

وزارة التعليم العلي و البحث العلمي
جامعة عمار ثليجي - الاغواط
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية
تخصص : اقتصاد نقدي و بنكي



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر علوم الاقتصادية

دور مؤشر القيمة السوقية في تحقيق كفاءة أسواق رأس المال
بالإسقاط على عينة من البورصات العربية
(المصرية، السعودية، الأردنية)

الأستاذ المشرف:

د - بن عطاءالله عائشة.

من إعداد الطالبتين:

- زنبط فايزة.

- بكاي عتيقة.

لجنة المناقشة

رئيسا

أستاذ محاضر

د. بن مويزة مسعود

مقررا

أستاذة محاضرة

د. بن عطاءالله عائشة

ممتحنا

أستاذ مساعد

أ. فيلالي خولة

السنة الجامعية 2017/2018

شكر و تقدير

الحمد لله الذي أنار لنا درب العلم والمعرفة وأعاننا على أداء هذا الواجب ووفقنا
في انجاز هذا العمل

نتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد على انجاز هذا العمل
وفي تذليل ما واجهناه من صعوبات، ونخص بالذكر الأستاذة المشرفة الدكتورة بن عطاء الله عائشة
التي لم تبخل علينا بتوجيهاتها ونصائحها القيمة التي كانت عوناً لنا في إتمام هذه الدراسة.

ولا يفوتنا أن نشكر كل أساتذة قسم العلوم الاقتصادية

كما نتقدم بالشكر إلى عمالة المكتبة سمية على مساعدتها الكبيرة.

إهداء

إلى من كلله الله بالهيبه و الوقار الى من علمني العطاء
بدون انتظار إلى من أحمل اسمه بكل إفتخار
والدي العزيز...

إلى ملاكي في الحياة الى معنى الحب و إلى معنى الحنان و التفاني الى بسمه الحياة و سر
الوجود الى أمي الغالية ...

الى زوجي الغالي على قلبي الذي كان لي السند المعين في طريق النجاح و الخير و الى عائلته المحبة
إلى الإخوة و الأخوات الى خالتي العزيزتين الى جدي الحبيب و جدتي العزيزة
إلى ولدي طه و الى من تحلوا بالإخاء و تميزوا بالوفاء و العطاء إلى ينابيع
الصدق الصافي إخوتي الأحباء،
الى رفيقاتي في الدراسة و رفيقاتي بالمهنة خاصة سعاد و عطرة الغالية
إلى كل من درسني يوما ما و كل من يعرفني
أهدي هذا.

فايزة

إهداء

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين

أهدي هذا العمل إلى

من ربنتي وأنارت دربي وأعاننتي بالصلوات والدعوات، إلى أعلى إنسان في هذا الوجود أمي الحبيبة
إلى من عمل بكد في سبيلي و علمني معنى الكفاح وأوصلني إلى ما أنا عليه أخي أدامه الله لي
إلى إخوتي وأخواتي .

إلى من عمل معي بكد بغية إتمام هذا العمل، إلى صديقي ورفيقة دربي

فائزة

إلى الأصدقاء و صديقاتي و حبيبتي أية أحمد.

و زميلاتي

وإلى جميع أساتذة قسم علوم الاقتصادية

عتيقة

الفهرس

شكر وتقدير	
إهداء	
I	الفهرس
II	قائمة الجدول
III	قائمة الأشكال
أ - د	مقدمة
الفصل الأول : مدخل إلى كفاءة أسواق رأس المال	
تمهيد	
01	المبحث الأول : ماهية سوق رأس المال.
01	المطلب الأول : نشأة الأسواق رأس المال و مفهومها .
04	المطلب الثاني : تقسيمات السوق رأس المال.
10	المطلب الثالث : المنتجات المالية المتداولة في سوق رأس المال .
24	المطلب الرابع : أهمية سوق رأس المال .
26	المبحث الثاني : ماهية سوق رأس المال الكفاء.
26	المطلب الأول : مفهوم كفاءة سوق رأس المال ومقوماتها.
29	المطلب الثاني : أنواع كفاءة سوق رأس المال .
31	المطلب الثالث : صيغ كفاءة سوق رأس المال.
41	المطلب الرابع : متطلبات كفاءة سوق رأس المال.
43	المبحث الثالث : مؤشرات قياس أداء كفاءة سوق رأس المال.
43	المطلب الأول : مفهوم مؤشر السوق و مزياه .
44	المطلب الثاني : مؤشر العام للأسعار الأسهم .
45	المطلب الثالث : حجم السوق.
46	المطلب الرابع : سيولة السوق .
48	خلاصة الفصل الأول .

	الفصل الثاني : تحليل كفاءة البورصات العربية اعتماد على القيمة السوقية خلال فترة 1999 الى 2008 .
49	تمهيد
50	المبحث الأول : تحليل كفاءة البورصة المصرية للفترة 1999-2008.
50	المطلب الأول : نشأة و التطور البورصة المصرية .
53	المطلب الثاني : تطور القيمة السوقية البورصة المصرية.
55	المطلب الثالث : تطور القيمة السوقية لبورصة مصر بالنسبة لاجمالي الناتج المحلي
57	المبحث الثاني : تحليل كفاءة البورصة السعودية للفترة 1999-2008..
57	المطلب الأول : نشأة والتطور البورصة السعودية .
60	المطلب الثاني : تطور القيمة السوقية للشركات المدرجة البورصة السعودية .
62	المطلب الثالث : تطور القيمة السوقية للبورصة السعودية بالنسبة لاجمالي الناتج المحلي
64	المبحث الثالث : تحليل كفاءة البورصة الأردنية للفترة 1999-2008.
64	المطلب الأول : نشأة وتطور البورصة الأردنية .
67	المطلب الثاني : تطور القيمة السوقية البورصة الأردنية.
69	المطلب الثالث : تحليل تطور القيمة السوقية بالنسبة لاجمالي الناتج المحلي .
71	خلاصة الفصل الثاني .
	خاتمة.
	قائمة المراجع.

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
(1.2)	اهم الشركات المدرجة في بourse مصر 2008	52
(2.2)	تطور القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة مصرية.	53
(3.2)	تطور حصة القيمة السوقية للشركات المدرجة بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي لبورصة المصرية.	55
(4.2)	اهم الشركات المدرجة في بourse السعودية 2008	59
(5.2)	تطور القيمة السوقية للشركات المدرجة لبورصة السعودية .	60
(6.2)	تطور حصة القيمة السوقية للشركات المدرجة بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي لبورصة السعودية.	62
(7.2)	اهم الشركات المدرجة في بourse الاردن 2008	66
(8.2)	تطور القيمة السوقية للشركات المدرجة لبورصة الأردنية .	67
(9.2)	تطور حصة القيمة السوقية للشركات المدرجة بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي لبورصة الأردنية	69

قائمة الاشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
09	تقسيمات سوق رأس المال .	(1.1)
30	تغير سعر السهم عند وصول المعلومات السارة.	(2.1)
30	تغير سعر السهم عند وصول المعلومات غير السارة.	(3.1)
35	اطار التحليل الفني .	(4.1)
37	اطار منهج التحليل الأساسي .	(5.1)
40	أنواع صيغ الكفاءة .	(6.1)
54	تطور القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة مصرية.	(1.2)
56	تطور حصة القيمة السوقية للشركات المدرجة بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي لبورصة المصرية.	(2.2)
61	تطور القيمة السوقية للشركات المدرجة لبورصة السعودية .	(3.2)
63	تطور حصة القيمة السوقية للشركات المدرجة بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي لبورصة سعودية.	(4.2)
68	تطور القيمة السوقية للشركات المدرجة لبورصة الأردنية .	(5.2)
70	تطور حصة القيمة السوقية للشركات المدرجة بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي لبورصة الأردنية.	(6.2)

مقدمة

ملخص

تحتوي هذه الدراسة تحليل كفاءة عينة من أسواق رأس المال العربية، من الناحية الاقتصادية اعتماداً على تطور القيمة السوقية، حيث كان اختيار بورصة الاردن، السعودية ومصر وتم تحديد فترة الدراسة بين عامي 1999 الى غاية عام 2008. وقد توصلت الدراسة الى ان السوق المالي الأردني هو الأكبر سوق من حيث القيمة السوقية مقارنة بالأسواق الاخرى محل الدراسة، في حين تسجل السعودية بورصة اكبر قيم من حيث مساهمة القيمة السوقية في النمو الاقتصادي.

كلمات المفتاح: كفاءة، سوق رأس المال، قيمة سوقية، ناتج محلي اجمالي، البورصة الاردنية، البورصة المصرية، البورصة السعودية.

Abstract

This study contains an analysis of the efficiency of a sample of the Arab capital markets, economically based on the development of market value. The selection of the Jordan, Saudi Arabia and Egypt Stock Exchange was determined between 1999 and 2008. The study concluded that the Jordanian financial market is the largest market by market value compared to other markets in the study, while Saudi Arabia is the largest stock market in terms of the contribution of market value to economic growth. **Keywords:** Efficient, Capital Market, Market Value, Gross Domestic Product, Jordan, Egypt, Saudi Arabia.

تمهيد

يلعب سوق رأس المال في الحياة الاقتصادية دوراً مهماً، إذ تتداول فيها أكبر الصفقات التجارية والتي تمثل الجزء الأكبر من ثروة البلاد ولها دور حيوي في خدمة التمويل والاستثمار، ولإنشاء سوق رأس المال كفاء يجب توفر مؤشرات تجعل منه يحقق كفاءة تامة والذي يهتم بحالة السوق ككل وإعطاء صورة سريعة وعمامة عن تطورها كونها متوسطات وأرقام قياسية، أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين مؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن كفاءة أسواق رأس المال هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة.

ويبرز مؤشر القيمة السوقية كأحد المؤشرات المهمة، التي تعكس المكانة التمويلية والاقتصادية لأسواق رأس المال في الاقتصاديات المختلفة، فهي تعكس مدى التفاعل المحلي والدولي مع الاستثمارات والتداولات التي تتيحها أسواق رأس المال المحلية والدولية. ومن المتعارف عليه أنه كلما زادت كفاءة أسواق رأس المال كلما أسهم في تفعيل دورها في الاقتصاد، ومن المهم الربط بين مفهوم الكفاءة وحجم السوق، الذي تعكسه القيم السوقية المسجلة في كل فترة. وتبرز أسواق رأس المال في المنطقة العربية كأحد تلك الأدوات التي تسعى من خلالها الدول العربية إلى تحفيز الاستثمار المالي، ولأجل تحفيز المعطيات الاقتصادية وعلى رأسها مؤشر النمو الاقتصادي. وتعتبر أسواق رأس المال في مصر و الأردن والسعودية من انشط الاسواق العربية واكبرها حجماً، لذلك فمن المهم التعرف على مدى كفاءتها اقتصادياً، من خلال تحليل تغيرات مؤشر القيم السوقية في كل سوق على حدى، وذلك في اطار مقارنة للتعرف على الاهمية النسبية لدرجة مساهمة تلك الاسواق في تحقيق النمو الاقتصادي؛

أولاً - إشكالية الدراسة

من هذا المنطق يمكن صياغة إشكالية بحثنا على النحو التالي:

- إلى أي مدى يساهم مؤشر القيمة السوقية في تقييم كفاءة سوق رأس المال؟

وتندرج ضمن هذه الاشكالية الرئيسية مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية ذات الصلة، وهي:

- ما المقصود بكفاءة سوق رأس المال؟

- ما هي متطلبات التي يجب توفيرها لتحقيق كفاءة سوق رأس المال؟

- ما مدى كفاءة أسواق رأس المال في كل من مصر، الاردن، السعودية بالنظر للتطور الحاصل على القيمة السوقية؟

ثانياً- فرضيات البحث

للإجابة على الأسئلة يمكن اعتماد على الفرضيات التالية:

- تمثل القيمة السوقية مؤشر رئيسي لتقييم كفاءة سوق رأس المال؛

- يعتبر سوق رأس المال السعودي هو أكثر الاسواق كفاءة مقارنة بباقي الاسواق محل الدراسة.

ثالثاً- مبررات اختيار الموضوع

يرجع سبب اختيار هذا الموضوع الى كونه من بين المواضيع الهامة التي تجلب اهتمام الباحثين خصوصا وأن أدوار أسواق رأس المال بدأت تأخذ حيزا مهما في اقتصاديات الدول العربية، خاصة في ظل المتغيرات الدولية العربية. أما المبررات الذاتية محاولة فهم اعمق للأنشطة أسواق رأس المال ومحاولة التعرف على أداء بعض أسواق رأس المال العربية.

رابعاً- حدود الدراسة

-المكانية: ركزنا على بعض البورصات العربية، ذات النشاط القوي بالمقارنة مع اقتصاديات عربية أخرى، خاصة مع توسع أنشطتها وعدد المساهمين فيها، ومن ثم نمو قيمتها السوقية والتأثير على الأداء العام لأسواق رأس المال حيث وقع الاختيار على كل من المصرية، السعودية، الأردنية.

الزمانية: اعتمادنا على التحليل لأداء اسواق رأس المال في الاقتصاديات محل الدراسات وتتبع تطور مؤشر قيمة السوقية فيها الفترة 1999-2008، وهي الفترة المتاحة لهذا المؤشر في اسواق رأس المال محل الدراسة

خامسا- أهداف الدراسة

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق عدد من المعطيات نلخصها فيما يلي:

- التعرف على محددات ومؤشرات كفاءة الأسواق الأوراق المالية؛
- التعرف على الكيفية التي يمكن ان تنعكس فيها كفاءة الأسواق على أدائها ودورها في الاقتصاد؛
- التعرف على مدى تأثير أداء الأسواق بحجم وأداء الشركات المدرجة فيها؛
- التعرف على مقومات تطور القيم السوقية في كل من البورصات، وتطور حجم التداول فيها خلال فترة الدراسة (المصرية والسعودية والأردنية).

سادسا- منهجية الدراسة

لأجل مناقشة المعطيات المتعلقة بأسواق رأس المال والمعطيات الخاصة بكفاءتها، ولأجل الوصول الى صورة صحيحة عن تطورات القيم السوقية للسوق محل الدراسة في المصرية، السعودية، الأردنية، كان لابد من الاعتماد على منهج التحليل لتحقيق الغرض من الدراسة والإجابة عن الإشكالية المطروحة.

سابعا - الدراسات السابقة في الموضوع

في حدود ما تم التطلع عليه من قبلنا في موضوع كفاءة الأسواق المالية العربية ما يلي:

- محمد يوسف عنتر الفالوجي، اختبار كفاءة السوق فلسطيني للأوراق المالية عند المستوى الضعيف دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين لسنة 2005/2004، وهي عبارة عن مذكرة ماجستير تخصص محاسبة و تمويل، بكلية التجارة قسم المحاسبة بالجامعة الإسلامية - غزة - لسنة 2007، وقد توصلت الدراسة الى أن أسعار اسهم الشركات فلسطينية لا تتبع خصائص التوزيع الطبيعي مما يعني عدم كفاءة هذه السوق في مستواها الضعيف، كما أن تحركات أسعار اغلاق الأسهم تحركات غير عشوائية بل منتظمة ولها طابع معين مع امكانية المستثمر وضع نموذج محاكاة أسعار الأسهم وتوقعها، وهكذا إمكانية تكوين نموذج محاكاة قيم مؤشر القدس خلال الفترة، وبالتالي الحكم على عدم كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية

- لطرش سميرة، العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 32-قسنطينة -

الجزائر ديسمبر 2009 . وقد توصل الباحثة الى أن العلاقة بين السيولة والكفاءة عكسية تماما، في ظل

التغيرات السعرية التي يحدثها أصحاب المعلومات، وتتحقق الكفاءة الكاملة في السوق في حالة عدم وجود فترة

زمنية بين وصول المعلومات الى السوق و تغير الاسعار، كما أن السيولة السوق بفضل فريق الضوضاء وهم

متعاملون يتعاملون على أساس من الضوضاء والاشاعات والتخمينات الشخصية، وليس على أساس معلومات موضوعية متحصل عليها من مصادر موثوقة، كما هو الشأن بالنسبة للمعلومات.

- لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، بكلية العلوم الاقتصادية بجامعة منتوري بقسنطينة لسنة 2010/2009، وقد توصلت الدراسة الى أن بورصة عمان، وسوق الأسهم السعودي وسوق الكويت للأوراق المالية هي أسواق كفاءة في المستوى ضعيف، وبورصة مصر، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ليست كفاءة في صيغتها الضعيفة، وكذلك بالنسبة لبورصة الجزائر عدم كفاءة السوق في صيغة الضعيفة. وأن كل الأسواق محل الدراسة ليست كفاءة في صيغتها المتوسطة، وذلك نظرا لعدم وجود ارتباط حقيقي بين كل من معدل التضخم، ومعدل البطالة، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر السوق. وعليه فإن عدم استجابة مؤشر السوق لأحد هذه المتغيرات ، يؤدي الى عدم تحقيق الكفاءة السوق.

-بن اعمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصات العربية (السعودية، تونس، المغرب)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية - العدد 2003/02. وقد توصلت الدارس باختبارات الجذور الأحادية والتكامل المتزامن لأن فعالية الأسواق المالية تتطلب توفير كفاءة التشغيل والتسعير، والدراسة القياسية تتوقف مع الدراسة النظرية فقد بينت اختبارات الجذور الأحادية عدم استقراره السلاسل الزمنية للأسعار أسهم البورصات العينة المدروسة وجود عشوائية في حركة الأسعار مما يفسر حسب الصيغة الضعيف عدم فعالية الأسواق المالية النامية، كما أصبح لزام على الدول النامية تفعيل أسواقها المالية ونظام التمويل الاقتصادية من خلال توفير نظام معلوماتي فعال قائم على الشفافية ومناخ استثماري ملائم يعتمد على التنوع في الأدوات المالية وحجم ادخار مناسب، مؤسسات مالية ومصرفية متطورة قادرة على تقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار بالأدوات المالية ومخاطر عدم تماثل المعلومات.

