك و مالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، (2013)، ص 160.

³ بورصة الجزائر، مهام بورصة الجزائر، متوفر على الموقع:

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141>. 18:02، 2016/03/27.

بنسبة 8.51% بالمقارنة مع افتتاح سنة 2015، هذه الزيادة هي راجعة لزيادة الأوراق المالية لشركة صيدال ومؤسسة الأوراسي بـ 14.29% و 9.09% على التوالي.

وعلى الرغم من أن قيم المؤشر شهدت متغيرات ضعيفة إلى غاية شهر ماي الذي ارتفعت فيه قيمة المؤشر إلى 1398 نقطة في أعقاب الارتفاع في سعر سهم شركة بيوفارم، لينتهي المؤشر السداسي الأول لسنة 2016 بأعلى قيمة له بـ 1424.66 نقطة بأكثر من 10% من قيمة الافتتاح.



شكل رقم (4-1): مؤشر بورصة الجزائر لسنتي 2015 و 2016.

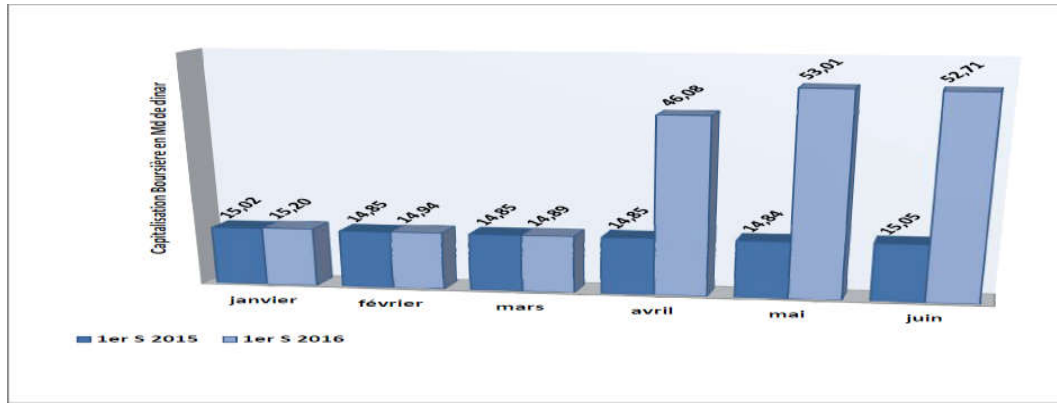
المصدر: بورصة الجزائر، التقرير النصف السنوي الأول 2016، متوفر على الموقع:

<http://www.sgbv.dz/commons/fr/document/document1557484313.pdf>

تاريخ الإطلاع: 2017/04/07، 21:15، ص4.

2. رسمة البورصة.

في الفترة ما بين 1 جانفي و 31 مارس 2016 كانت قيمة رأسمال البورصة مقاربة للقيم التي كانت في سنة 2015 لنفس الفترة، لكن كان لدخول أسهم شركة بيوفارم للبورصة في تاريخ 20 أبريل 2016 تأثير إيجابي على قيمة رأسمال البورصة، حيث تجاوز 46 مليار دينار جزائري في نفس الشهر، ليرتفع بعدها إلى قيمة تجاوزت 53 مليار دينار جزائري وهي أعلى قيمة في السداسي الأول لسنة 2016.



شكل رقم (4-2): القيمة السوقية لبورصة الجزائر (مليار دينار)

المصدر: بورصة الجزائر، التقرير النصف السنوي الأول 2016، متوفر على الموقع:

<http://www.sgbv.dz/commons/fr/document/document1557484313.pdf>

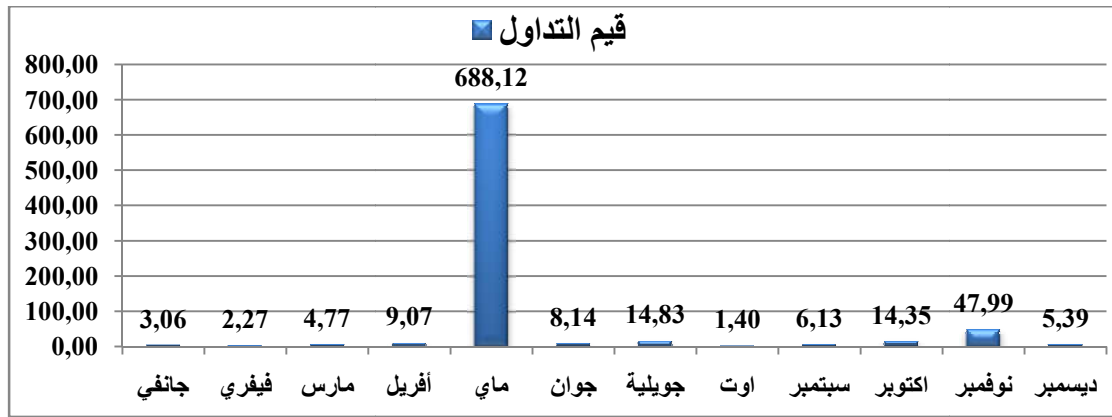
تاريخ الإطلاع: 2017/04/07، 21:15، ص5.

3. أنشطة التداول خلال عام 2016.

أ. قيم التداولات.

بلغت قيم التداولات في بورصة الجزائر خلال عام 2016 نحو 805 مليون دينار جزائري، الملاحظ خلال سنة 2016، أن قيم التداول في بورصة الجزائر لم تكن ثابتة، بل كانت متباينة ما بين انخفاض وارتفاع، حيث حققت أعلى قيمة تداول في شهر ماي فاقت 688 مليون دينار جزائري، فيما كانت أدنى قيمة تداول خلال سنة 2016 في شهر أوت حيث حققت أقل من 1.4 مليون دينار جزائري.

كما كان معدل قيم التداول اليومي خلال 2016 كذلك متذبذبا، أعلى معدل يومي محقق كان في شهر ماي بمتوسط فاق 86 مليون دينار جزائري، فيما كان أدنى متوسط يومي للتداول في شهر أوت بقيمة 139 ألف دينار جزائري فقط.



شكل رقم (4-3): تطور قيم التداول في بورصة الجزائر خلال سنة 2016 (مليون دج).

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير الشهرية لبورصة الجزائر 2016، متوفرة على

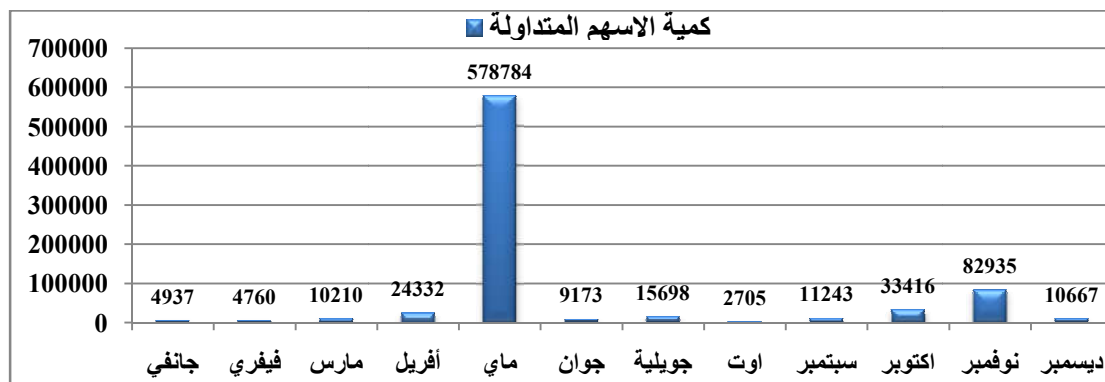
الموقع: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rapport&rap=2> تاريخ الإطلاع:

09:03، 2017/04/07

ب. أحجام التداولات.

تم تداول في بورصة الجزائر 788860 سهم خلال سنة 2016، أكبر كمية متداولة كانت

في شهر ماي تجاوزت 578 ألف سهم، فيما كانت أدنى كمية أسهم متداولة في شهر.



شكل رقم (4-4): عدد الأسهم المتداولة في سنة 2016.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير الشهرية لبورصة الجزائر 2016، متوفرة على

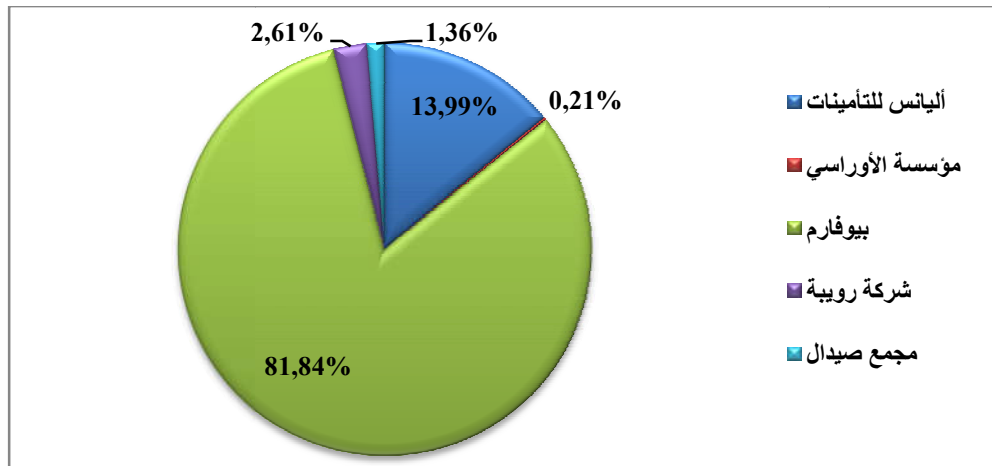
الموقع: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rapport&rap=2> تاريخ الإطلاع:

22:45، 2017/04/09

4. نشاط الشركات.

حققت شركة بيوفارم أعلى قيمة تداول قدرها 659.186 مليون دينار جزائري، أي ما نسبته 81.83% من القيمة الإجمالية المتداولة في السوق، كما احتلت شركة أليانس للتأمينات المرتبة الثانية من حيث قيمة الأسهم المتداولة بقيمة 112.691 مليون دينار جزائري ونسبة 14% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في السوق، ثم جاءت شركة رويبة في المرتبة الثالثة بقيمة تداول 21 مليون دينار جزائري أي ما يعادل نسبة 2.6% من القيمة الإجمالية المتداولة في السوق.

وجاء مجمع صيدال في المرتبة الرابعة من حيث قيمة الأسهم المتداولة في السوق بقيمة 10.94 مليون دينار جزائري ما يعادل نسبة 1.35% من القيمة الإجمالية المتداولة في السوق، واحتلت مؤسسة الأوراسي المرتبة الخامسة والأخيرة من بين الشركات المدرجة في بورصة الجزائر من حيث قيمة الأسهم المتداولة بقيمة تداول إجمالية بلغت 1.67 مليون دينار جزائري، أي ما نسبته 0.21% من حيث قيمة التداول الإجمالية في السوق خلال العام 2016.



شكل رقم (4-5): نسب مساهمة الشركات المدرجة في قيمة التداول الإجمالية لعام 2016.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير الشهرية لبورصة الجزائر 2016، متوفرة على

الموقع: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rapport&rap=2> تاريخ الإطلاع:

2017/04/07، 10:51.

المطلب الثاني: بورصة الدار البيضاء

أولاً: التعريف ببورصة الدار البيضاء.

1. نشأة بورصة الدار البيضاء

تأسست بورصة الدار البيضاء سنة 1929 وقد مرت بورصة بعدة مراحل بدأت بإنشاء مكتب التصفية بالقيم المنقولة حيث تتم عمليات التداول عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية، وفي المرحلة الثانية تغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثة فتبدأ من سنة 1967 حيث صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتنظيم السوق الأولية قانون الشركات الصادر عام 1992 وكذلك قانون السندات لسنة 1991 ولا يسمح بطرح أوراق المالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في السوق إلا من خلال وسيط يكون مراسل له، كما لا يسمح إلا للمغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من عملية الصرف والمباةة إلى بنك المغرب وأيضاً لا يسمح للمواطنين المغاربة بالاستثمار في الخارج.⁴

ولقد مرت بورصة المغرب (الدار البيضاء) بعدة محطات على مر الفترة من 1948 إلى 2007 نذكرها⁵:

1. 1948: حل مكتب التداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة.

⁴ Hebalah El Serafie, Shahira F, Abdel Shahid, "World Stock Exchanges are integrating/ consolidating/ merging : What could be done by arab exchange ?", Cairo & Alexandria Stock Exchanges .Published working paper series No.2 october 2002. Web site : www.egyptes.com.

⁵ بورصة المغرب، نبذة تاريخية، انظر الموقع،

<http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=110&Cat=1>.

2. 1967: أصبح للسوق المالي المغربي خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني.
3. 1586: الشروع لتطبيق برنامج للتقويم الهيكلي (استغرق عشر سنوات).
4. 1993: شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة وذلك بإصدار والمصادقة على 3 نصوص مؤسسية، ويسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثا ملموسا.
1. ومن أجل رفع فعالية السوق، بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993.
2. 1997: تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 34.96 المتعلق ببورصة القيم وانطلاق نظام التسعير والتداول الإلكتروني.
3. 1998: تعويض السوق الرسمي وسوق التقويت المباشر بالسوق المركزي وسوق الكتل.
4. 2000: تغيير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء.
5. 2007: بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبة للتحولات الهامة التي تشهدها، وأما من حيث تنظيم السوق، فقد اتخذت عدة تدابير أهمها:
- أ- 2000 اعتماد لامركزية التداول الإلكتروني وتحويل عمليات البيع والشراء إلى مقرات شركات البورصة، وتقليص مدة الإلتزام النظري الخاص بعمليات البورصة من خمسة إلى ثلاثة أيام.
- ب- 2002 إطلاق المؤشرات الجديدة مازي وماكس، والمؤشرات القطاعية، ومؤشرات المردودية، ومؤشرات العملات.
- ج- 2004 الأخذ بالقيمة السوقية للرأسمال العائم (الرسملة) في طريقة حساب هذه المؤشرات.

د- 2005 تطبيق المعايير الجديدة للمكوث في جدول التسعيرة.

هـ- 2007 تم إصدار قوانين جديدة متعلقة بالظواهر المعتمدة.

و- 2008 اعتماد النسخة 900 لنظام التسعير الإلكتروني، وأنشئت بورصة الدار البيضاء

لجنة متابعة " من أجل تعديل النظام الإداري للشركة واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة

عوض النمط المعتمد منذ سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة.

ز- 2009 تم الاعتماد الفعلي لنظام الحوكمة يركز على مجلس إدارة وإدارة عامة.

II. تعريف بورصة الدار البيضاء:

بورصة الدار البيضاء هي السوق المالي الوحيد في المغرب وتعد الأولى مغاربيا والثالثة

عربيا من حيث القيمة السوقية التي بلغت أكثر من 90 مليار دولار، يرجع تأسيسها إلى سنة

1929 وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة"⁶.

ثانيا: أداء بورصة الدار البيضاء

1. مؤشر السوق.

أنهى مؤشر بورصة الدار البيضاء المسمى مؤشر مازي عام 2016 على ارتفاع بنسبة 31

% ما يعادل 2.756 نقطة مغلقا عند 11.644 نقطة، مقارنة بإغلاقه نهاية عام 2015 عند

مستوى 8.888 نقطة، وكان مؤشر مازي قد سجل أعلى مستوى له عند 11.927 نقطة

في 2016/12/23.

⁶ بورصة المغرب، تعريف البورصة، انظر الموقع، <https://ar.wikipedia.org/wiki/> 2016/04/21



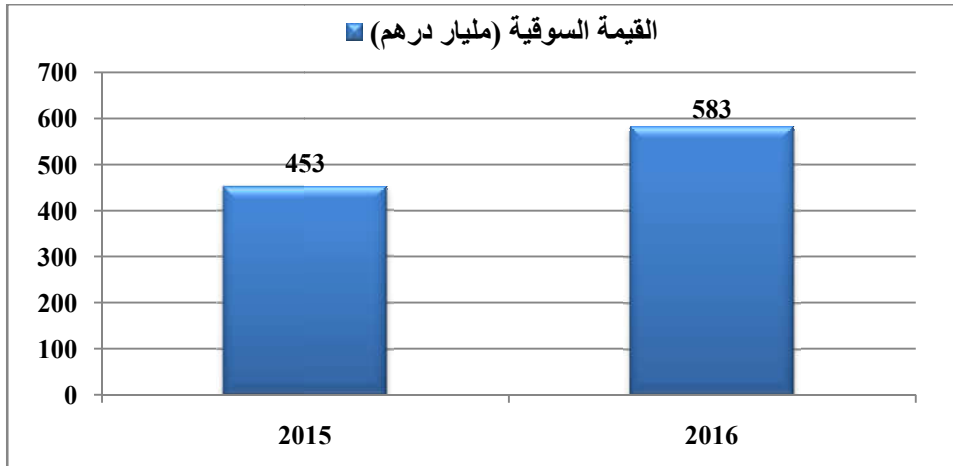
الشكل رقم (4-6): تطور مؤشر مازي خلال سنة 2016.

المصدر: موقع بورصة الدار البيضاء، المؤشرات، نبذة تاريخية، متوفر على الموقع:

<http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/indice-historique.aspx?Cat=22&IdLink=141>.

2. القيمة السوقية.

تجاوزت القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء 583 مليار درهم في نهاية عام 2016، أما بالنسبة لعام 2015 فقد بلغت القيمة السوقية حوالي 453 مليار درهم، والشكل الموالي يوضح الارتفاع في عام 2016 مقارنة بعام 2015، وقد بلغت أعلى قيمة سوقية للشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء في 2016/12/26، بحيث تجاوزت 590 مليار درهم.



الشكل رقم (4-7): القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء لسنة 2016 مقارنة بـ 2015.

المصدر: موقع بورصة الدار البيضاء، متوفر على: [http://www.casablanca-](http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/Historique-Marche.aspx?Cat=24&IdLink=151)

[bourse.com/bourseweb/ar/Historique-Marche.aspx?Cat=24&IdLink=151](http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/Historique-Marche.aspx?Cat=24&IdLink=151)

تاريخ التحميل: 2017/04/26، 09:57.



الشكل رقم (4-8): تطور القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء خلال سنة 2016.

المصدر: موقع بورصة الدار البيضاء، متوفر على:

[http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/Historique-](http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/Historique-Marche.aspx?Cat=24&IdLink=151)

[Marche.aspx?Cat=24&IdLink=151](http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/Historique-Marche.aspx?Cat=24&IdLink=151) ، تاريخ التحميل: 2017/04/26، 09:57.

المطلب الثالث: بورصة عمان.

بدأ إنشاء شركات المساهمة العامة في الأردن منذ الثلاثينات من القرن العشرين، حيث تم تأسيس شركات كبرى في تلك الفترة هي: البنك العربي وشركة التبغ والسجائر وشركة الكهرباء وقد أخذ الجمهور الأردني يكتتب في أسهم هذه الشركات والتعامل بها منذ ذلك التاريخ كما توالى تأسيس الشركات المساهمة ليصل إلى 66 شركة عام 1978⁷.

أولاً: التعريف ببورصة عمان

النسبة لسوق عمان المالي فقد أنشئ بموجب القانون المؤقت 31 لسنة 1976 بعد دراسات وجهود مكثفة قام بها البنك المركزي الأردني خلال عامي 1975/1976، وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) المنبثقة عند البنك الدولي، وبالنظر لضرورة الإسراع في تحقيقه لغاياته فقد شكلت لجنة إدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/03/16، وبإشراف اللجنة مهامها خلال 1978/01/01 والتي كانت تتشكل غالبيتها من القطاع الخاص إلى جانب ممثل عن البنك المركزي وممثل عن وزارة الصناعة والتجارة ومندوب عن وزارة المالية، وقد حددت المادة 03 من القانون 1976/31 طبيعة عمل المؤسسة ونطاقه من خلال نصها على تأسيس سوق لبيع وشراء الأوراق المالية وفقاً لأحكام هذا القانون، والذي يسمى بسوق عمان المالي كما حددت المادة 4 من القانون غايات السوق⁸، وتتمثل أهداف بورصة عمان فيما يلي:

- تأمين السيولة للمدخرات والمستثمر واستقطاب رؤوس الأموال.
- نشر أسعار التداول تحقيقاً للمساواة ودعم الثقة في الائتمان.
- توفير مناخ استثماري ملائم وتطوير سوق رأس المال عن طريق الوسيطاء.

7 بوكساني رشيد، المصدر المذكور سابقاً، ص220.

8 المؤسسة العامة لضمان الاستثمار، سوق عمان المالي، ص ص 12-14.

انضمت بورصة عمان خلال عام 1999 إلى اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية وإلى عضوية الاتحاد الدولي للبورصات FiBV ومقره باريس، وإلى عضوية اتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية FEAS ومقره اسطنبول، ووقعت هيئة الأوراق المالية الأردنية اتفاقاً للتعاون مع هيئة سوق المال بمصر، يهدف إلى زيادة التعاون بين البلدين فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية المدرجة في بورصتي البلدين، وتستهدف الاتفاقية تسهيل شروط وإجراءات طرح الأسهم وتنظيم عمليات التداول والتسوية وإجراءات المقاصة عبر البلدين.

يتكون الهيكل التنظيمي لبورصة عمان من مجلس الإدارة ويتكون من رئيس ونائب الرئيس وخمسة أعضاء من شركات مختلفة بالإضافة إلى المدير التنفيذي ونائب المدير التنفيذي، بالإضافة إلى ثمانية دوائر هي⁹:

✓ دائرة الإدراج والعمليات.

✓ دائرة الرقابة والتفتيش.

✓ الدائرة القانونية.

✓ دائرة الأبحاث والعلاقات الدولية.

✓ الدائرة الإدارية والمالية.

✓ دائرة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات.

✓ مكتب التدقيق الداخلي.

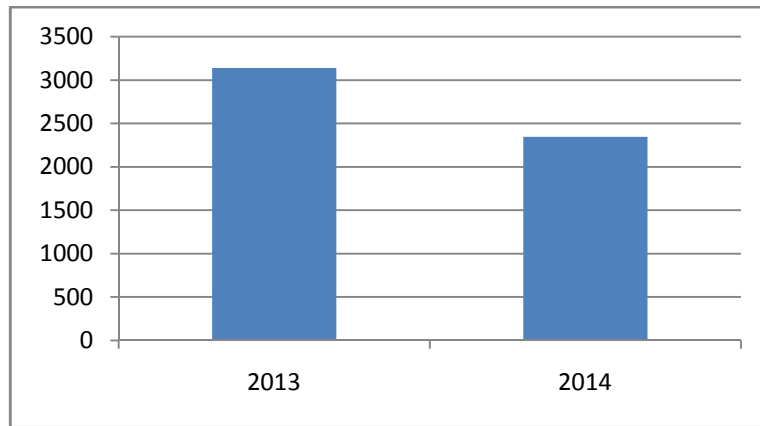
✓ مكتب التوعية والعلاقات العامة.

⁹ بورصة عمان، الإدارة التنفيذية، متوفر على الموقع: <http://www.ase.com.jo/ar/الادارة-التنفيذية>، تاريخ الإطلاع: 2015/06/13، 16:16.

ثانياً: أداء بورصة عمان.

1. السوق الثانوية.

بلغت قيم التعامل في السوق الثانوية والمتمثلة بالأسواق الأول والثاني والثالث وسوق حقوق الاكتتاب وسوق السندات والتحويلات المستثناة من التداول 2347 مليون دينار خلال عام 2014 مقارنة مع 3138 مليون دينار لعام 2013 ، بانخفاض نسبته 25.2% وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة ما نسبته 96.4% من قيم التعامل في السوق الثانوية¹⁰.



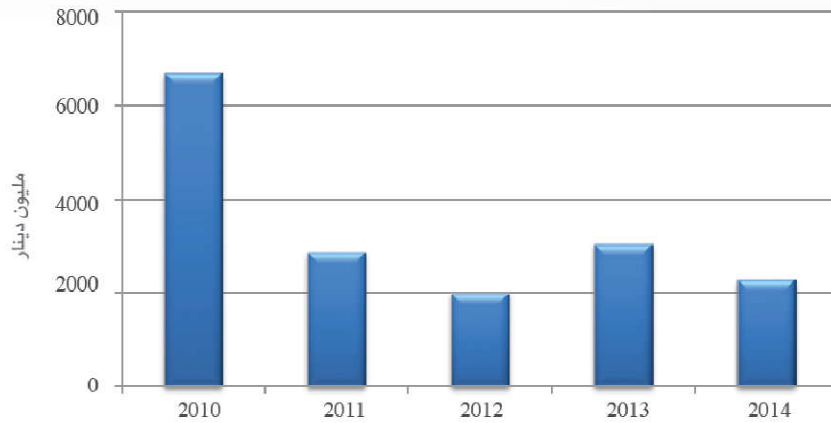
شكل رقم (4-9): قيم التعامل في السوق الثانوية المستثناة من التداول.

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على المعطيات السابقة.

أ. سوق الأسهم.

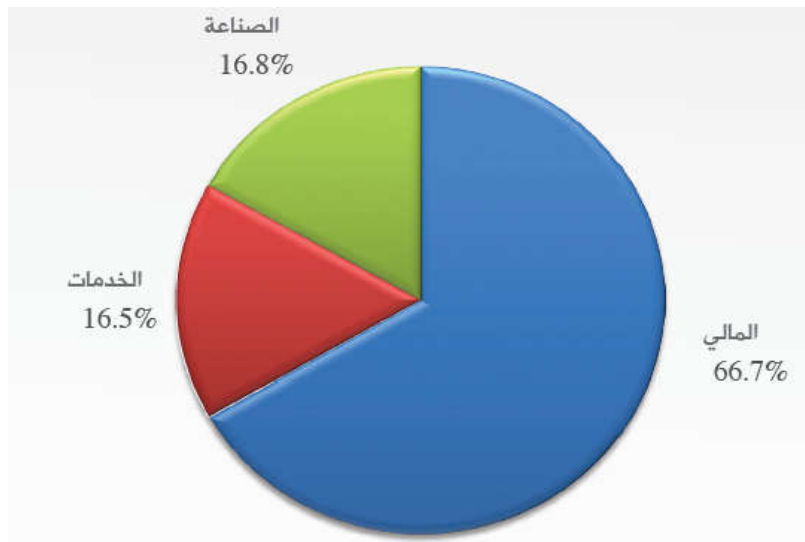
تم التداول خلال عام 2014 بأسهم 216 شركة، حيث ارتفعت أسعار أسهم 106 شركات، وانخفضت أسعار أسهم 100 شركة، في حين استقرت أسعار أسهم 10 شركات، أما بالنسبة لأحجام التداول، فقد انخفضت قيمة التداول بنسبة 25.2% مقارنة مع عام 2013 وهذا ما يبينه الشكل رقم (4-10)، وانخفض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 14.2%، كما انخفض عدد العقود المنفذة خلال عام 2014 بنسبة 11% مقارنة مع عام 2013.

¹⁰ بورصة عمان، التقرير السنوي لسنة 2014، المصدر المذكور سابقاً، ص21.



شكل رقم (4-10): حجم التداول في بورصة عمان.
المصدر: بورصة عمان، التقرير السنوي لسنة 2014.

وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول، فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى تلاه قطاع الصناعة ثم قطاع الخدمات وذلك ما يبينه الشكل أعلاه، أما من حيث أحجام التداول للقطاعات الفرعية، فقد استحوذت قطاعات العقارات والبنوك والخدمات المالية المتنوعة والنقل والصناعات الاستخراجية والتعدينية والصناعات الكيماوية على ما نسبته % 29.7 و % 22.3 و % 13.9 و % 7.0 و % 4.0 و % 3.4 على التوالي من حجم التداول الإجمالي في البورصة¹¹.



شكل رقم (4-11): حجم التداول للقطاع المالي والصناعي والخدمات.
المصدر: بورصة عمان، التقرير السنوي لسنة 2014، ص 22.

¹¹ بورصة عمان، "التقرير السنوي لسنة 2014"، المصدر المذكور سابقاً، ص 21.

المبحث الثاني: نماذج عن بورصات الخليج

لم تكن دول الخليج في مقدمة الدول العربية التي ظهرت بها الأسواق المالية ومع تزايد الموارد المالية الخليجية في أواخر القرن العشرين فظهرت أولى البورصات بها، وعموما تتميز بدرجة مرتفعة من الانفتاح.

المطلب الأول: سوق الأسهم السعودي.

أولاً: التعريف بالسوق المالية السعودية.

ظلت السوق المالية السعودية غير رسمية إلى غاية الثمانينات من القرن الماضي أين شكلت لجنة وزارية وكلفت بالإعداد لإنشاء سوق للأسهم، وبناءً على اقتراحات هذه اللجنة أصدرت المرسوم الملكي رقم 1230/8 سنة 1984 والذي نص على تنظيم التعامل بالأوراق المالية عن طريق البنوك المحلية¹².