-بلحمري خيرة ، تحليل كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة قياسية لعدد من البورصات العربية (الكويت وتونس وفلسطين) خلال فترة 2007-2014 ، رسالة دكتوراه علوم تجارية، جامعة الجزائر-3-، 2016. وقد توصلت الباحثة الى أن الأسواق المالية العربية تتوفر فيها بعض مقومات الكفاءة من خلال المؤشرات التي تم دراستها سابقا المتمثلة في القيمة السوقية، وحجم السوق ومعدل الدوران، وسوق فلسطين قد تبين من خلال الدراسة أن الأسعار غير موزعة طبيعيا ، إلا أن السلسلة مستقرة بمعنى أن تحركات أسعار إغلاق الأسهم لها طابع معين.

ثامنا - هيكل البحث

من أجل الوصول الى اهداف الدراسة والإجابة عن الإشكالية، ارتأينا تقسيم البحث الى فصلين منها نظرية والثاني دراسة عينات من البورصات العربية، ففي الفصل الأول عالجنا فيه مدخل الى الأسواق رأس المال وكفاءتها في ثلاثة مباحث الأول منها حول النشأة سوق رأس المال ومفهومها والثاني حول ماهية كفاءة سوق رأس المال، أما الثالث فكان بعنوان مؤشرات قياس أداء الأسواق. أما الفصل الثاني عرضنا فيه تحليل كفاءة البورصات العربية اعتماد على القيمة السوقية خلال الفترة 1999 الى 2008. في ثلاثة مباحث، المبحث الأول تحليل كفاءة البورصة المصرية والثاني تحليل كفاءة البورصة السعودية وأما الثالث فتحليل كفاءة البورصة الأردنية.

تمهيد

تتميز المشاريع الاقتصادية الحديثة بالضخامة والتشعب والنمو السريع، وهذا يحتاج الى رؤوس أموال كبير لا يمكن الحصول عليها، من خلال عدد محدود من الممولين أو عن طريق عدد من البنوك بسبب مشاكل الإقراض طويل الأجل، لهذا فإن قيام الشركات المالية كان ثروة حقيقية في عالم تمويل المشاريع الاقتصادية، حيث انها فتحت المجال أمام تطور شكل ومضمون صيغة جديدة للتمويل، بشكل يسمح للشركات بتأمين المال اللازم لمشاريعها مهما كبر حجمها طالما انها تحقق إنتاجية جيدة وذات سمعة جيدة في السوق.

لذلك لم تعد الإدارة المالية لمنظمات الأعمال مهمة بتوفير التمويل المناسب للشركات وإدارتها وحسب، بل بتعظيم العائد المالي من استثماراتها أيضا، وهو ما جعل القرارات المالية ذات أهمية بالغة، لقد شهدت الاقتصاديات النامية على غرار العربية انعطافا نحو التخصص، وحاجة مثل هذا التحول لإيجاد أدوات واساليب مالية حديثة لتحويل القطاع العام، فضلا عن انسيابية التمويل للمنشآت الخاصة البديلة، فهذه التغييرات تدور حول أسواق تمويل تحقق الربط بين وحدات العجز المالي وأصحاب الفوائض أملا في تعظيم عوائد كلا الجانبين، لذا كان من الضروري تطوير مؤشرات قياس الأداء وأدوات تحليل مالي واقتصادي مناسبة عند تداول الأوراق المالية بيعا أو شراء.

إن الرغبة في تسليط الضوء على أسواق رأس المال تستدعي مدخلا عمليا مركبا يجمع ما بين المفردات المالية والإطار النظري لها، وكذا البيانات المحاسبية المصاحبة لها في طريق قراءة معطيات السوق وتحليلها، لذا تراء لنا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، كل منها ينطوي على عدة مطالب تفصيلية لعناصر الدراسة كما يلي:

- ✓ المبحث الأول: ماهية أسواق رأس المال
- ✓ المبحث الثاني: ماهية كفاءة سوق رأس المال
- ✓ المبحث الثالث: مؤشرات قياس أداء كفاءة سوق رأس المال

المبحث الأول: ماهية أسواق رأس المال

لقد تزايدت أهمية أسواق رأس المال نتيجة للدور الذي تلعبه في توفير السيولة وتعبئة الادخار وتوجيه الاموال للمكان المناسب، وكذا ترقية الاستثمارات، فأضحت أداة مهمة للتأثير على وضعية الاقتصاد حسب نشاط السوق المالي فهي تحدد حالة السوق إما كساد أو رواجاً وكذا الغائها لكل الفواصل المكانية المعرّقة لانتقال رؤوس الأموال، فضلاً عن ذلك قد أخذ الاستثمار المالي عمقا نظريا وتطبيقيا وأصبح مشجعا للاستثمار العيني وموازيا له. فعليه سيتخصص هذا المبحث في دراسة ماهية اسواق راس المال من عدة جوانب وللوصول لذلك قسمنا هذا المبحث لأربعة مطالب تعالج المفهوم والأقسام، وكذا منتجات السوق، تقسيماته وأهميته.

المطلب الأول: نشأة أسواق رأس المال ومفهومها

لقد حاولنا بهذا المطلب توضيح وتناول منشأ وتطور سوق رأس المال عبر مراحل تاريخية عديدة مرّ بها، وكذا المراكز المالية والجغرافية الأهم، كذلك درسنا مفهوم السوق طويل الاجل وأقسامه العديدة والمنتجات المالية المتداولة به مع الاشارة لأهمية هذا السوق.

أولاً: نشأة سوق رأس المال

إن نشأة سوق رأس المال والمفهوم الحالي له قد تدرج عبر العديد من المراحل، فالتطورات الاقتصادية ومتطلبات الافراد والمجتمعات كانت حلقة الفصل في ظهورها فالحاجة الملحة للتمويل والطلب المتزايد على رؤوس الاموال الكبيرة كان من ابرز العوامل التي ساهمت في نشأتها .

إن أول ظهور لسوق رأس المال كان مع انطلاق الثورة الصناعية، وتجسد عمليا منذ ما يزيد عن 400م عام تحديدا ب هولندا¹ ثم ظهرت في فرنسا عام 1724م وفي بريطانيا اي بورصة لندن عام 1776م، ثم ظهرت في الولايات المتحدة عام 1821م حيث أنشئت بورصة نيويورك ووال ستريت، ثم توالى بورصة طوكيو باليابان عام 1878م، وكانت بورصة باريس السوق المالية الأهم عالميا حتى قيام الثورة الفرنسية، فحققت بورصة لندن المرتبة الاولى آن ذاك

¹ حيان سليمان ، سوق الاوراق المالية السوية الاقتصادية ،دار الجامعة ، الإسكندرية، 2009،صص 16-17

في العالم، ومع نهاية عقد الثمانينات من القرن الماضي تغير الترتيب في البورصات العالمية لصالح الولايات المتحدة الأمريكية و اليابان.¹

ويطلق مصطلح السوق المالية بمفهومه الضيق على السوق او بورصة الاوراق المالية، كما يعرف بمعناه الواسع على أنه مجموعة التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لأجل متوسط او طويل بين افراده ومؤسساته و قطاعاته، ويقوم سوق رأس المال على ثلاثة ركائز أساسية وهي المنظمات المالية في السوق، أدوات السوق، والسياسات التي تحكم هاته السوق²

إن تطور سوق رأس المال كان على نطاقين أو بالأحرى جهتين ، جهة العرض وجهة الطلب فمن جانب العرض يكون ذلك بتشجيع وإنشاء شركات الأموال وخلق أدوات مالية جديدة، أما من جانب الطلب فيكون ذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات العمل المختلفة ونشاطها.

ثانيا: تعريف سوق رأس المال

السوق: هو الموقع الذي يتم فيه بيع او شراء مختلف المنتجات من بضائع او خدمات او اي شيء يمكن تداوله حيث يقابل العرض بالطلب عليه والعكس صحيح كما تلتقي فيه قرارات البائعين والمشتريين كما يلعب دور وسيلة لتحديد الاسعار والكميات.

يعرف سوق رأس المال بالعديد من التعاريف منها ما يلي:

التعريف الأول: إن سوق رأس المال هو آلية تمكن مصدري الاوراق المالية الذين يمثلون جانب الطلب على الأموال من الحصول على احتياجاتهم التمويلية طويلة او متوسطة الاجل، ففي الدول الرأسمالية تعمل على توجيه المدخرات للاستثمار في الصناعات التي تتميز بارتفاع انتاجيتها الرأسمالية، كما تمكن الحكومات ايضا من تمويل خططها الاتفاقية بدل اللجوء الى الأساليب التضخمية، أما جانب العرض فيتمثل في المدخرين (مستثمرو الاوراق

¹ عصام حسين، أسواق الاوراق المالية (بورصة) ، دار اسامة للنشر و التوزيع ،الاردن - عمان، 2008 ص 32

² عبد الحميد عبد الفتاح ، ادارة الاستراتيجية في البنوك الاسلامية ،البنك الاسلامي للتنمية ،المعهد الاسلامي للبحوث و التدريب ، جدة ، 2004، ص 58

المالية) وهنا تكمن اهمية سوق رأس المال إذ أنها تسمح لهؤلاء المدخرين بالحصول على الاصول المالية مقابل عائد وتضمن إعادة بيعها بيسر عند الرغبة في تدوير المحافظ المالية الخاصة بهم.¹

التعريف الثاني: يمكن تعريف هذه السوق بأنها تقوم على تداول الأوراق المالية وفيها تنتقل الاموال من الافراد و الشركات والمدخرين الى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها الاسهم والسندات فهي سوق مستمرة ثابتة في مكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة، كما تتسم سوق رأس المال بحساسية شديدة فهي أول من يتأثر بالكساد او الراج وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب شأنها في ذلك شأن أي سلعة أخرى وكذا بالمعلومات المتوافرة للمستثمرين.²

التعريف الثالث: هو ذلك الاطار الذي يجمع بائعي الأدوات المالية ومشتري تلك الادوات، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في اية لحظة زمنية معينة واحدة بنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه³

المطلب الثاني: تقسيمات سوق رأس المال

ينقسم سوق رأس المال إلى قسمين أساسيين هما السوق الأولية والسوق الثانوية، حيث تعتبر السوق الأولية سوق لإصدار الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة، والسوق الثانوية سوقا لتداول هذه الأوراق حيث وجود أي من السوقين مرتبط ببعدهما البعض حيث أن السوق الأولي يضمن الاستمرارية لعمل السوق الثانوي ومن خلال هذا الجزء سنتعرف على ماهية كلتا السوقين .

أولا: سوق إصدار الأوراق المالية (السوق الأولية)

1- يتم في نطاقها التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة؛ وذلك عن طريق ما يسمى بالاككتاب، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس، أو بإصدار السندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل. والاككتاب في الأسهم قد يكون خاصا (مغلقا) أي مقصورا على المؤسسين

¹شمعون شمعون ، الرياضيات الاقتصادية ، ديوان المطبوعات الجامعة ، الجزائر ، 1994، ص241 .

²حسين هاني ، الأسواق المالية ، طبيعتها ، تنظيمها ، أدواتها المشقة ، دار الكندي ، 2002، ص24 .

³وليد صافي انس البكري، الاوراق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، عمان 2008 ص16

وحدتهما وقد يكون عاما؛ وذلك عن طريق طرح كل أو بعض أسهم الشركة على الجمهور للاكتتاب فيها، أما الاكتتاب في السندات فغالبا ما يكون عاما، حيث يتم اللجوء إلى الجمهور للاكتتاب في السندات¹.

2- فهي مجموعة المؤسسات المتخصصة في اصدار الاوراق المالية لحساب منشآت الاعمال والجهات الحكومية وتمثل تلك المؤسسات في بيوت السمسرة الكبيرة والبنوك أو البنكيوات الاستثمارية، كما قد تتمثل في البنوك التجارية خاصة عندما يتسم سوق رأس المال بالصغر و كذا مؤسسات التمويل و الاصدار².

3 - كما يمكن تعريف السوق الأولية بانها سوق الاصدارات الجديدة من قبل الشركات الراغبة في الحصول على التمويل، وتقوم بالإصدار بمساعدة متخصصين ماليين يقدمون النصيحة من خلال نوعية الاوراق المصدرة ووقت إصدارها، فهي سوق يكون فيها بائع الورقة المالية مصدرها ويجري التعامل فيها عن طريق الاكتتاب، تنقسم الى سوق السندات التي فيها تطرح السندات وسوق الاسهم وهي خاصة بطرح الاسهم من قبل مختلف الشركات³.

ثانيا :سوق تداول الأوراق المالية(السوق الثانوية)

1- يتم في نطاقها التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها، ويشمل تداول هذه الأوراق المالية بالسوق الثانوية البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر؛ لذا فالملحوظ في هذه السوق أن محصلات بيع الأوراق المالية لا تذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج عملية البيع؛ فهم يتحملون الخسائر في حالة نقص سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها، كما أنهم يجنون الأرباح في حالة زيادة سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها⁴.

2- إن السوق الثانوية توفر السيولة اللازمة للمستثمرين المتحصلين على الاوراق المالية من السوق الاولية خاصة حملة الاسهم، هم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يملكونها الى الابد، وذلك في الوقت الذي يمكنهم فيه استرداد قيمتها من المنشآت التي أصدرتها، طالما أن تلك المنشأة مستمرة في ممارسة النشاط وعليه فإنه ما لم يوجد السوق الثانية ما كان للسوق الاول أن يؤدي دوره بكفاءة، فالمستثمر كان سيتردد كثيرا قبل أن يقدم على شراء أوراق مالية

¹ محمد عثمان اسماعيل حميد، أسواق رأس المال و بورصات الاوراق المالية ، مطبعة جامعة القاهرة و الكتاب الجامعي 1993

² ميمر ابراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر و محاذير، دار المعارف، الاسكندرية 1995- مصر، ص 25

³ نفس مرجع ، ص 26 .

⁴ شعون شعون ، مرجع سابق ،ص 243 .

من السوق الاول إذا كان يعتقد في أن فرصته محدودة في التخلص منها بسعر يرضيه في الوقت الذي يريده وهذا ما يوفره السوق الثاني.¹

3- فهي سوق لتداول كافة الاوراق المالية بعد عملية اصدارها أي بعد قيام بنوك الاستثمار التي تكفلت بعملية الاصدار وتوزيعها أيضا، وهي المكان الذي يلتقي فيها بائعو ومشترو الاوراق المالية، وتعرف أيضا بسوق الاصدارات القديمة، حيث توفر للمستثمرين السيولة وفرصة تحقيق الارباح الرأسمالية.²

ولأسواق رأس المال دورا هاما وان كان غير مباشر في حركة الاستثمار للمؤسسات المعنية لأن اي هبوط او تدهور في نشاطات هذه الشركات بالنسبة لحجم مبيعاتها أو لقيمة ارباحها الموزعة ينعكس على حركة تداول أدواتها، ويؤدي ذلك غالبا إلى انخفاض قيم هذه الأدوات في السوق الثانوية، وترتبط هذه السوق الثانوية بالسوق الاولية برابطة كبيرة حيث لولا وجود السوق الاولية لما وجدت السوق الثانوية، كما لولا المزايا التي تقدمها السوق الثانوية لما نجحت السوق الاولية في تصريف وتسويق اصدارات الشركات والحكومات.³

كما أن المستثمرون لا يقبلون على شراء الاصدارات الا إذا كانوا متأكدون من القدرة على بيعها في السوق الثانوية، وللسوق الثانوية اهمية كبيرة ايضا بالنسبة للوحدات الاقتصادية التي ترغب في اصدار أوراق مالية جديدة حيث أن الاسعار السائد في سوق التداول تعتبر مرشدا لهذه الوحدات عند تسعيرها للأوراق المالية، وتتميز هذه السوق بالاستمرارية على عكس السوق الاولية التي تتميز بالظرفية⁴، بحيث تنقسم السوق الثانوية بدورها الى سوق منظمة وسوق غير منظمة والسوق الثالثة والسوق الرابعة .

أ- السوق المنظمة:

هي تلك التي تأخذ شكل البورصات، وتتميز بأن لها مكانا محددًا يتم فيه نشاط تداول الأوراق المالية المسجلة بتلك الأسواق ولها أسواق دورية يلتقي فيها المتعاملون وفقا لنظم ولوائح وقوانين محددة تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات والشروط الواجب توفرها في المتعاملين، وتتم تحت اشراف مجلس منتخب من أعضاء السوق يساعده أعضاء مختصون مرخص لهم، وتنقسم السوق المنظمة بدورها الى سوق مركزية و سوق اقليمية، فيقصد بالسوق المركزية

¹ عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في الأوراق المالية ، الدار الجامعة ، مصر ، 2000 ، ص 21 .

² نفس مرجع ، ص 22 .

³ عبد الغفار الحنفي ، بورصات الأوراق المالية ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، مصر ، 2002 ص 45 .

⁴ منير إبراهيم الهندي ، أدوات الاستثمار في الأوراق راس المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية -مصر ، 2009 ، ص 6 .

تلك السوق التي يتعامل بها بالأوراق المالية المسجل لدى لجنة البورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي للشركة المصدرة، أما السوق الاقليمية يتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي تعود ملكيتها للشركات الصغيرة المتواجدة في اقليم محدد¹.

ب- السوق الغير منظمة:

تعرف بالسوق الموازية أو السوق الغير رسمية أو السوق المفتوحة، ويتم في هذه الأسواق تداول الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والبنوك التجارية وغيرها أي أنها المعاملات التي تجري خارج البورصات، ولا يوجد مكان محدد لإجرائها، اذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية بين السماسرة والتجار والمستثمرين، كما يتحدد سعر الورقة بالتفاوض عليها أيضا يعتبر كل سمسار في هذه السوق صانع السوق على غرار المتخصصين الذين يحتكرون التعامل في السوق المنظمة، وتجري المعاملات على الأوراق غير المسجلة في البورصة ويجدر الإشارة أن صفة الغير منظمة على هذه السوق لا يعني أنها لا تخضع لأية رقابة قانونية أو اجراءات تنظيمية².

ففي الولايات المتحدة يشترط أن يكون بيت السمسرة الذي يرغب في التعامل في السوق الغير منظمة عضوا في الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية، ويأخذ على الأسواق غير المنظمة أنه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض و الطلب³.و يقوم بإدارة هذه السوق مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات عن الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية⁴.

على عكس البورصات توفر بيوت السمسرة للمتعاملين في السوق غير المنظمة امكانية خفض تكاليف الصفقات حيث يمنح خصم على العمولة بالإضافة الى الحصول على أفضل الأسعار فضلا عن تنفيذ الصفقات بسرعة فائقة، إضافة الى تمتعها بالإعفاء من دفع رسوم العضوية كما هو الحال في الأسواق المنظمة ويتضمن السوق الثانوي غير المنظم مجموعة من الأسواق الفرعية هي السوق الثالثة والسوق الرابعة⁵.

¹ فيصل محمود الشوارة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية و العملية ، دار وائل للنشر و التوزيع ، عمان ، 2008 ،ص46 .

² منير إبراهيم الهندي ، مرجع سابق ،ص26 .

³ محمد عثمان إسماعيل حميد ، مرجع سابق ،ص55 .

⁴ عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق ، ص23 .

⁵ منير إبراهيم الهندي ، مرجع سابق ،ص7 .

- السوق الثالثة: يمثل السوق الثالث قطاع من السوق الغير المنظم، الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق، وبأي كمية كانت مهما كبرت أو صغرت.

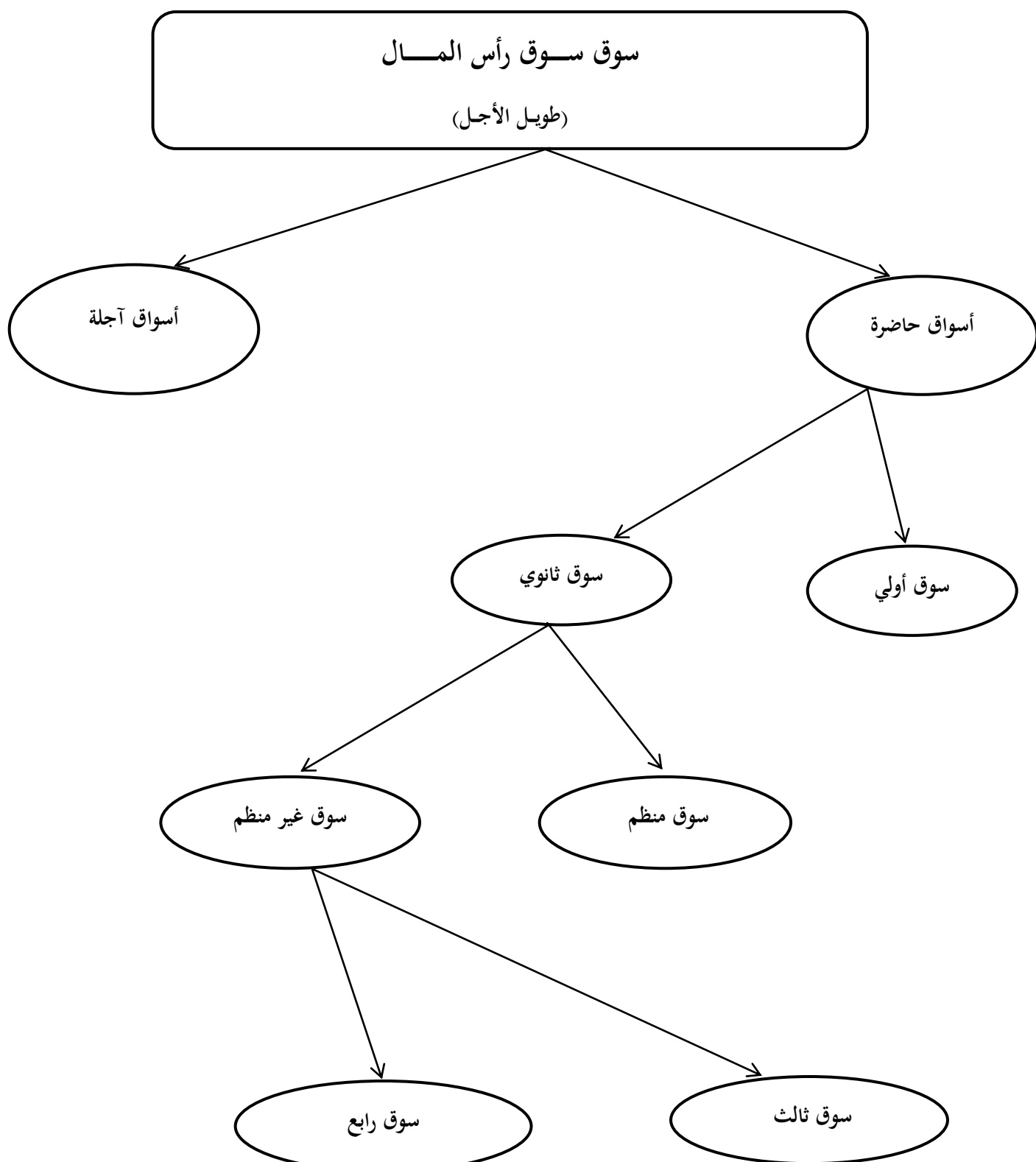
كما أنها هي تمارس دورا منافسا للمتخصصين أي أعضاء السوق المنظمة، أما جمهور العلماء في هذه السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية؛ إضافة الى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، ومن ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق التي تتداولها تلك السوق هو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث؛ وما يفسر وجود هذه السوق هو عدم القدرة على التفاوض في العمولة لدى الأسواق الأخرى، مما يتيح الفرصة لتخفيض معدلات العمولة من طرف بيوت السمسرة لكون العملية التي تتم هي محدودة والسماسة غير ملزمين بعمولة محددة، ناهيك عن ميزة عدم دفع بيوت السمسرة للرسم كما هو الحال في البورصات ومن يعمل فيها بالالتزام.¹

- السوق الرابعة: يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيها بينهم في شراء و بيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة وبدون وساطة السماسرة؛ وذلك كاستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة الماليين، ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة يساعده في ذلك شبكة قوية من الاعلام الآلي أو أطراف الحاسوب وهنا لا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المتعامل بها ومن ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها، وفي ظل السوق الرابعة تبرم الصفقات بسرعة أكبر كما قد يتمخض عن الاتصال المباشر ابرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات، لهذه المزايا تعد السوق الرابعة منافسا قويا للأسواق المنظمة بالإضافة للأسواق الغير منظمة خاصة مع امكانية التعامل ب كافة الأوراق المالية في تلك الاسواق.²

¹ جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية و النقدية، دار الصفاء للطباعة و نشر و التوزيع، عمان، 2002، 56.

² نفس مرجع، ص 57.

الشكل رقم 1-1 تقسيمات سوق رأس المال



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على ما سبق.

المطلب الثالث: المنتجات المالية المتداولة في سوق رأس المال

يمكن تقسيم المنتجات المالية إلى ثلاثة مجموعات أساسية هي: منتجات مالية تعكس الملكية، والمنتجات مالية تعكس المديونية بالإضافة إلى المشتقات المالية، وهي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل ذات فترة استحقاق أكبر من سنة أو التي يتم إصدارها بدون فترة استحقاق، كما تتصف بأن الاستثمار فيها يتضمن درجة مخاطرة أعلى من أدوات السوق النقدي، وذلك لتذبذب أسعارها في السوق، مما قد يعرض المستثمرين في هذه الأدوات المالية لخطر الخسائر الرأسمالية.

أولاً: الأسهم

1- تعريف السهم

لقد اعطيت العديد من التعاريف لهذا النوع من الأوراق المالية الأكثر شيوعاً هو أن السهم عبارة عن شهادة ملكية لعدد من الحصص في احد الشركات، ويطلق على أصحاب الأسهم بحاملي السهم، ويتحدد رأس مال الشركة المساهمة من عدد الأسهم لكل منها قيمة اسمية وفق قانون تنظيم الشركات المساهمة، حيث يتطلب القانون الموافقة على التأسيس والتسجيل في البورصة من هيئة سوق المال والدعوة الى الاكتتاب العام¹ كذلك يعرف السهم بأنه صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي للمساهم حصة من رأس مال الشركة.²

أ- قيم الأسهم

خلال مراحل حياة الشركة المختلفة يتخذ السهم عدة قيم يمكن ايجازها كما يلي :

- القيمة الاسمية للسهم: هي القيمة التي تتحدد عند تأسيس الشركة وتثبت في شهادة الأسهم الصادرة للمالكها و هي قيمة لا تمثل التقييم الحقيقي للسهم.³
- القيمة الدفترية للسهم: تستخرج من سجلات ودفاتر الشركة على أساس قيمة الأصول المقيدة بدفاتر تلك الشركة، وسميت كذلك لاستخراج قيمتها من الدفاتر.⁴

¹ فريد راغب النحر، إدارة الشركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية 2009، ص 63

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2006، ص: 210.

³ نفس مرجع، ص 211.

⁴ مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية "البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص: 388.

- القيمة الحقيقية: هي القيمة التي يستحقها السهم في جميع أموال الشركة ويشمل رأس المال المدفوع وموجودات الشركة وأرباحها بعد خصم ديونها، ويحسب بقيمة الموجودات الصافية للشركة على عدد الأسهم المكونة لرأس مالها.¹
- القيمة عند تصفية السهم: هي القيمة التي يتوقع حامل السهم الحصول عليها في حال تصفية أصول المشروع أو الشركة و إنهاء أعماله بالكامل.²
- القيمة السوقية للسهم: هي قيمة السهم في السوق، أي السعر الذي يتم التعامل به بين المتعاملين في تلك السوق. وهي قيمة تتميز بعدم الثبات بل بالتذبذب والتغير تبعاً لتغير العوامل المؤثرة في تحديد قيمتها، وعليه في الحياة العملية نجد أن هذه القيمة هي التي تجذب اهتمام المساهمين والمستثمرين على حد سواء، كما تبنى عليها كافة التحليلات والتنبؤات عند اجراء واتخاذ القرارات الاستثمارية أو التداول اليومي في سوق راس المال.³

2- خصائص الأسهم

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، فمن أهم تلك الخصائص نخصي ما يلي⁴:

- القابلية للتداول: توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق راس المال، بحيث أنها تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطريقة التجارية دون حاجة لاتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو ابلاغها بخاصية التداول، وإن كانت تتوفر استثناءات في بعض الأوراق المالية الأخرى، فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة العامة .
- الأسهم متساوية القيمة: يقصد بذلك أن إصدارات الشركة المساهمة من الأسهم العادية تكون أسهما متساوية القيمة، ولا يجوز اصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة؛ بينما لا يحكم هذا الشرط اصدار الأوراق المالية الأخرى .

¹ - حسني علي خريوش، وآخرون، "الأسواق المالية" بورصة الأسهم والسندات المالية"، دار زهران، عمان - الأردن، 2013، ص:58.

² - نفس المرجع، ص:59.

³ - حسني علي خريوش، وآخرون، مرجع سابق، ص:59.

⁴ - وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، 2010، ص:122 .

- المسؤولية المحدودة للمساهم: تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة وبهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسؤوليته غير موجودة وله ميزات عديدة.

3- أنواع الأسهم

يمكن لنا تقسيم الأسهم الى أنواع مختلفة على أسس مختلفة نذكر منها ما يلي:

أ- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار

ويمكن تقسيم الأسهم حسب شكل إصدارها الى ثلاثة أنواع كما يلي:¹

- **السهم لحامله:** يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية، إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد استلامه. لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي قد تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع، لذا معظم قوانين شركات الإصدار تحرم هذا النوع من الأسهم.

- **السهم الإسمي:** يصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتاً في الشهادة ويسجل أيضاً باسمه في سجلات الشركة، وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم هنا القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة.

- **السهم الاذني أو الأمر:** يذكر هذا السهم اسم صاحبه في الشهادة مقترناً بالأمر أو الاذن، فبوجوده يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع الى الشركة.

ب- تقسيم الأسهم على أساس الحصة التي تدفع لحامل السهم

يمكن تقسيم الأسهم حسب الحصة التي تدفع لحامل السهم الى نوعين هما:²

- **الأسهم العينية:** عندما تأخذ شكل حصص عينية في رأس مال الشركة، كموجودات لشركة قائمة.

- **أسهم نقدية:** حيث يتم دفع قيمتها نقداً فقط.

¹ - نفس المرجع ، ص123.

² - وليد صافي وأنس البكري، مرجع سابق ، ص124.

ج- تقسيم الأسهم على أساس الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

يمكن تقسيم الأسهم حسب الحصة التي تدفع لحامل السهم الى نوعين هما:¹

1- السهم العادي: يعرف السهم العادي بأنه صك قابل للتداول يصدر عن شركات المساهمة ويمثل للمساهم حصته في رأس مال الشركة. كما تعتبر هذه الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، إذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها من الإصدار. بحيث تكون الأسهم الصادرة عن الشركة المساهمة العامة متساوية القيمة وهي من صكوك الملكية التي يعتبر مالكوها مالكيين ومساهمين بالشركة المصدرة لها، كما أن لها العديد من الأنواع سنتطرق لها.

1-1- أنواع الأسهم العادية

تصنف الأسهم العادية بموجب معايير ومؤشرات عديدة تبعا لأدائها وسلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية فإن للسهم حساسية للعديد من المؤثرات، لعل أبرزها هي سمعة الشركة صاحبة الورقة المالية أثناء سعيها لتحقيق الأرباح و أوقات التوزيعات الربحية، بالإضافة الى البيئة الاقتصادية المحيطة وحتى العلاقات الخارجية بالنسبة للبلد المعني، يمكن ان نعدد أنواع الأسهم العادية كالتالي:²

- **الأسهم المدافعة:** هي الأسهم التي يتنبأ باستمراريتها ثباتها واستقرارها او ان تكون مزيدة بمرحلة الركود الاقتصادي والتذبذب او انخفاض الاعمال والتقلبات الشديدة في أسواق رأس المال.

- **الأسهم الدورية:** هي الأسهم التي لمستوى أسعارها وأرباحها علاقة وطيدة بحالة ووضعية الاقتصاد ككل فهي اسهم خاصة بشركات سريعة التأثير بالتغيرات الطارئة على الاقتصاد.

- **الأسهم المضاربة:** هي الأسهم التي يطمح المستثمر إلى ارتفاع قيمتها مستقبلا وبدل اعتماد قرارات المستثمرين على البيانات والمعلومات التاريخية للشركة، لذلك فالمستثمرين في هذا النوع من الأسهم يراهنون على أن ما قد يطرأ من أخبار ومعلومات ووسائل الانتاج قد يؤثر بشكل إيجابي في ارتفاع قيمة اسهم الشركة، أيضا يميل هذا النوع من الأسهم للتغير كلما ولجت معلومة جديدة.

¹ - محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم علي الشديفات، الاستثمار في البورصة - أسهم - سندات - أوراق مالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006 ص: 88.

² - هشام طلعة عبد الحكيم، انوار مصطفى حسن، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن)، دراسة تطبيقية مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة و الاقتصاد، العدد 81، 2010، صص 56-57

– **الأسهم الناجحة:** ان هذا النوع من الأسهم يعود الى شركات ضخمة غنية عن التعريف ومتأصلة، أي أنها أسهم ناجحة وقائدة في بيئة صناعتها، فهي تتصف بالكفاءة والفاعلية بأدائها وتوفيرها لمنتجات عديدة وذات جودة مرتفعة.

– **أسهم الدخل:** هي اسهم يقوم المستثمرون بشرائها غالبا بهدف تلقي وكسب المقسوم النقدي من الأرباح، أيضا توفرها على ميزة تقديم توزيعات منتظمة من الدخل وإمكانية التنبؤ بها في المستقبل جعل منها أداة مالية جاذبة.

1-2- حقوق حملة الأسهم العادية

يتمتع حامل السهم العادي بمجموعة من الحقوق كفلها القانون له المساهمين، من أهم تلك الحقوق نذكر:¹

– إمكانية نقل الملكية الى شخص آخر، اذا ليس من حق المساهم أن يطلب من الشركة إعادة قيمة الأسهم له، بل يستطيع بيع هذه الأسهم في السوق.

– الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها في نهاية السنة المالية، وليس من حق المساهم الحصول على الأرباح الا عند تحقيقها واتخاذ قرار توزيعها على المساهمين.

– الاطلاع على دفاتر وسجلات التقييم الخاصة بالشركة.

– الحصول على حصة في موجودات الشركة في حالة التصفية وعلى قدر كبير من المساواة مع المساهمين الآخرين.

– الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تقرر الشركة إصدارها.

– التصويت في الجمعية العامة بنسبة الأسهم التي يمتلكها، ان من حق المساهم المشاركة في اتخاذ القرارات عن طريق

التصويت في انتخابات مجلس الإدارة وتعديل النظام الأساسي أو تعديل رأس المال، أيضا حق المشاركة في

الجمعيات العمومية العادية وغير العادية .²

1-3- مزايا الأسهم العادية

إن هذه المزايا تتمثل فيما يلي:³

¹ – حماد طارق عبد العال، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص22.

² – مجيد ضياء، البورصات، أسواق رأس المال وأدائها، الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية-مصر، 2003؛ ص 39.

³ – نفس مرجع، ص40.

- ليس لهذا النوع من الأوراق المالية تاريخ استحقاق محدد، فهي مستمرة طالما أن الشركة قائمة في نشاطها كذلك هذه الاسهم تعطي لحاملها حق التصويت في الشركة بالاجتماعات السنوية المنعقدة للجمعية العامة باعتبارهم أصحاب المشروع ومالكيه، بالإضافة الى أنها تعطي لحاملها حق الأولوية في الاكتتاب كمساهمين قدامى عند طرح اسهم جديدة في السوق المالي.

1-4- عيوب الأسهم العادية

- إن عيوب هذه الاسهم ليست بالكثيرة إلا أن المستثمرين يأخذونها بشكل رئيسي عند صنع قراراتهم الاستثمارية واختيارهم للورقة المالية، تتمثل هذه العيوب فيما يلي:¹
- لا يحصل حملتها على أي توزيعات للأرباح إلا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى أي الأرباح المتبقية.
- المشاركة في تحمل الخسائر المالية حال حدوثها وبمشاركة جميع المساهمين.
- في حالة تصفية المشروع وإنهاء أعمالها بالكامل فإن أصحاب الأسهم العادية هم آخر من يحصل على أي شيء من حصيلة بيع أصول الشركة.
- في حالة حاجة الشركة لزيادة التمويل على حملتها الالتزام بقرار الجمعية العامة لتوزيع جزء من الأرباح أو عدم إجراء توزيعات للأرباح.