1. نشأة السوق المالية السعودية.

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في أواسط الثلاثينات الميلادية عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات كأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وبحلول عام 1975م كان هناك نحو 14 شركة مساهمة¹³، وقد أدى النمو الاقتصادي السريع جنباً إلى جنب مع عمليات جذب رؤوس أموال البنوك الأجنبية في السبعينات إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة.

¹² السوق المالية السعودية "تداول"، نبذة حول تداول، متوفر على الموقع:

http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c1/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3g_A-ewIE8TlwODYFMDA08Tn7AQZx93YwN3l_3gxCL9gmxHRQCI_IsB، تاريخ الاطلاع:

22:36، 2015/06/13.

¹³ تداول، دليل الإدراج، متوفر على الموقع:

<http://www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/Listings/ListingGuide2011.pdf>، تاريخ التحميل:

22:36، 2015/06/13، ص8.

2. التطور التاريخي للسوق المالية السعودية.

نبين التطور التاريخي للسوق المالي السعودي من خلال الشكل التالي:



شكل رقم (4-12): التطور التاريخي للسوق المالية السعودية.

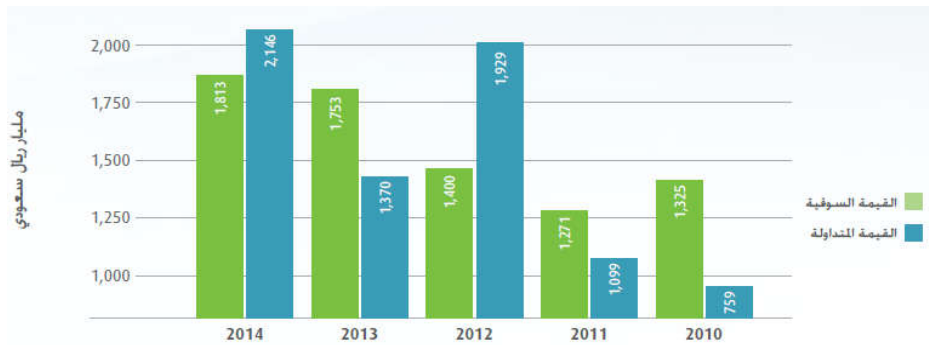
المصدر: السوق المالية السعودية "تداول"، دليل الإدراج، متوفر على الموقع:

تاريخ www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/ListingsII/ListingGuideAr.pdf

التحميل: 2015/06/13، 22:50، ص 7.

ثانياً: أداء بورصة السعودية

بلغ عدد الشركات المدرجة في تداول 169 شركة، تُصنف هذه الشركات على 15 قطاعاً، يضم مؤشر السوق الرئيسي (TASI) الشركات المدرجة في تداول ويمثل أداة تحليلية رئيسية لتتبع أداء سوق الأسهم السعودي، وهو إلى جانب ذلك أحد المؤشرات الرئيسية للتعرف على السلوك العام للمستثمرين وأداء الشركات المدرجة في السوق، تنشر تداول عدداً من المؤشرات المختلفة الخاصة بالقطاعات مثل التجزئة والاسمنت والنقل والصناعات البتروكيماوية والتأمين ونحوها مما يمكن أن يساعد المشاركين في السوق على تحليل الأداء حسب القطاع، وكذلك توفر تداول سوقاً لتداول الصكوك والسندات وصناديق المؤشرات المتداولة، وبلغت القيمة السوقية للشركات المدرجة 1,813 مليار ريال سعودي، فيما بلغت قيمة الأسهم المتداولة 2,146 مليار ريال سعودي، يوضح الرسم التالي الاتجاه فيما يتعلق بالقيمة السوقية والقيمة المتداولة على مدار الخمس سنوات السابقة¹⁴.



شكل رقم (4-13): قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية.

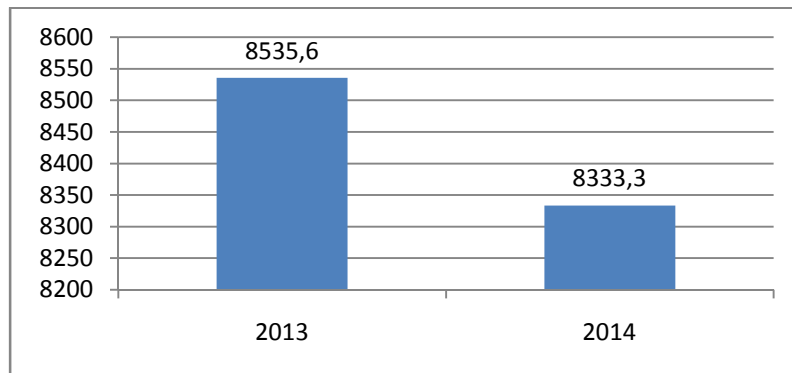
المصدر: السوق المالية السعودية "تداول"، دليل الإدراج، متوفر على الموقع: www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/ListingsII/ListingGuideAr.pdf تاريخ التحميل:

2015/06/13، 22:50، ص12.

¹⁴ تداول، السوق المالية السعودية، دليل الإدراج، متوفر على الموقع: www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/ListingsII/ListingGuideAr.pdf تاريخ التحميل:

2015/06/13، 22:50، ص12.

القيمة المتداولة للأسهم تتجاوز 2,146.51 مليار ريال، 35.76 مليون صفقة تم تنفيذها خلال العام 2014، وفي نهاية عام 2014 أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوى 8,333.30 نقطة مقارنة مع 8,535.60 نقطة كما في نهاية عام 2013 منخفضاً 202.30 نقطة أي بنسبة (2.37%) وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 9 سبتمبر حيث أغلق عند مستوى 11,149.36 نقطة.



شكل رقم (4-14): مستوى إغلاق السوق (الوحدة: نقطة).

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعطيات السابقة.

وحسب التقرير السنوي للسوق المالي السعودي لسنة 2014 كان أدائها كما يلي¹⁵:

✓ بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2014 بـ 1,812.89 مليار ريال أي

ما يعادل 483.44 مليار دولار أمريكي وذلك بارتفاع نسبته % 3.42 مقارنة مع نهاية

العام السابق.

✓ بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2014 م نحو 2,146.51 مليار ريال

أي ما يعادل (572.41 مليار دولار أمريكي)، مقابل 1,369.67 مليار ريال (365.25)

مليار دولار أمريكي) للعام السابق بارتفاع بلغت نسبته % 56.72.

¹⁵ تداول، "السوق المالية السعودية SAUDI STOCK EXCHANGE"، التقرير السنوي لسنة (2014)،

المطلب الثاني: بورصة قطر.

أنشئ سوق الدوحة للأوراق المالية سابقاً بموجب قانون رقم 14 سنة 1995 حيث وضع هذا القانون الإطار الذي ينظم عمل السوق، وضمن هذا الإطار تم تشغيل لجنة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1996/07/17.

أولاً: التعريف ببورصة قطر.

بدأ السوق رسمياً عمله سنة 1997، وقد كانت سوق الدوحة للأوراق المالية تمارس المهنتين الرقابية والتنفيذية وتشرف على التعاملات داخل البورصة إلى غاية 14 سبتمبر 2005 أين حدد القانون رقم 33 لسنة 2005 والذي قضى بإنشاء كل من هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية ليفصل بذلك بين الوظيفتين الرقابية والتنفيذية¹⁶.

وتقوم بورصة قطر بمهام المقاصة والإيداع والتسوية الخاصة بالمعاملات التي تتم داخل البورصة، وتمتلك بورصة قطر ثلاث أمناء حفظ مرخصين للقيام بأعمال أمانة حفظ الأوراق المالية للمستثمرين هم¹⁷:

– بنك HSBC.

– بنك قطر الوطني (QNB).

– بنك SCB فرع قطر (ستاندر تشارترد).

ويعتمد سوق قطر على نظام التداول الالكتروني ولا تفرض الحكومة القطرية - بشكل عام - أي ضرائب على الأفراد أو الشركات.

¹⁶ بورصة قطر، نشأة سوق الدوحة للأوراق المالية، متوفر على: www.qe.com.qa

¹⁷ بورصة قطر، المصدر نفسه.

ثانيا: أداء بورصة قطر.

1. المؤشر العام.

أنهى مؤشر بورصة قطر لأسعار الأسهم عام 2016 على ارتفاع بنسبة 0.07 % ما يعادل 7.40 نقطة مغلقا عند 10436.76 نقطة، مقارنة بإغلاقه نهاية عام 2015 عند مستوى 10429.36 نقطة.

وكان مؤشر السوق قد شهد انخفاضا خلال شهر جانفي إلى أدنى نقطة خلال سنة 2016 بأقل من 9000 نقطة، ليعود للارتفاع في شهر فيفري ويشهد استقرارا إلى غاية شهر أوت ليسجل أعلى مستوى له في السنة بقيمة تجاوزت 11000 نقطة، وبعد ذلك انخفض وشهد استقرارا لينتهي السنة عند النقطة 10436.76.



شكل رقم(4-15): مؤشر بورصة قطر لسنة 2016.

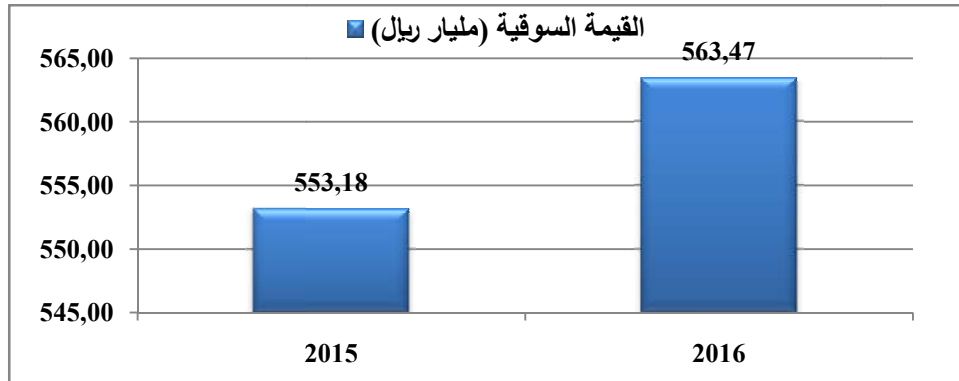
المصدر: بورصة قطر، النشرة السنوية لبورصة قطر لسنة 2016، متوفرة على الموقع:

<https://www.qe.com.qa/documents/20181/2ae1f9ab-2a0a-9866-a47e-b57da9fd5e8c>

ص1. [b57da9fd5e8c](https://www.qe.com.qa/documents/20181/2ae1f9ab-2a0a-9866-a47e-b57da9fd5e8c)

2. رسملة السوق (القيمة السوقية).

ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر في نهاية سنة 2016 بنسبة 1.86% لتتجاوز 563 مليار ريال قطري، أما بالنسبة لسنة 2015 فكانت القيمة السوقية أقل من 554 مليار ريال قطري¹⁸.



شكل رقم (4-16): القيمة السوقية لبورصة قطر لسنتي 2015 و2016.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على النشرة السنوية لبورصة قطر لسنة 2016، متوفرة على

الموقع: <https://www.qe.com.qa/documents/20181/2ae1f9ab-2a0a-9866-a47e-b57da9fd5e8c>

3. أداء السوق بحسب المساهمة القطاعية للتداول.

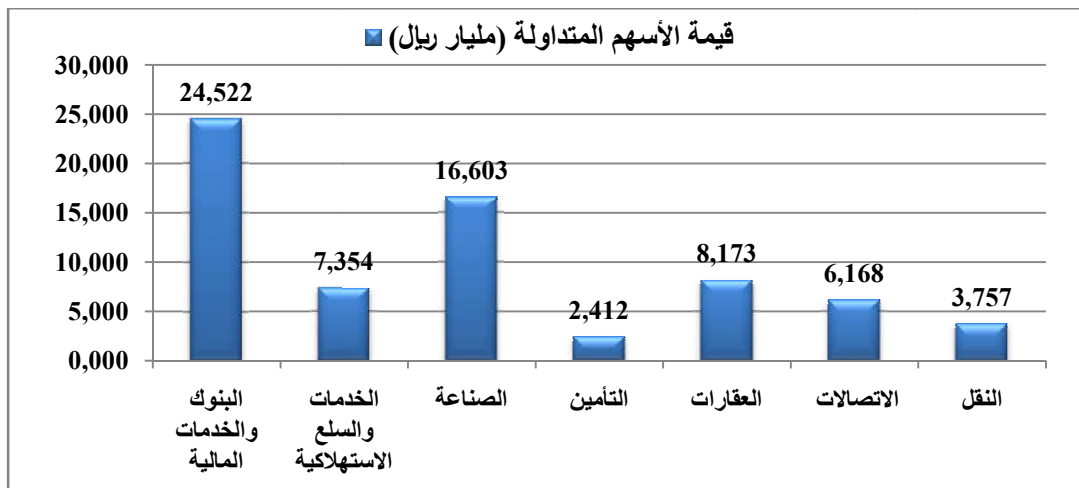
تعمل الشركات المدرجة في بورصة قطر في سبع قطاعات اقتصادية، وهي قطاع البنوك والخدمات المالية، قطاع الخدمات والسلع الاستهلاكية، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، القطاع العقاري، قطاع الاتصالات وقطاع النقل.

¹⁸ بورصة قطر، النشرة السنوية لبورصة قطر لسنة 2016، متوفرة على الموقع:

<https://www.qe.com.qa/documents/20181/2ae1f9ab-2a0a-9866-a47e-b57da9fd5e8c> تاريخ الإطلاع: 2017/04/10، ص: 14، ص: 2.

احتل قطاع البنوك والخدمات المالية خلال سنة 2016 المرتبة الأولى من حيث قيمة الأسهم المتداولة بحصة بلغت 24.522 مليار ريال قطري، ما نسبته 35.55% من القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، يليه قطاع الصناعة بقيمة 16.603 مليار ريال أي بنسبة 24.07%، ثم قطاع العقارات بقيمة تداول تجاوزت 8 مليار ريال بنسبة 11.85%، وجاء قطاع الخدمات والسلع الاستهلاكية في المرتبة الرابعة بحصة 7.354 مليار ريال ما نسبته 10.66%.

وجاء في الثلاث مراكز الأخيرة قطاعات الاتصالات، النقل والتأمين، حيث كانت قيم أسهمهم المتداولة في البورصة هي 6.168 مليار ريال، 3.757 مليار ريال و 2.412 مليار ريال على التوالي.

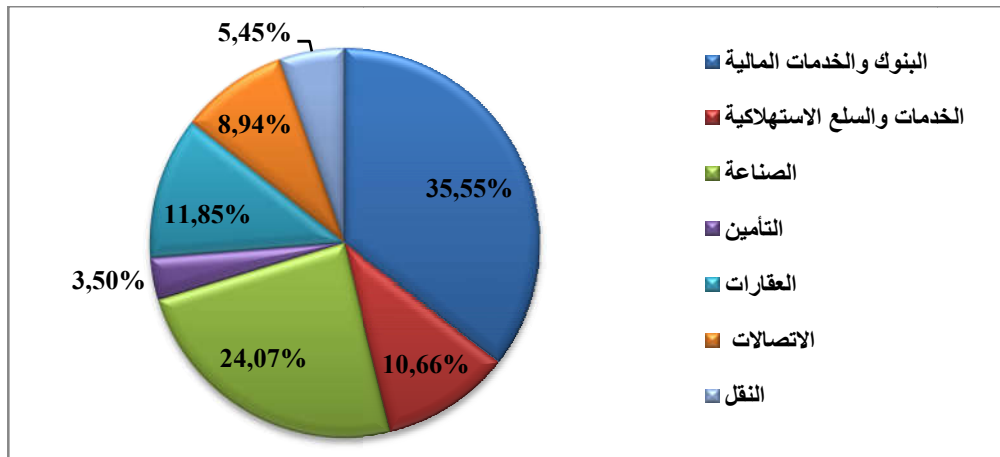


شكل رقم (4-17): قيم الأسهم المتداولة لمختلف القطاعات خلال سنة 2016.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نشرة التداول السنوية لبورصة قطر لسنة 2016،

متوفرة على الموقع: [https://www.qe.com.qa/documents/20181/df4aad6d-](https://www.qe.com.qa/documents/20181/df4aad6d-6d85-dc1a-e350-b0a27439ffd6)

[6d85-dc1a-e350-b0a27439ffd6](https://www.qe.com.qa/documents/20181/df4aad6d-6d85-dc1a-e350-b0a27439ffd6)



شكل رقم (4-18): التوزيع القطاعي لقيمة التداول للأسهم لعام 2016.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نشرة التداول السنوية لبورصة قطر لسنة 2016،

متوفرة على الموقع: [https://www.qe.com.qa/documents/20181/df4aad6d-](https://www.qe.com.qa/documents/20181/df4aad6d-6d85-dc1a-e350-b0a27439ffd6)

[6d85-dc1a-e350-b0a27439ffd6](https://www.qe.com.qa/documents/20181/df4aad6d-6d85-dc1a-e350-b0a27439ffd6)

المطلب الثالث: بورصة أبو ظبي للقيم المنقولة

أولاً: التعريف بسوق أبو ظبي للأوراق المالية

تأسس سوق أبو ظبي للأوراق المالية (ADX) بتاريخ 15 نوفمبر 2000 بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، والذي تجعل أحكامه من السوق كياناً قانونياً يتمتع بالاستقلال المالي والإداري ويمنح السوق السلطة الإشرافية والتنفيذية اللازمة لممارسة وظائفه¹⁹.

وعلاوةً على ذلك، يملك سوق أبو ظبي للأوراق المالية السلطة لإنشاء المراكز والفروع خارج إمارة أبو ظبي، ولقد قام السوق حتى الآن بذلك في مدن العين والفجيرة ورأس الخيمة والشارقة ومدينة زايد.

يتألف مجلس إدارة سوق أبو ظبي للأوراق المالية من سبعة أعضاء تم تعيينهم بموجب مرسوم أميري، يشغل أعضاء مجلس الإدارة مناصبهم لمدة ثلاث سنوات، وقد تم تشكيل مجلس الإدارة الأول بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000.

ثانياً: أداء سوق أبو ظبي للأوراق المالية.

1. المؤشر العام

أنهى مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية عام 2016 على ارتفاع بنسبة 5.6% ما يعادل 243 نقطة مغلقاً عند 4546 نقطة، مقارنة بإغلاقه نهاية عام 2015 عند مستوى 4307 نقطة، وكان مؤشر السوق قد شهد انخفاضاً خلال الربع الأول ليصل لأدنى نقطة له في السنة عند 3731 نقطة في شهر جانفي، ليشهد بعد ذلك ارتفاعاً متواصلاً خلال الربع الثاني من العام، مسجلاً أعلى مستوى له عند 4673 نقطة.

¹⁹ سوق أبو ظبي للأوراق المالية، متوفر على الموقع:

<https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutUs/Whoweare/default.aspx>

تاريخ الإطلاع: 2017/03/30، 15:43.



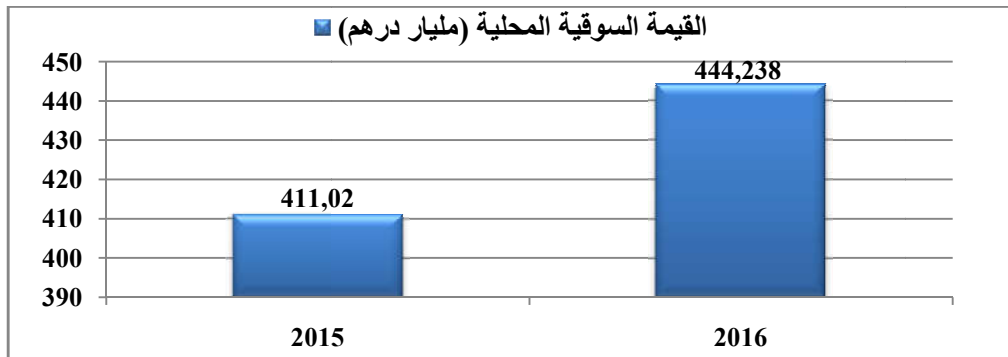
شكل رقم (4-19): مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية لعام 2016.

المصدر: سوق أبو ظبي للأوراق المالية، تقرير الأداء السنوي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية لسنة 2016، متوفر على الموقع:

https://www.adx.ae/DocumentCenter/adxdocs/ADX_Annual_Performance_Peport_2016_EN.pdf

تاريخ الإطلاع: 2017/04/02، 09.59، ص2.

2. القيمة السوقية (رسملة السوق).



شكل رقم (4-20): القيمة السوقية المحلية لسنتي 2015 و2016 (مليار درهم).

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقرير الأداء السنوي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية لسنة 2016، متوفر على الموقع:

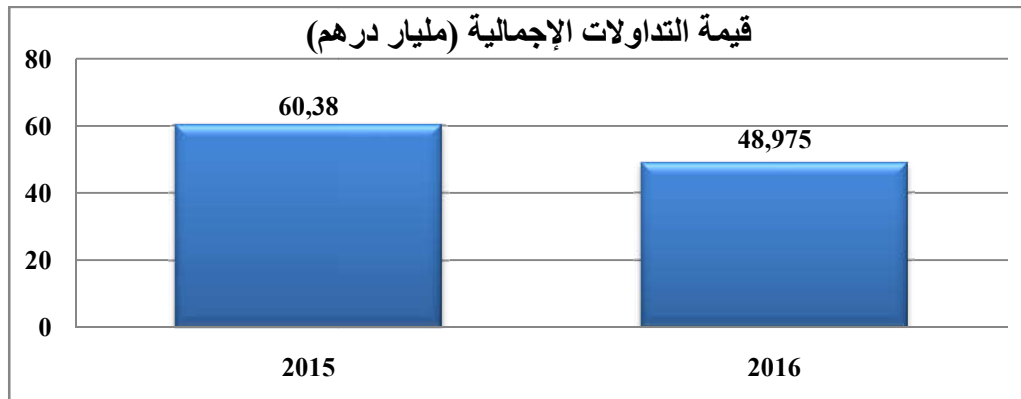
https://www.adx.ae/DocumentCenter/adxdocs/ADX_Annual_Performance_Peport_2016_EN.pdf

تاريخ الإطلاع: 2017/04/02، 18:01.

تجاوزت القيمة السوقية للشركات المحلية المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية 444 مليار درهم في نهاية عام 2016، أما بالنسبة لعام 2015 فقد بلغت القيمة السوقية المحلية حوالي 411 مليار درهم، والشكل السابق يوضح الارتفاع في عام 2016 مقارنة بعام 2015.

3. قيم التداول خلال عام 2016.

سجلت قيم التداولات في سوق أبوظبي انخفاضا خلال عام 2016 لتبلغ قيمتها نحو 49 مليار درهم مقارنة بنحو 60 مليار درهم في عام 2015، بنسبة انخفاض قدرها 18.9%.



شكل رقم (4-21): قيمة التداولات لسنتي 2015 و 2016.

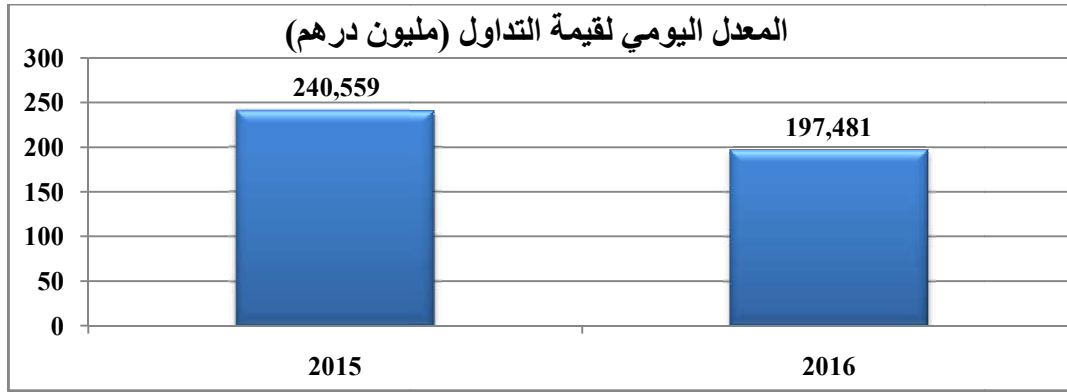
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقرير الأداء السنوي لسوق أبوظبي للأوراق المالية لسنة 2016، متوفر على الموقع:

https://www.adx.ae/DocumentCenter/adxdocs/ADX_Annual_Performance_Peport_2016_EN.pdf

تاريخ الإطلاع: 2017/04/02، 10:30.

كما بلغ معدل قيم التداول اليومي خلال 2016 حوالي 197 مليون درهم، مقابل 240

مليون درهم خلال عام 2015 أي بنسبة تقارب 18%.



شكل رقم (4-22): المعدل اليومي لقيم التداولات لسنتي 2015 و 2016.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقرير الأداء السنوي لسوق أبوظبي للأوراق المالية لسنة 2016، متوفر على الموقع:

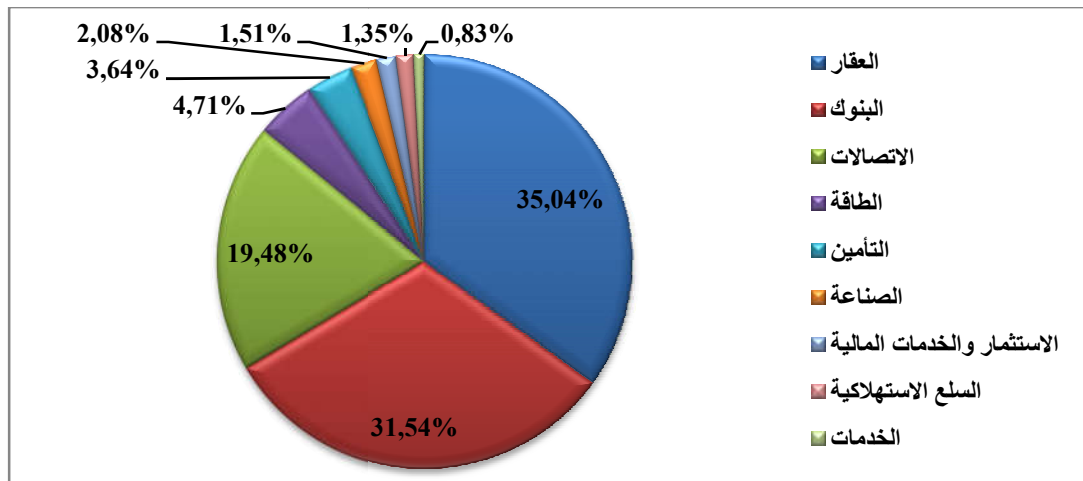
https://www.adx.ae/DocumentCenter/adxdocs/ADX_Annual_Performance_Peport_2016_EN.pdf، تاريخ الإطلاع: 2017/04/02، 10:45.

4. أداء السوق بحسب المساهمة القطاعية للتداول.

تعمل الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية في تسع قطاعات اقتصادية، وهي قطاع البنوك، القطاع الصناعي، قطاع الطاقة، قطاع السلع الاستهلاكية، قطاع الاستثمار والخدمات المالية، قطاع الخدمات، قطاع التأمين، القطاع العقاري وقطاع الاتصالات.

جاء قطاع العقار في المرتبة الأولى، حيث استحوذ على ما نسبته 35.04 % من إجمالي قيمة التداولات، وتجاوزت قيمة التداولات 16 مليار درهم، وتلاه قطاع البنوك في المرتبة الثانية بنسبة 31.54 % من إجمالي قيم التداولات، وتجاوزت قيمة التداولات 14 مليار درهم، وجاء قطاع الاتصالات في المرتبة الثالثة، حيث استحوذ على ما نسبته 19.48 % من إجمالي قيمة التداولات، وتجاوزت قيمة التداولات 9 مليار درهم.

وجاء قطاع الطاقة في المرتبة الرابعة بنسبة 4.71 % من إجمالي قيمة التداولات، حيث تجاوزت قيمة التداولات 2 مليار درهم، ثم جاء قطاع التأمين في المرتبة الخامسة بنسبة 3.64 % من إجمالي قيمة التداولات، حيث بلغت قيمة التداولات 1.612 مليار درهم، وجاء قطاع الصناعة في المرتبة السادسة بقيمة تداولات 967 مليون درهم ونسبة 2.08 % من إجمالي قيمة التداولات. وجاء في المرتبة السابعة قطاع الاستثمار والخدمات المالية، حيث تجاوزت قيمة تداولاته 700 مليون درهم ونسبة 1.51 % من قيمة التداولات الإجمالية، ثم جاء قطاع السلع الاستهلاكية في المرتبة الثامنة بنسبة 1.35 % من إجمالي قيمة التداولات، وقيمة تداولات بلغت 626 مليون درهم، ونال قطاع الخدمات المرتبة التاسعة والأخيرة من حيث قيمة التداولات بنسبة 0.83 % من إجمالي قيمة التداولات، حيث بلغت قيمة التداولات 384 مليون درهم.