2- الأسهم الممتازة

1-2- تعريف الأسهم الممتازة : تعتبر أداة ملكية ويطلق على حاملها مصطلح مساهم ممتاز، ولكن تختلف ملكيته عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي. كما توفر هذه الأسهم لحاملها مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي، فمن حيث الأرباح يحصل حامل السهم الممتاز على نصيب سنوي ثابت يحدد إما في شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، أو في صورة مبلغ محدد، أيضا في حالة وجود أرباح قابلة للتوزيع يكون لحامل السهم الممتاز الحق في الحصول على نصيبه منها قبل حامل السهم العادي ولكن بشرط صدور قرار بالتوزيع من الجمعية العمومية بعد توصية من مجلس الإدارة.²

¹ - منير إبراهيم الهندي ، مرجع سابق ، ص 20 .

² فريد راغب النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية- محاور التمويل الاستراتيجي- الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2009 ص 194.

2-2- أنواع الأسهم الممتازة

تقسم الأسهم الممتازة من حيث توزيعات الأرباح الى الأنواع التالية¹

أ- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: هي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها حق الحصول على نصيب من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا لكنها لم تعلن عن توزيعها بسبب من الأسباب، وذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.

ب- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولى.

ج- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: تعتبر قابلية السهم الممتاز للتحويل الى أسهم عادية ميزة كبيرة تعطى لحامل هذا النوع من الأسهم؛ إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضا وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم الى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

د- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقا لقابليتها للاستدعاء أو السداد من قبل الشركة المصدرة الى قابلية السداد وقابلية الأسهم الممتازة للاستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم اذا ما شعرت بأن لديها فائضا من الأموال يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين وبالتالي تخفيض الرفع المالي للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي.

¹ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005، ص 85

ثانيا: السندات

1- تعريف السند: يعتبر السند جزء من قرض ويصدر لحامله¹، فهو ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض و فوائده وفقا لشرط الإصدار، وبهذا المعنى يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تثبت المديونية تصدر في سوق رأس المال.²

2- خصائص السندات: هو صك مديونية على الجهة التي أصدرتها، ويحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة ام خسرت مع استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق، وكذا قابلية السند للتداول بحيث يحق لغيره بيعه لغيره، وتحدد قيمة السند الجارية في السوق (البورصة) اعتمادا على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند وسعر الفائدة الجاري في السوق النقدي، والقيمة الجارية للسند لا يحق المطالبة بقيمتها قبل الزمن المحدد لتسديده، وانما يمكن بيعه في السوق الثانوية، كما أن حامل السند لا يشترك في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له³

3- أنواع السندات

تقسم السندات الى أنواع مختلفة على أسس مختلفة أهمها:⁴

3-1- من حيث الضمان

- سندات مضمونة، أي مرهونة بأصول معينة كالأراضي والمباني والتجهيزات، فعند تصفية الشركة المصدرة أو عدم وفائها بالتزاماتها تجاه أصحاب السندات فهم نظريا يستطيعون التصرف بهذه الأصول واستيفاء حقوقهم.
- سندات غير مضمونة بأصول معينة، ان الضمانات الفعلية لهذه السندات هي اجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي أي قدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه دائئيتها.

3-2- من حيث القيمة التي تصدر بها السندات

- سندات تباع بالقيمة الاسمية التي تصدر بها.
- سندات تباع بقيمة جارية أعلى من القيمة الاسمية.

¹ - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة - مصر، 2001، ص122.

² - منير ابراهيم هندي، المرجع سابق، ص 29.

³ ضياء مجيد، نفس المرجع، ص37

⁴ نفس مرجع، ص 33

- سندات تباع بقيمة جارية أقل من القيمة الاسمية.

3-3- من حيث العوائد

أ- سندات ذات عائد ثابت: وتعرض هذه السندات لعدة أخطار مرتبطة بمخاطر تقلبات سعر الفائدة، وذلك للعلاقة العكسية بين سعر الفائدة في المعاملات النقدية وسعر السند، كذلك مخاطر التضخم اذ يؤدي التضخم الى انخفاض القيمة الحقيقية للسند والعائد المدفوع عليه.

ب- سندات ذات عائد متغير: هي سندات مشاركة للأرباح، وترتبط عوائدها بأرقام قياسية معينة مثل معدل الإنتاجية، متوسط أسعار منتجات الشركة والرقم القياسي للأسعار كذلك ترتبط عوائدها بالارتفاع والانخفاض في أسعار الذهب.

4- من حيث أجال الاستحقاق

- هنالك سندات قصيرة الأجل و متوسطة الأجل و كذا طويلة الأجل. 1

ثالثا: المشتقات المالية

تعتبر المشتقات المالية من الأدوات المالية التي برزت حديثا في أسواق المال في الدول المتقدمة، الهدف منها هو أخذ الحيلة الكافية من تحقيق أي خسائر رأسمالية في الأدوات المالية المتداولة نتيجة تقلبات أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية كما تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثانوي ومن العوامل التي ساعدت على ظهور مثل هذه الأدوات هو سرعة الانجاز في المعاملات والتبادل في الأسواق المالية.

1- مفهوم المشتقات المالية: تعرف المشتقات بأنها أدوات استثمارية متنوعة وسميت بهذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية مثل الأسهم والسندات وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات وتشتمل المشتقات المالية على عقود المستقبلية والاختيارية والمبادلات.²

فالمشتقات المالية هي " أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو سلعة أو عملات أجنبية، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاط المالية في الأسواق، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده، فليس هناك عائد مستحق على الاستثمار،

¹ - محمد صالح . الخناوي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص394 .

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، مصر ، 1999 ، ص 07 .

كما تستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر والتحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق وأخيرا المضاربة¹

أيضا تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات والعقود الآجلة وعقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة².

2- أنواع المشتقات المالية

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات

2-1- عقود الخيار

أ- تعريف عقود الخيار: إن خيار الشراء أو خيار البيع يمنح البائع الحق في شراء أو بيع الأسهم في أوراق معينة بسعر محدد خلال وقت محدد مقابل هامش فيكون فيها تنفيذ العقد اختياريا من قبل المشتري، أي يمنح للمستثمر حق بيع أو شراء عدد من الأسهم والسندات والعملات إلى طرف آخر بسعر محدد مقدما، وقد ينص على تنفيذ الاتفاق في تاريخ أو خلال فترة معينة³.

- تعريف آخر: عقود الخيارات هو عقد بين طرفين يعطي حامله الحق في شراء أو بيع سهم أو سند معين بسعر معين خلال مدة معينة أو في تاريخ معين، وتسمى بالمشتقات لأنه يتم اشتقاقها من الأسهم العادية والسندات وتصدر من المستثمرين مباشرة ولا دخل للشركة مصدرة الأسهم العادية فيها وتعطي حاملها الحق في شراء السهم ذاته بعد أو خلال مدة معينة بسعر محدد أو بيع السهم ذاته بعد أو خلال مدة معينة بسعر محدد⁴

ب- أركان عقود الخيار

إن أركان عقود الخيار تتمثل في أن المشتري هو الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء كان حق الخيار هو حق خيار بيع أو خيار شراء، ويكون لهذا المشتري الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق مقابل علاوة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر حق الخيار، فمحرر الحق هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر أو مشتري الحق نظير مكافأة يحصل

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص 60-61.

² - أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعة، 2003، ص 211.

³ - صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثاني، جوان 2002، ص 212.

⁴ - محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 86.

عليها من مشتري الحق، أما المكافأة فهي مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الخيار بدفعه إلى محرر الحق نظير أن يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.¹

2-2- العقود المستقبلية

أ- تعريف العقود المستقبلية: هي التزام تعاقدى نمطي إما لبيع أو شراء موجود معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل، وتعرف الموجودات التي يتم تداولها على وفق العقود المستقبلية بالموجود الأصلي أو الأساسي، والسعر المستقبلي هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان البائع والمشتري على تداول الموجود في تاريخ مستقبلي معين، فهو السعر المحدد في العقد المستقبلي.²

ب- أركان العقود المستقبلية

- **السعر في المستقبل:** هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل التعاقد في المستقبل.

- **تاريخ التسليم أو التسوية:** هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

- **محل العقد:** يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه أو شرائه بين طرفي العقد والذي قد يكون بضائع، أو أوراق مالية، مؤشرات، عملات،... الخ.

- **مشتري العقد:** هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في لتاريخ المحدد في المستقبل.

- **بائع العقد:** هو الطرف الملتزم بتسديد الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد بالمستقبل.

ج- خصائص العقود المستقبلية

من أهمها:³

- **الكمية:** وهي الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد المستقبلي، إذ تختلف مكونات العقد باختلاف الموجود محل التعاقد.

¹ - محمد صالح الخناوي، وآخرون، مرجع سابق، ص 311-312.

² محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثناء للنشر والتوزيع، بغداد-العراق، 2010، ص 515.

³ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 516.

- أشهر التنفيذ: وهي الأشهر التي يلتزم فيها بائع العقود المستقبلية بتسليم الموجود إلى مشتري العقود المستقبلية بمعنى آخر الأشهر التي تنفذ فيها العقود المستقبلية المتداولة في كل سنة.

- شروط التسليم: وتتضمن شروط تسليم الموجود من محل العقد، وهي الأشهر التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية التي ينبغي فيها التسليم ودرجة جودة الموجود محل التعاقد والوسيلة الفعلية التي يمكن للبائع فيها تسليم الموجود.

- أدنى تقلب سعري: وهو أدنى تقلب سعري مسموح به ويشار إليه بحجم التحرك.¹

- الهامش المبدئي: يرجع إلى أن الاستثمار في العقود المستقبلية أي التعاقد على الشراء والبيع لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أو جزء منه، ولكي لا يتعرض أي طرف للضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف الآخر لالتزامه فقد تقرر فرض هامش مبدئي يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه، وتختلف قيمة الهامش المبدئي باختلاف الأصل محل التعاقد ولا يمثل هذا الهامش سوى نسبة ضئيلة تتراوح ما بين 5 إلى 15% من قيمة العقد.²

د- أنواع العقود المستقبلية

- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المفترضة.³

- العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقاً، وتكون قيمة العقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.⁴

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، سلسلة الفكر الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 06.

² - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر، الأردن، 2010، ص 256.

³ - زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر عمان، 1998، ص 100.

⁴ - حسن عبد الباسط وفا، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية، "أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى ملكية الخاصة"، دار النهضة العربية، مصر 1996، ص 40.

- عقود مستقبلية على سلع: هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقداراً محدداً من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.¹

2-3- عقود المبادلة

أ- تعريف عقد المبادلة: هي عقد مبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفق النقدية خلال فترة مستقبلية.² كما أنها تمثل عقود المبادلة لإحدى أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة، وتعرف على أنها "سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ يتم تسويتها على فترات دورية حيث أن هذه التسويات تتم يومياً كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك تعرف بأنها سلسلة من العقود لاحقة التسوية،³ وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المبادلة عدة عناصر رئيسية هي⁴:

- طرفي العقد.
- الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المبادلة.
- العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات.
- قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المبادلة.
- السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليه.
- مدة سريان العقد.

ب- أنواع عقود المبادلة

- عقود المبادلة على أسعار الفائدة: يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول تقلب أسعار الفائدة السوقية والمخاطر الناجمة عن ذلك والتي قد تؤدي الى الإفلاس من جهة ثانية، وعقد مبادلة أسعار الفائدة هو عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعة الفوائد بموجب فترات منتظمة.⁵

¹ - عطية أحمد صالح، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعة، 2003، ص:235.

² - طارق حماد عبد العال، مرجع سابق، ص:213.

³ - محفوظ جبار، مريم عديلة، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة دراسة حالة السوق الكويتية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، العدد10، 2010، ص:12.

⁴ - عاطف فرحة، إدارة المشتقات المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، إدارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2009، ص:22.

⁵ - محمد صالح الحناوي، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، مرجع سابق، ص:332.

ويمكن أن تكون هذه المبادلة بعقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بأسعار المتغيرة أو مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغيرة وغير متغيرة أو عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد.¹

- عقود مبادلة العملات: تهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلاً في أسعار صرف العملات، وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجرى عملية متزامنة في السوق الآجل، وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها.²

- عقود مبادلات البضائع: هي ترتيبات منظمة لمبادلة الأسعار الثابتة بالمتغيرة. على سبيل المثال شركات تكرير البترول ترغب في دفع سعر محدد (ثابت) للبترول خلال فترة معينة من الوقت، وعلى هذا الأساس تقوم شركات البترول باتخاذ موقف مبادلة طويل الأجل وذلك للحصول على الفرق بين السعر الحاضر للبترول وسعر محدد سلفاً فإذا كان السعر الحاضر أقل من السعر المحدد سلفاً، فإن شركات البترول تقوم بدفع هذا الفرق.³

المطلب الرابع: أهمية سوق رأس المال

إن الأصول المالية من اسهم وسندات وغيرها من الادوات المالية ما كان لها أداء وظيفتها بكفاءة ما لم توجد أسواق رأس المال التي تتداول فيها تلك الأصول، فلهذه السوق الاهمية البالغة في تدوير وتنشيط الاقتصاد، فقد وجدت هاته الأسواق لسبب جوهري واساسي يتمثل في ان مدخرات الافراد والمنشآت والحكومات تتكون في فترة زمنية، وليس من الضروري أن تكون هي ذاتها الفترة الزمنية التي يخطط فيها هؤلاء المدخرين لاستثمار تلك المدخرات في اصول حقيقية.

تبرز أهمية سوق رأس المال في عدة نقاط منها تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد القومي ككل، أيضا من خلال السوق يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها الى سيولة نقدية عند الضرورة، كما أنها تمكن أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع

¹ نفس مرجع ،ص 333 .

² - نفس مرجع ، ص 334 .

³ - هشام خليفة السعدي، عقود المشتقات المالية ، دار الفكر الجامعي، مصر 2011، ص 384 .

الطاقة الإنتاجية لمشاريعهم.¹ بالإضافة لمراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية.²

أيضا هي تتيح الفرصة والحماية للوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات، إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة الكبيرة بأصحابها.

فلو أن المدخرات لكل وحدة اقتصادية تساوي حجم الاستثمار في الأصول الحقيقية في جميع الأوقات، ما كان هناك حاجة إلى الأصول المالية أو أسواق النقد أو أسواق المال. فكل وحدة اقتصادية كان يمكنها تمويل مصروفاتها واستثماراتها الحالية من إيراداتها الحالية، دون الحاجة إلى تمويل خارجي باختصار نجحت الحاجة إلى الأصول المالية وبالتالي لأسواق رؤوس الأموال عن كون الاستثمارات في الأصول الحقيقية لبعض الوحدات الاقتصادية تفوق مدخراتها، وتحتاج بالتالي إلى المزيد من الموارد تقدمها لها وحدات اقتصادية أخرى لديها مدخرات تفوق استثماراتها.

كما نشير إلى أن كفاءة سوق رأس المال قد ساهمت في رفع كفاءة المنشآت وزيادة حيويتها، كما ساهمت في جذب متعاملين جدد، فالتزام المنشآت المسجلة في البورصة بنشر التقارير المالية يعد حافزا للإدارة على بذل أقصى جهد، حتى تبدو صورتها مقبولة لدى حملة الاسهم، وحتى يمكنها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية إضافية بتكلفة أقل، هذا إلى جانب مساهمة كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل والعدالة والامن، في تشجيع المدخرين على توجيه مدخراتهم إلى الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال.

¹ - ضياء مجيد، نفس المرجع، ص7.

² منير ابراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية محاذير ومخاطر، دار المعارف، الاسكندرية، مصر 1995، ص27.

المبحث الثاني: ماهية سوق رأس المال الكفاء

أثارت فكرة كفاءة أسواق رأس المال خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أوقات مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، التي لها دور في تحليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها وذلك عبر تضيق الفجوة بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية للورقة المالية.

نحاول من خلال هذا المبحث التعرض الى مفهوم كفاءة أسواق رأس المال مع شروط توفرها ومقوماتها، كذا علاقة المعلومات بمفهوم الكفاءة وأنظمتها، إضافة الى صيغ الكفاءة المختلفة وكذا التحاليل المستخدمة في دراستها.

المطلب الأول : مفهوم كفاءة سوق رأس المال ومقوماتها

يوصف أداء الجيد للأسواق رأس المال في أغلب الأحيان بعبارة بالأسواق المالية الكفوءة، هذا المصطلح الذي شاع استخدامه لتحليل قدرة الأسواق المالية على الإدارة الجيدة لتكاليفها، وحسن استخدام مواردها. سنحاول من خلال هذا المطلب تسليط الضوء على هذا النوع من الاسواق من خلال مفهوم كفاءة أسواق رأس المال وبيئة تواجدها ومقوماتها .

أولا - مفهوم كفاءة سوق رأس المال

-تعريف أول: تعرف كفاءة الأسواق رأس المال «بأنها تلك السوق التي تنعكس فيها فوراً كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في نتائج المؤسسة، على أسعار أوراقها المالية»¹

-تعريف ثاني: تعرف كفاءة الأسواق رأس المال « بأنها تلك السوق التي تعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات تبثها وسائل الاعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم»².

¹ - جبار محفوظ، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017، ص263.

² - منير إبراهيم هدى، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 489.