شكل رقم (4-23): التوزيع القطاعي لقيمة التداول للأسهم لعام 2016.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقرير الأداء السنوي لسوق أبوظبي للأوراق المالية لسنة 2016، متوفر على الموقع:

https://www.adx.ae/DocumentCenter/adxdocs/ADX_Annual_Performance

[Peport_2016_EN.pdf](#)، تاريخ الإطلاع: 2017/04/02، 20:11، ص1.

المطلب الرابع: سوق البحرين.

أولاً: التعريف ببورصة البحرين

يرجع وضع البحرين كمركز مالي منذ إنشاء مؤسسة النقد لدولة البحرين عام 1973، حيث سمحت هذه المؤسسة للبنوك الأجنبية بفتح فروع لها²⁰، وقد أدى كثرة عدد البنوك إلى خلق سوق مالية غير رسمية سميت بسوق اللؤلؤة لبيع وشراء أسهم الشركات المساهمة العامة، والذي عجز أن يشكل سوقاً للأوراق المالية يوفر الثقة والاطمئنان لدى المستثمرين، كما عجز أن يعكس من خلال أسعار الأسهم المتداولة فيه القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة، وذلك لافتقاده للبنية التشريعية والقانونية والفنية اللازمة لنجاح عمل أسواق الأوراق المالية²¹.

وبناء على هذه التطورات ونظراً لأهمية وجود سوق رسمي صدر المرسوم بقانون رقم 04 لسنة 1987 والخاص بإنشاء وتنظيم سوق مالية، كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار الوزاري رقم 13 لسنة 1988، وبذلك تم إرساء القواعد التنظيمية اللازمة لاستكمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسويات والمعلومات، والتي في ضوءها تم بدء التداول الرسمي في السوق بتاريخ جوان 1989²².

وقد تم في منتصف التسعينات الإعلان عن تحويلها إلى سوق دولية تسمح بتسجيل أسهم الشركات الإقليمية والدولية وصناديق الاستثمار والسندات الأجنبية، وكذلك السماح لغير مواطني دولة البحرين بتملك الأوراق المالية المدرجة في بورصة البحرين.

ومن أولويات سوق البحرين للأوراق المالية ما يلي:

²⁰ رمضان علي الشراح، "استشراف مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها (دراسة تحليلية)"، مجلة آفاق اقتصادية، المجلد 22، العدد 86، (2001)، ص21.

²¹ عماد صالح سلام، المصدر المذكور سابقاً، ص203.

²² رمضان علي الشراح، المصدر المذكور سابقاً، ص21.

- تطوير عمليات الإفصاح عند أوضاع الشركات المالية والقانونية والإدارية.
- زيادة وتنويع الأدوات المالية المدرجة في السوق خاصة فيما يتعلق بتحويل السوق إلى مراكز الإصدار وتداول السندات وصناديق الاستثمار في المنظمة.
- الانفتاح على المجتمع الدولي بتسويق السوق عالمياً وزيادة التنسيق والربط مع الأسواق المالية في الدول النامية والدول المتقدمة لزيادة اتساع السوق وفرص الاستثمار أمام المستثمرين المحليين والأجانب في سوق البحرين.
- ويتولى سوق البحرين للأوراق المالية تشغيل نظام المقاصة والتسوية والإيداع المركزي، وتحديث بيانات حسابات الأوراق المالية على ضوء التعاملات التي تتم في السوق من إيداع، بيع وشراء، تحويل وسحب الأوراق المالية المودعة وفتح وحفظ حساب الأوراق المالية²³.
- ونظراً للتطورات المهمة التي عرفتتها سوق البحرين للأوراق المالية (خاصة ذات العلاقة بنشاطها) فقد قامت مؤسسة التمويل الدولية خلال الربع الثالث من عام 1999 بإضافة سوق البحرين للأوراق المالية إلى قائمتها المتعلقة بالأسواق المالية الناشئة، ليتم قياس أداء هذه السوق ضمن المؤشر العام اليومي IFCG، الذي يقيس أداء الأسهم الأكثر نشاطاً في الأسواق الناشئة²⁴.

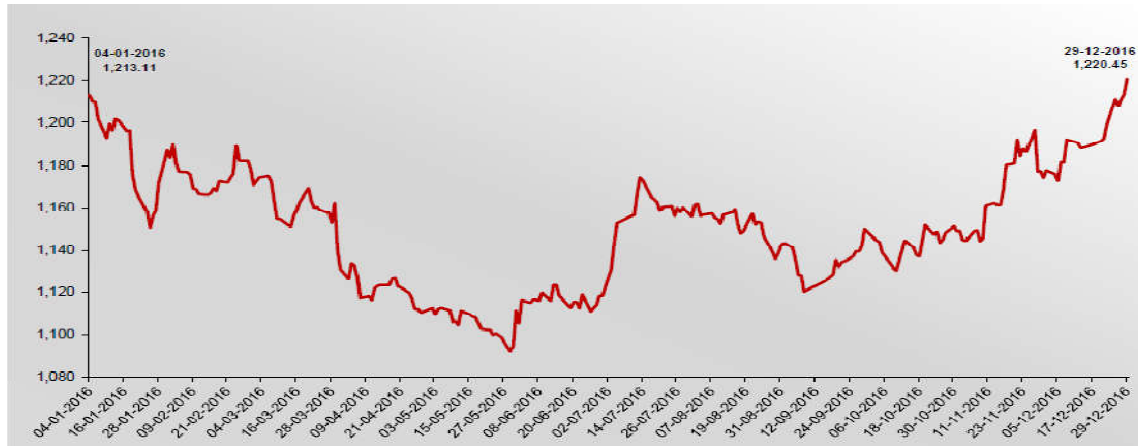
ثانياً: أداء بورصة البحرين

1. المؤشر العام.

أقل مؤشر البحرين العام عند مستوى 1220.45 نقطة بنهاية سنة 2016، مسجلاً ارتفاعاً بنسبة 0.38% مقارنة بنهاية سنة 2015 الذي أقل حينها عند 1215.89 نقطة.

²³ قرار مدير سوق البحرين للأوراق المالية رقم 20 لسنة (2001)، على الموقع: www.bahrainbourse.net

²⁴ عماد صالح سلام، المصدر المذكور سابقاً، ص 205.



شكل رقم (4-24): أداء مؤشر البحرين العام خلال سنة 2016.

المصدر: بورصة البحرين، نشرة التداول السنوية لسنة 2016، متوفر على الموقع:

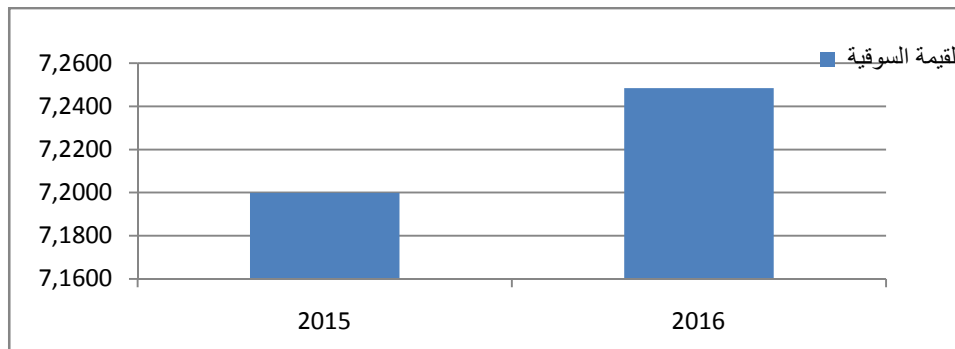
<http://www.bahrainbourse.com/sysimages/publication/documents/ATB%20>

[2017.pdf_365_131341606.pdf](http://www.bahrainbourse.com/sysimages/publication/documents/ATB%202017.pdf_365_131341606.pdf) ، تاريخ التحميل: 2017/04/28، 10:18، ص2.

2. القيمة السوقية.

بلغت القيمة السوقية لبورصة البحرين 7.248 مليار دينار بحريني بنهاية سنة 2016، أما

بالنسبة لسنة 2015 فقد بلغت القيمة السوقية 7.199 مليار دينار مسجلة ارتفاعا بنسبة 0.67%.



شكل رقم (4-25): القيمة السوقية لسنتي 2015 و 2016 (بمليار دينار).

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نشرة التداول السنوية لسنة 2016، متوفر على الموقع:

<http://www.bahrainbourse.com/sysimages/publication/documents/ATB%20>

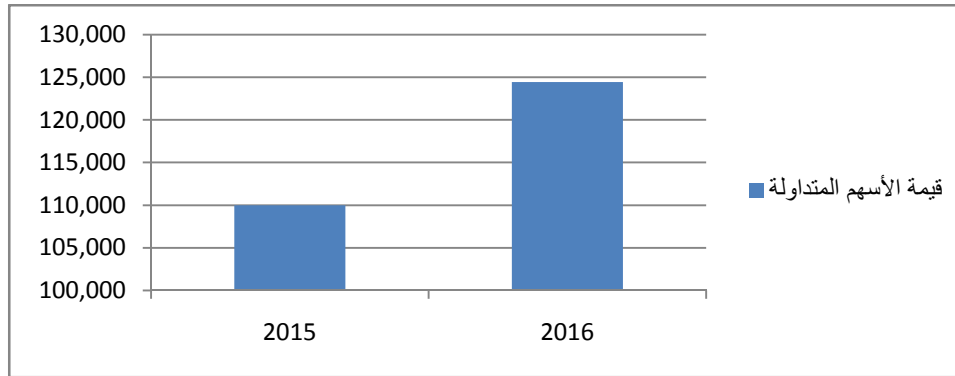
[2017.pdf_365_131341606.pdf](http://www.bahrainbourse.com/sysimages/publication/documents/ATB%202017.pdf_365_131341606.pdf)

3. أنشطة التداول خلال عام 2016.

أ. قيم التداولات.

ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة من 109.97 مليون دينار في عام 2015 إلى 124.45 مليون دينار في عام 2016، مسجلة ارتفاعاً بنسبة 13.17%.

كما بلغ معدل قيم التداول اليومي خلال 2016 حوالي 507.975 دينار، مقابل 448.876 دينار خلال عام 2015.



شكل رقم (4-26): قيمة التداولات لسنتي 2015 و 2016 (مليون دينار).

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نشرة التداول السنوية لسنة 2016، متوفر على الموقع:

<http://www.bahrainbourse.com/sysimages/publication/documents/ATB%20>

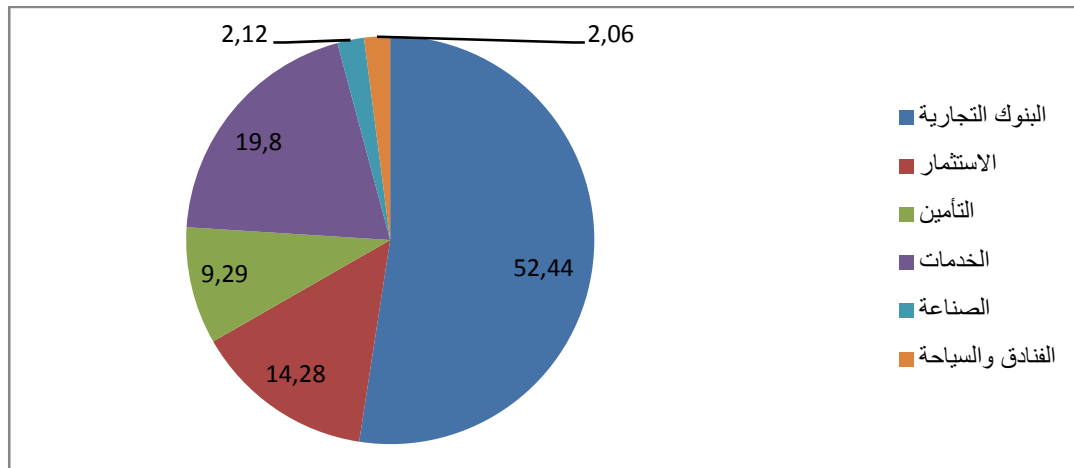
[.pdf_365_131341606.pdf.2017](#)

4. أداء السوق بحسب المساهمة القطاعية للتداول.

تعمل الشركات المدرجة في بورصة البحرين في ستة قطاعات اقتصادية، وهي قطاع البنوك التجارية، قطاع الاستثمار، قطاع التأمين، قطاع الخدمات، قطاع الصناعة، قطاع الفنادق والسياحة.

تركز التداول من حيث القيمة في قطاع البنوك التجارية الذي استحوذ على 52.44% من مجمل قيمة الأسهم المتداولة والتي بلغت 65.27 مليون دينار، وجاء قطاع الخدمات في المرتبة الثانية بنسبة 19.80 % من إجمالي قيمة التداولات، حيث بلغت قيمة التداولات 24.64 مليون دينار، وجاء في المرتبة الثالثة قطاع الاستثمار بنسبة 14.28 % من إجمالي قيم التداولات، وتجاوزت قيمة التداولات 17 مليون دينار.

وجاء قطاع التأمينات في المرتبة الرابعة، حيث استحوذ على ما نسبته 9.29 % من إجمالي قيمة التداولات، وتجاوزت قيمة التداولات 11 مليون دينار، وكانت المرتبة الخامسة للقطاع الصناعي بقيمة تداولات بلغت 2.64 مليون دينار أي نسبة 2.12% من القيمة الإجمالية، فيما كانت المرتبة الأخيرة لقطاع الفنادق والسياحة حيث بلغت نسبة مساهمته في إجمالي القيمة المتداولة 2.06 % بقيمة بلغت 2.56 مليون دينار.



شكل رقم (4-27): التوزيع القطاعي لقيم التداول بالأسهم لعام 2016.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نشرة التداول السنوية لسنة 2016، متوفر على الموقع:

<http://www.bahrainbourse.com/sysimages/publication/documents/ATB%20>

[2017.pdf_365_131341606.pdf](#)

المبحث الثالث: دراسة اثر التحليل الفني في السوق المالية على كفاءتها

بغرض القيام بقياس واختبار ومعرفة مستوى الكفاءة للأسواق المالية تم أخذ عينة من أسعار الإغلاق الأسبوعية لأسهم البنوك والشركات المدرجة في تلك الأسواق وتم ذلك عن طريق ثلاث اختبارات أو مراحل وهي (اختبار استقلالية الأسعار الأسبوعية عن طريق اختبار الدورة Run Test، اختبار ارتباط الأسعار من خلال اختبار (Bivariate Correlation) واختبار ARIMA لتقدير الأسعار المستقبلية في الأسواق المالية محل الدراسة.

المطلب الأول: اختبار استقلالية الأسعار الأسبوعية عن طريق اختبار الدورة Run Test

وتم اختبار الفرضية الأولى وفق اختبار الدورة Run Test وهو احد الاختبارات الإحصائية اللامعلمية الحديثة The non parametric test الذي يمكن من خلاله قياس استقلالية أسعار الأسهم أو عدم استقلاليتها لفترات زمنية متتالية على أن تكون بيانات المتغير المطلوب تحليله أكثر أو تساوي 30 وحدة تحت مستوى معنوية 5%.

أولاً: اختبار الدورة Run Test في سوق عمان للأوراق المالية

لاختبار الفرضية الأولى تم اخذ عينة شملت أسعار الأسهم السوقية الأسبوعية (أسعار الإغلاق) لأربعة عشر بنك المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية مثلت قطاع البنوك ماعدا سوسيتي جنيرال التي تم استبعادها من عينة الدراسة وذلك لعدم توفر كامل البيانات أو الأسعار وذلك راجع للإدراج الحديث في سنة 2016، وان ما يميز هذه البنوك المبحوثة أنها تمتلك أسعار أسهم إغلاق أسبوعية طول فترة الدراسة (2016/04/01 – 2017/03/31)، أي أن جلسات التداول طول فترة الدراسة لسوق عمان للأوراق المالية توضحها نشرات الأسعار لأسهم هذه البنوك،

البنوك هي المذكورة في الجدول رقم (4-1) والذي يمثل نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار الإغلاق الأسبوعية لأسهم البنوك المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2016/04/01-2017/03/31).

جدول رقم (4-1): نتائج اختبار استقلالية أسعار الإغلاق الأسبوعية لأسهم البنوك المدرجة في

بورصة عمان للفترة محل الدراسة

رمز البنك	البنك	القطاع	قيمة Z المحسوبة	قيمة Sig	نتيجة التحليل
Jo1	البنك الإسلامي الأردني	قطاع البنوك	-2,120	0,034	غير مستقلة
Jo2	البنك الأردني الكويتي	قطاع البنوك	-4,667	0,000	غير مستقلة
Jo3	البنك التجاري الأردني	قطاع البنوك	-3,467	0,001	غير مستقلة
Jo4	بنك الإسكان للتجارة والتمويل	قطاع البنوك	-3,240	0,001	غير مستقلة
Jo5	بنك الاستثمار العربي الأردني	قطاع البنوك	-1,787	0,074	مستقلة
Jo6	بنك الأردن دبي الإسلامي	قطاع البنوك	-1,578	0,115	غير مستقلة
Jo7	بنك الإتحاد	قطاع البنوك	-2,388	0,017	غير مستقلة
Jo8	بنك المؤسسة العربية	قطاع البنوك	-2,956	0,003	غير مستقلة
Jo9	البنك الاستثماري	قطاع البنوك	-4,659	0,000	غير مستقلة
Jo10	بنك المال الأردني	قطاع البنوك	-2,930	0,003	غير مستقلة
Jo11	بنك القاهرة عمان	قطاع البنوك	-,871	0,384	مستقلة
Jo12	بنك الأردن	قطاع البنوك	-4,101	0,000	غير مستقلة
Jo13	البنك الأهلي الأردني	قطاع البنوك	-4,092	0,000	غير مستقلة
Jo14	البنك العربي	قطاع البنوك	-,644	0,519	مستقلة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS 16.0

اعتماداً على المخرجات التي أظهرها اختبار "Runs Test" الذي يقيس استقلالية أسعار الأسهم لسوق عمان للأوراق المالية وعند اختبار هذه الفرضية ظهرت النتائج المبينة في الجدول

(1-4) وتضمنت أن أسعار الأسهم للفترة أسعار أسهم إغلاق أسبوعية طول فترة الدراسة (2016/04/01 - 2017/03/31) في سوق عمان تتحرك بصورة غير مستقلة عموماً، وأن أسعار الأسهم لجميع البنوك لا تتصف بالاستقلالية لان قيمة مستوى الدلالة Sig اقل من مستوى المعنوية 0.05 وهذا يعني أنه بعد تحليل 51 حالة لفترة الدراسة، كانت النتائج تؤكد على أن أسعار الأسهم لجميع الشركات تتأثر ببعضها البعض وهي بذلك لا تحقق نظرية السير العشوائي للأسعار، وتعد بذلك سوق عمان للأوراق المالية عديم الكفاءة ضمن المستوى الضعيف لكفاءة الأسواق المالية، وبذلك نرفض الفرضية الأولى، ونقبل الفرضية البديلة التي يمكن صياغتها ب: (يوجد ارتباط متسلسل بين أسعار الإغلاق للفترة الحالية وأسعار الإغلاق لفترة زمنية سابقة بمعنى إن أسعار إغلاق الأسهم لا تتصف بالاستقلالية).

ثانياً: اختبار الدورة Run Test في سوق البحرين للأوراق المالية

لاختبار الفرضية الأولى تم اخذ عينة شملت أسعار الأسهم السوقية الأسبوعية (أسعار الإغلاق) لسبعة بنوك المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية مثلت قطاع البنوك، وان ما يميز هذه البنوك المبحوثة أنها تمتلك أسعار أسهم إغلاق أسبوعية طول فترة الدراسة (2016/04/01 - 2017/03/31)، أي أن جلسات التداول طول فترة الدراسة لسوق البحرين للأوراق المالية توضحها نشرات الأسعار لأسهم هذه البنوك، البنوك هي المذكورة في الجدول رقم (4-2) والذي يمثل نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار الإغلاق الأسبوعية لأسهم البنوك المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية للفترة (2016/04/01 - 2017/03/31).

جدول رقم (4-2): نتائج اختبار استقلالية أسعار الإغلاق الأسبوعية لأسهم البنوك المدرجة في

بورصة البحرين للفترة محل الدراسة

البنك	القطاع	قيمة Z المحسوبة	قيمة Sig	نتيجة التحليل
البنك الأهلي المتحد	قطاع البنوك	-2,521	0,012	مستقلة
المصرف الخليجي التجاري	قطاع البنوك	-4,198	0,000	غير مستقلة
بنك البحرين الإسلامي	قطاع البنوك	-4,482	0,000	غير مستقلة
بنك البحرين الوطني	قطاع البنوك	-1,111	0,266	مستقلة
بنك البحرين والكويت	قطاع البنوك	-3,081	0,002	غير مستقلة
شركة الإثمار القابضة	قطاع البنوك	0,560	0,575	مستقلة
مصرف السلام	قطاع البنوك	-4,758	0,000	غير مستقلة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS 16.0

اعتماداً على المخرجات التي أظهرها اختبار Runs Test الذي يقيس استقلالية أسعار الأسهم لسوق البحرين للأوراق المالية وعند اختبار هذه الفرضية ظهرت النتائج المبينة في الجدول (4-2) وتضمنت أن أسعار الأسهم للفترة أسعار أسهم إغلاق أسبوعية طول فترة الدراسة (2016/04/01 - 2017/03/31) في سوق البحرين تتحرك بصورة غير مستقلة عموماً، وذلك لأن غالبية أسعار أسهم البنوك (أربع بنوك من أصل سبعة) لا تتصف بالاستقلالية لان قيمة مستوى الدلالة Sig أقل من مستوى المعنوية 0.05 وهذا يعني أنه بعد تحليل 52 حالة لفترة الدراسة، كانت النتائج تؤكد على أن أسعار الأسهم لجميع الشركات تتأثر ببعضها البعض وهي بذلك لا تحقق نظرية السير العشوائي للأسعار، وتعد بذلك سوق البحرين للأوراق المالية عديم الكفاءة ضمن المستوى الضعيف لكفاءة الأسواق المالية، وبذلك نرفض الفرضية الأولى، ونقبل الفرضية البديلة التي يمكن صياغتها بـ: (يوجد ارتباط متسلسل بين أسعار الإغلاق للفترة الحالية وأسعار الإغلاق لفترة زمنية سابقة بمعنى إن أسعار إغلاق الأسهم لا تتصف بالاستقلالية).

ثالثاً: اختبار الدورة Run Test في سوق المغرب للأوراق المالية

لاختبار الفرضية الأولى تم اخذ عينة شملت أسعار الأسهم السوقية الأسبوعية (أسعار الإغلاق) لستة بنوك مدرجة في سوق المغرب للأوراق المالية أو بورصة الدار البيضاء والتي مثلت قطاع البنوك، وإن ما يميز هذه البنوك المبحوثة أنها تمتلك أسعار أسهم إغلاق أسبوعية طول فترة الدراسة (2016/04/01 - 2017/03/31)، أي أن جلسات التداول طول فترة الدراسة لسوق البحرين للأوراق المالية توضحها نشرات الأسعار لأسهم هذه البنوك، البنوك هي المذكورة في الجدول رقم (3-4) والذي يمثل نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار الإغلاق الأسبوعية لأسهم البنوك المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية للفترة (2016/04/01 - 2017/03/31).

جدول (3-4) نتائج اختبار استقلالية أسعار الإغلاق الأسبوعية لأسهم البنوك المدرجة في

بورصة المغرب للفترة محل الدراسة

البنك	القطاع	قيمة Z المحسوبة	قيمة Sig	نتيجة التحليل
التجاري وفا بنك	قطاع البنوك	-6,519	0,000	غير مستقلة
البنك المغربي للتجارة الخارجية	قطاع البنوك	-4,290	0,000	غير مستقلة
البنك المغربي للتجارة والصناعة	قطاع البنوك	-1,246	0,213	مستقلة
البنك الشعبي المركزي	قطاع البنوك	-5,409	0,000	غير مستقلة
مصرف المغرب	قطاع البنوك	-6,519	0,000	غير مستقلة
القرض العقاري والسياحي	قطاع البنوك	-5,964	0,000	غير مستقلة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS 16.0

اعتماداً على المخرجات التي أظهرها اختبار Runs Test الذي يقيس استقلالية أسعار الأسهم لسوق المغرب للأوراق المالية وعند اختبار هذه الفرضية ظهرت النتائج المبينة في الجدول (3-4) وتضمنت أن أسعار الأسهم للفترة أسعار أسهم إغلاق أسبوعية طول فترة الدراسة

(2016/04/01 – 2017/03/31) في سوق المغرب تتحرك بصورة غير مستقلة عموماً، وذلك لأن جميع أسعار أسهم البنوك (ماعدا بنك واحد) لا تتصف بالاستقلالية لان قيمة مستوى الدلالة Sig اقل من مستوى المعنوية 0.05 وهذا يعني أنه بعد تحليل 53 حالة لفترة الدراسة، كانت النتائج تؤكد على أن أسعار الأسهم لجميع الشركات تتأثر ببعضها البعض وهي بذلك لا تحقق نظرية السير العشوائي للأسعار، وتعد بذلك سوق المغرب للأوراق المالية عديم الكفاءة ضمن المستوى الضعيف لكفاءة الأسواق المالية، وبذلك نرفض الفرضية الأولى، ونقبل الفرضية البديلة التي يمكن صياغتها بـ: (يوجد ارتباط متسلسل بين أسعار الإغلاق لفترة الحالية وأسعار الإغلاق لفترة زمنية سابقة بمعنى إن أسعار إغلاق الأسهم لا تتصف بالاستقلالية).

رابعاً: اختبار الدورة Run Test في سوق الجزائر للقيم المنقولة

لاختبار الفرضية الأولى تم اخذ عينة شملت أسعار الأسهم السوقية الأسبوعية (أسعار الإغلاق) لأربعة شركات مدرجة في سوق الجزائر للقيم المنقولة والتي تمثل الشركات المدرجة ماعدا شركة بيو فارم للصناعة الصيدلانية التي تم استبعادها من عينة الدراسة وذلك لعدم توفر كامل البيانات أو الأسعار وذلك راجع للإدراج الحديث في سنة 2016، وان ما يميز هذه الشركات المبحوثة أنها تمتلك أسعار أسهم إغلاق أسبوعية طول فترة الدراسة (2016/04/01 – 2017/03/31)، أي أن جلسات التداول طول فترة الدراسة لسوق الجزائر للقيم المنقولة توضحها نشرات الأسعار لأسهم هذه الشركات والتي هي مذكورة في الجدول رقم (4-4) والذي يمثل نتائج الاختبار.

جدول (4-4) نتائج اختبار استقلالية أسعار الإغلاق الأسبوعية لأسهم الشركات المدرجة في

بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة

الشركة	القطاع	قيمة Z المحسوبة	قيمة Sig	نتيجة التحليل
أن سي أ رويبة	قطاع الصناعة	-6,665	0,000	غير مستقلة
مجمع صيدال	قطاع الصناعة	-6,723	0,000	غير مستقلة
أليانس للتأمين	قطاع التأمين	-6,143	0,000	مستقلة
مؤسسة الأوراسي	قطاع الخدمات	-6,717	0,000	غير مستقلة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS 16.0

اعتماداً على المخرجات التي أظهرها اختبار Runs Test الذي يقيس استقلالية أسعار الأسهم لسوق الجزائر للقيم المنقولة وعند اختبار هذه الفرضية ظهرت النتائج المبينة في الجدول (4-4) وتضمنت أن أسعار الأسهم للفترة أسعار أسهم إغلاق أسبوعية طول فترة الدراسة (2016/04/01 – 2017/03/31) في سوق الجزائر للقيم المنقولة تتحرك بصورة غير مستقلة، وذلك لأن جميع أسعار أسهم الشركات لا تتصف بالاستقلالية لان قيمة مستوى الدلالة Sig اقل من مستوى المعنوية 0.05 وهذا يعني أنه بعد تحليل 52 حالة لفترة الدراسة، كانت النتائج تؤكد على أن أسعار الأسهم لجميع الشركات تتأثر ببعضها البعض وهي بذلك لا تحقق نظرية السير العشوائي للأسعار، وتعد بذلك سوق المغرب للأوراق المالية عديم الكفاءة ضمن المستوى الضعيف لكفاءة الأسواق المالية، وبذلك نرفض الفرضية الأولى، ونقبل الفرضية البديلة.

المطلب الثاني: اختبار كفاءة الأسواق محل الدراسة من خلال اختبار (Bivariate Correlation)

من أجل اختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار (Bivariate Correlation) وهو احد اختبارات برنامج SPSS الإحصائي الذي يعمل على حساب معامل الارتباط بيرسون (Pearson's Correlations Coefficient) تلك المعاملات التي من خلالها تقاس حدة ونوع الترابط بين المتغيرات الإحصائية، ولذلك اعتمد هذا الاختبار في قياس حدة ونوع الترابط بين عينة الشركات أو البنوك المأخوذة في البورصات محل الدراسة مع بعضها البعض.

أولاً: اختبار (Bivariate Correlation) في سوق الجزائر للقيم المنقولة

ويبين الجدول (4-5) نتائج اختبار معامل الارتباط بيرسون وتضمنت الآتي:

- شركة رويبة لديها ارتباط عكسي مع شركة الأوراسي عند مستوى معنوية 1% وليس لديها ارتباط مع الشركات.
- مجمع صيدال لديه ارتباط طردي مع آليانس للتأمينات عند مستوى معنوية 1% ومع شركة الأوراسي عند مستوى معنوية 5% وليس لديها ارتباط مع الشركات.
- آليانس للتأمينات لديها ارتباط طردي مع مجمع صيدال عند مستوى معنوية 1% وليس لديها ارتباط مع الشركات.
- شركة الأوراسي لديها ارتباط طردي مع كل من مجمع صيدال عند مستوى معنوية 5% وارتباط عكسي مع آليانس للتأمينات عند مستوى معنوية 1%.

جدول (4-5) معامل الارتباط بين شركات سوق الجزائر للأوراق المالية للفترة محل

الدراسة (2016/04/01 - 2017/03/31)

		ROUI	SAI	ALL	AUR
ROUI	Pearson Correlation معامل الارتباط	1	0,197	0,054	-0,459**
SAI	Pearson Correlation معامل الارتباط	0,197	1	0,484**	0,286*
SAI	Pearson Correlation معامل الارتباط	0,054	0,484**	1	0,008
AUR	Pearson Correlation معامل الارتباط	-0,459**	0,286*	0,008	1
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed). *. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).					

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS 16.0

بعد تحليل النتائج الإحصائية التي بينت وجود ارتباط قوي لمعظم الشركات في سوق الجزائر للأوراق المالية، ولذلك نرفض الفرضية الثانية التي نصت على أنه (لا يوجد ارتباط بين شركات سوق الجزائر للأوراق المالية)، ونقبل الفرضية البديلة التي يمكن أن تصاغ (يوجد ارتباط بين شركات سوق الجزائر للأوراق المالية)، وأن هذا الارتباط لا يحقق فرضية السوق الكفاء، لأن ارتباط الأسعار يتعارض مع مبدأ فرضية السير العشوائي للأسعار التي تؤكد على عدم تأثير الأسعار على بعضها البعض.

ثانيا: اختبار (Bivariate Correlation) في سوق المغرب للأوراق المالية

ويبين الجدول (4-6) نتائج اختبار معامل الارتباط بيرسون وتضمنت الآتي:

- التجاري وفا بنك والبنك المغربي للتجارة الخارجية لديهما ارتباط طردي مع كل من البنك الشعبي المركزي ومصرف المغرب القرض العقاري والسياحي عند مستوى معنوية 1% وليس لديه ارتباط مع باقي البنوك.

- البنك المغربي للتجارة والصناعة ليس لديه أي ارتباط مع باقي البنوك.
- البنك الشعبي المركزي لديه ارتباط طردي مع كل من التجاري وفا بنك ومصرف المغرب والقرض العقاري والسياحي عند مستوى معنوية 1% ومع البنك المغربي للتجارة الخارجية عند مستوى معنوية 5%.
- مصرف المغرب لديه ارتباط طردي مع كل من التجاري وفا بنك والبنك الشعبي المركزي والقرض العقاري والسياحي عند مستوى معنوية 1% والبنك المغربي للتجارة الخارجية عند مستوى معنوية 5%.
- القرض العقاري والسياحي لديه ارتباط طردي مع كل من التجاري وفا بنك والبنك الشعبي المركزي ومصرف المغرب عند مستوى معنوية 1% والبنك المغربي للتجارة الخارجية عند مستوى معنوية 5%.

جدول رقم: (4-6) معامل الارتباط بين شركات سوق المغرب للأوراق المالية للفترة محل

الدراسة (2016/04/01 - 2017/03/31)

القرض العقاري والسياحي	مصرف المغرب	البنك الشعبي المركزي	البنك المغربي للتجارة والصناعة	البنك المغربي للتجارة الخارجية	التجاري وفا بنك	
0,865**	0,873**	0,910**	-0,189	0,237	1	معامل الارتباط التجاري وفا بنك
0,294*	0,280*	0,295*	0,138	1	0,237	معامل الارتباط البنك المغربي للتجارة الخارجية
0,044	0,010	-0,013	1	0,138	-0,189	معامل الارتباط البنك المغربي للتجارة والصناعة
0,923**	0,828**	1	-0,013	0,295*	0,910**	معامل الارتباط البنك الشعبي المركزي
0,782**	1	0,828**	0,010	0,280*	0,873**	معامل الارتباط مصرف المغرب
1	0,782**	0,923**	0,044	0,294*	0,865**	معامل الارتباط القرض العقاري والسياحي
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).						
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).						

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS 16.0

بعد تحليل النتائج الإحصائية التي بينت وجود ارتباط قوي لمعظم البنوك محل الدراسة في سوق المغرب للأوراق المالية، وعليه نرفض الفرضية الثانية التي نصت على أنه (لا يوجد ارتباط بين بنوك المدرجة بسوق المغرب للأوراق المالية)، ونقبل الفرضية البديلة الممكن صياغتها بـ (يوجد ارتباط بين بنوك المدرجة بسوق المغرب للأوراق المالية)، وأن هذا الارتباط لا يحقق فرضية السوق الكفاء، لأن ارتباط الأسعار يتعارض مع مبدأ فرضية السير العشوائي للأسعار التي تؤكد على عدم تأثير الأسعار على بعضها البعض.

ثالثاً: اختبار (Bivariate Correlation) في سوق البحرين للأوراق المالية

ويبين الجدول (4-7) نتائج اختبار معامل الارتباط بيرسون وتضمنت الآتي:

- البنك الأهلي المتحد لديه ارتباط طردي مع المصرف الخليجي التجاري عند مستوى معنوية 5% وليس لديه ارتباط مع باقي البنوك.
- المصرف الخليجي التجاري لديه ارتباط طردي مع كل من البنك الأهلي المتحد وبنك البحرين الإسلامي عند مستوى معنوية 5% و مصرف السلام عند مستوى معنوية 1%.
- بنك البحرين الإسلامي لديه ارتباط طردي مع المصرف الخليجي التجاري عند مستوى معنوية 5% وليس لديه ارتباط مع باقي البنوك.
- بنك البحرين الوطني ليس لديه ارتباط مع باقي البنوك.
- بنك البحرين والكويت وشركة الإثمار القابضة لديهما ارتباط طردي مع بعضهما البعض عند مستوى معنوية 5% وليس لديهما ارتباط مع باقي البنوك.
- مصرف السلام لديه ارتباط طردي مع المصرف الخليجي التجاري عند مستوى معنوية 1% فقط.

جدول (4-7) معامل الارتباط بين بنوك سوق البحرين للأوراق المالية للفترة محل

الدراسة (2016/04/01 - 2017/03/31)

		البنك الأهلي المتحد	المصرف الخليجي التجاري	بنك البحرين الإسلامي	بنك البحرين الوطني	بنك البحرين والكويت	شركة الإثمار القابضة	مصرف السلام
البنك الأهلي المتحد	معامل الارتباط	1	0,296*	-0,019	-0,037	0,109	0,115	0,044
المصرف الخليجي التجاري	معامل الارتباط	0,296*	1	0,326*	-0,107	0,068	-0,175	0,370**
بنك البحرين الإسلامي	معامل الارتباط	-0,019	0,326*	1	0,109	-0,027	-0,041	0,203
بنك البحرين الوطني	معامل الارتباط	-0,037	-0,107	0,109	1	0,167	-0,020	-0,199
بنك البحرين والكويت	معامل الارتباط	0,109	0,068	-0,027	0,167	1	0,288*	-0,079
شركة الإثمار القابضة	معامل الارتباط	0,115	-0,175	-0,041	-0,020	0,288*	1	0,033
مصرف السلام	معامل الارتباط	0,044	0,370**	0,203	-0,199	-0,079	0,033	1

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS 16.0

بعد تحليل النتائج الإحصائية التي بينت وجود ارتباط قوي لمعظم البنوك محل الدراسة في سوق البحرين للأوراق المالية، وعليه نرفض الفرضية الثانية، ونقبل الفرضية البديلة الممكن صياغتها بـ (يوجد ارتباط بين بنوك المدرجة بسوق البحرين للأوراق المالية)، وأن هذا الارتباط للأسعار يتعارض مع مبدأ فرضية السير العشوائي للأسعار التي تؤكد على عدم تأثير الأسعار على بعضها البعض مما لا يحقق فرضية السوق الكفاء.

رابعاً: اختبار (Bivariate Correlation) في سوق عمان للأوراق المالية

ويبين الجدول (4-8) نتائج اختبار معامل الارتباط بيرسون وتضمنت الآتي:

- البنك الإسلامي الأردني لديه ارتباط طردي مع بنك الأردن دبي الإسلامي عند مستوى معنوية 5% وليس لديه ارتباط مع باقي البنوك.
- بنك الإسكان للتجارة والتمويل لديه ارتباط طردي مع كل من بنك الإتحاد والبنك الاستثماري عند مستوى معنوية 5% وليس لديه ارتباط مع باقي البنوك.
- بنك الاستثمار العربي الأردني وبنك المال الأردني لديهما ارتباط طردي متبادل عند مستوى معنوية 5% وليس لديهما ارتباط مع باقي البنوك.
- بنك الأردن دبي الإسلامي لديه ارتباط طردي مع البنك الإسلامي الأردني عند مستوى معنوية 5% وليس لديه ارتباط مع باقي البنوك.
- البنك الاستثماري وبنك المؤسسة العربية لديهما ارتباط طردي مع بنك الإسكان للتجارة والتمويل عند مستوى معنوية 5%
- أما البنوك التالية وهي كل من البنك الأردني الكويتي والبنك التجاري الأردني وبنك الإتحاد وبنك القاهرة عمان وبنك الأردن والبنك الأهلي الأردني ليس لديها أي ارتباط مع أي بنك.

جدول (4-8) معامل الارتباط بين بنوك سوق عمان للأوراق المالية للفترة محل

الدراسة (2016/04/01 - 2017/03/31)

معامل الارتباط	Jo1	Jo2	Jo3	Jo4	Jo5	Jo6	Jo7	Jo8	Jo9	Jo10	Jo11	Jo12	Jo13	Jo14
Jo1	1	-0,046	-0,160	-0,189	-0,211	0,299*	0,178	-0,063	0,092	-0,005	0,033	-0,032	-0,205	0,085
Jo2	-0,046	1	-0,154	-0,019	-0,129	0,019	0,118	0,191	0,177	-0,107	0,025	-0,036	0,022	-0,016
Jo3	-0,160	-0,154	1	0,169	0,185	-0,049	-0,120	-0,065	-0,086	0,145	0,149	-0,074	0,109	-0,006
Jo4	-0,189	-0,019	0,169	1	0,132	0,032	-0,126	0,290*	-0,304*	0,150	-0,159	-0,170	0,083	0,090
Jo5	-0,211	-0,129	0,185	0,132	1	-0,233	-0,118	0,080	-0,158	0,281*	-0,158	-0,163	-0,126	-0,120
Jo6	0,299*	0,019	-0,049	0,032	-0,233	1	0,032	0,117	-0,176	-0,100	-0,068	-0,211	-0,093	0,242
Jo7	0,178	0,118	-0,120	-0,126	-0,118	0,032	1	0,132	-0,059	0,066	0,251	0,156	0,012	-0,113
Jo8	-0,063	0,191	-0,065	0,290*	0,080	0,117	0,132	1	-0,269	0,072	0,037	-0,233	0,112	0,002
Jo9	0,092	0,177	-0,086	-0,304*	-0,158	-0,176	-0,059	-0,269	1	-0,106	-0,080	-0,055	-0,069	-0,116
Jo10	-0,005	-0,107	0,145	0,150	0,281*	-0,100	0,066	0,072	-0,106	1	-0,110	0,112	-0,160	-0,071
Jo11	0,033	0,025	0,149	-0,159	-0,158	-0,068	0,251	0,037	-0,080	-0,110	1	0,005	-0,010	-0,102
Jo12	-0,032	-0,036	-0,074	-0,170	-0,163	-0,211	0,156	-0,233	-0,055	0,112	0,005	1	0,017	0,050
Jo13	-0,205	0,022	0,109	0,083	-0,126	-0,093	0,012	0,112	-0,069	-0,160	-0,010	0,017	1	0,049
Jo14	0,085	-0,016	-0,006	0,090	-0,120	0,242	-0,113	0,002	-0,116	-0,071	-0,102	0,050	0,049	1

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS 16.0

بعد تحليل النتائج الإحصائية التي بينت وجود ارتباط قوي لمعظم البنوك محل الدراسة في

سوق عمان للأوراق المالية، وعليه نقوم برفض الفرضية الثانية وقبول الفرضية البديلة الممكن

صياغتها بـ (يوجد ارتباط بين بنوك المدرجة بسوق عمان للأوراق المالية)، وأن هذا الارتباط

للأسعار يتعارض مع مبدأ فرضية السير العشوائي للأسعار التي تؤكد على عدم تأثير الأسعار

على بعضها البعض مما لا يحقق فرضية السوق الكفاء.

المطلب الثالث: اختبار ARIMA لتقدير الأسعار المستقبلية في الأسواق المالية محل الدراسة

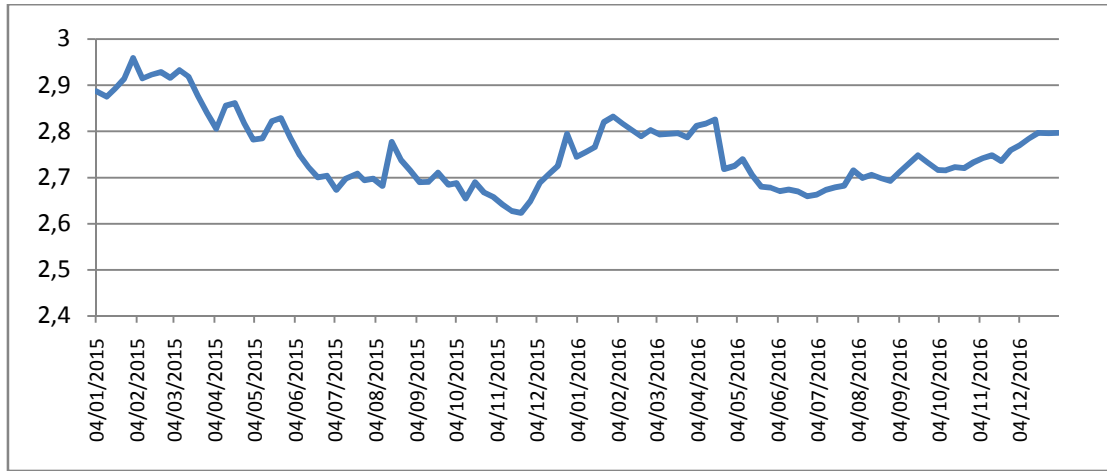
تهدف هذه الفرضية إلى قياس السلسلة الزمنية السابقة لأسعار الأسهم السوقية في السوق محل الدراسة من أجل تقدير الأسعار المستقبلية ويتم ذلك من خلال اعتماد احد النماذج العامة للتنبؤ التي اكتشفها العالمان (Box and Jenkins) في عام 1970 والذي يطلق عليه اسم نموذج الانحدار الذاتي والمتوسطات المتحركة المتكاملة (Auto Regressive Integrated Moving Average Models) (ARIMA)

وهي تعد من أهم الأساليب المعتمدة في تحليل السلاسل الزمنية وآلية عمل هذا النموذج تتمثل بأن يقوم النموذج برسم السلسلة الزمنية الأصلية المراد التنبؤ بها ومن ثم يحدد نمط دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الجزئي PACF التي يفضل أن تكون من الدرجة الأولى كونها أكثر ملائمة مع نموذج الانحدار الذاتي والمتوسطات المتحركة المتكاملة ومن ثم سوف نحصل على النموذج بشكل صيغة رياضية خاصة، يمكن استخدامها في التنبؤ الإحصائي، ويدل على إنه بمعرفة قيمة وحيدة في السلسلة باستخدام مثل هذا النموذج نستطيع التنبؤ بالقيمة التي تليها مباشرة ومن ثم القيم المستقبلية المتتالية بمعدل خطأ بسيط ولكن قبل ذلك يجب التحقق من ملائمة هذا النموذج لبيانات السلسلة الزمنية وبالنظر إلى النتائج التي سنحصل عليها سيتضح إنه لا يوجد مشكلة واضحة تدل على عدم ملائمة هذا النموذج للبيانات ولكن للتأكد من ذلك لا بد من التحقق من الأخطاء Residuals بحثاً عن أي انتهاك للشروط المطلوبة لصحة اعتماد هذا النموذج والتي أهمها هي أن تكون الأخطاء التي يظهرها النموذج غير مترابطة ذاتياً وفي هذه الحالة يحسن التحقق من عدم وجود معاملات معنوية كثيرة تتجاوز حدود الثقة البالغة 95 % ودالة الترابط الجزئي ACF في كل من دالتي الترابط الذاتي PACF .

- وان إعداد هذا النموذج الخاص بالتنبؤ يتطلب إجراء عدة خطوات، فمن أجل التنبؤ بالأسعار المستقبلية للثلاثي الأول من عام 2017 لعينة الدراسة في الأسواق المالية محل الدراسة محل الدراسة وهي كل من سوق عمان، البحرين، المغرب والجزائر للأوراق المالية يتوجب الآتي:
1. رسم السلسلة الزمنية الأصلية التي سيتم اعتمادها من أجل التنبؤ وهي سلسلة الأسعار للشركات المدرجة في الأسواق محل الدراسة.
 2. رسم دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الجزئي PACF.
 3. صياغة النموذج بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9 وفق اختبار (ARIMA).
 4. إجراء التنبؤ لكافة مفردات السلسلة الزمنية بالاعتماد على الصيغة الرياضية للنموذج من أجل الحصول على بيانات السلسلة الزمنية المتوقعة للأسعار للثلاثي الأول من عام 2017.
 5. رسم السلسلة الزمنية المتوقعة مع السلسلة الزمنية الأصلية لمعرفة درجة التقارب بين الأسعار الأصلية والمستقبلية.

أولاً: اختبار سوق عمان للأوراق المالية

عند إجراء الاختبار لأسعار أسهم البنوك المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية والممثلة لقطاع البنوك يتضح من الشكل رقم (4-28) شكل السلسلة الزمنية الأصلية.



شكل رقم (4-28): يوضح السلسلة الزمنية الأصلية لأسعار أسهم عينة الدراسة في سوق

عمان للأوراق المالية (أسعار الإغلاق الأسبوعية للأسهم للفترة محل الدراسة)

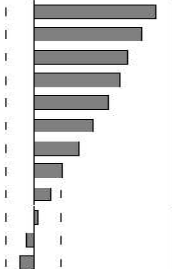
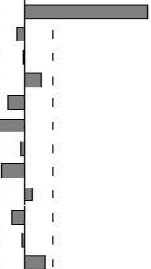
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على أسعار السلسلة الزمنية الأصلية الممثلة لعينة الدراسة

في سوق عمان للأوراق المالية.

ويتضح من شكل رقم (4-29): الذي يوضح نمط دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الجزئي

.PACF

Correlogram of JORDON_F

Date: 05/01/17 Time: 13:34 Sample: 1/04/2015 3/19/2017 Included observations: 103						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.895	0.895	84.980	0.000
		2	0.789	-0.063	151.63	0.000
		3	0.692	-0.010	203.47	0.000
		4	0.630	0.115	246.82	0.000
		5	0.551	-0.126	280.35	0.000
		6	0.438	-0.216	301.71	0.000
		7	0.329	-0.028	313.90	0.000
		8	0.209	-0.180	318.85	0.000
		9	0.124	0.048	320.61	0.000
		10	0.030	-0.099	320.72	0.000
		11	-0.051	-0.020	321.02	0.000
		12	-0.100	0.145	322.21	0.000

شكل رقم (4-29): يوضح نمط دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الجزئي PACF

لسوق عمان للأوراق المالية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

يتضح من رسم دالتي الترابط الذاتي والجزئي لسلسلة الأخطاء انه لا يوجد أي اختراق لفروض النموذج وبالتالي يمكننا أن نعتد هذا النموذج في التنبؤ بالأسعار المستقبلية.

وباستخدام نموذج ARIMA وفق برنامج Eviews 9 تم الحصول على النتائج المبينة في

الشكل (4-30)

Dependent Variable: D_JORDON Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG - BHHH) Date: 04/25/17 Time: 22:17 Sample: 1/11/2015 12/25/2016 Included observations: 103 Convergence achieved after 25 iterations Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR(5)	0.227448	0.123203	1.846116	0.0678
SIGMASQ	0.000679	6.07E-05	11.18975	0.0000
R-squared	0.051989	Mean dependent var		-0.000874
Adjusted R-squared	0.042603	S.D. dependent var		0.026889
S.E. of regression	0.026310	Akaike info criterion		-4.415931
Sum squared resid	0.069914	Schwarz criterion		-4.364771
Log likelihood	229.4204	Hannan-Quinn criter.		-4.395209
Durbin-Watson stat	2.111788			
Inverted AR Roots	.74	.23+.71i	.23-.71i	-.60-.44i
	-.60+.44i			

شكل رقم (4-30): يوضح النموذج المختار في التنبؤ في الأسعار المستقبلية من بين الحالات

الممكنة لتقدير النموذج.

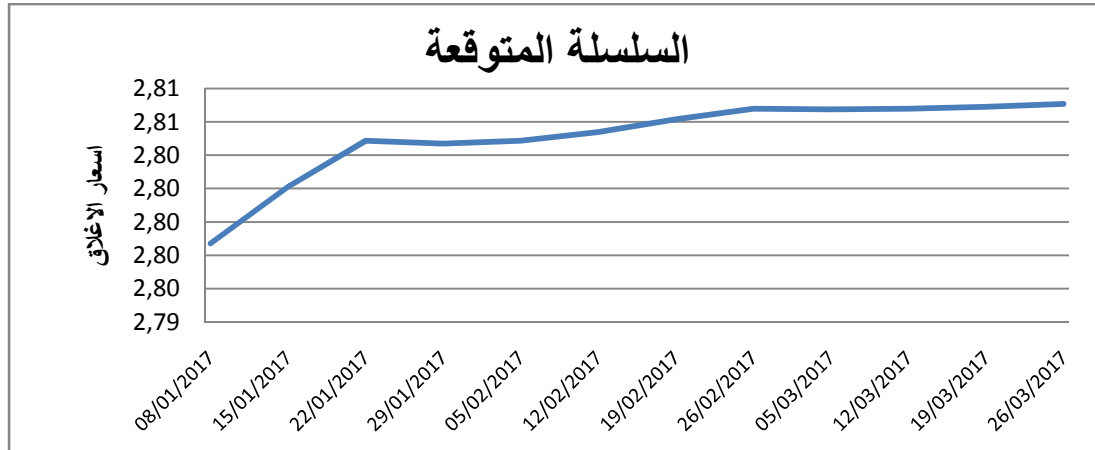
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

بعد وجود السيروية غير مستقرة في مستواها ووجود جذر أحادي مما تطلب نزع الفروقات من

الدرجة الأولى لتصبح مستقرة تم اختيار AR (5) كأحسن سيروية لأنه يمثل أصغر قيمة

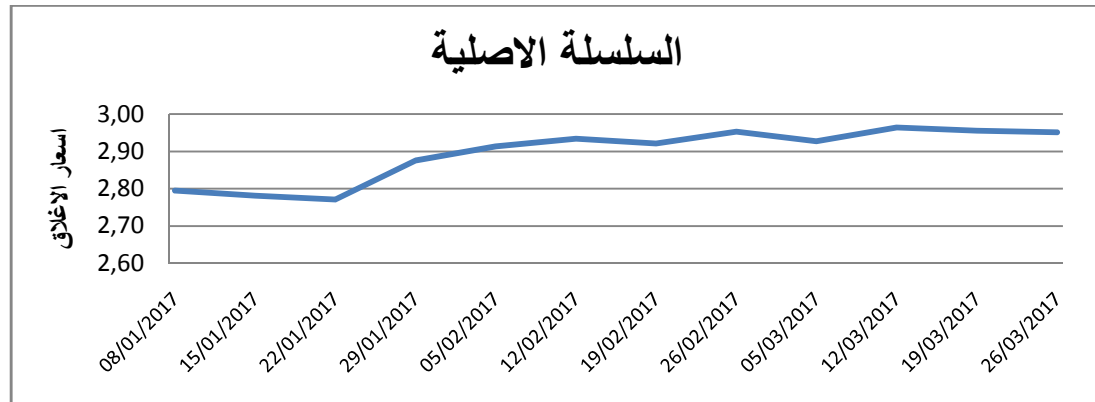
لـ: Akaike info criterion.

وبعد إجراء التنبؤ وفق نموذج ARIMA ظهرت النتائج المبينة في الشكل (4-31) والتي تمثل الأسعار التي تم التوقع بها للثلاثي الأول من عام 2017 باستخدام نموذج ARIMA وبمقارنة النتائج في الشكل (4-32) الذي يمثل الأسعار الفعلية للثلاثي الأول من عام 2017.



شكل رقم (4-31): يبين السلسلة الزمنية المتوقعة لأسعار أسهم البنوك في سوق عمان للأوراق المالية.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 Eviews للسلسلة الزمنية المتوقعة



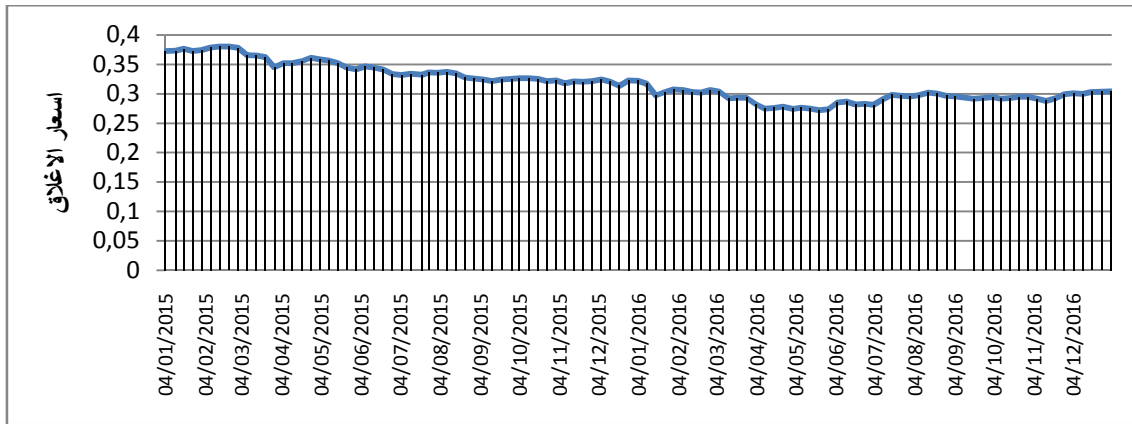
شكل رقم (4-32): يبين السلسلة الزمنية الحقيقية لأسعار أسهم البنوك في سوق عمان للأوراق المالية.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على أسعار السلسلة الزمنية الأصلية الممثلة لعينة الدراسة في سوق عمان للأوراق المالية.

هناك تقارب النتائج بدرجة كبيرة مما يمكن لأي مستثمر التوقع بالأسعار المستقبلية من خلال النتائج التي أظهرها النموذج في تقدير الأسعار وبذلك نرفض الفرضية الثالثة ونقبل الفرضية البديلة التي يمكن إن تصاغ تظهر السلسلة الزمنية للأسعار اتجاهها واضحاً مع الزمن، أي يمكن الاعتماد على التحليل الفني لتقدير أسعار الأسهم المستقبلية بالاعتماد على الفترات السابقة من السلسلة الزمنية للأسعار، وإن هذا التقدير للأسعار لا يحقق فرضية السوق الكفاء، لان التنبؤ وتقدير الأسعار يتعارض مع مبدأ فرضية السير العشوائي للأسعار التي تؤكد على عدم تأثير الأسعار على بعضها البعض.

ثانياً: اختبار سوق البحرين للأوراق المالية

عند إجراء الاختبار لأسعار أسهم البنوك المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية والممثلة لقطاع البنوك يتضح من الشكل (4-33) شكل السلسلة الزمنية الأصلية.