تعريف ثالث: تعرف كفاءة الأسواق رأس المال « بأنها السوق التي تكون في حالة التوازن المستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماما لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها »¹

تعريف الرابع: تعرف كفاءة الأسواق رأس المال على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحاليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق بما يؤدي في نهاية الأمر الى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، تكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية لتحقيق سوق مالي كفء والتي تتطلب توفر العناصر التالية:²

- وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق.
- توفير البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداولة أدواتها.
- ازالة أي قيود تعيق التعامل في السوق.
- عدم وجود تكاليف للمعاملات أو ضرائب.
- حرية المستثمر في بيع وشراء أي كمية من أسهم المنشأة مهما كان حجمها وذلك بيسر وسهولة.
- الإفصاح عن المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين وفي وقت واحد.³
- عدم وجود أي قيود للدخول أو الخروج من السوق، سواء بالنسبة للمستثمر أو المنشآت الراغبة في الحصول على الأموال.⁴

ثانيا: مقومات السوق الجيد

توجد ثلاثة مقومات رئيسية للسوق الجيد هي: دقة وسرعة وصول المعلومات، كفاءة التشغيل، التسعير، السيولة وسمعة العدالة للسوق نفصلها فيما يلي:⁵

¹ - لطرش سميرة ، العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال ، مجلة العلوم الإنسانية عدد 32 ، 2009 ، ص 213 .

² - نفس المرجع ، ص 34.

³ - مفتاح صالح ، معارف فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ، مجلة الباحث عدد 2009/07 ، 2010 ، ص 182 .

⁴ - منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق ، بدون طبعة ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1999 ، ص 401 .

⁵ - إيهاب الدسوقي ، المرجع سابق ، ص 35 .

- 1- **دقة وسرعة وصول المعلومات:** يتوقع المتعاملين من السوق أن يزودهم في الوقت المناسب بالمعلومات الدقيقة عن كافة الصفقات التي أبرمت من حيث الحجم والسعر، كما يتوقعون أن يزودهم كذلك بالظروف الحالية للسوق ممثلة في السعر الذي تباع وتشتري به كل ورقة، والذي تعكس في حقيقة الأمر مستوى الطلب والعرض لكل منها.
- 2- **كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير:** يقصد بكفاءة التشغيل أن تكون تكاليف ابرام الصفقة أي تكلفة المعاملات عند حدها الأدنى، أما كفاءة التسعير فيقصد بها سرعة استجابة الأسعار في السوق للمعلومات الجديدة التي تصل إليه، فهو ما يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.¹
- 3- **السيولة:** يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من ابرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية، للسيولة أهمية كبيرة وأساسية في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول المعلومات جديدة الى السوق يعني هذه السيولة تتطلب بالإضافة الى سهولة التسويق توفر سمة الانتظار أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.²
- 4- **عدالة السوق:** تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو من ناحية توفير المعلومات، حيث أنه في جميع أسواق رأس المال تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات السوق والأوراق المالية تعمل على نشر المعلومات واطاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.³

¹ - منير إبراهيم هندی ، مرجع سابق ، ص 411

² - نفس المرجع ، ص 412 .

³ - بن عمر بن حاسين ، حسين جديدين ، محمد بن بوزيان ، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية ، دراسة حالة بورصة السعودية "عمان ، تونس ، المغرب " ، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ، العدد 2013/02 ، ص 251 .

المطلب الثاني: أنواع كفاءة سوق رأس المال

يوجد نوعين من الكفاءة الأسواق رأس المال هما:

أولاً: الكفاءة الكاملة

يقصد بالكفاءة الكاملة على أنه ذلك السوق الذي لا توجد فيه فواصل زمنية بين تحليل المعلومات الجديدة الوارد إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم وهو ما يضمن تغير فوري في السعر؛ بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، وهذا بالطبع يحمل في طياته أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره هذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه بالكفاءة الكاملة، التي تقتضي وجوب أن يكون عدد المشاركين في السوق كبير (مرتفعاً)، بالشكل الذي يجعل معاملاتهم لا تترك أثراً كبيراً على سعر السهم، وأن تكون بينهم منافسة حقيقية،¹ أيضاً وجوب أن يتصف المستثمرين بالرشاد،² مع تحييد القيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث يقوم المستثمر ببيع وشراء أي كمية مع الأسهم ومهما صغر حجمها بسهولة.³

ثانياً- الكفاءة الاقتصادية

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمة الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غير أن من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب غيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً، إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل.⁴

¹ - منير إبراهيم هندی ، مرجع سابق ، ص 494 .

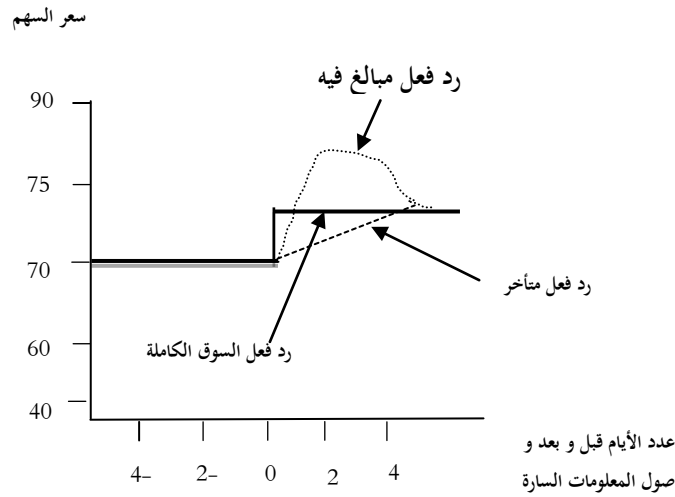
² - لطرش سميرة ، مرجع سابق ، ص 215 .

³ - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني : دراسة حالة بورصة ماليزيا ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث LMD ، جامعة بسكرة ، 2014/2015 ، ص 76 .

⁴ - منير إبراهيم هندی ، مرجع سابق ، ص 497 .

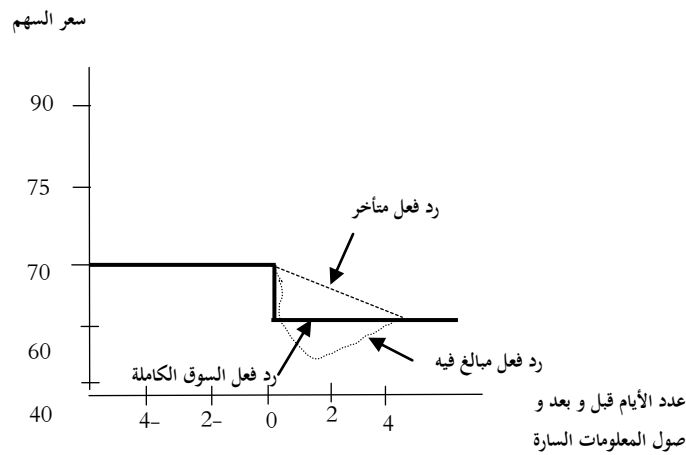
الشكلين التاليين يوضحان ردود فعل كل من سوق بالكفاءة الكاملة وسوق بالكفاءة الاقتصادية عند الاخبار السارة والغير السارة.

شكل (1-2): تغير سعر السهم عند و صل المعلومات السارة



المصدر : جبار محفوظ، الأسواق المالية، طبعة الأول، دار هومة، الجزائر 2017، ص. 278-279.

شكل (1-3) : تغير سعر السهم عند المعلومات غير السارة



مصدر : نفس المرجع، ص، ص 278-279.

1- التفسير الأول: تغير سعر السهم عند وصول المعلومات السارة

أن المعلومات السارة حول السهم كانت تتأكد لدى المتعاملين كل يوم، مما جعل السعر يرتفع من اليوم لآخر حتى وصل إلى قيمته الحقيقية، أي أن زيادة الطلب على ذلك السهم جعل السعر يرتفع تدريجياً¹، وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم وهو ما يحقق للسوق كفاءة عالية.

2- التفسير الثاني: تغير سعر السهم عند وصل المعلومات غير السارة

أما في حالة وصول المعلومات الغير سارة إلى السوق فذلك سينعكس سلبي في سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات، مما لن يحقق للمستثمرين أرباح فيتصف السوق في مثل هذه الحالة بعدم الكفاءة، أين يستغرق تعديل السعر إلى السعر الحقيقي مدة ثمانية أيام من وصول هذه المعلومات إلى السوق.²

مع افتراض كمال السوق، من الشكليات السابقين يمكن ملاحظة مدى استجابة السعر بسرعة للمعلومات السارة الواردة، بالارتفاع الفجائي (من 70 إلى 75 دينار) الممثل بالخط الداكن في الشكل (1-2) وغير السارة بالانخفاض الفجائي (من 70 إلى 60 دينار) ممثلاً بالخط الداكن في الشكل (1-3) كما يمكن ملاحظة الارتفاع التدريجي (أو المبالغ فيه) للسعر في حالة السوق الكفؤة. وبما أن سعر السهم سيستقر في النهاية عند القيمة الحقيقية له، أي 75 دينار أو أن الوقت الذي يستغرقه تغير السعر يتوقف على ظروف السوق ومدى سرعة المعلومات في وصولها إلى المتعاملين وهل تصلهم في نفس الوقت أم لا، بإضافة إلى قوى العرض والطلب على الأسهم المعنية.³

المطلب الثالث: صيغ كفاءة سوق رأس المال

تعكس كفاءة سوق رأس المال جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية ويعني هذا من الناحية التطبيقية ان أسعار السوق تتغير بسرعة استجابة للمعلومات الجديدة، مما يستحيل تحقيق معه أرباح غير عادية. غير أن وجود الكفاءة الكاملة في أسواق رأس المال احتمالها ضعيف كما ان هناك احتمالات لوجود مستثمرين عديمي

¹ - جبار محفوظ ، مرجع سابق ، ص 278 .

² - مفتاح صالح ، معارف فريدة ، مرجع سابق ، ص 183 .

³ - جبار محفوظ ، مرجع سابق ، ص 279 .

الخبرة مما يعرضهم لخسائر. وفي المقابل يستطيع اخرون تحقيق أرباح غير عديدة نتيجة توافر معلومات خاصة لهم غير متوفرة لباقي المستثمرين. ومن هنا تتباين الكفاءة وفقا لنوعية المعلومات في السوق وتوقيتها.

أولا - فرض الصيغة الضعيفة

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي معلومات تاريخية،¹ وتكون المعلومات التاريخية المعروفة لدى الجميع (والمتمثلة بأسعار الأسهم وحجم التعامل اللذين كانا سائدين في الماضي) هي وحدها التي تقرر مستويات الأسعار السائدة حاليا كما أنها لا تحتوي على معلومات مفيدة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية لأنها تكون قد استنفدت طاقتها في تقرير الأسعار السائدة حاليا.²

من هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لأخر لا يسير على نمط واحد.³ وهناك وسائل عديدة لتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقا للصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق من أهمها نذكر مايلي

1- اختبار الأنماط : يعتمد على استخدام الأسلوب الاحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار وذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات (+) وتعني حركة سعرية بالزيادة، (-) تعني حركة سعرية بالنقص، (0) تعني عدم وجود حركة. كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغير، ومن خلال متابعة التغيرات التي تحدث في سعر ورقة مالية ما يمكن الحكم على مدى عشوائية الحركة السعرية أو مدى وجود اتجاه معين للحركة السعرية.

2- اختبار سلسلة الارتباط : يستند هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، ويعتمد الاختبار على الفترات القصيرة فقط، بحيث إن المدى الطويل سوف يكشف في الغالب عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار ويرجع هذا الاختبار الى Eugene fame في الخمسينات من القرن الماضي، عندما قام بالاختبار 30 سهما من داو جونز من خلال اختبار معامل الارتباط لفترة من يوم الى عشرة أيام، وقد أوضح ان نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة.

ومن ناحية أخرى تظهر الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق في جوهر أفكار التحليل الفني او التحليل الداخلي، حيث يعتمد على المعلومات التاريخية عن بيانات السوق، دون الخوض في التحليل المستقبلي.

¹ - منير إبراهيم الهندي ، مرجع سابق ، ص 503 .

² - رمضان زيان ، مروان شموط ، مرجع سابق ، ص 204 .

³ - مفتاح صالح ، معارف فريدة ، مرجع سابق ، ص 185 .

أ- التحليل الفني

يهتم التحليل الفني بدراسة المعلومات الداخلية الماضية للأوراق المالية دون الاهتمام بتطور السوق الداخلية او الخارجية وذلك مثل تتبع حركة الأسعار في الماضي أو حركة التداول، ويهدف التحليل الفني عادة الى توقع حركة الأسعار في المدى القصير لتحديد توقيت البيع والشراء سواء لسهم معين او مجموعة من الأسهم ولذلك فأحيانا يطلقون على التحليل الفني انه يجب على التساؤل الخاص "بمتى؟" والتحليل الأساسي يجب عن التساؤل الخاص "بماذا؟" وبهذا تستند الفلسفة التي يقوم عليها التحليل الفني على الآتي:¹

- يستند التحليل الفني على بيانات السوق المنشورة وتحدد السعر وفقاً للعرض والطلب.
 - يحكم العرض والطلب العديد من العوامل بعضها عوامل أساسية، والأخرى فسيولوجية.
 - تتحرك أسعار الأسهم في اتجاه معين نحو مستوى التوازن الجديد.
 - يمكن تحليل اتجاه أسعار الأسهم من خلال الوقوف على حركة الأسعار والتداول خلال فترة زمنية.
- كما تعتبر نظرية Dow theory من أشهر أدوات التحليل الفني وقد اشتهرت هذه النظرية لأنها استطاعت أن تتنبأ بأزمة أسواق رأس المال التي حدثت في الثلاثينات. وتشير نظرية Dow الى وجود ثلاث حركات سعرية، الأولى هي حركات يومية تحدث من يوم الى أخرى. والثانية تحركات ثانوية تحدث خلال أسابيع أو شهر، والثالثة تستغرق عدة سنوات. حيث يستمر حدوث التغير لعدة سنوات الى أن يحدث تغير في اتجاه مضاد.²
- يستخدم التحليل الفني نوعين من الأدوات للتحليل كما يظهر في شكل (1-4) وهما:
- أدوات لتحليل الفني لأسعار السوق: تهدف الى قياس اتجاه الأسعار في السوق من ناحية اتجاه للصعود أو الهبوط ومن المقاييس المستخدمة مقياس ميل او اتجاه المستثمرين حيث يعطي مؤشر عن حركة الأسعار في المستقبل للأسهم ومن اهم المؤشرات هو مؤشر بارون الذي يعرف بمؤشر الثقة .

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عائد السندات مرتفعة الجودة}}{\text{عائد السندات متوسطة الجودة}} \times 100$$

¹ - إيهاب الدسوقي ، مرجع سابق ، ص 47 .

² - نفس مرجع ، ص 48 .

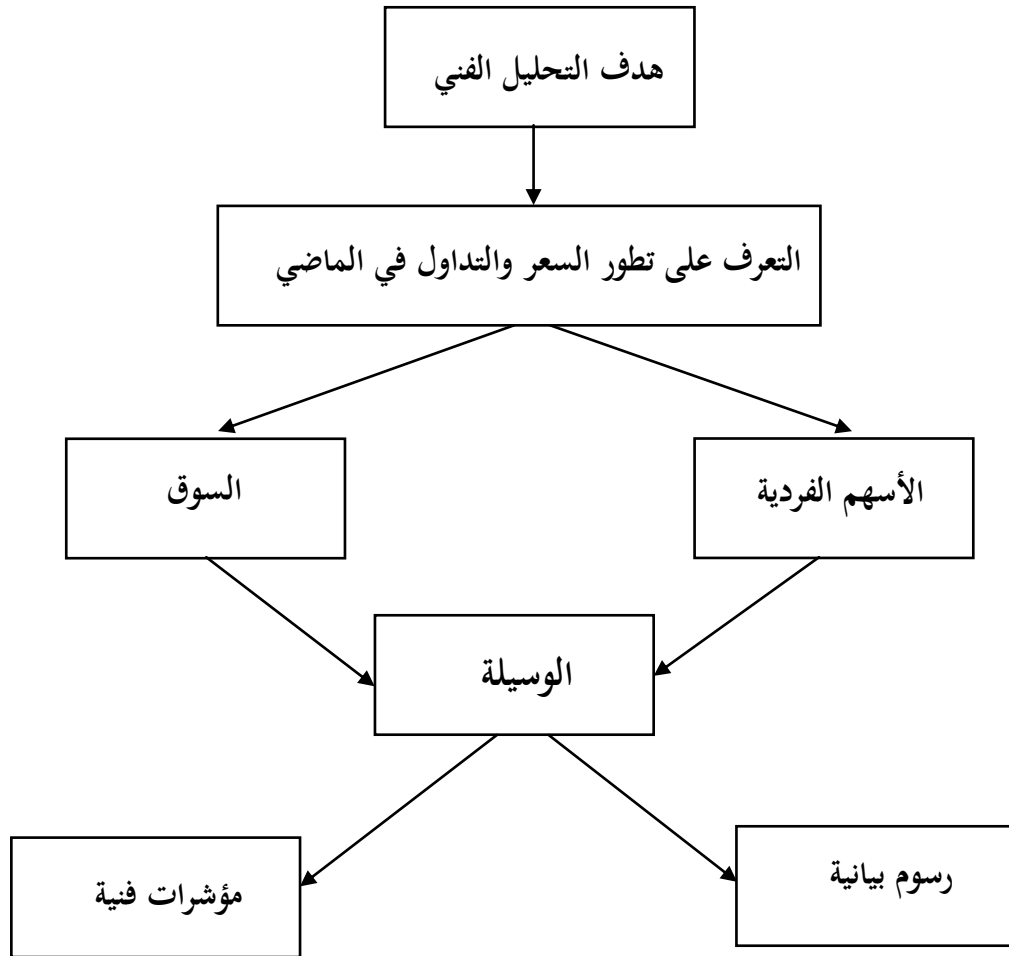
وتستند فكرة المؤشر الى انه عندما تكون ثقة المستثمرين في السوق كبيرة يتوقع زيادة الطلب على السندات ذات المخاطر الكبيرة ومن ثم ارتفاع قيمتها وبالتالي انخفاض العائد مما يجعل قيمة المؤشر تقترب من 100% والعكس صحيح.¹

- أدوات لتحليل الفني لسعر الورقة المالية: يعتقد الفنيون أن حركة التغير في سعر الورقة المالية تتخذ نمطا معيناً يمكن من خلاله تتبع التنبؤ بالسعر في المستقبل. ويعتمد في هذا الصدد على الخرائط البيانية كما يظهر من شكل (1-5) ومن أهم هذه الأدوات مؤشر أو خريطة القوة النسبية، حيث يتم حساب معدل لكل سهم ثم يتم تصنيف الأسهم التي تتسم بارتفاع عائدها خلال فترة زمنية على إنها تتسم بقوة نسبية. كما يمكن حساب نسبة سعر السهم خلال الفترة الزمنية منسوبا الى قيمة المؤشر السوق، وقيمة مؤشر القطاع التي تنتمي إليه، وذلك لأن الأسهم تتفاوت في درجة تذبذبها مع السوق إذ ترتفع بعض الأسهم بسرعة أكبر من سرعة صعود السوق وغالبا ما تتسم أسعارها بقوة نسبية وتتميز بعائد كبير.²

¹ - نفس مرجع ، ص 49 .