شكل رقم (4-33): يوضح السلسلة الزمنية الأصلية لأسعار أسهم عينة الدراسة في سوق

البحرين للأوراق المالية (أسعار الإغلاق الأسبوعية للأسهم للفترة محل الدراسة)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على أسعار السلسلة الزمنية الأصلية الممثلة لعينة الدراسة في سوق البحرين للأوراق المالية.

يتضح من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الجزئي PACF لسلسلة الأخطاء المبينة في الشكل التالي انه لا يوجد أي اختراق لفروض النموذج وبالتالي يمكننا أن نعتمد هذا النموذج في التنبؤ بالأسعار المستقبلية.

Correlogram of BAHRAYN_F

Date: 05/01/17 Time: 13:33 Sample: 1/04/2015 3/19/2017 Included observations: 103						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.963	0.963	98.230	0.000
		2	0.920	-0.085	188.90	0.000
		3	0.885	0.079	273.58	0.000
		4	0.847	-0.063	352.03	0.000
		5	0.803	-0.095	423.26	0.000
		6	0.757	-0.053	487.15	0.000
		7	0.717	0.054	545.08	0.000
		8	0.684	0.062	598.36	0.000
		9	0.649	-0.045	646.75	0.000
		10	0.611	-0.028	690.18	0.000
		11	0.574	-0.039	728.93	0.000
		12	0.539	-0.010	763.51	0.000

شكل رقم (4-34): يوضح نمط دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الجزئي PACF

لسوق البحرين للأوراق المالية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

وباستخدام نموذج ARIMA وفق برنامج Eviews 9 تم الحصول على النتائج المبينة في الجدول (4-34).

Dependent Variable: D_BAHRAYN Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG - BHHH) Date: 04/25/17 Time: 22:32 Sample: 1/11/2015 12/25/2016 Included observations: 103 Convergence achieved after 6 iterations Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR(2)	-0.179959	0.156580	-1.149309	0.2531
SIGMASQ	2.32E-05	1.93E-06	12.03141	0.0000
R-squared	0.015547	Mean dependent var	-0.000662	
Adjusted R-squared	0.005800	S.D. dependent var	0.004882	
S.E. of regression	0.004867	Akaike info criterion	-7.792676	
Sum squared resid	0.002393	Schwarz criterion	-7.741516	
Log likelihood	403.3228	Hannan-Quinn criter.	-7.771955	
Durbin-Watson stat	1.797359			
Inverted AR Roots	-.00+.42i	-.00-.42i		

شكل رقم (4-35): يوضح النموذج المختار في التنبؤ في الأسعار المستقبلية من بين الحالات

الممكنة لتقدير النموذج لسوق البحرين للأوراق المالية .

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

بعد وجود السيروية غير مستقرة في مستواها ووجود جذر أحادي مما تطلب نزع الفروقات من

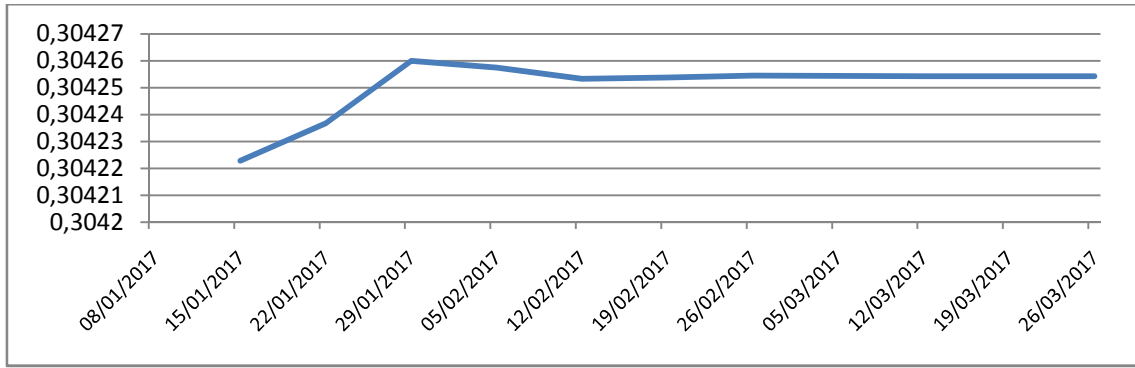
الدرجة الأولى لتصبح مستقرة تم اختيار AR(2) كأحسن سيروية لأنه يمثل أصغر قيمة لـ Akaike

.info criterion

وبعد إجراء التنبؤ وفق نموذج ARIMA ظهرت النتائج المبينة في الشكل (4-36) والتي

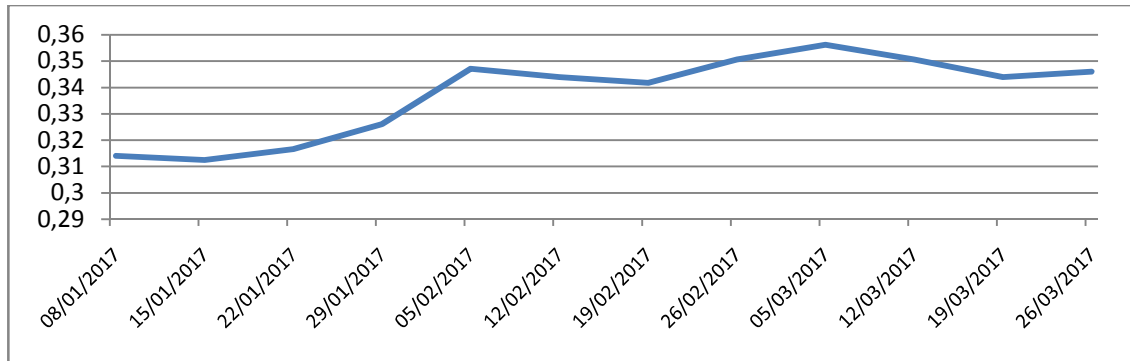
تمثل الأسعار المتوقعة باستخدام نموذج ARIMA للثلاثي الأول من عام 2017 وبمقارنة النتائج

في الشكل (4-37) الذي يمثل الأسعار الفعلية للثلاثي الأول من عام 2017.



شكل رقم (4-36): يبين السلسلة الزمنية المتوقعة لأسعار أسهم البنوك في سوق البحرين للأوراق المالية.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 EvIEWS للسلسلة الزمنية المتوقعة



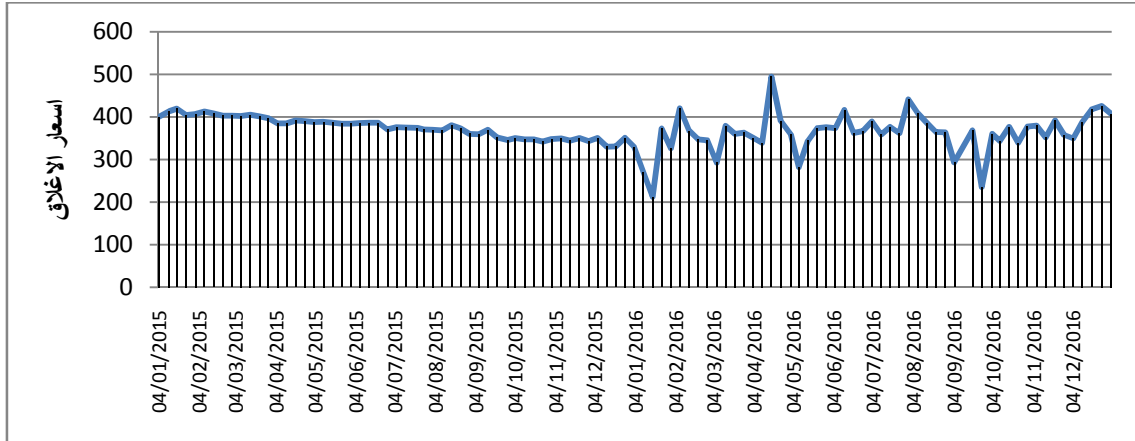
شكل رقم (4-37): يبين السلسلة الزمنية الحقيقية لأسعار أسهم البنوك في سوق البحرين للأوراق المالية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على أسعار السلسلة الزمنية الأصلية الممثلة لعينة الدراسة في سوق البحرين للأوراق المالية.

نرى تقارب النتائج بدرجة كبيرة مع وجود نسبة من ضئيلة جدا من الاختلاف إلا انه يمكن التوقع بالأسعار المستقبلية من خلال النتائج التي أظهرها النموذج في تقدير الأسعار وبذلك نرفض الفرضية الثالثة ونقبل الفرضية البديلة التي يمكن إن تصاغ تظهر السلسلة الزمنية للأسعار اتجاهها واضحاً مع الزمن، أي يمكن الاعتماد على التحليل الفني لتقدير أسعار الأسهم المستقبلية بالاعتماد على الفترات السابقة، وان هذا التقدير للأسعار لا يحقق فرضية السوق الكفاء، لان التنبؤ وتقدير الأسعار يتعارض مع مبدأ فرضية السير العشوائي للأسعار.

ثالثاً: اختبار سوق المغرب للأوراق المالية

عند إجراء الاختبار لأسعار أسهم البنوك المدرجة في سوق المغرب للأوراق المالية والممثلة لقطاع البنوك يتضح من الشكل (4-38) شكل السلسلة الزمنية الأصلية.



شكل رقم (4-38): يوضح السلسلة الزمنية الأصلية لأسعار أسهم عينة الدراسة في سوق

المغرب للأوراق المالية (أسعار الإغلاق الأسبوعية للأسهم للفترة محل الدراسة)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على أسعار السلسلة الزمنية الأصلية الممثلة لعينة الدراسة في سوق المغرب للأوراق المالية.

يتضح من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الجزئي PACF لسلسلة الأخطاء

المبينة في الشكل الموالي انه لا يوجد أي اختراق لفروض النموذج وبالتالي يمكننا أن نعتمد هذا النموذج في التنبؤ بالأسعار المستقبلية.

Correlogram of MAGHRIB_F

Date: 05/01/17 Time: 13:34 Sample: 1/04/2015 3/19/2017 Included observations: 116						
Autocorrelation		Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.423	0.423	21.283	0.000
		2	0.403	0.273	40.777	0.000
		3	0.156	-0.110	43.719	0.000
		4	0.237	0.143	50.588	0.000
		5	0.258	0.185	58.787	0.000
		6	0.183	-0.067	62.958	0.000
		7	0.249	0.131	70.766	0.000
		8	0.222	0.114	76.992	0.000
		9	0.223	-0.019	83.362	0.000
		10	0.265	0.143	92.399	0.000
		11	0.147	-0.063	95.231	0.000
		12	0.084	-0.157	96.152	0.000

شكل رقم (4-39): يوضح نمط دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الجزئي PACF

لسوق المغرب للأوراق المالية.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

وباستخدام نموذج ARIMA تم الحصول على النتائج المبينة في شكل التالي:

Dependent Variable: MAGHRIB Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG - BHHH) Date: 04/25/17 Time: 23:13 Sample: 1/04/2015 12/25/2016 Included observations: 104 Convergence achieved after 35 iterations Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR(1)	0.999806	0.001149	869.9332	0.0000
MA(1)	-0.770839	0.053321	-14.45653	0.0000
SIGMASQ	1176.739	84.83304	13.87123	0.0000
R-squared	0.177506	Mean dependent var		368.8874
Adjusted R-squared	0.161219	S.D. dependent var		38.00771
S.E. of regression	34.80936	Akaike info criterion		10.02197
Sum squared resid	122380.8	Schwarz criterion		10.09825
Log likelihood	-518.1423	Hannan-Quinn criter.		10.05287
Durbin-Watson stat	1.811980			
Inverted AR Roots	1.00			
Inverted MA Roots	.77			

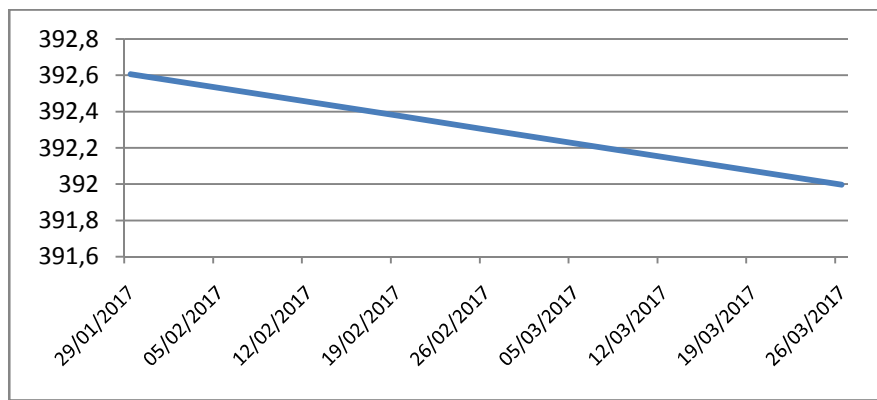
شكل رقم (4-40): يوضح النموذج المختار في التنبؤ في الأسعار المستقبلية من بين الحالات

الممكنة لتقدير النموذج لسوق المغرب للأوراق المالية .

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

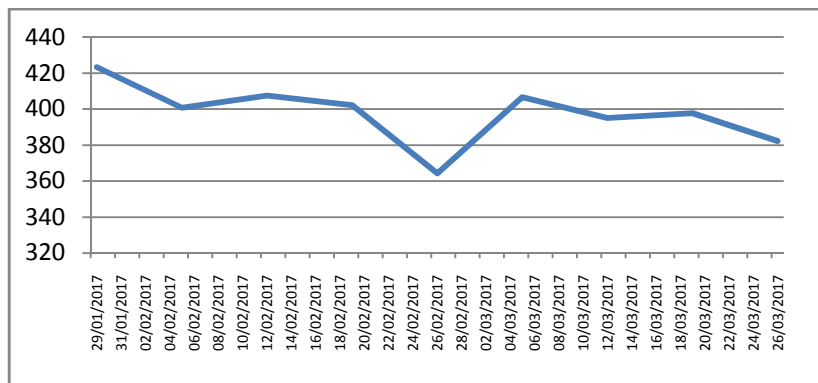
بعد وجود السيروية غير مستقرة في مستواها ووجود جذر أحادي مما تطلب نزع الفروقات من الدرجة الأولى لتصبح مستقرة تم اختيار (1.1) ARMA كأحسن سيروية لأنه يمثل أصغر قيمة لـ Akaike info criterion.

وبعد إجراء التنبؤ وفق نموذج ARIMA ظهرت النتائج المبينة في الشكل (4-41) والتي تمثل الأسعار المتوقعة للثلاثي الأول من عام 2017 وبمقارنة النتائج في الشكل (4-42) الذي يمثل الأسعار الفعلية للثلاثي الأول من عام 2017.



شكل رقم (4-41): يبين السلسلة الزمنية المتوقعة لأسعار أسهم البنوك في سوق المغرب للأوراق المالية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 Eviews للسلسلة الزمنية المتوقعة



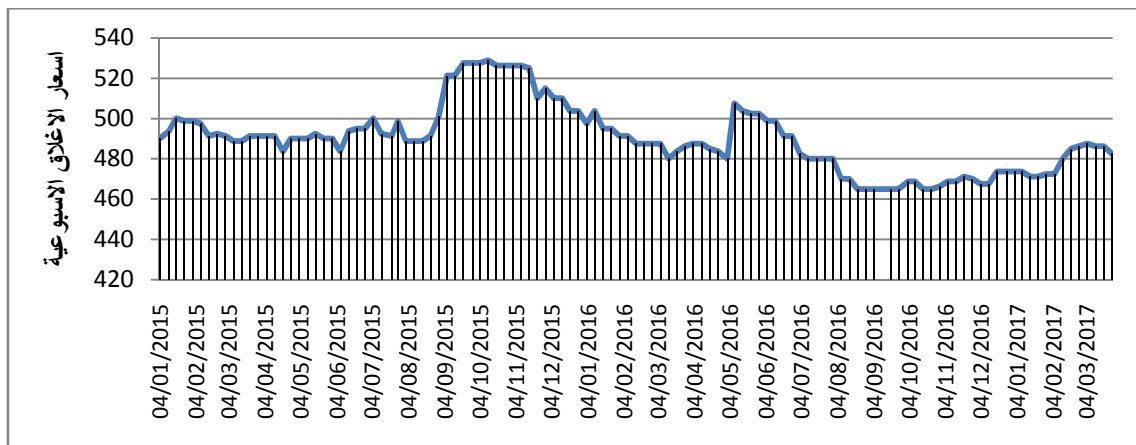
شكل رقم (4-42): يبين السلسلة الزمنية الحقيقية لأسعار أسهم البنوك في سوق المغرب للأوراق المالية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على أسعار السلسلة الزمنية الأصلية الممثلة لعينة الدراسة في سوق المغرب للأوراق المالية.

نرى تقارب النتائج بدرجة كبيرة بين السلسلة الأصلية والسلسلة المتوقعة، حيث الاتجاه العام للأسعار لفترة الدراسة نزولي في كل من السلسلتين المتوقعة والأصلية، وعليه يمكن التوقع بالأسعار المستقبلية من خلال النتائج التي أظهرها النموذج في تقدير الأسعار وبذلك نرفض الفرضية الثالثة ونقبل الفرضية البديلة التي يمكن إن تصاغ تظهر السلسلة الزمنية للأسعار اتجاهها واضحاً مع الزمن، أي يمكن الاعتماد على التحليل الفني لتقدير أسعار الأسهم المستقبلية بالاعتماد على الفترات السابقة من السلسلة الزمنية للأسعار، وإن هذا التقدير للأسعار لا يحقق فرضية السوق الكفاء، لأن التنبؤ وتقدير الأسعار يتعارض مع مبدأ فرضية السير العشوائي للأسعار.

ثالثاً: اختبار سوق الجزائر للأوراق المالية.

عند إجراء الاختبار لأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الجزائر للأوراق المالية والممثلة لقطاع البنوك يتضح من الشكل (4-43) شكل السلسلة الزمنية الأصلية.



شكل رقم (4-43): يوضح السلسلة الزمنية الأصلية لأسعار أسهم عينة الدراسة في سوق

الجزائر للأوراق المالية (أسعار الإغلاق الأسبوعية للأسهم للفترة محل الدراسة)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على أسعار السلسلة الزمنية الأصلية الممثلة لعينة الدراسة في سوق الجزائر للأوراق المالية.

الشكل الموالي يوضح نمط دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الجزئي PACF لسوق الجزائر للأوراق المالية.

Correlogram of D_ALGERIA

Date: 05/01/17 Time: 16:38						
Sample: 1/04/2015 3/19/2017						
Included observations: 103						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.117	-0.117	1.4635	0.226
		2	0.146	0.134	3.7393	0.154
		3	0.012	0.044	3.7543	0.289
		4	-0.027	-0.042	3.8319	0.429
		5	0.016	0.001	3.8612	0.570
		6	0.075	0.090	4.4914	0.610
		7	-0.006	0.010	4.4958	0.721
		8	-0.121	-0.153	6.1606	0.629
		9	0.013	-0.020	6.1810	0.722
		10	0.054	0.111	6.5248	0.769
		11	-0.091	-0.076	7.4949	0.758
		12	0.037	-0.032	7.6538	0.812

شكل رقم (4-44): يوضح نمط دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الجزئي PACF

لسوق الجزائر للأوراق المالية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 Eviews

يتضح من رسم دالتي الترابط الذاتي والجزئي لسلسلة الأخطاء انه يوجد اختراق لفروض النموذج

وبالتالي لا يمكننا أن نعتد هذا النموذج وذلك راجع لعدم استقرارية السلسلة الزمنية لأسعار أسهم

الشركات المدرجة محل الدراسة في سوق الجزائر للأوراق المالية.

خلاصة الفصل:

شهدت معظم البورصات العربية تراجعاً في أدائها خلال السنوات الأخيرة، وخصوصاً في الأسواق الخليجية نتيجة الانخفاض المستمر في أسعار النفط العالمية والذي بدأ في النصف الثاني من عام 2014، بالإضافة إلى تراجع توقعات أداء الاقتصاديات الناشئة وتحديداً الاقتصاد الصيني إلى جانب تداعيات رفع أسعار الفائدة الأمريكية وماله من آثار على أداء أسواق المال في الاقتصاديات الناشئة والنامية، وتشير الأرقام الصادرة عن صندوق النقد العربي إلى أن مؤشر صندوق النقد العربي المركب للأسواق المالية العربية مقيماً بالدولار الأمريكي قد انخفض بنسبة 16.3% خلال العام 2015، كما انخفض مؤشر البورصات العربية S&P AFE 40 خلال عام 2015، والذي أطلقه اتحاد البورصات العربية بالتعاون مع مؤسسة ستاندرد آند بورز بنسبة 15.5% وخلال عام 2015 تراجعت جميع مؤشرات أسعار الأسهم للأسواق المالية العربية مقيمة بالعملة المحلية كما انخفضت مؤشرات أسعار الأسهم في كل من بورصة قطر وبورصة البحرين وبورصة الدار البيضاء وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 15.1 % و 14.8% و 14.8% و 14.1 % و 7.2 % و 4.9 % على التوالي، أما بورصة عمان فقد سجلت أدنى نسب انخفاض خلال العام مقارنة مع بقية الأسواق المالية العربية حيث انخفضت بنسبة 1.3 %.

وبعد الاختبارات الثلاثة لقياس ومعرفة مستوى الكفاءة وعلاقتها بالتحليل في الأسواق المالية محل الدراسة توضح أنه لا توجد كفاءة عند المستوى الضعيف في كل من بورصة عمان، بورصة البحرين، بورصة المغرب وبورصة الجزائر وذلك استناداً على نتيجة كل اختبار على حدى.

خاتمة

خاتمة:

خلاصة الدراسة:

إن وجود سوق للأوراق المالية يعتبر أداة مهمة وفاعلة لتوفير وتقديم المال وتعبئة المدخرات، للمنظمات والشركات العامة والخاصة، مما قد يساعد الشركات الناجحة في الحصول على التمويل اللازم للتوسع في نشاطها من خلال توجيه الافراد إلى شراء أسهم هذه الشركات، ومن ثم إعادة استثمارها وتوجيهها إلى الافراد ومنظمات الاعمال.

تمثل أسواق الأوراق المالية أبرز الأسواق المالية لما تقدمه من سيولة في النظام المالي، وتتميز بتنظيم خاص يسهر على ضمان سلامة المعاملات وحماية المستثمرين من التجاوزات المحملة، كما تعتبر سوق الأوراق المالية مؤشرا للمناخ الاستثماري والاقتصادي لكل دولة من الدول عن طريق تجميع المدخرات وتخصيصها إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا ماليا، كما تعمل البورصة على التخفيف من تأثير الضغوط التضخمية الناجمة عن الاقبال على موارد المصارف بالتوسع في منح الائتمان، لذلك فإنه من الضروري تأسيس هذه الأسواق على أسس سليمة لكي تؤدي هدفها بالصورة المطلوبة.

إن وجود سوق للأوراق المالية يحتاج إلى أدوات ومن بين أهم هذه الأدوات الكوادر الادارية العاملة في البورصة بحيث تكون هذه الكوادر على درجة عالية من التأهيل والخبرة لكي تمارس نشاطها بفاعلية وكفاءة.

إن الاهتمام بالأسواق يجب أن يوازي الاهتمام بتطوير القطاعات الاقتصادية الأخرى الصناعية والخدمية، مع الأخذ في الاعتبار جميع الخطوات الأساسية مثل تحديد الأهداف بالنسبة

للمستثمر، تحليل القوائم المالية، التعرف على الأصول الواجب الاستثمار فيها، وكذلك دور تقييم المحفظة الاستثمارية.

ويعتبر الهدف الرئيسي لأي مستثمر عند إقدامه على الاستثمار في الأوراق المالية هو تحقيق أعلى عائد بأقل مخاطرة ممكنة، حيث نجد أن مبدأ الاستثمار يقوم على أنه كلما ارتفع العائد كلما ارتفعت المخاطرة، لذلك فإن المستثمر عند توقعه للعائد من الاستثمار فإنه ينظر إلى مقدار المخاطرة المصاحبة لذلك العائد، وتختلف المخاطرة باختلاف الشركات في كل قطاع وباختلاف القطاعات التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للورقة المالية.

حيث تكتسب المعلومة أهمية كبيرة في بورصة الأوراق المالية، كما ترتبط بحركة أسعار الأوراق المالية، فالاستثمار في بورصة الأوراق المالية يتطلب من المستثمر الإلمام بمختلف المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية.

وبالتالي فإن توفير هذه المعلومات وتحليلها في وقتها المناسب ينعكس على سعر الورقة المالية، ويهدف إلى اتخاذ القرار المناسب ومنه يمكن التمييز بين تحليلين للأوراق المالية، التحليل الأساسي الذي يقوم بدوره بدراسة شاملة للمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر في أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في البورصة، إذ يعتمد على تحليل الظروف الاقتصادية المحلية والدولية، وعلى مستويات متعددة، إذ يبدأ التحليل الأساسي في ظل مدخل التحليل من الأعلى إلى الأسفل بمرحلة تحليل الظروف الاقتصادية الكلية ثم تحليل الصناعة لكي يصل في الأخير إلى مرحلة تحليل المؤسسة بهدف التعرف على عائدها المتوقع والمخاطرة المصاحبة له، والتحليل الفني الذي يهتم بتتبع حركة الأسعار قصد تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ قرار الشراء أو البيع، وذلك عن طريق رصد نمط لحركة الأسعار يمكن من خلاله التنبؤ باتجاهها مستقبلاً، إذ يعتمد على فكرة أساسية هي أن التاريخ يعيد نفسه، فهو لا يؤمن بالحركة العشوائية للأسعار.

وتمثل المعلومات المالية جزءاً رئيسياً من تلك المعلومات التي تساهم في بناء حركة التداول في السوق، وما يرتبط بها من مؤشرات، حيث أنها تعتبر مادة القرار فإذا كانت العملية الإنتاجية تحتاج إلى مادة أولية فإن مادة اتخاذ القرار هي المعلومات والبيانات التي يتوفر عليها متخذ القرار. إن مفهوم كفاءة سوق رأس المال ناتج للتطورات التي عرفت أسواق رأس المال، وقد أثار هذا المفهوم الكثير من الجدل والتساؤلات حول مدلوله وكيفية صياغته وتبنيه.

كما لا يمكننا الفصل بين كفاءة سوق رأس المال ومدى توفر البيانات والمعلومات الضرورية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات يتضح من ذلك أن للمعلومة التي يتحصل عليها المتعامل في سوق رأس المال دور أساسي في تحديد طبيعة المعاملات، وتحديد القرارات الاستثمارية المناسبة، ذلك أنها تعد الأساس الذي يعتمد عليه في اتخاذ قرار شراء أو بيع ورقة مالية معينة، كما أن طبيعة المعلومة في حد ذاتها تحدد درجة كفاءة سوق رأس المال، والتي تظهر في صيغ مختلفة، إذ يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاث مستويات، حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقاً، بتقسيم كفاءة سوق رأس المال إلى ثلاثة مستويات، حيث يتحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة لذلك سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى كل من المعلومات والكفاءة وكذلك توضيح الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال، والتي تحددها نوع وطبيعة المعلومة التي تصل إلى السوق.

نتائج اختبار الفرضيات

بالعودة إلى فرضيات الدراسة، وبالاعتماد على النتائج المتوصل إليها من خلال عرض الإطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية وتحليل نتائج اختبارات كفاءة الأسواق المالية العربية محل الدراسة:

الفرضية الأولى: لا يوجد ارتباط متسلسل بين أسعار إغلاق الأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة للفترة الحالية وأسعار إغلاقها للفترة الزمنية السابقة بمعنى إن أسعار إغلاق الأسهم تتصف بالاستقلالية وهي بذلك تتبع فرضية السير العشوائي أي أن هذه الأسواق تتميز بكفاءتها عند المستوى الضعيف على الأقل.

توصلنا إلى إثبات خطأ هذه الفرضية وذلك بعد القيام باختبار Run Test والذي يختبر استقلالية الأسعار في الأسواق المالية العربية محل الدراسة وتوصلنا إلى قبول الفرضية البديلة والمتمثلة في وجود ارتباط متسلسل بين أسعار إغلاق الأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة للفترة الحالية وأسعار إغلاقها للفترة الزمنية السابقة بمعنى إن أسعار إغلاق الأسهم لا تتصف بالاستقلالية وهي بذلك لا تتبع فرضية السير العشوائي أي أن هذه الأسواق لا تتميز بكفاءتها عند المستوى الضعيف.

الفرضية الثانية: لا يوجد ارتباط بين الشركات المدرجة في كل سوق من الأسواق المالية العربية محل الدراسة، هذا يؤكد مبدأ فرضية السير العشوائي للأسعار أي أن هذه الأسواق تتصف بالكفاءة.

من خلال الدراسة التطبيقية، أي من خلال الاختبار الثاني والمتمثل Bivariate Correlation بالتحديد معامل الارتباط لبيرسون للأسواق المالية العربية محل الدراسة توصلنا إلى إثبات عدم

صحة هذه الفرضية، وقبول الفرضية البديلة والمصاغة كما يلي يوجد ارتباط بين الشركات المدرجة في كل سوق من الأسواق المالية العربية محل الدراسة، هذا يؤكد عدم وجود فرضية السير العشوائي للأسعار أي أن هذه الأسواق لا تتصف بالكفاءة.

الفرضية الثالثة: لا تظهر الأسعار التاريخية (السلسلة الزمنية) في كل سوق من الأسواق المالية العربية محل الدراسة اتجاهها واضحاً مع الزمن، أي لا يمكن الاعتماد على التحليل الفني لتقدير أسعار الأسهم المستقبلية بالاعتماد على الفترات السابقة من السلسلة الزمنية للأسعار.

توصلنا إلى إثبات خطأ هذه الفرضية وذلك بعد القيام بالتنبؤ بالأسعار عن طريق نموذج ARIMA مما ينفي صحة الفرضية ويؤكد قبول الفرضية البديلة والمتمثلة في يمكن الاعتماد على التحليل الفني لتقدير أسعار الأسهم المستقبلية بالاعتماد على الفترات السابقة من السلسلة الزمنية للأسعار وهي بذلك تنفي فرضية السير العشوائي أي أن هذه الأسواق لا تتميز بكفاءتها عند المستوى الضعيف.

نتائج البحث:

تم ابراز من خلال هذه الدراسة أهمية أسواق الأوراق المالية البالغة وكيفية تفعيل وتطوير كفاءتها، ودراسة علاقة التحليل في الأسواق المالية بمفهوم الكفاءة وبإسقاط موضوع الدراسة على الأسواق المالية العربية محل الدراسة التي تعد من البورصات الناشئة والتي تحتاج لجهود مكثفة لتطوير كفاءتها يمكن التوصل للنتائج التالية والتي يمكن تقسيمها إلى نتائج الجانب النظري وأخرى للجانب التطبيقي.

نتائج الجانب النظري:

1. تختلف مفاهيم كفاءة الأسواق المالية عن المفهوم التقليدي في الإقتصاد نظرا لخصوصية عمل هذه الأسواق، حيث تتميز الأسواق الكفوة بأنها تحقق سرعة إستجابة وتكيف الأسعار السائدة للمعلومات الجديدة المتاحة للمعاملين فيها وكذلك تخفيض تكاليف التبادل لتحقيق التوازن بين الطلب والعرض.
2. لابد من اعتماد إجراءات وأساليب رقابية صارمة سواء داخلية أو خارجية من خلال هيكل الرقابة الداخلية لضمان نشاط أسواق الأوراق المالية بالكفاءة المرجوة في تنفيذ عمليا التداول، والمحافظة على الأوراق المالية وحماية حقوق المستثمرين وإكشاف الأخطاء والقيام بتصحيحها بأقل الخسائر.

3. يقتصر سوق الأسهم في الجزائر على عدد محدود من الشركات المدرجة منها 05 في سوق الأسهم وهي: مجمع صيدال لصناعة الأدوية، الأوراسي للفندقة السياحية، شركة أليانس للتأمينات، وشركة روبية للعصائر والصناعة الغذائية، وتم إدراج حديثا شركة بيوفارم لصناعة الأدوية، وشركة واحدة في سوق السندات وهي مجموعة داخلي للعقارات والسياحة بالإضافة لسندات الخزينة العمومية وهوما يعيق تقدم تطور هذه السوق، حيث

تعرف دائما تفوقا للعرض على الطلب القيم المنقولة المتداولة دون تدخل فوري لتصحيح هذا الانحراف بسبب قلة الطلب ويرجع ذلك إلى قلة المتخصصين في الأوراق المالية والوسطاء الماليين.

4. خص المشرع الجزائري لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها دون غيرها بسلطات تضمن لها الإستقلالية الفعلية في سلطة الرقابة على السوق، وتمارس ثلاثة أنواع من الرقابة، سلطة رقابية على المتدخلين في السوق ورقابة الإعلام على الشركات المدرجة في السوق، والرقابة البعدية التي تمارسها على مدى تطبيق النصوص التشريعية والتنظيمية في السوق.

نتائج الجانب التطبيقي:

إن الأسواق المالية العربية محل الدراسة على اختلاف بداياتها ونشأتها وتطورها وأدائها تعتبر بورصات ناشئة وبعد القيام باختبار كفاءتها من خلال هذه الدراسة والقيام بالاختبارات اللازمة لذلك توصلنا إلى أنها لا تمتاز بالكفاءة عند المستوى الضعيف وذلك بعد:

1. إثبات عدم وجود استقلالية بين أسعار الإغلاق الأسبوعية للفترات السابقة مع أسعار أسهم

الشركات المدرجة الحالية عن طريق اختبار Run Test الذي يقيس مدى وجود استقلالية بين أسعار الأسهم.

2. اثبات أيضا وجود صفة الارتباط بين الشركات المدرجة والمختارة في الأسواق المالية

العربية محل الدراسة والتي تتعارض مع فرضية السير العشوائي للأسعار والمستوى الضعيف للكفاءة وتم هذا بواسطة اختبار Bivariate correlation بالتحديد معامل الارتباط لبيرسون.

3. كما تم اثبات واستنتاج أنه يمكن الإعتماد على التحليل الفني للتنبؤ بالأسعار المستقبلية

بواسطة الأسعار التاريخية ليس بصورة دقيقة ولكن توضح الإتجاه العام للسلسلة الزمنية أو

الأسعار وتم التوصل لهذه النتيجة بواسطة الإعتماد على نموذج ARIMA للتنبؤ والذي

إكتشفه العالمان Box & Jenkins وكذا تحليل منحنيات الأسعار المتوقعة بهذا النموذج

مع الأسعار الحقيقية لنفس الفترة المقدرة بإثنتي عشر أسبوعا.

وعليه يمكن للمستثمرين والمحللين الإعتماد على أدوات التحليل الفني مما يعزز فرضية التحليل في

الأسواق المالية وينفي فرضية السير العشوائي والكفاءة في الأسواق المالية العربية محل الدراسة

للفترة الممتدة من 2015/01/01 إلى 2017/03/31.

الإقتراحات:

من خلال النتائج الموصول إليها ومن خلال البحث المتواضع لكفاءة بورصة الجزائر وكيفية تطويرها

وتفعيلها وحتى يتم ذلك يمكن تقديم بعض الإقتراحات والتي من أهمها ما يلي:

1. يجب على هيئات إدارة الأسواق المالية العربية محل الدراسة العمل للوصول الى مستوى

مقبول من الكفاءة وذلك من خلال اعداد نظام واضح وشامل للإفصاح والشفافية وأقلمة

أنظمة التداول مع باقي بورصات العالم المتطورة، وكذا العمل على توفير المعلومات بجودة

وسرعة مقبولة وبأقل تكلفة ممكنة من خلال مخرجات المراجعة المحاسبية، إنطلاقا من

هيكل الرقابة الداخلية للوصول بالأسواق المالية لمستوى مقبول من الكفاءة، والعمل على

تطويرها من خلال توفير المعلومات للمستثمرين بسرعة وجودة مقبولة بأقل تكاليف

معاملات ممكنة مع حرية التنقل من وإلى السوق ممكنة لتحقيق كفاءة التشغيل، وتحقيق

كفاءة التسعير في وضع أسعار الأوراق المالية بالمستوى المرغوب بشكل يعكس قيمتها

الحقيقية.

2. دعم جهود تطبيق حوكمة الشركات من أجل بلوغ مستوى جيد من الإفصاح والشفافية في المعاملات، مما يسمح بتقليل احتكار المعلومات، وبالتالي التقليل من الأرباح غير العادية، ومنه الوصول إلى الكفاءة عند المستوى الضعيف للسوق.
3. دعم وتشجيع الأفراد الطبيعيين على النشاط البورصي من خلال ثقافة الإدخار والاستثمار لدى الأفراد في بورصة الجزائر بالإستعانة بكل الوسائل السمعية والبصرية والمقروءة، من زيادة أحجام التداول مما يزيد سيولة السوق في بورصة الجزائر لتحسين ورفع كفاءتها.
4. العمل على تحديث المعلومات الخاصة بالسوق المال، تبسيط طريقة توفير المعلومات ورفع القيود التي من شأنها عرقلة الباحثين وتسهيل توفيرها للمحللين والمستثمرين في الوقت المناسب.
5. وضع تحفيزات لتشجيع الشركات لفتح رأس مالها وطرح أوراقها المالية في البورصة كتخفيض الضرائب على الشركات المدرجة من أجل تعزيز دورها في التنمية الاقتصادية مما يؤدي لزيادة عدد الشركات وإتساع السوق هذه الخاصية ضرورية من زيادة المعلومات وبالتالي رفع الكفاءة.
6. تحديد نقاط الضعف ومحاولة تصحيحها على جميع الأصعدة التشريعية والتنظيمية من أجل إعادة النظر في هيكل البورصة بالإستعانة بالخبرات الأجنبية من أجل تحسين أداء البورصة.
7. العمل على توفير الخبراء الماليين وزيادة الوسطاء ومكاتب الإستشارات المالية لتدفق جيد للمعلومات وإتاحتها لأكبر عدد من المستثمرين مما يعزز فرضية ومفهوم الكفاءة.

آفاق البحث:

تعتبر النتائج المتوصل إليها ذات أهمية بخصوص عملية الرقابة والمراجعة وكفاءة السوق المالية حيث أننا لم نستوفي كل الجوانب في الموضوع واثارت هذه النتائج تساؤلات حول واقع ومستقبل بورصة الجزائر وهي بمثابة فرصة لمواصلة البحث من جوانب أخرى وهناك عناصر تم التطرق لها بشيء من الإختصار هي نقطة إنطلاق لدراسات جديدة وتعتبر آفاقا نذكر منها:

- الإجراءات الكفيلة بتطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر على ضوء التحديات التي تفرضها عملية التكامل بين البورصات العربية.
- متطلبات تفعيل بورصة الجزائر من خلال تقييم لمشروع إصلاح السوق المالية الجزائرية للخماسي 2011-2015.

- مدى أثر جودة مخرجات المراجعة الداخلية في رفع كفاءة الأسواق المالية
- دراسة أثر التكامل بين الأسواق المالية الناشئة على فعاليتها.
- الأسواق المالية العالمية ودورها في توجيه سوق الأوراق المالية الجزائرية.
- عولمة الأسواق المالية العربية وأثرها على زيادة مستوى كفاءتها.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

1. الكتب:

1. أرشد فؤاد التميمي، " الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، (2010).
2. أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2010).
3. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة"، ط 1 ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، (2004).
4. أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2010).
5. أرشد فؤاد تميمي التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية"، دار الميسرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، (2004).
6. أسامة عزمي التميمي، فؤاد أرشد سلام، "تحليل وإدارة الاستثمار بالأوراق المالية"، (2006).

7. أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، جامعة الإسراء، (2004).

8. إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، (2000).

9. إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، (2000).

10. إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، ط1 ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، (2000).

11. بلبلية سمية، "أثر التضخم على عوائد الأسهم"، مذكرة الماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، (2010).

12. بلكل نوال، "الأسواق المالية، آلياتها، دورها في التنمية الاقتصادية"، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2001.

13. التميمي أرشد فؤاد، "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية، الأردن، (2012).

14. ثناء علي القباني، "نظم المعلومات المحاسبية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2008).

15. ثناء علي القباني، "نظم المعلومات المحاسبية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2008).

16. جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، الطبعة الأولى، الجزء 2، دار هومة، الجزائر، (2002).

17. حاكم محسن الربيعي، "عبد الحسين راضي، حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة"، ط1، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، (2011).

18. حاكم محسن محمد وعدي عباس عبد الأمير، "تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للأسهم"، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية.

19. حامد العربي الحضييري، "تقييم الإستثمارات"، دار الكتب العلمية، القاهرة، مصر، (2000).

20. حامد العربي الحضييري، "تقييم الإستثمارات"، دار الكتب العلمية، القاهرة، مصر، (2000).

21. حسان بن إبراهيم بن محمد السيف، "أحكام الاكتتاب في الشركات المساهمة"، بحث تكميلي مقدم لنيل شهادة الماجستير في الفقه المقارن، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، بدون سنة نشر.

22. حسني علي خربوش وآخرون، "الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (1998).

23. حماد طارق عبد العال، "حوكمة الشركات، شركات قطاع عام وخاص ومصارف، المفاهيم - المبادئ - التجارب - المتطلبات"، الدار الجامعية، مصر، (2007).

24. حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، ط1، الورق للنشر والتوزيع، الأردن، (2004).

25. حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، مؤسسة الورق، عمان، الأردن، (2004).

26. حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة ودار النشر والتوزيع، طبعة الأولى، عمان، الأردن، (2001).

27. الحناوي محمد صالح، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2005).

28. الحناوي محمد صالح، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2005).

29. حنفي عبد الغفار، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2004).

30. حنفي عبد الغفار، "الأسواق والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (1997).

- 31.** خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا، "المشتقات المالية دراسة فقهية"، كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المملكة العربية السعودية، (2013).
- 32.** دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، (2012).
- 33.** دريد كامل آل شبيب، "المالية الدولية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 34.** دريد كامل آل شبيب، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2007).
- 35.** رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، ط1، المعتر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2005).
- 36.** رشيد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة"، دار المسيرة، عمان، الأردن، (2006).
- 37.** زياد رمضان، مروان شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع، (2014).
- 38.** سعيد توفيق عبيد، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، (1999).

39. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس القاهرة، مصر، (1998).

40. سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، (2005).

41. صافي أنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، (2006).

42. صلاح الدين حسن السيسي، "الأسواق المالية والأزمات المالية العالمية"، دار الفكر العربي، (2008).

43. طارق الحاج، "مبادئ التمويل"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2010).

44. طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2006).

45. طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، (2000).

46. طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، (2000).

47. طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، (2000).

48. طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية: مفاهيمها - أنواعها - استخدامها في إدارة المخاطر - المحاسبة عنها"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، (2010).

49. طارق عبد العال حماد، "حوكمة الشركات (تطبيقات الحوكمة في المصارف)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2005).

50. عادل رزق، "دعائم الإدارة الإستراتيجية للاستثمار"، إتحاد المصارف العربية، لبنان، (2006).

51. عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2002.

52. عاطف وليم أندراوس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية: خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، (2005).

53. عباس كاظم الدعيمي، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، (2010).

54. عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية مصر، (2003).

55. عبد الغفار حنفي، ورسمية زكي قريا قص، "الأسواق المالية والمؤسسات المالية بنوك تجارية أسواق الأوراق المالية شركات التأمين"، بدون طبعة، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، (2004).
56. عبد القادر الحمزة، "أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية"، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، (2010).
57. عبد المعطي رضا أرشيد وآخرون، الأسواق المالية، دار القومية، القاهرة، مصر، طبعة (1999).
58. عبد النافع الزرري، غازي فرح، "الأسواق المالية"، ط1 ، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، (2001).
59. عبد الوهاب نصر علي وشحاتة السيد شحاته، "مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة"، الدار الجامعية، مصر، (2007/2006).
60. العبد جلال ابراهيم، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، (2003).
61. عبد الله فرغلي علي موسى، "تكنولوجيا المعلومات ودورها في التسويق التقليدي والإلكتروني"، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2007.
62. عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية "البورصة"، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2008).

63. عصران جلال عصران، "الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، (2012).
64. علوان، قاسم نايف، "إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق"، دار الثقافة، عمان، الأردن، (2009).
65. علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، "الأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2012).
66. علي محمد شلهوب، "شؤون النقود وأعمال البنوك"، الطبعة الأولى، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، (2007).
67. عمار أكرم، "مدى اعتماد المصارف على التحليل المالي للتنبؤ بالتعثر"، رسالة الماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، (2008).
68. فايز سليم حداد، "الإدارة المالية Corporate Finance"، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2010).
69. فريد النجار، "المشتقات والهندسة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2009).
70. فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، (2006).
71. فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، عمان، (2006).

72. فيصل محمود الشواور، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، (2008).

73. كمال توفيق خطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك / إربد، الأردن، بدون سنة نشر.

74. مبارك بن سليمان آل فواز، "الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مذكرة تدريسية، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، (2010).

75. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، (2005).

76. محب خلة توفيق، "الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار"، دار الفكر الجامعي، (2011).

77. محمد أحمد إبراهيم، "دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية"، قسم المحاسبة، بنها.

78. محمد أحمد عبد النبي، "الأسواق المالية: الأصول العلمية والتحليل الأساسي"، ط 1، زمزم ناشر وموزعون، الأردن - عمان، (2009).

79. محمد الحناوي، "الإستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.

80. محمد حلمي عبد التواب، "البورصة المصرية والبورصات العالمية آلية عملها والرقابة عليها والربط بين البورصات"، مؤسسة الطوبجي للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، (2004).

81. محمد شكري الجميل العدوي، "بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية" دراسة فقهية مقارنة"، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، (2014).

82. محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل للتحليل الأساسي والفني"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (2005).

83. محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.

84. محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، (2001 / 2002).

85. محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، "الإستثمار في سوق الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، (2013).

86. محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، "مقدمة في الأعمال والمال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، (1999).

87. محمد صالح الحناوي، "دليل المستثمر المصاحب لكتاب أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإبراهيمية، (1997).
88. محمد عبد الحميد عطية، "الاستثمار في البورصة"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، (2013).
89. محمد عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، كليوباترا للطباعة والكمبيوتر.
90. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة: أسهم - سندات - أوراق مالية"، الطبعة الأولى، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2006).
91. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشريفات، "الاستثمار في البورصة، أسهم وسندات أوراق مالية"، الطبعة الأولى، دار الجامد للنشر والتوزيع، (2006).
92. محمد يوسف ياسين، "البورصة عمليات البورصة - تنازع القوانين - اختصاص المحاكم"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، (2004).
93. محمود حامد محمود عبد الرزاق، "اقتصاديات البنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر.
94. محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات"، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، (2005).

95. محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية"، ط1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2005).

96. محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية: مؤسسات أوراق، بورصات"، الإصدار الثاني، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، (2007).

97. مستجير رمزي شاكر، "دور سوق المال وبورصة الأوراق المالية في تشجيع الاستثمارات"، دار الكتاب الحديث، (2010).

98. منير إبراهيم هندي، "إدارة المنشآت المالية وأسواق المال"، المكتب العربي الحديث للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، (2006).

99. منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في سوق رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، (2006).

100. منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، (1999).

101. منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، مصر، (2003).

102. منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، (1996).

103. منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف بالإسكندرية، الإسكندرية، مصر، (1999).

104. منير هندي وآخرون، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، مصر، 1997.

105. المهيلمي عبد المجيد، "التحليل الفني للأسواق المالية"، الطبعة 5، مصر، (2006).

106. المهيلمي عبد المجيد، "التحليل الفني للأسواق المالية"، الطبعة 4، مصر، (2004).

107. مؤيد عبد الرحمان الدوري وسعيد جمعة عقل، "إدارة المشتقات المالية"، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، (2012).

108. نظير رياض محمد الشحات، "إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات"، بدون دار نشر، جامعة المنصورة، مصر، (2007).

109. نظير رياض محمد الشحات، "إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات"، دار الوليد، المنصورة، مصر، (2007).

110. هاشم فوزي العبادي وجيل كازم العارضي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2012).

111. هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، (2009).

112. واثق حمد أبو عمر، "النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية (عولمة أم فوضى منظمة؟)"، دار الرضا للنشر، سوريا - دمشق، (2003).

113. وعد حسن الصون، "أساسيات التجارة الدولية المعاصرة"، الجزء الأول، سلسلة الرضا للمعلومات، (2000).

الأطروحات والرسائل الجامعية:

114. بن أعمر بن حاسبين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك و مالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، (2013).

115. بن أعمر بن حسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية"، أطروحة دكتوراه، تلمسان، (2013).

116. بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية فرع، النقود والمالية، جامعة الجزائر، (2006/2005)

117. جمال الدين سحنون، "شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، (2008/2007).

118. جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه منشورة، جامعة الجزائر، 2008.

119.زيان ريمة، "محددات بناء محفظة استثمارية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، (2014).

120.عاطف فرحة، إدارة المشتقات المالية Financial Derivatives Management، ماجستير إدارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، (2010/2009).

121.فاتح مناع، "دور التحليل الفني في ترشيد القرار الاستثماري دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2008-2007).

122.هوارى سويسي، "تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، (2007).

123.يخلف عبد الرزاق، "الاستثمار في بورصة القيم المنقولة"، دراسة لواقع البورصات العربية وآفاقها المستقبلية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، (2001).

المقالات والمداخلات:

124.إبراهيم أونور، "إدارة المخاطر في الأسواق المالية"، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة إصدارات جسر التنمية، العدد 105، الكويت، (2011).

125. بن رجم محمد خميسي، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟"، ملتقى علمي دولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، جامعة فرحات عباس- سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر (2009).

126. بن طاهر حسين، بوطلاعة محمد، "دراسة أثر حوكمة الشركات على الشفافية والإفصاح وجودة القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي"، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، في 06-07 ماي، جامعة محمد خيضر، الجزائر، (2012).

127. جبار محفوظ، "المؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها"، دراسة حالة المؤسسات المصغرة في ولاية سطيف خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، العدد 5، (2003).

128. رمضان علي الشراح، "استشراف مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها (دراسة تحليلية)"، مجلة آفاق اقتصادية، المجلد 22، العدد 86، (2001).

129. زيري رابح، "دور أنظمة المعلومات في تنمية القدرة التنافسية للمؤسسة"، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وتحديات المناخ الإقتصادي الجديد، 22-23 افريل (2003).

130. فائق جبر النجار، "مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها"، مجلة البنوك، العدد 05، الأردن، (1998).

131. مجدي محمد سامي، "دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد 2، المجلد 46، 2009.

132. محمد نجيب محمد، صادق حسن، "دور الحوكمة في محاربة الفساد من وجهة نظر المحاسبة"، المؤتمر العلمي الدولي السنوي السادس، أخلاقيات الأعمال ومجمع المعرفة في 17-18 أبريل، جامعة الزيتونة، الأردن، 2006.

133. محمود فهد مهيدات، المضاربات الوهمية "السوقية" ودورها في الأزمة المالية "عقود الخيارات"، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، الأردن، (2010).

134. مسعود علي ناجي، "المعلومات المحاسبية وأهميتها في السوق الفعال"، ورقة مقدمة ضمن فعاليات الندوة العلمية بعنوان، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية تجارب - رؤى مستقبلية، جامعة الفاتح، 2005/12/11.

135. مصطفى كامل خليل الحجازي، "المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية"، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر لكلية الحقوق - جامعة المنصورة بعنوان: الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، مصر، 1-2 أبريل (2009).

136. مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة الباحث، العدد 2009/07، (2010).

137. مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيضر، بسكرة، (2010).

138. يخلف عبد الرزاق، "الاستثمار في بورصة القيم المنقولة"، دراسة لواقع البورصات العربية وآفاقها المستقبلية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، (2001).

المراجع باللغة الأجنبية:

139.Alain Choinel, Gerard Rouyer, "Le marché Financier Structures et Acteurs", Banque éditeur- 7ème édition, sep (1999).

140.BERTRAND JACQUILLAT, BRUNO SOLNIK," Marchés Financiers", DUNOD, Paris, (1997.)

141.Christopher M. Quigley, "an article on understanding stock market movement", Miami, USA, (2007).

142.Cory Janssen, Chad Langager and Casey Murphy, "Artical on guide to technical and fundamental analysis", Rich dad education,(2010).

143.Dov Ogien," Pratique des Marchés Financiers", 2e édition, Dunod, Paris, (2007)

144.Eldon Hendriksen, Acounting theory, New York : R.D. Irwin, (1992).

145.Eugene F. Fama,"Efficient Capital Markets: II", The Journal of Finance, Vol. 46, No. 5 (Dec., 1991).

146.Eugene F.Fama, Efficient Capital Markets :A Review of Theory and Empricial Work, The Journal of Finance, Volume25, Issue2, papers and Proceedings of the Twenty–Eighth Annua Meeting of the American Finance Association New York, N.Y.December,28–30,1969 (May,1970).

147.GÉRARD MARIE HENRY, "Les marchés Financiers", ARMAND COLIN, Paris,(1999.)

148.Gillette,"An Empirical Test of German Stock Market Efficiency",A Master Thesis for the degree of Master of Science to Humboldt–University, Berlin, Germany,(2005).

149.Giteman. L, joehnk m "Investissement et Marchés Financier",Paris ,pearson education, 9 édition, (2005).

150.Gunther capelle–blancard, Nicolas couderc,"Les marchés Financiers en fiches",Ellipes édition marketing s.a, (2004) , paris, France.

151.Hadi, M.M. (2006), "Review of Capital Market Efficiency :Some Evidence from Jordanian Market", International Research Journal of Finance and Economics, Vol. 3.

152.Jack Schannep," Article on Trading Strategies", by the name Charles Dow's theory still valid for the 21st century, (2012).

153.James A. Hyerczk, Pattern, "Price & time: using Gann theory in technical analysis", 2nd edition, New jersey, USA, (2009).

154.Maduegbuna, A. N.; S.O.N. Agwuegbo and A.P. Adewole (2010), "A Random Walk Model for Stock Market Prices", Journal of Mathematics and Statistics, Vol.6, No.3.

155.Marilyn McDonald, "Forex Simplified: behind the scenes of currency trading", Chicago, USA, (2011).

156.Martin Scott, Article on Charles Dow theory's six secrets to market success, Scotland,(2012).

157.Michael N. Kahn, "Technical analysis plain and simple", 3rd edition, New jersey, USA, (2010).

158.Mujtaba, B.G.; A. Mehmood and M. S. Mehmood (2012), "Stock Market Prices Follow the Random Walks: Evidence from the Efficiency of Karachi Stock Exchange", European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Vol.51.

159.MUSSAVIAN, M. and E. DIMSON (2000),"MARKET EFFICIENCY", Journal of BUSINESS DISCIPLINES ,Vol.3, Vol.81.

160.NAYAK, K.M., (2012), "A STUDY OF RANDOM WALK HYPOTHESIS OF SELECTED SCRIPTS LISTED ON NSE", Journal of Economics and Management Vol.1,No.1.

161.Nison, Steve, "Candlestick Charting Explained", 2nd ed, New Jersey, USA, (2001).

162.Pascal Quiry, Yann La fur, "Corporate Finance(Pierre Vernimmen) , Theory and Practice", John Wiky and sons L.t.d, the atrium, southern gate, chichester, England, Edition 2005.

163.Philippe Gillet, L'efficiencie des Marchés financières, Édition Economica, (1999).

164.PIERRE LAMY,"Les bourses de valeurs", ed ECONOMICA, Paris, (1995.)

165.R. Brief R., "Accountants Responsibility in Historical Perspective" The Accounting Reviews, Vol. 50, No. 2 1975.

166.Robert D. Edwards and john magi, "Technical Analysis of Stock Trends", 8th edition, sanfrancisco, USA, (2001).

167.Russell Wasendorf, Elizabeth Thompson, The Complete Guide to Single Stock Futures : what they are and how to trade them, McGraw–Hill, New York, USA, 2004.

168.Saunders A. and M. M. Cornett, (2007), "Financial Markets and Institutions", International Edition Mc Graw Hill, New York,USA.

169.Seyyed Ali Paytakhti Oskooe, (2010)," Emerging Stock Market Performance and Economic Growth", School of Economics, Kingston University, Kt1 2EE, Kingston upon Thames, London, United Kingdom, American Journal of Applied Sciences,Vol.7,No.2.

170.SID ALI BOUKRAMI, "Vade–mecum de la finance", office des publications universitaires, Alger, (1992.)

171.Simon. Y, Fleuriet. M "Bourse et Marches Financiers" paris, Economica,(2000).

المراجع الالكترونية:

172. أبو معاذ، "التحليل الفني"، منتدي التداول، متوفر على:

viewed on 26/02/2016. www.yuniv.net/img/file/books/adm

173. بورصة الجزائر، القيم المنقولة، متوفر على الموقع:

<http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document400114779.pdf>

تاريخ الاطلاع: 2015/01/28، 09:59.

174. بورصة الجزائر، مهام بورصة الجزائر، متوفر على الموقع:

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141>، 2016/03/27، 18:02.

175. بورصة المغرب، تعريف البورصة، انظر الموقع، www.casablan-cabourse.com

2016/04/21، 15:57.

176. بورصة عمان، "دليل الاستثمار في بورصة عمان"، عمان، الأردن، بدون سنة، متوفر

على الموقع: http://www.ase.com.jo/sites/default/files/ASE_Investment_Booklet.pdf

تاريخ الاطلاع: 2015/01/03، 17:10.