² - نفس مرجع ، ص 50 .

شكل (1-4) إطار التحليل الفني



المصدر : إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون سنة، ص49

من خلال هذا نذكر أهم الأدوات التي تستخدم في التحليل الفني لأسعار الأوراق المالية وهي¹:

- مؤشر القوة النسبية.
- خريطة القوة النسبة للسهم.
- مؤشر المتوسط المتحرك.
- خرائط الشمعدان.

¹ - بن اعمر بن حاسين ، الحسين جديدين ، محمد بن بوزيان ، مرجع سابق ، ص258 .

ثانيا - الصيغة المتوسطة للكفاءة

في ظل الصيغة المتوسطة القوة لكفاءة الأسواق المالية، فإن سعر السهم يعكس جميع المعلومات، سواء كانت هذه المعلومات تخص التغيرات التاريخية لسعر السهم وحجم التداول عليه، أو كانت هذه المعلومات تتعلق بالظروف الدولية والظروف الاقتصاد الوطني، الظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة أو ظروف المنشأة في حد ذاتها.¹

ب- التحليل الأساسي

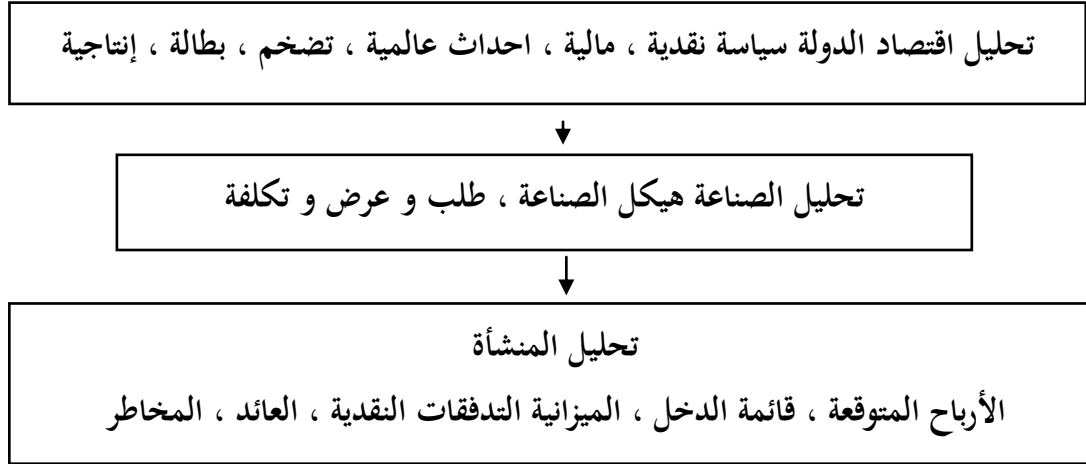
يستند التحليل الأساسي على فكرة إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية من خلال تحليل المعلومات الواردة، وبالتالي يمكن التعرف على الأرباح والمخاطر المستقبلية مما يمكن المستثمر من تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بسعر السوق. وعندما تكون القيمة الحقيقية للورقة المالية اعلى من سعر التداول، يكون القرار الرشيد هنا هو شراء هذه الورقة لأنه يتوقع ارتفاع قيمتها في السوق في المستقبل. أما اذا كان السعر في السوق أكبر من قيمتها الحقيقية، فينبغي التخلص منها لتجنب تحقيق خسائر محتملة لأنه يتوقع انخفاض قيمتها السوقية في المستقبل. ويسند العديد من المحللين عند استخدامهم هذا المنهج التحليلي الى بدء التحليل من المستوى الكلي ثم ينتقلوا الى المستوى الجزئي². وعلى هذا يتناول التحليل الأساسي المستويات التالية:³

¹ لطرش سميرة ، مرجع سابق ،ص216 .

² إيهاب الدسوقي ، مرجع سابق ، ص 51 .

³ نفس مرجع ،ص52 .

الشكل (5.1) إطار منهج التحليل الأساسي



مصدر : إيهاب الدسوقي ، نفس المرجع ، ص 52 .

1- تحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية: لتحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية أهمية خاصة لما لهذه المتغيرات والعوامل من انعكاسات على القطاعات الاقتصادية المختلفة، ومن ثم على الشركات العاملة في ذلك الاقتصاد. فلا شك أن المراحل التوسع والانكماش التي يمر بها الاقتصاد الوطني من فترة لأخرى الأثر البالغ على مختلف القطاعات وبالتالي على الشركات هناك. ولعل المؤشرات الاقتصادية الكلية وما لها من تأثير بالغ على أسواق رأس المال والقدرة على التنبؤ بالحالة الاقتصادية هي صلب التحليل الأساسي، ومن أهم تلك المؤشرات هي الناتج المحلي الإجمالي والسياسة النقدية للبلد المعني، أيضا السياسة المالية ومعدلات التضخم ومدى استقرار أسعار الصرف من المؤشرات الهامة جدا بالإضافة لنسب البطالة ومؤشرات ثقة المستهلك ومعدلات الانتاجية.

إذ يمكن للمحلل لهذه الأساسيات أن يتنبأ بالحالة الاقتصادية في المستقبل، وهل هي انتعاش أو انكماش في الفترات القادمة، الأمر الذي يسمح للمستثمر من اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تتماشى وتلك الحالة أو الوضعية كما يساعده ذلك على تحديد مستوى العائد والمخاطر للاستثمارات المتاحة وكذا التنبؤ باتجاه السوق وهل هو صعودي أم نزولي، الشيء الذي يتيح له اختيار التوقيت المناسب لتوظيف أمواله هناك. فارتفاع الناتج المحلي الإجمالي هو مؤشر على ارتفاع الإنتاج الكلي من السلع والخدمات ومقياس للنمو الاقتصادي وزيادة مبيعات الشركات وبالتالي تنتعش الأسواق المالية وتزيد فرص الاستثمارات المتاحة.

فالمحلل مطالب هنا بتحديد القطاعات أو الصناعات مصدر تلك الزيادة أو النمو في الناتج المحلي الإجمالي الأمر الذي يساعد المستثمر على تكوين محفظة من أسهم تلك الشركات الأكثر نشاطا ونموا. أما السياسة المالية وأدواتها

لا سيما الانفاق الحكومي والضرائب فلها تأثير مباشر على النمو الاقتصادي، من حيث أنها دليل على أن الحكومة تتبع سياسة توسعية أو انكماشية ومن ثم يختار المستثمر توقيت الاستثمار بيعا وشراء.

أما السياسة النقدية وأدواتها الثلاث، أي سعر الخصم، الاحتياطي الإجباري والسوق المفتوحة، فهي أداة الحكومة لتحديد المعروض النقدي، حيث إذا زادت منه زاد الاستثمار و نشطت سوق رأس المال، الى غير ذلك من مؤشرات الاقتصاد الكلي واستعمالها في التنبؤ بالنمو الاقتصادي وبالتالي توقيت الاستثمار في سوق رأس المال .¹

2- تحليل ظروف الصناعة: هو الخطوة الثانية في تحليل الأوراق المالية، حيث تمثل الصناعة نوعا معينا من النشاط، أو مجموعة من الشركات التي تقوم بإنتاج سلع وخدمات متماثلة مثل الزراعة، صناعة منتج معين كصناعة السيارات، صناعة أجزاء الكمبيوتر، صناعة وسائل النقل، وغيرها من الصناعات الكثيرة والمتنوعة. أدى هذا التنوع إلى ضرورة تصنيف الصناعات حسب طبيعة السلع ومعرفة مساهمة كل منها في الناتج المحلي الإجمالي وكذا قدراتها التنافسية مقارنة بالصناعات الوطنية والأجنبية. أكثر من هذا وحتى يكون التحليل أدق وأكثر مصداقية، على المحلل أن يفصل كل صناعة إلى أصنافها حسب مجموعات السلع التي تنتجها والخدمات التي تقدمها.

من كل ذلك يحاول المحلل أن ينطلق من التطور التكنولوجي الذي مرت به الصناعة، والذي أدى إلى توسعها ونموها وتقدير ذلك النمو والتنبؤ بأدائها في المستقبل لاختيار الصناعة المتميزة بغرض الاستثمار في الشركات التي تنتمي إليها .²

ولعل أهمها على الإطلاق هي الصناعات الواعدة أو السريعة النمو التي تحقق معدل نمو يفوق معدل نمو الاقتصاد الوطني. وبعد تحديد مفهوم الصناعة وإجراء تصنيف للصناعات المتواجدة بقي أن نقوم بتحليل الصناعة أو القطاع الذي وقع عليه الاختيار وذلك بالتركيز على تحليل المبيعات والأرباح وأداء الصناعة، بالإضافة لحجم العرض والطلب على منتجات الصناعة، وكذلك ظروف المنافسة الوطنية والدولية ومدى تدخل الدولة والتشريعات المعمول بها، أيضا دورة حياة الصناعة والعوامل الاجتماعية والثقافية.³

يتيح تحليل هذه العناصر و غيرها تحديد الفرص الاستثمارية المربحة من خلال الوصول إلى الصناعات الأفضل أداء، لا سيما من حيث العائد والمخاطر لكل منها، والتنبؤ باتجاهها في المستقبل. ويتم التركيز بعد ذلك على التنبؤ

¹ نفس مرجع ، ص 53 .

² جبار محفوظ ، مرجع سابق ، ص 208 .

³ نفس مرجع ، ص 209 .

بأداء مختلف الشركات والتوقيت المناسب للاستثمار فيها. مع الأخذ بعين الاعتبار أن هذا التحليل لا يخلو من بعض العقبات كتحديد أداء الشركات التي تعمل في أكثر من القطاع تباين أداء القطاعات من فترة لأخرى، وتأثر الصناعات بالأحداث السياسية والاقتصادية وغيرها من العقبات التي يجب على المحلل أن يأخذها في الحسبان للوصول إلى تحليل ذي مصداقية.

3- تحليل ظروف المنشأة ذاته: يعد تحليل ظروف المنشأة الخطوة الأخيرة في إطار منهج التحليل الأساسي. حيث يهتم المحلل بتحليل المؤشرات المالية للمنشأة نفسها لاختيار افضل المنشأة وذلك من خلال تقرير القيمة الحقيقية لسعر الورقة المالية للمنشأة. ويساعد تحليل المتغيرات المالية للمنشأة على اتخاذ القرار الاستثماري لأنه يوفر معلومات عن ربحية المنشأة ومستقبل المنشأة، ويعتمد التحليل المالي على تحليل القوائم المالية المختلفة مثل الميزانية وقائمة الدخل وقائمة التدفقات المالية. كما يهتم بتحليل كل المتغيرات المالية مثل الأرباح، وعائد الأصول، والمخاطر الخ.

ويصل تحليل ظروف المنشأة الى تقرير القيمة الحقيقية للورقة المالية وذلك من المعدلة التالية: ¹

$$\frac{\text{قيمة التوزيعات في نهاية الفترة} (+1 \text{ معدل نمو التوزيعات})}{\text{معدل العائد الذي يطلبه المستثمر} - \text{معدل نمو التوزيعات}} = \text{القيمة الحقيقية للسهم}$$

في حالة اذا كان سعر التداول للسهم اعلى من القيمة الحقيقية تكون القيمة السوقية مغالى فيها وبالتالي يكون القرار الاستثماري التخلص من هذا السهم. أما إذا كان يباع بقيمة في السوق أقل من القيمة الحقيقية تكون قيمة السوقية اقل والقرار هنا هو شراء هذا السهم .

ثالثا - الصيغة القوية للكفاءة

في هذه الصيغة تعكس الأسعار السائدة في السوق المالي جميع أنواع المعلومات، التاريخية والمنشورة والخاصة أو أية معلومات أخرى غير منشورة ولكنها ذات العلاقة بالسهم والمنشأة والظروف الاقتصادية والسياسية وغيرها، بذلك فإن المستثمرين والوسطاء الذين لهم علاقات وطيدة بالمنشأة تجعلهم يحصلون على المعلومات خاصة أو غير المنشورة لا يستطيعون الاستفادة منها في تحقيق أرباح فائضة عما يحققه أي من المتعاملين الآخرين في السوق بمن فيهم المستثمرين العاديون الذين لا تتوفر لديهم فرص الوصول إلى تلك المعلومات الخاصة، وذلك لأن الأسعار السائدة في

¹ - إيهاب الدسوقي ، مرجع سابق ، ص. 58 - 59 .

لحظة ما تعكس جميع المعلومات بما فيها تلك المعلومات الخاصة وبشكل مستمر ومتلاحق.¹ يمكن اختيار هذه الفرضية من خلال وسيلتين رئيسيتين تعتمد على تحليل المعلومات الخاصة وهما:²

1- العاملون بالمنشأة: يمتلك كبار العاملين بالمنشأة ميزة المعرفة للمعلومات بسرعة عن باقي المستثمرين ولذلك يمكن أن يتم اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية لمعرفة مدى قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية غير أن العديد من الدراسات أثبتت أنهم يمكن أن يحققوا أرباحا غير عادية قد تفوق المستثمر العادي لأنهم يعرفوا المعلومات قبل ان تتداول بين الجميع.

2- مديرو المؤسسات المالية: يمتلك مديرو المؤسسات المالية المخصصة مثل صناديق الاستثمار القدرة على الوصول الى المعلومات بسرعة. كما يستطيعون استخدام التحليل والتوقع، غير أن معظم الدراسات أشارت إلى عدم قدرة هؤلاء الخبرة على تحقيق أداء متميز لمحفظتهم المالية. ومن أوضح الاختبارات لمديري المحافظ هو اختبار أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار لبيان مدى العائد والمخاطر بالمقارنة بالمستثمر العادي.

شكل (1-6): أنواع صيغ الكفاءة

أنواع صيغ الكفاءة	انعكاس المعلومات على أسعار الأوراق المالية
الصيغة الضعيفة	الأسعار السابقة للأوراق المالية
الصيغة متوسطة	جميع المعلومات المتاحة
الصيغة القوية	جميع المعلومات العامة و الخاصة

مصدر : إيهاب الدسوقي ، نفس المرجع ، القاهرة ، ص 45 .

¹ - رمضان زياد ، مروان شموط ، مرجع سابق ، ص 203 .

² - إيهاب الدسوقي ، مرجع سابق ، ص 60 .

المطلب الرابع : متطلبات كفاءة الأسواق رأس المال

إن السوق الكفاء هو ذلك الذي يحقق تخصيصا كفاء للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية وفي هذا الصدد يلعب السوق دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر

أولاً- الدورة المباشر : يقوم على حقيقة مفادها أنه عندما يقوم المستثمرين بشراء أسهم منشأة ما، فهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية، هذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة وصلت أخبارها إلى المتعاملين في السوق فسوف تستطيع بسهولة اصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال بالتبعية.¹

ثانياً- الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية وعادة ما تكون بسعر فائدة معقولة.²

لتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي تحقيق سمتان أساسيتان تعدان بمثابة متطلبات أساسيان لتحقيق كفاءة الأسواق المالية هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل وهو ما نقدمه ضمن النقاط التالية:³

1. كفاءة التشغيل (كفاءة الداخلية): هي الكفاءة ذات العلاقة بالنواحي التشغيلية (التنظيمية) في السوق ولذلك يجوز أن نطلق عليها مصطلح الكفاءة التشغيلية وهي أول ما يتبادر إليه الذهن عند ورود مصطلح الكفاءة مجردا وبدون أي صفة في مجرى الحديث، وهي تحقيق النتائج أو إنجاز العمل بأقل ما يمكن من الوقت والجهد والتكاليف. أما عند تطبيقها على مجال الأسواق المالية فنجد أنها وعلى وجه الخصوص تعني أن التعامل في الأسواق المالية يتم بتكلفة منخفضة وبفترة زمنية قصيرة وبموجب أنظمة معينة وهذا معناه أن العمولات والرسوم التي يدفعها البائع (أو المشتري) إلى الوسطاء وإلى إدارة السوق عند إتمام العمليات، عمولات رسوم منخفضة نسبيا هذا أولا، أما ثانيا فهو أن تتم عملية البيع (أو الشراء) وما يتبعها من نقل الملكية من البائع إلى المشتري في فترة زمنية معقولة. وهذا معناه أيضا توفر بائع مستعد للبيع أمام كل عرض شراء ووجود مشتري جاهز للشراء أمام كل أمر بيع وهذا ما يساعد كثيرا على توفير السيولة للأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق المالية، فالسوق ذات الكفاءة الداخلية

¹ - مفتاح صالح ، معارف فريدة ، مرجع سابق ، ص 186 .

² - منير إبراهيم هندی ، مرجع سابق ، ص 500 .

³ - رمضان زياد ، مروان شموط ، مرجع سابق ، ص 197 .

هي السوق التي توفر الأموال وتوجيهها بسرعة إلى مشروعات الأعمال الناجحة وفي نفس الوقت تحقق للمستثمرين بما أرباحاً رأسمالية نتيجة لارتفاع أسعار استثماراتهم في تلك السوق .

2. كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية): يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، وبهذا يصبح التعامل في تلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين.¹

وفي التالي فإن الأسواق المالية وحدث أساساً من أجل تعبئة المدخرات وتمويل احتياجات المنشأة والجهات لمختلفة، بمعنى توجيه الموارد المالية إلى الاستثمارات المرشحة بالشكل الذي يسمح بتمويل النمو الاقتصادي وتحريك عجلة الاقتصاد. فهي بذلك تعتبر أداءً فعالة لتحقيق تنمية شاملة ومتسارعة تلمس مختلف جوانب الحياة، وكلما توفرت الشروط والمقومات الأساسية لقيام هذه السوق كلما اقتربن أكثر فأكثر من تحقيق الكفاءة لها.