177. بورصة عمان، دليل المصطلحات الأكثر تداولاً في البورصة، عمان، الأردن، بدون سنة،

متوفر على الموقع: <http://www.ase.com.jo/sites/default/files/> تاريخ الاطلاع:

2015/03/01، 15:45.

178. بورصة قطر، النشرة السنوية لبورصة قطر لسنة 2016، متوفرة على الموقع:

<https://www.qe.com.qa/documents/20181/2ae1f9ab-2a0a-9866-a47e-b57da9fd5e8c>

تاريخ الإطلاع: 2017/04/10، 14:20.

179. بورصة مصر، "السندات"، متوفر على: <http://www.egx.com.eg/Arabic/Bonds.aspx>،

تاريخ الاطلاع: 2015/01/27، 15:37.

180. تداول، السوق المالية السعودية SAUDI STOCK EXCHANGE، التقرير السنوي لسنة 2014، بورصة قطر، نشأة سوق الدوحة للأوراق المالية، متوفر على www.qe.com.qa

181. تداول، السوق المالية السعودية، دليل الإدراج، متوفر على الموقع:

www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/ListingsII/ListingGuideAr.pdf، تاريخ

التحميل: 2015/06/13، 22:50.

182. تداول، دليل الإدراج، متوفر على الموقع:

<http://www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/Listings/ListingGuide2011.pdf>

تاريخ التحميل: 2015/06/13، 22:36.

183. سوق أبو ظبي للأوراق المالية، متوفر على الموقع:

<https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutUs/Whoweare/default.aspx>

2017/03/30، 15:43.

184. سوق البحرين المالي، المصطلحات المالية، متوفر على الموقع:

[http://www.bfx.bh/Media/Content/BFX%20Exchange%20Handbook%20A](http://www.bfx.bh/Media/Content/BFX%20Exchange%20Handbook%20Arabic.pdf)

، تاريخ الاطلاع: 2015/03/12، 17:09.

185. سوق البحرين للأوراق المالية، قرار مدير رقم 20 لسنة (2001)، على الموقع:

www.bahrainbourse.net

186. سوق فلسطين للأوراق المالية، "أسئلة متكررة وإجاباتها"، فلسطين، (2008)، متوفر على

الموقع: <http://www.pex.ps/PSEWEBSITE/publications/FAQS%20FINAL200108.pdf>

تاريخ الاطلاع: 2015/03/17، 12:10.

187. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "دليل القيم المنقولة"، الجزائر، 2004، متوفر

على الموقع: [http://www.cosob.org/publications/guides/publications-guide-](http://www.cosob.org/publications/guides/publications-guide-arabe.pdf)

arabe.pdf، تاريخ الاطلاع: 2015/01/01، 15:53.

188. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن القيم المنقولة، الجزائر، (2004)،

متوفر على الموقع: www.cosob.org/commission/commission-valeursmob-arabet.pdf،

تاريخ الاطلاع: 2015/01/24، 15:32.

189. محمد ابراهيم بديوي، "تداول الأسهم"، على الموقع الإلكتروني:

www.sandroses.com/myBooks2/Stock_trading2.pdf، تاريخ التصفح: 2015/01/09.

190. مركز إيداع الأوراق المالية، "حقوق المساهمين"، متوفر على الموقع:

[https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_content&task=vie](https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_content&task=view&id=881)

w&id=881، تاريخ الاطلاع: 2015/01/26، 17:42.

191. معهد الدراسات المصرفية، المشتقات المالية، مجلة إضاءات، العدد 2، الكويت، (2010)،

متوفر على الموقع: http://www.kibs.edu.kw/upload/FinancialDerivatives_362.pdf، تاريخ

الاطلاع: 2015/02/04، 11:03.

192. المؤسسة العامة لضمان الاستثمار، سوق عمان المالي، بورصة عمان، الإدارة التنفيذية، متوفر على الموقع: الادارة-التنفيذية/ase.com.jo/ar، تاريخ الإطلاع: 2015/06/13، 16:16.

193. هيئة السوق المالية، "دليل المصطلحات الاستثمارية"، المملكة العربية السعودية، بدون سنة، متوفر على الموقع: http://www.cma.org.sa/IA/publ/AR_booklet_10/index.html#15، تاريخ الاطلاع: 2015/01/03، 17:57.

194. ASX ,**"Technical Analysis"**, course 11, available on http://www.asx.com.au/documents/resources/shares_course_11.pdf?shares_course_11_text, viewed on: 28/02/2016.

195. [Chicago Mercantile Exchange Group \(CME\), An Introduction to Futures and Options](#), Chicago, Illinois, USA, (2006), p83, Available on website : http://www.cmegroup.com/files/intro_fut_opt.pdf, Download Date : 15/03/2015, 13:50.

196. Chicago Mercantile Exchange Group (CME), **Options on Futures**, Chicago, Illinois, USA, (2014) ,Available on website : <http://www.cmegroup.com/education/files/options-on-futures-brochure.pdf>, Download Date : 15/03/2015, 11:54.

197. Fio Banka, **Types of futures**, Available on website :

<http://www.fio.cz/stocks-investments/trading-derivatives/futures/types-of-futures>, Download Date : 21/03/2015, 23:31.

198. Futures Trading Pedia, **Financial Futures**, Available on Website :

http://www.futurestradingpedia.com/financial_futures.htm, Download Date : 22/03/2015, 16:25.

199. Hebah El Serafie, Shahira F, Abdel Shahid, "**World Stock**

Exchanges are integrating/ consolidating/ merging : What could be done by arab exchange ?", Cairo & Alexandria Stock Exchanges

.Published working paper series No.2 october 2002. Web site :

www.egyptes.com.

200. Investopedia, **Currency Futures**, Available on website :

<http://www.investopedia.com/terms/c/currencyfuture.asp>, Viewing Date : 18/03/2015, 16:31.

201. Les Echos, **Swaption**, Lexique Financier, Disponible sur :

http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_swaption.html,

Consulté le : 23/03/2015, 18:20.

202. OANDA, Forex Point and Figure charts

<https://www.oanda.com/forex-trading/analysis/point-and-figure-charts>

viewed on: 01/04/2016.

203. Options Contracts–Terminology–variety of options, Available on

http://www.agriskmanagementforum.org/sites/agriskmanagementforum.org/files/Jamaica_May_2011_Module%204D.pdf, Date:21/02/2015, 01:26.

204. Suresh A.S, A study on fundamental and technical analysis,

International Journal of Marketing, "**Financial Services & Management**

Research", Karnataka, india, (2013), Online available at:

www.indianresearchjournals.com.

205. Tickerchart guide to technical analysis, available on:

<http://www.book.yemenforex.com/tickerchart.pdf>, viewed on

26/02/2016.

ملحق رقم: 01 اسعار الاغلاق الاسبوعية للشركات محل الدراسة في بورصة الجزائر

Date séance	ROUI	SAI	ALL	:AUR	MOYENNE
2015-01-07	365	560	595	440	490
2015-01-14	380	560	595	440	493,75
2015-01-21	380	560	620	440	500
2015-01-28	375	560	620	440	498,75
2015-02-04	375	560	620	440	498,75
2015-02-11	375	555	620	440	497,5
2015-02-18	375	555	595	440	491,25
2015-02-25	375	560	595	440	492,5
2015-03-04	375	560	590	440	491,25
2015-03-11	375	560	590	430	488,75
2015-03-18	375	560	590	430	488,75
2015-03-25	375	560	590	440	491,25
2015-04-01	375	560	590	440	491,25
2015-04-08	375	560	590	440	491,25
2015-04-15	375	560	590	440	491,25
2015-04-22	370	570	555	440	483,75
2015-04-29	370	570	580	440	490
2015-05-06	370	570	580	440	490
2015-05-13	370	570	580	440	490
2015-05-20	370	575	580	445	492,5
2015-05-27	360	575	580	445	490
2015-06-03	365	575	580	440	490
2015-06-10	375	575	545	440	483,75
2015-06-17	375	585	575	440	493,75
2015-06-24	380	585	575	440	495
2015-07-01	380	585	575	440	495
2015-07-08	380	605	575	440	500
2015-07-15	380	605	575	410	492,5
2015-07-22	380	605	570	410	491,25
2015-07-29	380	605	570	440	498,75
2015-08-05	380	565	570	440	488,75
2015-08-12	380	565	570	440	488,75
2015-08-19	380	565	570	440	488,75
2015-08-26	375	580	570	440	491,25
2015-09-02	375	580	570	480	501,25
2015-09-09	375	605	625	480	521,25
2015-09-16	375	605	625	480	521,25
2015-09-23	370	635	625	480	527,5
2015-09-30	370	635	625	480	527,5
2015-10-07	370	635	625	480	527,5
2015-10-14	370	640	625	480	528,75
2015-10-21	360	640	625	480	526,25
2015-10-28	360	640	625	480	526,25
2015-11-04	360	640	625	480	526,25
2015-11-11	360	640	625	480	526,25
2015-11-18	355	640	625	480	525

2015-11-25	355	640	565	480	510
2015-12-02	355	660	565	480	515
2015-12-09	355	640	565	480	510
2015-12-16	355	640	565	480	510
2015-12-23	355	640	540	480	503,75
2015-12-30	355	640	540	480	503,75
2016-01-06	355	640	515	480	497,5
2016-01-13	355	640	540	480	503,75
2016-01-20	345	640	515	480	495
2016-01-27	345	640	515	480	495
2016-02-03	345	640	500	480	491,25
2016-02-10	345	640	500	480	491,25
2016-02-17	315	640	515	480	487,5
2016-02-24	315	640	515	480	487,5
2016-03-02	315	640	515	480	487,5
2016-03-09	315	640	515	480	487,5
2016-03-16	315	610	515	480	480
2016-03-23	315	640	500	480	483,75
2016-03-30	315	635	515	480	486,25
2016-04-06	315	635	515	485	487,5
2016-04-13	315	635	515	485	487,5
2016-04-20	300	640	515	485	485
2016-04-27	300	640	515	480	483,75
2016-05-04	300	640	500	480	480
2016-05-11	395	640	515	480	507,5
2016-05-18	395	640	500	480	503,75
2016-05-25	390	640	500	480	502,5
2016-06-01	390	640	500	480	502,5
2016-06-08	375	640	500	480	498,75
2016-06-15	375	640	500	480	498,75
2016-06-22	375	640	465	485	491,25
2016-06-29	375	640	465	485	491,25
2016-07-04	370	640	475	445	482,5
2016-07-13	370	640	465	445	480
2016-07-20	370	640	465	445	480
2016-07-27	370	640	465	445	480
2016-08-03	370	640	465	445	480
2016-08-10	370	600	465	445	470
2016-08-17	370	600	465	445	470
2016-08-24	350	600	465	445	465
2016-08-31	350	600	465	445	465
2016-09-07	350	600	465	445	465
2016-09-14	350	600	465	445	465
2016-09-21	350	600	465	445	465
2016-09-28	350	600	465	460	468,75
2016-10-06	350	600	465	460	468,75
2016-10-13	335	600	465	460	465
2016-10-19	335	600	465	460	465
2016-10-26	335	600	470	460	466,25
2016-11-03	335	600	470	470	468,75

2016-11-09	335	600	470	470	468,75
2016-11-16	345	600	470	470	471,25
2016-11-23	345	600	465	470	470
2016-11-30	335	600	465	470	467,5
2016-12-07	335	600	465	470	467,5
2016-12-15	335	600	465	495	473,75
2016-12-21	335	600	465	495	473,75
2016-12-28	335	600	465	495	473,75
2017-01-04	335	600	465	495	473,75
2017-01-11	325	600	465	495	471,25
2017-01-18	325	600	465	495	471,25
2017-01-25	330	600	465	495	472,5
2017-02-01	330	600	465	495	472,5
2017-02-08	330	630	465	495	480
2017-02-15	325	630	465	520	485
2017-02-22	325	635	465	520	486,25
2017-03-01	325	640	465	520	487,5
2017-03-08	325	635	465	520	486,25
2017-03-15	325	635	465	520	486,25
2017-03-22	325	635	450	520	482,5
2017-03-29	325	635	450	520	482,5

ملحق رقم: 02 اسعار الاغلاق الاسبوعية للشركات محل الدراسة في بورصة عمان

التاريخ	البنك العربي	البنك الاهلي الاردني	بنك الاردن	بنك القاهرة عمان	بنك المال الأردني	البنك الاستثماري	بنك المؤسسة العربية المصرفية/الاردن	بنك الإتحاد	بنك الأردن دبي الإسلامي	بنك الاستثمار العربي الاردني	بنك الاسكان للتجارة والتمويل	البنك التجاري الأردني	البنك الاردني الكويتي	البنك الإسلامي الأردني	المتوسط
04/01/2015	6,9	1,3	2,65	2,86	1,52	1,24	1,1	1,82	0,93	2,05	9,1	1,09	4,26	3,59	2,886
12/01/2015	6,85	1,29	2,65	2,88	1,53	1,26	1,1	1,82	0,9	2,03	9,1	1,06	4,23	3,55	2,88
18/01/2015	6,8	1,3	2,67	2,92	1,51	1,26	1,12	1,82	0,93	2,13	9,1	1,07	4,17	3,68	2,89
25/01/2015	6,8	1,35	2,75	3,1	1,51	1,24	1,11	1,82	0,91	2,11	9,1	1,07	4,23	3,69	2,91
01/02/2015	6,84	1,37	2,82	3,12	1,52	1,25	1,12	1,83	0,93	2,21	9,25	1,09	4,3	3,77	2,96
08/02/2015	6,76	1,38	2,8	3,02	1,55	1,2	1,14	1,88	0,92	2,18	9,2	1,08	4,05	3,64	2,91
15/02/2015	6,71	1,36	2,83	3,44	1,6	1,21	1,13	1,88	0,94	2,05	9,2	1,09	3,93	3,55	2,92
22/02/2015	6,83	1,37	2,82	3,29	1,6	1,2	1,16	1,88	0,94	2,05	9,22	1,09	4	3,54	2,93
01/03/2015	6,83	1,37	2,82	3,19	1,57	1,19	1,16	1,87	0,94	2,02	9,3	1,09	3,93	3,54	2,92
08/03/2015	6,8	1,37	2,85	3,2	1,58	1,17	1,15	1,8	0,93	2,05	9,6	1,09	3,92	3,54	2,93
15/03/2015	6,7	1,35	2,84	3,26	1,58	1,15	1,15	1,79	0,92	2,05	9,6	1,07	3,92	3,48	2,92
22/03/2015	6,68	1,31	2,85	3,22	1,55	1,14	1,13	1,79	0,92	2,05	9,2	1,07	3,92	3,45	2,88
29/03/2015	6,26	1,35	2,64	3,21	1,55	1,18	1,15	1,82	0,92	1,95	9,2	1,09	3,95	3,48	2,84
05/04/2015	5,9	1,33	2,64	3,22	1,54	1,16	1,14	1,81	0,93	1,92	9,2	1,08	3,91	3,5	2,81
12/04/2015	6,26	1,35	2,67	3,24	1,59	1,17	1,15	1,81	0,93	1,94	9,22	1,1	3,99	3,56	2,86
19/04/2015	6,3	1,23	2,68	3,33	1,6	1,11	1,15	1,81	0,95	1,91	9,3	1,08	3,98	3,62	2,86
26/04/2015	6,35	1,23	2,67	3,21	1,55	1,11	1,08	1,71	0,92	1,88	9,2	1,09	4	3,44	2,82
03/05/2015	5,85	1,24	2,6	3,27	1,45	1,11	1,06	1,71	0,92	1,9	9,21	1,11	4,04	3,48	2,78
10/05/2015	5,9	1,21	2,66	3,24	1,44	1,12	1,07	1,71	0,93	1,89	9,26	1,09	3,9	3,57	2,79
17/05/2015	6,54	1,22	2,62	3,24	1,43	1,14	1,07	1,73	0,92	1,84	9,25	1,1	3,84	3,56	2,82
24/05/2015	6,68	1,2	2,6	3,27	1,45	1,15	1,07	1,73	0,92	1,8	9,3	1,09	3,84	3,5	2,83
31/05/2015	6,75	1,21	2,55	2,53	1,44	1,17	1,07	1,74	0,91	1,87	9,3	1,09	3,89	3,49	2,79

2,75	3,44	3,81	1,09	9,3	1,8	0,92	1,72	1,07	1,18	1,4	2,5	2,55	1,21	6,49	07/06/2015
2,72	3,41	3,8	1,1	9,3	1,8	0,92	1,5	1,07	1,22	1,36	2,41	2,55	1,19	6,49	14/06/2015
2,70	3,38	3,79	1,1	9,3	1,77	0,92	1,49	1,07	1,23	1,35	2,49	2,54	1,18	6,2	21/06/2015
2,70	3,33	3,75	1,09	9,3	1,75	0,92	1,48	1,07	1,33	1,38	2,39	2,53	1,2	6,33	28/06/2015
2,67	3,4	3,75	1,11	9,3	1,7	0,91	1,55	1,07	1,34	1,24	2,34	2,49	1,16	6,07	05/07/2015
2,70	3,49	3,87	1,08	9,3	1,77	0,9	1,56	1,07	1,3	1,22	2,37	2,49	1,17	6,18	12/07/2015
2,71	3,46	3,9	1,07	9,3	1,77	0,9	1,56	1,09	1,31	1,24	2,47	2,48	1,17	6,2	21/07/2015
2,69	3,51	4	1,06	9,3	1,78	0,9	1,51	1,08	1,3	1,19	2,29	2,5	1,16	6,14	26/07/2015
2,70	3,66	3,98	1,07	9,3	1,74	0,9	1,51	1,12	1,28	1,2	2,35	2,5	1,15	6,01	02/08/2015
2,68	3,65	3,95	1,06	9,3	1,7	0,9	1,53	1,12	1,23	1,16	2,3	2,48	1,16	6	09/08/2015
2,78	3,66	3,92	1,07	9,3	1,7	0,91	1,54	1,12	1,25	1,21	2,31	2,52	1,17	7,2	16/08/2015
2,74	3,55	3,89	1,05	9,3	1,75	0,89	1,5	1,14	1,29	1,15	2,2	2,46	1,16	7	23/08/2015
2,72	3,56	3,92	1,04	9,3	1,72	0,89	1,48	1,11	1,29	1,17	2,2	2,48	1,16	6,69	30/08/2015
2,69	3,51	3,8	1,05	9,3	1,71	0,89	1,48	1,11	1,26	1,14	2,18	2,47	1,17	6,59	06/09/2015
2,69	3,5	3,75	1,06	9,3	1,72	0,93	1,46	1,1	1,26	1,13	2,3	2,46	1,19	6,51	13/09/2015
2,71	3,53	3,7	1,06	9,3	1,73	1,03	1,47	1,12	1,3	1,14	2,3	2,46	1,24	6,57	20/09/2015
2,68	3,46	3,59	1,06	9,3	1,78	1,07	1,5	1,12	1,25	1,12	2,26	2,46	1,21	6,4	28/09/2015
2,69	3,39	3,67	1,07	9,3	1,8	1,06	1,49	1,15	1,27	1,12	2,26	2,45	1,22	6,38	04/10/2015
2,66	3,31	3,7	1,08	9,35	1,81	1,05	1,48	1,14	1,27	1,06	2,22	2,41	1,2	6,09	11/10/2015
2,69	3,34	3,79	1,08	9,3	1,85	1,04	1,5	1,15	1,29	1,1	2,26	2,45	1,21	6,3	18/10/2015
2,67	3,26	3,68	1,08	9,3	1,98	1,03	1,48	1,17	1,28	1,01	2,2	2,43	1,2	6,25	25/10/2015
2,66	3,3	3,61	1,09	9,35	1,86	1,04	1,44	1,18	1,28	1,03	2,14	2,42	1,2	6,27	01/11/2015
2,64	3,26	3,54	1,08	9,3	1,86	0,99	1,47	1,17	1,25	1,03	2,14	2,43	1,21	6,25	08/11/2015
2,63	3,25	3,53	1,12	9,39	1,8	0,95	1,44	1,15	1,25	1	2,14	2,42	1,21	6,14	15/11/2015
2,62	3,19	3,6	1,09	9,32	1,8	0,97	1,43	1,16	1,25	1,02	2,13	2,46	1,21	6,1	22/11/2015
2,65	3,25	3,62	1,13	9,3	1,88	1,06	1,45	1,17	1,25	1,03	2,14	2,5	1,22	6,09	29/11/2015
2,69	3,4	3,8	1,08	9,3	1,91	1,06	1,45	1,17	1,21	1,01	2,21	2,54	1,24	6,25	06/12/2015
2,71	3,41	4	1,13	9,3	1,91	1,06	1,51	1,18	1,3	1,02	2,27	2,55	1,22	6,03	13/12/2015
2,73	3,36	4	1,15	9,3	1,91	1,06	1,49	1,17	1,33	1	2,3	2,62	1,24	6,22	20/12/2015
2,79	3,55	4,1	1,17	9,45	1,91	1,07	1,52	1,16	1,34	1	2,55	2,6	1,25	6,45	27/12/2015
2,75	4	3,46	1,18	9,3	1,9	1,07	1,53	1,18	1,34	1	2,3	2,61	1,27	6,29	03/01/2016
2,76	3,99	3,49	1,26	9,31	1,84	1,11	1,53	1,17	1,39	1,03	2,39	2,63	1,25	6,18	10/01/2016
2,77	3,96	3,44	1,45	9,3	1,91	1,13	1,55	1,19	1,35	1,03	2,44	2,62	1,27	6,09	17/01/2016

2,82	4,07	3,56	1,42	9,36	1,91	1,18	1,62	1,2	1,38	1,04	2,5	2,87	1,27	6,1	24/01/2016
2,83	3,95	3,48	1,43	9,65	1,89	1,22	1,6	1,2	1,38	1,04	2,46	2,95	1,27	6,13	31/01/2016
2,82	3,94	3,51	1,43	9,4	1,78	1,2	1,62	1,2	1,36	1,05	2,45	2,97	1,27	6,25	07/02/2016
2,80	3,94	3,5	1,43	9,41	1,78	1,22	1,6	1,21	1,29	1	2,43	2,96	1,28	6,19	14/02/2016
2,79	3,96	3,47	1,42	9,3	1,84	1,19	1,6	1,2	1,31	1	2,42	2,95	1,3	6,09	21/02/2016
2,80	3,95	3,47	1,45	9,35	1,84	1,24	1,62	1,19	1,3	0,96	2,39	2,94	1,31	6,23	28/02/2016
2,79	3,9	3,48	1,42	9,4	1,84	1,23	1,6	1,21	1,26	0,94	2,32	2,99	1,31	6,2	06/03/2016
2,79	3,87	3,46	1,42	9,5	1,8	1,17	1,61	1,21	1,28	0,93	2,32	2,99	1,28	6,28	13/03/2016
2,80	3,9	3,47	1,43	9,5	1,85	1,17	1,62	1,2	1,28	0,91	2,32	3	1,29	6,2	20/03/2016
2,79	3,85	3,48	1,43	9,43	1,72	1,2	1,63	1,2	1,28	0,9	2,32	3,18	1,28	6,12	27/03/2016
2,81	3,92	3,48	1,45	9,43	1,89	1,26	1,66	1,21	1,29	0,94	2,34	3,2	1,3	6	03/04/2016
2,82	4,05	3,46	1,68	9,5	1,89	1,25	1,62	1,23	1,32	0,94	2,33	2,9	1,32	5,94	10/04/2016
2,83	3,9	3,5	1,67	9,45	1,93	1,31	1,64	1,21	1,29	0,91	2,3	3,07	1,33	6,05	17/04/2016
2,72	3,74	3,35	1,49	9,15	1,73	1,28	1,61	1,12	1,26	0,92	2,28	3,03	1,2	5,9	24/04/2016
2,73	3,62	3,38	1,5	9,15	1,74	1,28	1,61	1,13	1,25	0,92	2,2	3,06	1,21	6,1	02/05/2016
2,74	3,57	3,4	1,53	9,18	1,73	1,28	1,65	1,13	1,3	0,91	2,21	2,97	1,19	6,31	08/05/2016
2,71	3,65	3,4	1,52	9,2	1,71	1,28	1,73	1,15	1,34	0,92	2,23	2,3	1,19	6,26	15/05/2016
2,68	3,64	3,37	1,47	9,2	1,7	1,28	1,72	1,16	1,36	0,9	1,98	2,28	1,19	6,27	22/05/2016
2,68	3,62	3,37	1,45	9,2	1,7	1,27	1,77	1,15	1,32	0,88	1,98	2,26	1,18	6,35	29/05/2016
2,67	3,6	3,38	1,47	9,2	1,7	1,25	1,73	1,17	1,31	0,87	1,99	2,24	1,18	6,3	05/06/2016
2,67	3,6	3,38	1,41	9,2	1,67	1,25	1,84	1,17	1,34	0,89	1,98	2,23	1,18	6,3	12/06/2016
2,67	3,61	3,43	1,47	9,25	1,64	1,22	1,8	1,22	1,34	0,89	1,9	2,2	1,18	6,23	19/06/2016
2,66	3,6	3,42	1,45	9,26	1,62	1,23	1,8	1,22	1,33	0,9	1,93	2,2	1,17	6,1	26/06/2016
2,66	3,65	3,41	1,45	9,27	1,64	1,27	1,77	1,24	1,33	0,87	1,91	2,2	1,18	6,09	03/07/2016
2,67	3,65	3,47	1,43	9,26	1,64	1,25	1,8	1,23	1,32	0,88	1,9	2,2	1,18	6,22	10/07/2016
2,68	3,64	3,52	1,41	9,27	1,65	1,28	1,78	1,22	1,34	0,9	1,88	2,2	1,17	6,25	17/07/2016
2,68	3,62	3,49	1,43	9,29	1,7	1,26	1,75	1,24	1,34	0,91	1,84	2,3	1,18	6,2	24/07/2016
2,72	3,78	3,54	1,42	9,3	1,69	1,33	1,89	1,24	1,34	0,89	1,87	2,35	1,17	6,21	31/07/2016
2,70	3,64	3,55	1,4	9,3	1,7	1,33	1,82	1,24	1,38	0,9	1,83	2,36	1,18	6,16	07/08/2016
2,71	3,67	3,62	1,44	9,28	1,7	1,35	1,84	1,25	1,35	0,89	1,85	2,39	1,17	6,08	14/08/2016
2,70	3,57	3,69	1,38	9,28	1,7	1,34	1,83	1,23	1,39	0,89	1,86	2,36	1,17	6,09	21/08/2016
2,69	3,6	3,64	1,37	9,28	1,63	1,31	1,83	1,23	1,39	0,89	1,87	2,36	1,16	6,14	28/08/2016
2,71	3,57	3,65	1,38	9,28	1,65	1,31	1,89	1,25	1,36	0,91	1,91	2,49	1,17	6,15	04/09/2016