¹ - منير إبراهيم هندی ، مرجع سابق ، ص 501 .

المبحث الثاني: مؤشرات قياس أداء كفاءة الأسواق المالية

يستخدم الاقتصاديون المؤشرات الاقتصادية للتعرف على حالة الاقتصادية للدولة، وتفيد في التعريف السريع على ما يجري في الأسواق وإعطاء صورة سريعة وعمامة عن تطورها كونها متوسطات وأرقام قياسية، ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق، ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية، كما تستخدم مؤشرات الأسواق كمعايير للأداء، وسيتم من خلال هذا المبحث التعرف على مفهوم مؤشر السوق ومؤشرات قياس الأداء.

المطلب الأول: مفهوم مؤشر السوق

يمكن أن نعرف المؤشر على أنه أداء تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالي بصدق، أو كأداء لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام هذه المؤشرات.

أولاً- تعريف مؤشر السوق:

هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق المالي ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أو الأسفل، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاته وليس الورقة المالية، والذي بدوره يعطي مؤشر واضحاً للاقتصاد ككل. يقيس مؤشر سوق المالي مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق مالية المنظمة وغير المنظمة أو كلاهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها الأسواق المالية والذي يستهدف المؤشر قياسه.¹

ثانياً- مزايا مؤشر سوق المالية

تبرز أهمية المؤشر من خلال المزايا التي يحققها للسوق والتي منها:²

1- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، إذ يتكون من اسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.

¹ عباس كاظم الدغمي، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، 2010، ص 174.

² نفس مرجع، ص 175.

2- تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمراجحين في السوق تحديد مشكلات والتي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق .

3- أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو النقص) فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين.

4- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد تنجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة. وبالإضافة إلى المزايا المشار إليها، فإن هناك شروط وأسس يجب توفرها في المؤشرات و لعل أهم هذه الشروط:

- يجب أن يكون فيه (المؤشر) عبارة عن أسهم تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية.

- يجب أن تكون طريقة حسابه واضحة بالنسبة إلى المستثمر العادي.

- يجب أن يتضمن حجما كبيرا من الأسهم .

- يجب أن يحدد وزن وأهمية نسبية كل سهم وأن يكون الوزن معروفا.

المطلب الثاني: المؤشر العام لأسعار الأسهم

إن تحرك الأسهم يحرك عادة بما يطلق عليه (معدل أو مؤشر السوق): ¹ وهو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض إنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق المالية. ويكتسب المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في السوق المالية، إذ جرت العادة في تقييم نشاط السوق ولا سيما من المستثمرين من خلال متابعة مؤشرات الأسواق مما يساعدهم في تحديد قراراتهم الاستثمارية بالنسبة للبيع والشراء، وإلى أبعد من ذلك أصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق المالية المختلفة تتم من خلال هذا المؤشرات، وغالبا ما تنشر الصحف العالمية المختلفة يوميا قائمة بمختلف

¹ نفس مرجع ، ص 176 .

المؤشرات التي تنشر التطورات الطارئة على أسعار الأسهم، الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن أوضاع استثماراتهم، وبالتالي يسهم في زيادة مقدرتهم في توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة واستقراراً.¹

المطلب الثالث : حجم السوق

غالباً ما يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:²

1- مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق): يقصد برسملة السوق المالي، مجموع من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضاً هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية تبعاً لسعر السوق، وغالباً ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي أي:

$$\text{معدل رسملة السوق} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}} \times 100$$

حيث يفترض المحللون الاقتصاديون إن معدل السوق يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر. وتعكس رسملة السوق مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق (كبر حجم السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد شركات المدرجة فيه، أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاساً لا تساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معاً، وبالتالي يكون ذلك انعكاساً لارتفاع النشاط الاقتصادي، وتعزى الزيادة في القيمة السوقية إلى العديد من الأسباب من أبرزها:

أ- درجة تطور نشاط السوق نفسه ولا سيما بعد إدخال العديد من الابتكارات المالية الحديثة وهو ما يعرف بالمشتمقات (الخيارات و المبادلات و المستقبلية)، الأمر الذي سيحفز العديد من المستثمرين على طلب التمويل وذلك من خلال إصدار أنواع مختلفة من الأدوات المالية التقليدية والحديثة والتي تشبع رغبة المدخر والمستثمر في آن واحد، الأمر الذي ينعكس على زيادة عدد الأسهم المدرجة، وبالتالي القيمة السوقية للأسهم.

¹ نفس مرجع، ص 176 .

² نفس مرجع، ص 177 .

ب- تعد زيادة الطلب على الأوراق المالية ناجمة عن زيادة التحرر المالي وتمتع السوق بالشفافية والاستقرار وهي عوامل تؤدي إلى ارتفاع مؤشرات أسعار السوق، وهي من الأسباب المهمة لزيادة القيمة السوقية.

ج- التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات والثورة التكنو لوحية والابتكارات ولا سيما بعد ادخال نظام الكمبيوتر.

ثانيا : مؤشر عدد الشركات

يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة في بورصة الأسواق المالية التداول في أوراقها المالية للسوق المنظمة (البورصة)، ويستخدم هنا المؤشر للدلالة على حجم السوق، بالإضافة إلى المؤشر العام للأسعار. وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في البلد المعني، لما له من دلالة مهمة على التطور السريع للسوق المالية، الا ان المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير.¹

المطلب الرابع : سيولة السوق

سيولة السوق هي القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة مع امكانية تسهيل للأوراق المالية التي به بسرعة ويسر عند الحاجة، هناك مؤشران لقياس السيولة هما كما يلي:

أولا - مؤشر حجم التداول

يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية محددة، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، وحركة التداول تقاس من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هنا مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ يعكس الأخير حجم السوق، على الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة، إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية.²

¹ - الشريف الرمان ، الطاوس حمدوي ، بورصة الجزائر - رهانات و تحديات التنمية الاقتصادية ، التواصل في العلوم الإنسانية و الاجتماعية ، عدد 34 ، ص 52.

² - نفس المرجع ، ص : 53 .

ثانياً: مؤشر معدل الدوران

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة ، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة أجمال الأسهم المتداولة على رسملة السوق (القيمة السوقية) خلال العام أو خلال أي مدة زمنية كالآتي:

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{اجمالي الأسهم المتداول} - \text{حجم التداول}}{\text{رسملة السوق} - \text{القيمة السوقية}} \times 100$$

يستخدم هذا المؤشر في الغالب مقياساً لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة، إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض.¹ إن مؤشرات السيولة تقيس درجة التداول "السيولة" بالنسبة لحجم الاقتصاد ككل وبالنسبة لحجم السوق المالي.² وبالتالي فإن مؤشرات الأسواق المالية هي أداة الأكثر تعبيراً عن حالة السوق، وتتوقف كفاءتها على كفاءة المعلومات التي بنيت على أساسها، كما أنها تستخدم من قبل جميع الأطراف العاملة في أسواق المالي من أجل إعطاء فكرة سريعة عن حالة السوق في المستقبل، هذا إلى جانب استخدامها كأساس لقياس نضج ونمو الأسواق المالية.

¹ - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 179

² - الشريف الريحان، الطاوس حمدوي، مرجع سابق، ص 52 .

خلاصة الفصل

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل توضيح مفهوم سوق رأس المال، الذي يمثل سوق للتمويل متوسط وطويل الاجل، حيث تم ابراز و التعرف على السوق وتقسيماته واهم الادوات المالية المتداولة به، كذلك تطرقنا لتبيين اهمية سوق راس المال وماهية، كفاءة هذه السوق وانواعها. ويمكن ان نشير اخيرا الى أن سوق راس المال، هو الإطار الجامع بين اصحاب الفوائض المالية، أي العارضون لرؤوس الاموال واصحاب العجز المالي، اي الطالبون لرؤوس الاموال وذلك بتداول الاوراق المالية من اسهم وسندات ومشتقات مالية وبذلك يتم تمويل الانشطة الاقتصادية.

كما تبين من خلال هذا الفصل، أن اسواق راس المال تنقسم الى قسمين: السوق الاولية وهي سوق الاصدارات يتم طرح بها الادوات المالية لأول مرة ويتم الاكتتاب فيها، فمن خلال هاته السوق يتم تمويل الاستثمارات الاقتصادية لمختلف الشركات كما تسمح هاته السوق للحكومات بطرح ادواتها للحصول التمويل اللازم لها، أما السوق الثانوية فهي السوق التي تعطي الاستمرارية للسوق الاولية، من خلال تداول تلك الاوراق بيعا وشراء بالاستعانة بالمتخصصين والخبراء وذلك بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات التي تقوم بدراسة وضعية الشركة المصدرة أو السوق ككل من خلال التحليل الاساسية و الفنية.

تعرف كفاءة سوق راس المال على انها سرعة انعكاس ودقة المعلومة المتدفقة للسوق، مما يسمح بالتحليل الامثل للبيانات، وبالتالي تحقيق التعادل بين القيمة الحقيقية للورقة المالية، وقيمتها السوقية ولضمان تحقق لتلك الكفاءة يجب توفر مجموعة من الشروط، حيث ان مقومات كفاءة سوق راس المال تتمثل دقة وسرعة وصول المعلومات، كفاءة التشغيل، كفاءة التسعير، السيولة و سمة العدالة للسوق.

ونحاول في الفصل التالي تحليل مقومات كفاءة الاسواق المالية محل الدراسة، وذلك في اطارها الاقتصادي وليس المالي او التقني، من خلال التعرف على تطور مؤشر القيمة السوقية لكل سوق، وتفاعل تلك المؤشرات مع معدلات النمو الاقتصادي المحققة في كل اقتصاد من الاقتصاديات محل الدراسة.

الفصل الثاني

تحليل كفاءة البورصات العربية اعتماد على مؤشر

القيمة السوقية للفترة 1999 – 2008

تمهيد

تمثل أسواق رأس المال بالدول النامية عموماً والدول العربية خصوصاً أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي، لما لها من أثر إيجابي على النشاط الاقتصادي، وهذا ما يؤثر على زيادة القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق، وذلك من خلال إيجاد السيولة اللازمة لدفع عمليات الاستثمار والتنمية الاقتصادية، الشكل الذي يجعل أسواق رأس المال أكثر كفاءة وجاذبية للمستثمرين في الحصول على التمويل طويل الاجل.

سنحاول من خلال هذا الفصل الى تحليل وضعية وتطور القيمة السوقية في عينة من أسواق رأس المال عربية، وتحليل كفاءة الاقتصادية بالاعتماد على تحليل بيانات وتغيرات مؤشر القيمة السوقية لكل سوق على حدا. تم اختيار ثلاثة بورصات عربية هي: البورصة السعودية والبورصة المصرية والبورصة الأردنية، خلال فترة تمتد من عام 1999 الى عام 2008. حيث ستسمح هذه الفترة بتتبع تأثير التقلبات الدولية الحادة على اعقاب الازمة المالية العالمية 2008، اين انخفضت مؤشرات هذه الأسواق مع تفاقم تداعيات الازمة المالية العالمية، حيث شملت بعض الأسواق المالية العربية بدرجات متفاوتة حسب الظروف الداخلية والارتباطات الخارجية لكل سوق على حدا.

وحسب أقدمية كل بورصة فهناك من البورصات العربية من تعتبر الأقدم كالبورصة المصرية وهناك من البورصات من كانت حديثة النشأة، وسنحاول في هذا الفصل التطرق للمعطيات الخاصة بكل من البورصات الثلاثة، ثم العمل على تحليل بيانات مؤشر القيمة السوقية لكل بورصة لأجل التعرف على الدور الذي يمكن ان تمثله او تعكسه القيمة السوقية في تحديد الاسواق الكفؤة، ومدى مساهمتها في تفعيل الناتج المحلي الاجمالي، أي مدى مساهمتها في النمو الاقتصادي في كل من الاقتصادي السعودي، المصري والاردنية. وعليه تم تقسيم هذا الفصل الى ثلاثة مباحث هي:

✓ المبحث الأول: تحليل كفاءة البورصة المصرية للفترة 1999-2008.

✓ المبحث الثاني: تحليل كفاءة البورصة السعودي للفترة 1999-2008.

✓ المبحث الثالث: تحليل كفاءة البورصة الأردنية للفترة 1999-2008.

المبحث الأول: تحليل كفاءة البورصة المصرية للفترة 1999-2008

من خلال هذا المبحث سنعمل على التعرف بداية على ظروف نشأة البورصة المصرية، ثم تحليل تطور مؤشر القيمة السوقية للشركات المدرجة فيها، والتطرق فيما بعد الى تحليل مدى مساهمة البورصة المصرية في معطيات النمو الاقتصادي للاقتصاد المصري، وذلك من خلال تحليل التطورات الخاصة في حصة مؤشر القيمة السوقية للنتائج المحلي الاجمالي خلال فترة الدراسة المعتمدة (1999-2008).

المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة المصرية

تعتبر بورصة المصرية واحدة من أقدم البورصات العربية التي تم إنشائها في الشرق الأوسط، حيث تعود جذورها إلى القرن التاسع عشر، عندما تم انشاء بورصة الاسكندرية في عام 1883 وتلتها بورصة القاهرة عام 1903. وقد بدأت حركة التطور في بورصة القاهرة والاسكندرية، حتى اصبحت قيم البورصتين مجتمعتين من أفضل خمس بورصات في العالم في الاربعينات من القرن الماضي. ومع قيام ثورة 1952 وبدء حركة تأميم القطاع العام، والاتجاه إلى الاشتراكية بدأ اداء البورصتين في التراجع بشكل كبير، فقد تضاؤل دور بورصة المصرية بصورة كبيرة، واستمر ذلك حتى التسعينيات من القرن العشرين.¹

وفي بداية التسعينات بدأت مصر في تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي، والذي تضمن تفعيل دور القطاع الخاص مما اعاد إحياء سوق رأس المال المصري مرة أخرى، وفي عام 1994 تحولت بورصة الاسكندرية وبورصة القاهرة من التداول اليدوي إلى استخدام نظام الكرتوني للتداول، وفي النصف الثاني من التسعينيات بدأت الحكومة المصرية في تطبيق برنامج الخصخصة، حيث تم طرح عدد كبير من الشركات في البورصة، مما ساهم في إنعاش السوق بشكل كبير وجذب شريحة كبيرة من المستثمرين إلى السوق المصرية، حيث مثلت هذه الفترة البداية الحقيقية لازدهار البورصة المصرية مرة أخرى في العهد الحديث.

¹ - موقع سوق مصر للأوراق المالية، <http://www.egx.com.eg/Arabic/History.aspx> تاريخ الاطلاع: 2018/04/29.

وفي عام 1996 بدأت شركة مصر للمقاصة في مزاولة عملها¹، تلى ذلك خطة شاملة لتطوير وتحديث البنية التحتية والتشريعية لمواكبة التطورات السريعة على الساحة الدولية، حيث أصبح للبورصتين مجلس إدارة واحد، وتم توحيد نظام التداول والمقاصة والتسوية بين البورصتين.²

وفي عام 2007 تركزت المتطلبات على تحقيق طموحات كثيرة أهمها تطوير برنامج الخصخصة بهدف تحسين التكنولوجيا والإدارة، ونمو حجم التعامل بمعدلات عالية سواء من حيث عدد العمليات المقيدة في السوق أو من حيث قيمة كل عملية، كذلك العمل على سرعة تطوير وتحديث أساليب العمل واستحداث أدوات مالية وخدمائية جديدة، بالإضافة لتعزيز دور البنوك وصناديق الادخار وهيئة التأمين والمعاشات في سوق الأوراق المالية حتى يتمكن من خدمة عدد كبير من المستثمرين، أيضا تطور التشريعات وسرعة تنفيذ القرارات وتحويلها الى حقيقة.

¹ - شركة مصر للمقاصة: هي المسفولة عن إتمام عمليات نقل الملكية الخاصة بعمليات البيع والشراء التي تتم في البورصة وأصبح نقل ملكية الأوراق المالية يتم على أساس مبدأ التسليم مقابل الدفع.

² - مرجع سابق .

جدول (1-2) يوضح اهم الشركات المدرجة في بورصة مصر 2008، مليار دولار

اسم الشركة	حصص الشركة
بنك الشركة المصرفية العربية الدولية	19.409.00
مصر الوطنية للصلب	22.723.65
الورق الأهلية	675.300
مصر للفنادق	522.50
العروبة للسمسرة في الأوراق المالية	3.412.00
المصريين في الخارج للاستثمار و التنمية	1.334.689
المهندس للتأمين	187.480.45
الأهلي للتنمية و الاستثمار	2.995.772.75

المصدر: موقع سوق مصر للأوراق المالية ، متاح على الخط:

<https://www.mubasher.info/countries/eg/companies> تاريخ الاطلاع: 2018/04/25.