2,75	3,64	3,72	1,38	9,28	1,62	1,27	2,06	1,27	1,35	0,92	1,91	2,73	1,17	6,15	18/09/2016
2,73	3,64	3,71	1,39	9,28	1,65	1,26	2,03	1,27	1,3	0,91	1,89	2,65	1,21	6,07	25/09/2016
2,72	3,64	3,69	1,39	9,28	1,62	1,24	2	1,26	1,31	0,89	1,83	2,59	1,2	6,09	03/10/2016
2,72	3,68	3,68	1,4	9,2	1,62	1,26	1,98	1,26	1,32	0,89	1,85	2,6	1,2	6,08	09/10/2016
2,72	3,6	3,74	1,38	9,35	1,61	1,24	1,9	1,27	1,33	0,88	1,83	2,66	1,21	6,12	16/10/2016
2,72	3,62	3,74	1,39	9,3	1,65	1,22	1,92	1,28	1,36	0,86	1,84	2,63	1,2	6,08	23/10/2016
2,73	3,7	3,75	1,39	9,35	1,65	1,26	1,96	1,26	1,4	0,83	1,86	2,64	1,16	6,05	30/10/2016
2,74	3,74	3,75	1,35	9,3	1,72	1,28	1,95	1,28	1,44	0,79	1,84	2,79	1,16	6	06/11/2016
2,75	3,71	3,74	1,35	9,4	1,65	1,27	1,92	1,28	1,46	0,77	1,85	2,84	1,15	6,08	13/11/2016
2,74	3,68	3,75	1,29	9,3	1,7	1,24	1,9	1,3	1,48	0,79	1,88	2,83	1,15	6,01	20/11/2016
2,76	3,75	3,84	1,35	9,3	1,7	1,19	1,92	1,3	1,49	0,81	1,92	2,91	1,15	6	27/11/2016
2,77	3,73	3,8	1,31	9,3	1,76	1,21	2	1,3	1,49	0,81	1,85	2,91	1,15	6,15	04/12/2016
2,78	3,77	3,81	1,32	9,3	1,76	1,2	2,04	1,31	1,49	0,86	1,86	2,91	1,15	6,2	11/12/2016
2,80	3,88	3,83	1,34	9,3	1,74	1,23	2,03	1,32	1,49	0,86	1,88	2,9	1,15	6,2	18/12/2016
2,80	3,94	3,86	1,4	9,3	1,7	1,28	2,01	1,32	1,45	0,83	1,85	2,88	1,15	6,17	26/12/2016
2,80	3,89	3,86	1,39	9,3	1,74	1,32	1,99	1,3	1,45	0,83	1,85	2,88	1,15	6,2	02/01/2017
2,80	3,96	3,85	1,39	9,3	1,79	1,28	1,96	1,31	1,45	0,84	1,84	2,86	1,14	6,16	08/01/2017
2,78	3,9	3,83	1,34	9,3	1,79	1,3	1,9	1,3	1,46	0,83	1,84	2,83	1,13	6,18	15/01/2017
2,77	3,8	3,82	1,38	9,3	1,79	1,3	1,85	1,31	1,43	0,83	1,79	2,87	1,12	6,2	22/01/2017
2,88	3,84	3,8	1,35	10,7	1,8	1,31	1,88	1,3	1,47	0,82	1,82	2,86	1,1	6,21	29/01/2017
2,91	3,87	4,06	1,36	10,7	1,78	1,29	1,88	1,3	1,49	0,78	1,87	2,92	1,14	6,35	05/02/2017
2,93	3,85	4,1	1,34	10,55	1,75	1,3	1,97	1,3	1,53	0,89	1,96	2,91	1,13	6,5	12/02/2017
2,92	3,8	4,15	1,34	10,55	1,77	1,28	1,96	1,3	1,54	0,86	1,92	2,9	1,11	6,42	19/02/2017
2,95	3,8	4,27	1,34	10,73	1,75	1,3	1,97	1,34	1,53	0,91	1,86	2,86	1,19	6,49	26/02/2017
2,93	3,72	4,23	1,34	10,5	1,75	1,28	1,97	1,3	1,53	0,92	1,9	2,83	1,2	6,51	05/03/2017
2,96	3,84	4,23	1,34	10,5	1,8	1,26	1,97	1,3	1,53	0,9	1,85	2,85	1,22	6,91	12/03/2017
2,96	3,83	4,35	1,33	10,42	1,8	1,23	1,99	1,31	1,44	0,87	1,87	2,83	1,26	6,85	19/03/2017
2,95	3,75	4,31	1,33	10,57	1,8	1,25	1,85	1,32	1,44	0,86	1,88	2,82	1,27	6,87	26/03/2017

ملحق رقم: 03 اسعار الاغلاق الاسبوعية للشركات محل الدراسة في بورصة المغرب

التاريخ	القرض العقاري والسياحي	مصرف المغرب	البنك الشعبي المركزي	البنك المغربي للتجارة والصناعة	البنك المغربي للتجارة الخارجية	التجاري وفا بنك	المتوسط
02/01/2015	329,5	585	211,5	710	218,5	343,9	399,733
09/01/2015	342	580	226	750	219,9	360	412,983
16/01/2015	359	580	233	750	225	371	419,667
23/01/2015	349	520,5	234,95	744	220	359	404,575
30/01/2015	349	550	230	725	219,95	366	406,658
06/02/2015	349,9	550	236	747	221	369,7	412,267
13/02/2015	345	550	233,05	725	228	366	407,842
20/02/2015	354	550	235,9	671	228,95	377	402,808
27/02/2015	350	531	236	693	231	376,85	402,975
06/03/2015	350,05	550	238	659	234	381	402,008
13/03/2015	342,05	540	236,65	695	234	381	404,783
20/03/2015	343,95	524	234,9	689	238	377,7	401,258
27/03/2015	347	524	230	676	230	373	396,667
03/04/2015	332,2	524	216,5	660	220	358	385,117
10/04/2015	332	524	218	655	220	360	384,833
17/04/2015	338	549,2	220,05	655	220	367	391,542
24/04/2015	335	549,2	222,55	653	220	360	389,958
30/04/2015	326,25	545	223,5	650	220	360	387,458
08/05/2015	330	544,9	226,85	650	220	358,25	388,333
15/05/2015	329,5	544,9	225,1	649,1	220	351	386,600
22/05/2015	318,05	544,9	223,8	650	217,1	352,05	384,317
29/05/2015	315,05	544,9	226	642	222,9	354,7	384,258
05/06/2015	320,95	544,9	226	642,2	225	353,05	385,350
12/06/2015	311,2	555	225,15	645	225	355,9	386,208
19/06/2015	319,8	555	225,1	644	222	351	386,150
26/06/2015	312,5	521,7	221,5	600	220	348	370,617
03/07/2015	313	521	223,95	627	220	350	375,825
10/07/2015	310	521	224	627	217	352	375,167
16/07/2015	311	521	223,05	620	215	355	374,175
24/07/2015	312	489,75	227,05	620	216,75	358,5	370,675
31/07/2015	311	492	226,5	615	217	356,05	369,592
07/08/2015	313,1	493,5	226,55	600	220	355,1	368,042
13/08/2015	311	518	223,85	658,9	220	350	380,292
19/08/2015	315,9	518	218,05	619,4	219,95	346,1	372,900
28/08/2015	314	491,1	210	596	218	332,6	360,283
04/09/2015	310	520,5	214	555	218	340	359,583
11/09/2015	305	520,5	215	620	216,5	340,05	369,508
18/09/2015	299	489,3	215	565	210	333,1	351,900
23/09/2015	299	437	216,2	560	215,25	345	345,408
02/10/2015	290	487,6	220	555	213,5	334,9	350,167

347,600	330,05	216	550	213,95	487,6	288	09/10/2015
347,383	329,9	214,95	560	213,85	487,6	278	16/10/2015
341,658	327,9	218	545	215,05	456	288	23/10/2015
347,983	326	215	580	213,2	460	293,7	30/10/2015
349,217	327,9	219,5	595	215,9	460	277	05/11/2015
343,917	333	218,5	600	215,05	421,95	275	13/11/2015
350,617	332	218,75	640	216	421,95	275	20/11/2015
342,842	329	218	620	216,05	405	269	27/11/2015
350,100	326,1	216,5	590	214	460	294	04/12/2015
330,283	325	216,7	515	212	433	280	11/12/2015
330,567	330	214,5	515	215	430	278,9	17/12/2015
351,175	330,05	214	635	215	433	280	23/12/2015
330,000	327	212	566	215	428.35	256.2	08/01/2016
270,500	329	212	539.9	215.6	479.4	252.1	15/01/2016
212,000	328.3	212	530.1	215.2	408.1	251.95	22/01/2016
372,500	328.25	210.9	530	215	408.1	243.1	29/01/2016
326,500	333	208.95	515	218	432.55	240	05/02/2016
420,000	334	203.4	506	220.4	413.05	260.75	12/02/2016
367,333	340	204.5	510	219.9	408.1	252	19/02/2016
347,250	330.5	201.5	510	215	405	259	26/02/2016
345,250	330.5	207	510	219.45	405	259	04/03/2016
292,667	333.55	206	528.9	218.05	405	267	11/03/2016
379,000	336	205.6	580	220	380	268.9	18/03/2016
360,200	336	215	585	220.05	385	280	25/03/2016
362,667	336.2	208	620	218.95	386.1	260	01/04/2016
350,667	337.1	203.95	570	217	395.85	265	08/04/2016
339,167	344	202	614	220	389	266	15/04/2016
494,500	341.05	202.9	600	218.95	389	269.05	22/04/2016
391,000	358	215	591	229.9	400	275.5	29/04/2016
358,600	357.5	213	631	230	433	286	06/05/2016
281,667	350	215	657.5	229.5	436.4	280	13/05/2016
343,800	350	213	647	226	434.85	283	20/05/2016
373,800	351	209	649	226	434	279.5	27/05/2016
375,800	351	213	649	226	440	279.8	03/06/2016
373,200	351	211	649	225	430	279.7	10/06/2016
416,333	351.1	210	619	227.4	420	274.5	17/06/2016
362,250	340	211	626	226.95	443.9	272	24/06/2016
367,000	344	207	648	216.2	439.95	269	01/07/2016
389,000	344	206.5	648	224	460	269	05/07/2016
358,750	356	206	648	225	459.8	268.9	15/07/2016
376,200	346	205	646	225	459	269.4	22/07/2016
361,750	346	206	620	227.05	431.5	275	29/07/2016
441,333	346.1	205.5	600	227.95	451	273	05/08/2016
408,500	349	210	630	228.5	445	274.9	12/08/2016
385,800	355	206.1	635	229	440	270	19/08/2016
364,333	350.5	208	610	228.5	436.1	275	26/08/2016
364,000	352.5	207	610	227.5	436.1	275	02/09/2016
293,000	359	206.5	601.7	227	436.1	281.95	09/09/2016
368,000	357.9	207.5	605	227	436.1	272	16/09/2016
235,000	357.8	206	628.5	228	436.1	271	23/09/2016

359,667	355.1	207	600	227.45	458.75	272	30/09/2016
343,333	380	210	600.2	228.05	440	268.9	07/10/2016
376,500	377.5	210	589	227.6	440	267	14/10/2016
339,000	378	209	619	229	485.95	260	21/10/2016
377,200	391	207	600	228	460	261.1	28/10/2016
379,750	388.95	208	600	231	480	271.85	04/11/2016
352,000	394.7	208	590	230	462	270	11/11/2016
391,600	394	209	600	235.4	480	275	17/11/2016
357,500	393.45	208.1	583.7	235	480	283.05	25/11/2016
349,250	390	208.5	582.3	237	480	290	02/12/2016
387,500	396	222.05	600	249	480.5	305	09/12/2016
417,250	401.5	225.5	610	252	485	322	16/12/2016
425,400	420	227	640	288.5	520	320	23/12/2016
407,200	413	223	610	284.9	490	300	30/12/2016
410,000	441	225	639	310	520	325	06/01/2017
413,167	449	220	630	330	520	330	13/01/2017
364,400	435	225	610.5	312	520	330	20/01/2017
423,250	429.4	215	620	310	548	328.2	27/01/2017
400,667	425	205	609	305	540	320	03/02/2017
407,400	430	203	602	300	502	319.8	10/02/2017
402,000	425.1	204	600	301.55	472.85	319.8	17/02/2017
364,200	415	200	616	280	498.15	310	24/02/2017
406,600	423	200	600	278.7	500	310	03/03/2017
395,000	425.5	198	615	270	497	317.95	10/03/2017
397,600	425	205	601	274	483	318.5	17/03/2017
382,200	414.5	200	644	270	480	317	24/03/2017
429,750	400	200	639	263.25	480	316.4	31/03/2017

ملحق رقم: 04 اسعار الاغلاق الاسبوعية للشركات محل الدراسة في بورصة البحرين

التاريخ	مصرف البحرين - السلام	شركة الاستثمار القابضة	بنك البحرين والكويت	بنك البحرين الوطني	بنك البحرين الإسلامي	المصرف التجاري الخليجي	البنك الأهلي المتحد	المتوسط
01/08/2015	0,118	0,16	0,47	0,86	0,148	0,042	0,81	0,373
01/15/2015	0,13	0,16	0,47	0,85	0,15	0,042	0,81	0,373
01/22/2015	0,128	0,175	0,47	0,865	0,152	0,046	0,8	0,377
01/29/2015	0,121	0,17	0,47	0,85	0,15	0,044	0,805	0,373
02/05/2015	0,138	0,165	0,47	0,85	0,147	0,047	0,805	0,375
02/12/2015	0,142	0,17	0,484	0,855	0,15	0,046	0,805	0,379
02/19/2015	0,131	0,17	0,48	0,87	0,15	0,046	0,815	0,380
02/26/2015	0,13	0,17	0,456	0,875	0,15	0,045	0,835	0,380
03/05/2015	0,125	0,17	0,456	0,88	0,15	0,046	0,82	0,378
03/12/2015	0,128	0,155	0,44	0,81	0,15	0,048	0,83	0,366
03/19/2015	0,117	0,155	0,426	0,86	0,145	0,044	0,81	0,365
03/26/2015	0,118	0,14	0,45	0,83	0,145	0,043	0,81	0,362
04/02/2015	0,113	0,14	0,43	0,795	0,145	0,05	0,74	0,345
04/09/2015	0,128	0,15	0,438	0,815	0,145	0,053	0,735	0,352
04/16/2015	0,14	0,15	0,436	0,815	0,145	0,054	0,725	0,352
04/23/2015	0,141	0,155	0,444	0,815	0,14	0,053	0,74	0,355
04/30/2015	0,142	0,165	0,446	0,845	0,144	0,055	0,73	0,361
05/07/2015	0,133	0,16	0,448	0,845	0,145	0,057	0,72	0,358
05/14/2015	0,143	0,165	0,448	0,81	0,145	0,064	0,72	0,356
05/21/2015	0,147	0,165	0,44	0,795	0,14	0,063	0,715	0,352
05/28/2015	0,14	0,155	0,428	0,77	0,14	0,064	0,715	0,345
06/04/2015	0,137	0,155	0,434	0,75	0,135	0,067	0,715	0,342
06/11/2015	0,141	0,15	0,438	0,78	0,135	0,066	0,715	0,346
06/18/2015	0,136	0,15	0,44	0,775	0,135	0,066	0,71	0,345
06/25/2015	0,137	0,15	0,43	0,765	0,135	0,062	0,71	0,341
07/02/2015	0,134	0,135	0,428	0,73	0,13	0,064	0,715	0,334
07/09/2015	0,134	0,135	0,43	0,715	0,139	0,064	0,705	0,332
07/16/2015	0,138	0,135	0,426	0,72	0,139	0,064	0,715	0,334
07/23/2015	0,136	0,135	0,428	0,71	0,139	0,064	0,715	0,332
07/30/2015	0,136	0,13	0,432	0,735	0,139	0,065	0,715	0,336
08/06/2015	0,137	0,135	0,43	0,735	0,134	0,065	0,715	0,336
08/13/2015	0,138	0,14	0,43	0,735	0,139	0,065	0,715	0,337
08/20/2015	0,135	0,135	0,428	0,74	0,137	0,064	0,705	0,335
08/27/2015	0,114	0,13	0,422	0,735	0,136	0,061	0,695	0,328
09/03/2015	0,113	0,13	0,428	0,72	0,135	0,06	0,695	0,326
09/10/2015	0,11	0,125	0,428	0,725	0,135	0,058	0,69	0,324
09/17/2015	0,11	0,12	0,428	0,705	0,135	0,059	0,695	0,322
09/23/2015	0,11	0,14	0,428	0,7	0,135	0,057	0,7	0,324
10/04/2015	0,11	0,155	0,428	0,7	0,135	0,06	0,69	0,325
10/08/2015	0,111	0,165	0,426	0,7	0,135	0,059	0,69	0,327
10/18/2015	0,111	0,16	0,426	0,71	0,122	0,06	0,695	0,326
10/22/2015	0,111	0,16	0,422	0,735	0,101	0,058	0,69	0,325
10/29/2015	0,105	0,16	0,422	0,72	0,101	0,058	0,685	0,322

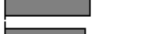
0,323	0,695	0,056	0,119	0,7	0,428	0,15	0,11	11/05/2015
0,318	0,69	0,054	0,113	0,68	0,428	0,155	0,104	11/12/2015
0,321	0,69	0,062	0,113	0,715	0,424	0,145	0,099	11/19/2015
0,321	0,695	0,063	0,114	0,7	0,424	0,15	0,098	11/26/2015
0,322	0,7	0,064	0,117	0,705	0,426	0,15	0,089	12/03/2015
0,324	0,7	0,066	0,116	0,725	0,426	0,15	0,088	12/10/2015
0,321	0,7	0,064	0,114	0,71	0,424	0,145	0,088	12/15/2015
0,314	0,69	0,064	0,114	0,68	0,424	0,135	0,088	12/24/2015
0,323	0,685	0,069	0,144	0,69	0,434	0,145	0,093	12/31/2015
0,322	0,685	0,068	0,14	0,685	0,436	0,15	0,092	01/07/2016
0,317	0,665	0,064	0,14	0,695	0,434	0,135	0,087	01/14/2016
0,297	0,63	0,06	0,14	0,65	0,394	0,125	0,081	01/21/2016
0,303	0,65	0,063	0,14	0,69	0,386	0,11	0,081	01/28/2016
0,307	0,67	0,068	0,14	0,69	0,386	0,11	0,088	02/03/2016
0,306	0,67	0,069	0,14	0,68	0,384	0,11	0,09	02/04/2016
0,303	0,65	0,064	0,14	0,69	0,384	0,105	0,089	02/11/2016
0,302	0,65	0,071	0,13	0,69	0,38	0,1	0,095	02/18/2016
0,307	0,69	0,068	0,13	0,675	0,38	0,105	0,098	02/25/2016
0,304	0,69	0,067	0,13	0,67	0,36	0,11	0,098	03/03/2016
0,292	0,68	0,062	0,13	0,605	0,358	0,12	0,092	03/10/2016
0,293	0,7	0,058	0,13	0,605	0,358	0,11	0,092	03/17/2016
0,293	0,69	0,06	0,125	0,615	0,358	0,115	0,091	03/24/2016
0,283	0,61	0,062	0,125	0,6	0,358	0,13	0,093	03/31/2016
0,275	0,6	0,061	0,125	0,585	0,33	0,13	0,093	04/07/2016
0,276	0,61	0,062	0,125	0,59	0,312	0,135	0,098	04/14/2016
0,278	0,61	0,061	0,125	0,59	0,326	0,135	0,098	04/21/2016
0,274	0,6	0,059	0,125	0,585	0,326	0,13	0,096	04/28/2016
0,277	0,605	0,062	0,125	0,59	0,33	0,13	0,094	05/05/2016
0,275	0,605	0,061	0,125	0,59	0,324	0,125	0,095	05/12/2016
0,272	0,6	0,06	0,125	0,58	0,32	0,125	0,095	05/19/2016
0,274	0,6	0,061	0,125	0,585	0,324	0,13	0,091	05/26/2016
0,285	0,63	0,063	0,12	0,63	0,324	0,135	0,094	06/02/2016
0,287	0,64	0,063	0,12	0,63	0,33	0,13	0,093	06/09/2016
0,282	0,64	0,062	0,12	0,6	0,33	0,13	0,093	06/16/2016
0,283	0,65	0,062	0,112	0,615	0,33	0,12	0,091	06/23/2016
0,281	0,64	0,06	0,112	0,62	0,328	0,115	0,093	06/30/2016
0,291	0,64	0,061	0,112	0,685	0,328	0,115	0,094	07/05/2016
0,298	0,64	0,061	0,112	0,73	0,342	0,11	0,094	07/14/2016
0,297	0,63	0,06	0,11	0,74	0,332	0,115	0,091	07/21/2016
0,295	0,645	0,061	0,11	0,72	0,33	0,11	0,092	07/28/2016
0,297	0,64	0,061	0,11	0,735	0,334	0,11	0,092	08/04/2016
0,302	0,645	0,061	0,11	0,73	0,364	0,115	0,091	08/11/2016
0,301	0,64	0,06	0,1	0,72	0,37	0,125	0,089	08/18/2016
0,297	0,64	0,059	0,099	0,7	0,37	0,12	0,09	08/25/2016
0,295	0,65	0,058	0,096	0,7	0,354	0,12	0,089	09/01/2016
0,292	0,64	0,058	0,082	0,705	0,342	0,125	0,09	09/08/2016
0,293	0,65	0,058	0,082	0,7	0,342	0,125	0,091	09/15/2016
0,294	0,635	0,057	0,09	0,7	0,368	0,12	0,09	09/22/2016
0,292	0,64	0,058	0,092	0,7	0,342	0,12	0,091	09/29/2016
0,293	0,635	0,057	0,112	0,7	0,338	0,115	0,091	10/06/2016

0,295	0,645	0,06	0,112	0,705	0,336	0,115	0,091	10/13/2016
0,295	0,645	0,059	0,112	0,705	0,35	0,105	0,088	10/20/2016
0,292	0,635	0,057	0,115	0,705	0,336	0,105	0,088	10/27/2016
0,288	0,63	0,057	0,109	0,69	0,35	0,095	0,085	11/03/2016
0,292	0,635	0,055	0,113	0,705	0,336	0,115	0,087	11/10/2016
0,300	0,635	0,056	0,122	0,705	0,364	0,125	0,09	11/17/2016
0,301	0,635	0,061	0,12	0,705	0,364	0,125	0,096	11/24/2016
0,300	0,64	0,061	0,117	0,7	0,368	0,12	0,092	12/01/2016
0,303	0,635	0,064	0,116	0,72	0,36	0,125	0,103	12/08/2016
0,304	0,635	0,067	0,116	0,72	0,364	0,125	0,099	12/15/2016
0,304	0,635	0,069	0,12	0,71	0,368	0,13	0,099	12/22/2016
0,314	0,64	0,072	0,123	0,72	0,4	0,125	0,118	12/29/2016
0,312	0,64	0,086	0,126	0,72	0,38	0,13	0,105	01/05/2017
0,317	0,655	0,102	0,123	0,71	0,37	0,15	0,106	01/12/2017
0,326	0,67	0,103	0,125	0,71	0,382	0,175	0,117	01/19/2017
0,347	0,735	0,122	0,126	0,71	0,38	0,24	0,116	01/26/2017
0,344	0,725	0,121	0,126	0,71	0,38	0,22	0,125	02/02/2017
0,342	0,71	0,095	0,138	0,76	0,39	0,18	0,119	02/09/2017
0,351	0,735	0,104	0,14	0,76	0,382	0,215	0,118	02/16/2017
0,356	0,795	0,105	0,135	0,76	0,382	0,2	0,116	02/23/2017
0,351	0,78	0,103	0,132	0,745	0,398	0,18	0,116	03/02/2017
0,344	0,79	0,113	0,133	0,7	0,392	0,165	0,114	03/09/2017
0,346	0,805	0,119	0,131	0,7	0,398	0,165	0,104	03/16/2017
0,349	0,815	0,119	0,135	0,7	0,396	0,17	0,105	03/23/2017
0,325	0,72	0,118	0,137	0,675	0,364	0,16	0,103	03/30/2017

الملحق رقم : 05 مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews

Dependent Variable: D_BAHRAYN Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG - BHHH) Date: 04/25/17 Time: 22:32 Sample: 1/11/2015 12/25/2016 Included observations: 103 Convergence achieved after 6 iterations Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR(2)	-0.179959	0.156580	-1.149309	0.2531
SIGMASQ	2.32E-05	1.93E-06	12.03141	0.0000
R-squared	0.015547	Mean dependent var	-0.000662	
Adjusted R-squared	0.005800	S.D. dependent var	0.004882	
S.E. of regression	0.004867	Akaike info criterion	-7.792676	
Sum squared resid	0.002393	Schwarz criterion	-7.741516	
Log likelihood	403.3228	Hannan-Quinn criter.	-7.771955	
Durbin-Watson stat	1.797359			
Inverted AR Roots	-.00+.42i	-.00-.42i		

Correlogram of BAHRAYN_F

Date: 05/01/17 Time: 13:33 Sample: 1/04/2015 3/19/2017 Included observations: 103						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.963	0.963	98.230	0.000
		2	0.920	-0.085	188.90	0.000
		3	0.885	0.079	273.58	0.000
		4	0.847	-0.063	352.03	0.000
		5	0.803	-0.095	423.26	0.000
		6	0.757	-0.053	487.15	0.000
		7	0.717	0.054	545.08	0.000
		8	0.684	0.062	598.36	0.000
		9	0.649	-0.045	646.75	0.000
		10	0.611	-0.028	690.18	0.000
		11	0.574	-0.039	728.93	0.000
		12	0.539	-0.010	763.51	0.000

Dependent Variable: D_JORDON Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG - BHHH) Date: 04/25/17 Time: 22:17 Sample: 1/11/2015 12/25/2016 Included observations: 103 Convergence achieved after 25 iterations Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR(5)	0.227448	0.123203	1.846116	0.0678
SIGMASQ	0.000679	6.07E-05	11.18975	0.0000
R-squared	0.051989	Mean dependent var		-0.000874
Adjusted R-squared	0.042603	S.D. dependent var		0.026889
S.E. of regression	0.026310	Akaike info criterion		-4.415931
Sum squared resid	0.069914	Schwarz criterion		-4.364771
Log likelihood	229.4204	Hannan-Quinn criter.		-4.395209
Durbin-Watson stat	2.111788			
Inverted AR Roots	.74 -.60+.44i	.23+.71i .23-.71i		-.60-.44i

Correlogram of JORDON_F

Date: 05/01/17 Time: 13:34 Sample: 1/04/2015 3/19/2017 Included observations: 103						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.895	0.895	84.980	0.000
		2	0.789	-0.063	151.63	0.000
		3	0.692	-0.010	203.47	0.000
		4	0.630	0.115	246.82	0.000
		5	0.551	-0.126	280.35	0.000
		6	0.438	-0.216	301.71	0.000
		7	0.329	-0.028	313.90	0.000
		8	0.209	-0.180	318.85	0.000
		9	0.124	0.048	320.61	0.000
		10	0.030	-0.099	320.72	0.000
		11	-0.051	-0.020	321.02	0.000
		12	-0.100	0.145	322.21	0.000

Dependent Variable: MAGHRIB

Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG - BHHH)

Date: 04/25/17 Time: 23:13

Sample: 1/04/2015 12/25/2016

Included observations: 104

Convergence achieved after 35 iterations

Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR(1)	0.999806	0.001149	869.9332	0.0000
MA(1)	-0.770839	0.053321	-14.45653	0.0000
SIGMASQ	1176.739	84.83304	13.87123	0.0000
R-squared	0.177506	Mean dependent var	368.8874	
Adjusted R-squared	0.161219	S.D. dependent var	38.00771	
S.E. of regression	34.80936	Akaike info criterion	10.02197	
Sum squared resid	122380.8	Schwarz criterion	10.09825	
Log likelihood	-518.1423	Hannan-Quinn criter.	10.05287	
Durbin-Watson stat	1.811980			
Inverted AR Roots	1.00			
Inverted MA Roots	.77			

Correlogram of MAGHRIB_F

Date: 05/01/17 Time: 13:34

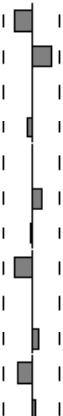
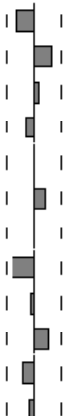
Sample: 1/04/2015 3/19/2017

Included observations: 116

Autocorrelation		Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob	
				1	0.423	0.423	21.283	0.000
				2	0.403	0.273	40.777	0.000
				3	0.156	-0.110	43.719	0.000
				4	0.237	0.143	50.588	0.000
				5	0.258	0.185	58.787	0.000
				6	0.183	-0.067	62.958	0.000
				7	0.249	0.131	70.766	0.000
				8	0.222	0.114	76.992	0.000
				9	0.223	-0.019	83.362	0.000
				10	0.265	0.143	92.399	0.000
				11	0.147	-0.063	95.231	0.000
				12	0.084	-0.157	96.152	0.000

Correlogram of D_ALGERIA

Date: 05/01/17 Time: 16:38
Sample: 1/04/2015 3/19/2017
Included observations: 103

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 -0.117	-0.117	1.4635	0.226
		2 0.146	0.134	3.7393	0.154
		3 0.012	0.044	3.7543	0.289
		4 -0.027	-0.042	3.8319	0.429
		5 0.016	0.001	3.8612	0.570
		6 0.075	0.090	4.4914	0.610
		7 -0.006	0.010	4.4958	0.721
		8 -0.121	-0.153	6.1606	0.629
		9 0.013	-0.020	6.1810	0.722
		10 0.054	0.111	6.5248	0.769
		11 -0.091	-0.076	7.4949	0.758
		12 0.037	-0.032	7.6538	0.812

Abstract:

The aim of the study is to shed the light on the concept of capital market efficiency and trying to clarify methods of measuring efficient market hypothesis, as well as exploring the importance and the role of information in an efficiency market, and how to analyze such information, then we also try to study the relationship of analysis with efficiency in the Arabic financial market,– Amman stock exchange, Algeria, Bahrain, and Morocco as a model, using “Run test” exam, and “Bivariate correlation” test, to examine the independency between prices and correlation between companies in each market under study, “ARIMA model” was used as well to examine the impact of technical analysis on the efficiency of under study financial markets.

Through the previous test, we have found that financial markets under study are inefficient, since technical analysis can be used to estimate future stocks prices based on previous periods of temporal prices series, this prices estimation does not meet the efficient market hypothesis, since prices predictions and estimations is inconsistent with the principles of prices random movement hypothesis.

Keywords: Financial market, Capital markets efficiency, information, technical and fundamental analysis, Arabic financial markets efficiency.