المطلب الثاني: تطور القيمة السوقية البورصة المصرية

سنخصص هذا العنصر لتتبع التطورات التي عرفتها البورصة المصرية على مستوى مؤشر القيمة السوقية، وذلك من خلال القيم الاجمالية للشركات المدرجة ببورصة مصر في العامين 1999 وعام 2008، وكذا معدلات التغير السنوي لقيم مؤشر القيمة السوقية خلال نفس الفترة، كما هو موضح في معطيات الجدول التالي:

الجدول (2-2) يوضح تطور القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، مليار دولار

السنة	القيمة السوقية للبورصة	النمو السنوي لمؤشر القيمة السوقية
1999	32,837,760	-
2000	28,741,380	-12,47%
2001	24,335,140	-15,33%
2002	26,093,780	+7,23%
2003	27,072,660	+3,75%
2004	38,515,920	+42,27%
2005	79,672,160	+106,86%
2006	93,477,330	+17,33%
2007	139,289,000	+49,01%
2008	85,885,390	-38,34%

المصدر: موقع سوق مصر للأوراق المالية ، متاح على الخط:

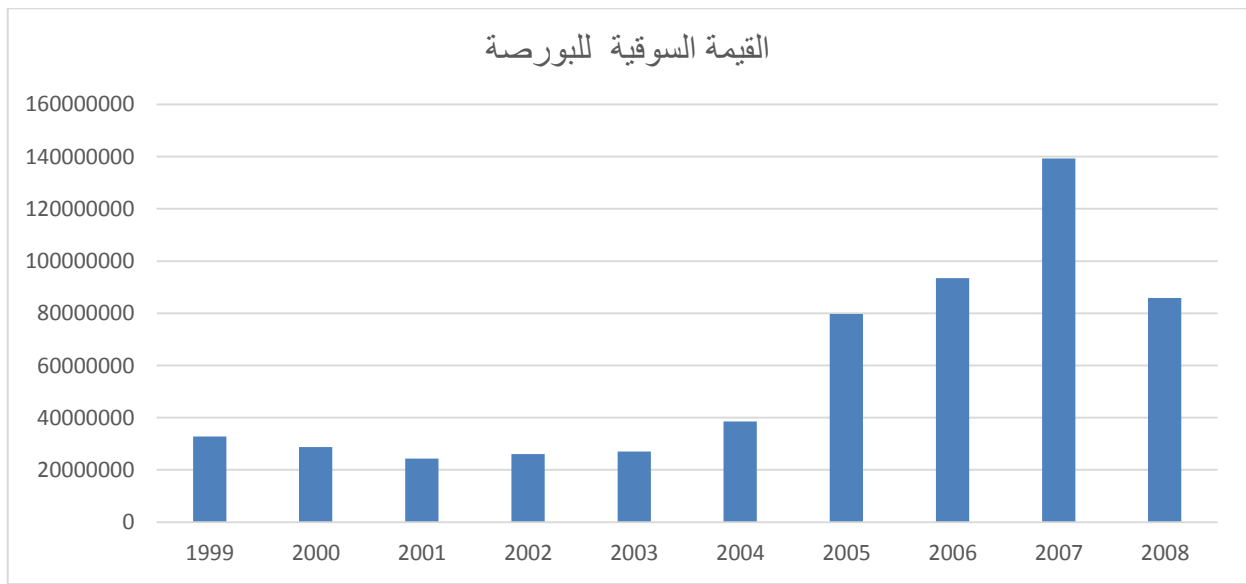
http://www.econstats.com/wdi/wdic_EGY.htm تاريخ الاطلاع: 2018/04/25 .

يتضح من خلال بيانات هذا الجدول أن مؤشر القيمة السوقية في البورصة المصرية للأوراق المالية، قد عرف تراجع متتالي خلال السنتين 2000 و 2001، حيث انخفض النمو السنوي للقيمة السوقية بنسبة 12.47% و 15.33% على التوالي، واستمر النمو السنوي لإجمالي مؤشر القيمة السوقية منذ عام 2002 لغاية عام 2007، أين سجل أعلى معدل نمو سنوي لمؤشر القيمة السوقية لبورصة مصر في عام 2005، معدل نمو سنوي تجاوز 106 بالمائة من القيمة المسجلة في العام 2004. حين سجل عام 2003 ادنى معدل نمو سنوي قدر بحوالي 3 بالمائة. في حين سجلت البورصة المصرية قيم نمو سلبية في العام 2008، حيث سجل النمو السنوي لمؤشر القيمة السوقية تراجعا كبيرا قدر بنسبة 38.3 بالمائة.

الفصل الثاني: تحليل كفاءة البورصات العربية اعتماد على مؤشر القيمة السوقية للفترة 1999 – 2008

يدل النمو المهم المسجل في القيمة السوقية للبورصة المصرية خلال الفترة 1999-2008، وما شهدته من تقلبات حادة على عدد من المعطيات لعل أهمها: ان سوق رأس المال المصري يمتلك قدرة على تعبئة المدخرات، وتحفيز الشركات المدرجة على تفعيل استثماراتها خلال الفترات التي شهدت فيها القيمة السوقية للبورصة نموا كبيرا. في حين يرجع التراجع الكبير المسجل في عام 2008، الى الانعكاسات السلبية للازمة المالية العالمية على الاسواق المالية الدولية والاسواق العربية المرتبطة بها.

الشكل (2-1) يوضح تطور القيمة السوقية للبورصة المصرية 1999-2008، مليار دولار



المصدر: من اعداد الطالبتين باعتماد على معطيات الجدول رقم (2-2).

المطلب الثالث: تطور القيمة السوقية لبورصة مصر بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي

سنخصص هذا العنصر لدراسة التطورات التي عرفتتها البورصة المصرية على مستوى مؤشر القيمة السوقية للشركات المدرجة بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي خلال الفترة الممتدة بين عامي 1999 الى 2008، لأجل التعرف على مدى تطور مساهمة البورصة المصرية في النمو الاقتصادي للاقتصاد المصري.

الجدول (2-3) تطور حصة القيمة السوقية لإجمالي الناتج المحلي لبورصة مصر 1999-2008

السنة	القيمة السوقية مؤشر لإجمالي الناتج المحلي	معدل التغير السنوي
1999	36,20%	-
2000	28,80%	-20,44%
2001	24,90%	-13,54%
2002	29,70%	+19,28%
2003	32,60%	+9,76%
2004	48,90%	+50,00%
2005	88,80%	+81,60%
2006	86,90%	-2,14%
2007	106,80%	+22,90%
2008	52,90%	-50,47%

المصدر: موقع سوق مصر للأوراق المالية ، متاح على الخط:

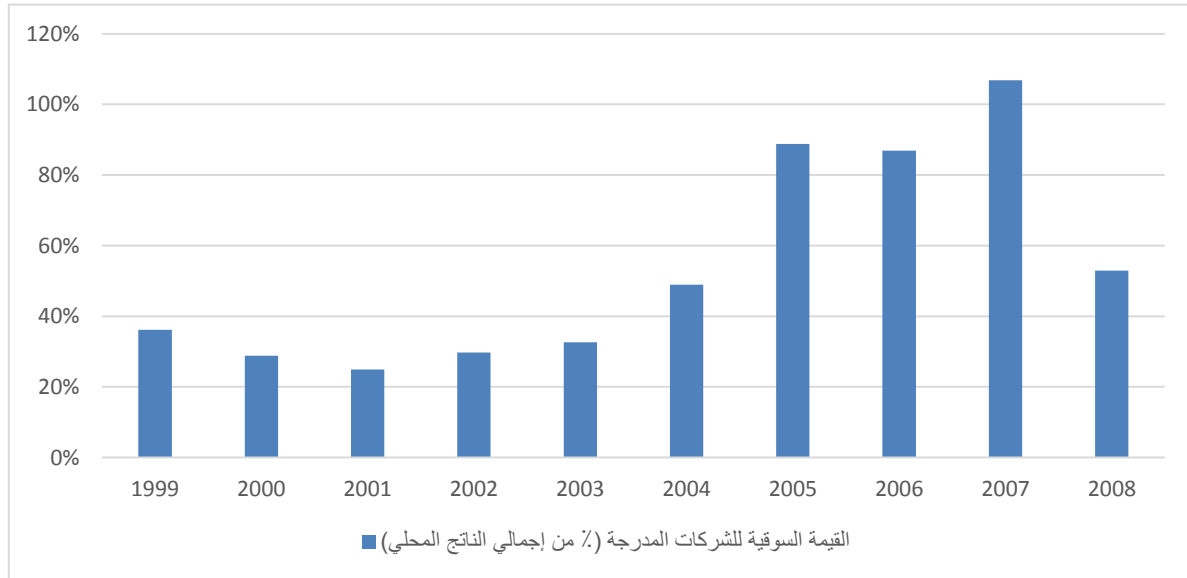
http://www.econstats.com/wdi/wdic_EGY.htm تاريخ الاطلاع 2018/04/25 .

من خلال البيانات الموضحة في الجدول، نلاحظ ان نسبة مؤشر القيمة السوقية لإجمالي الناتج المحلي الاجمالي خلال الفترة الممتدة بين عامي 1999 – 2008، قد اخذت منحاً تصاعدياً في اغلب الفترة، لكن هذا التطور لم يكن متوازناً. فقد شهدت نسبة القيمة السوقية لإجمالي الناتج المحلي الاجمالي نمواً سلبياً خلال السنوات 2000، 2001، 2006 و 2008، سجل اكثر تراجع في سنة 2008 بواقع تراجع قدر 50.47 نقطة مئوية، اما اقل تراجع فسجل في عام 2006 بواقع انخفاض النمو السنوي بمعدل 2.14 نقطة مئوية.

الفصل الثاني: تحليل كفاءة البورصات العربية اعتماد على مؤشر القيمة السوقية للفترة 1999 – 2008

اما فترات النمو السنوي لقيمة مؤشر القيمة السوقية لإجمالي الناتج المحلي الاجمالي في بورصة مصر، فقد سجلت في عام 2002، 2003، 2004، 2005 و عام 2007، كان اكبر معدل في عام 2005، بواقع تجاوزت 81 نقطة مئوية، في حين سجلت سنة 2003 معدل نمو سنوي هو الاقل على طول الفترة.

الشكل (2-2) تطور حصة القيمة السوقية لإجمالي الناتج المحلي في البورصة المصرية 1999-2008



المصدر: من اعداد الطالبتين باعتماد على معطيات الجدول رقم (2-3).

والملفت للانتباه ان نسبة القيمة السوقية لبورصة مصر لإجمالي الناتج المحلي الاجمالي، عرف تسجيل معدلات كبيرة جدا تجاوزت 106 بالمائة عام 2007 وايضا تجاوزت 88 بالمائة عام 2005 وحصة قاربت على 87 بالمائة في عام 2006، في حين ان باقي السنوات شهدت اداء متواضع مقارنة بهذه القيم، وهو ما يعكس تذبذب اداء البورصة المصرية ومساهمتها في الناتج المحلي الاجمالي.

عموما يمكن القول أن البورصة المصرية قد عرفت نموا إيجابيا في حصة مؤشر القيمة السوقية للشركات المدرجة بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يدل على ارتفاع أسعار القيم المتداولة في البورصة، او قد يكون نتيجة لاتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معا، وبالتالي ارتفاع النشاط الاقتصادي. اي ارتفاع مساهمة سوق راس المال في النمو الاقتصادي.

المبحث الثاني: تحليل كفاءة البورصة السعودية للفترة 1999-2008

من خلال هذا المبحث سنعمل على التعرف بداية على ظروف نشأة البورصة السعودية، ثم تحليل تطور مؤشر القيمة السوقية للشركات المدرجة فيها، والتطرق فيما بعد الى تحليل مدى مساهمة البورصة السعودية في معطيات النمو الاقتصادي للاقتصاد السعودي، وذلك من خلال تحليل التطورات الخاصة في حصة مؤشر القيمة السوقية للنتائج المحلي الإجمالي، خلال فترة الدراسة المعتمدة (1999 - 2008).

المطلب الأول: نشأة و تطور البورصة السعودية

نشأت السوق المالية في السعودية ببدايات غير رسمية في الخمسينات، واستمر الوضع كذلك إلى أن وضعت الحكومة التنظيمات الأساسية للسوق في الثمانينات. وبموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/6/2هـ، تأسست هيئة السوق المالية. وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء.

أولاً - مهام هيئة السوق المالية وصلاحياتها

1- **مهامها:** تتولى الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة به، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق.

2- **صلاحيات الهيئة:** تتمتع الهيئة بالصلاحيات التالية

- تنظيم وتطوير السوق المالية، وتنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.
- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي على احتيال أو خداع أو غش أو تلاعب، أو التداول بناءً على معلومات داخلية.
- العمل على تحقيق العدالة، والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية .
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بعمليات الأوراق المالية .

- تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية.

- تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية .

- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها .

ثانياً- السوق المالية

نص "نظام السوق المالية" على إنشاء السوق المالية السعودية كشركة مساهمة، وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة، وقد تم إنشاء شركة السوق المالية السعودية (تداول) كشركة تقدم خدمات مالية شاملة ومتنوعة وتنافس على مستوى عالمي. ويتضح ذلك من خلال رسالتها التي تلخص في تقديم منتجات وخدمات الأسواق المالية بكل كفاءة وفعالية وتميز بما يحقق قيمة مضافة لجميع المستفيدين والمشاركين في السوق.

ثالثاً- مركز إيداع الأوراق المالية

نص "نظام السوق المالية" على قيام السوق بإنشاء إدارة تسمى مركز إيداع الأوراق المالية لتنفيذ عمليات الإيداع، والتسوية، والتحويل، والمقاصة وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق. ويقوم بهذه المهام حالياً مركز إيداع الأوراق المالية بشركة السوق المالية السعودية (التداول).¹

¹- موقع السوق المالية السعودي، <https://cma.org.sa/Awareness/Pages/CapitalMarket.aspx> بتاريخ الاطلاع: 2018/04/25 .

جدول (2-4) اهم الشركات المدرجة في بورصة سعودية 2008. مليار دولار

اسم الشركة	حصص الشركة
مصرف الانماء	453.048.936.96
السعودية لصناعة الورق	1789213077
المتحدة للتأمين التعاوني	1.871.763.52
جرير للتسويق	10.235.140.40
المراعي	31.548.880.90
البحر الأحمر العالمية	2.289.988.14

المصدر: موقع سوق المالية السعودي ، متاح في خط: <https://www.mubasher.info/countries/sa> بتاريخ الاطلاع

. 2018/04/25:

المطلب الثاني: تطور القيمة السوقية للشركات المدرجة البورصة السعودية

سنخصص هذا العنصر لتتبع التطورات التي عرفتها بورصة سعودية على مستوى مؤشر القيمة السوقية، وذلك من خلال القيم الاجمالية للشركات المدرجة ببورصة سعودية في العامين 1999 و عام 2008، وكذا معدلات التغير السنوي لقيم مؤشر القيمة السوقية خلال نفس الفترة، كما هو موضح في معطيات الجدول التالي:

الجدول (2-5): تطور القيمة السوقية للشركات المدرجة البورصة السعودية. مليار دولار

السنة	القيمة السوقية للبورصة	معد نمو القيمة السوقية %
1999	60,439,680	-
2000	67,171,410	+11,14%
2001	73,199,390	+8,97%
2002	74,855,370	+2,26%
2003	157,302,200	+110,14%
2004	306,247,500	+94,69%
2005	646,103,600	+110,97%
2006	326,869,200	-49,41%
2007	515,110,800	+57,59%
2008	246,337,000	-52,18%

المصدر: موقع سوق المالية السعودي ، متاح في خط : http://www.econstats.com/wdi/wdic_SAU.htm

بتاريخ الاطلاع : 2018/04/25

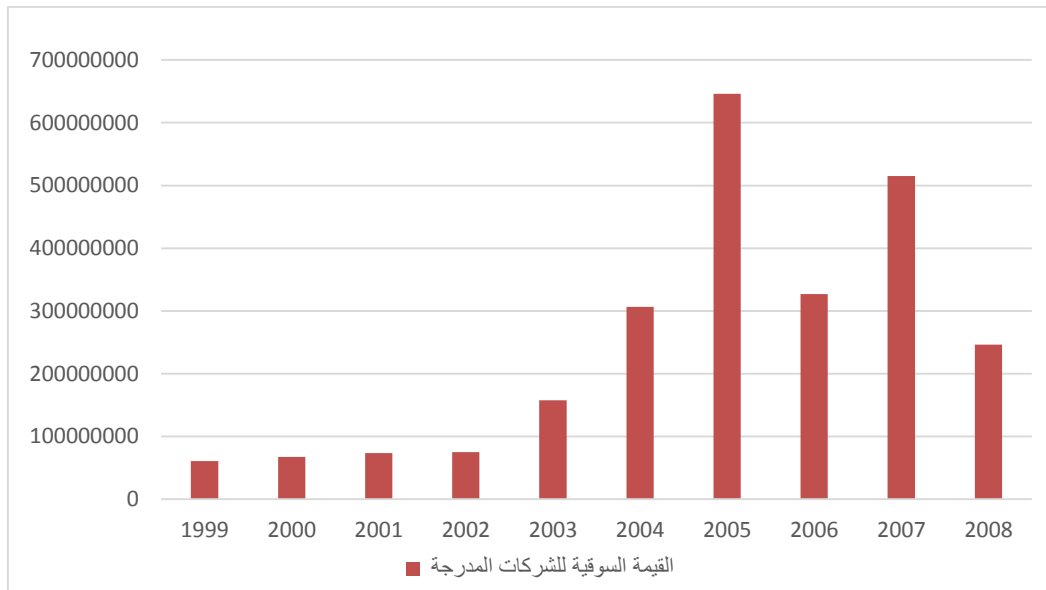
يتضح من خلال البيانات هذا الجدول ان المؤشرالقيمة السوقية في البورصة السعودية للأوراق المالية ، قد عرفت ارتفاع متتالي خلال السنوات 2000 و2001 و2002 و2003 و2004 و 2005 ، حيث ارتفع النمو السنوي للقيمة السوقية بنسبة 11.14% و 8.97% و 2.26% و 110.14% و 94.69% و 110.97% ، على التوالي ، حيث عرف تراجع خلال سنة 2006 بنسبة 49.41% ، أين سجل اعلى معدل نمو سنوي لمؤشر القيمة السوقية

الفصل الثاني: تحليل كفاءة البورصات العربية اعتماد على مؤشر القيمة السوقية للفترة 1999 – 2008

البورصة السعودية في عام 2005 ، معدل نمو سنوي تجاوز 110 بالمائة من القيمة المسجلة في العام 2004، حين سجل عام 2002 ادنى معدل نمو سنوي قدر بحوالي 2.26 بالمائة. في حين سجلت البورصة السعودية قيم نمو سلبية في العام 2008، حيث سجل النمو السنوي لمؤشر القيمة السوقية تراجعاً كبيراً قدر بنسبة 52.18 بالمائة.

يدل النمو المهم المسجل في القيمة السوقية للبورصة السعودية خلال الفترة 1999-2008 ، وما شهدته من تقلبات حادة على عدد من المعطيات لعل أهمها : ان سوق راس المال السعودي يمتلك قدرة على تعبئة المدخرات، وتحفيز الشركات المدرجة على تفعيل استثماراتها خلال الفترات التي شهدت فيها القيمة السوقية للبورصة نمو كبيراً في حين يرجع التراجع الكبير المسجل في 2008 ، الى الانعكاسات السلبية للأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية الدولية والأسواق العربية المرتبطة بها.

الشكل (2-3) تطور القيمة السوقية البورصة السعودية 1999 الى 2008. (مليار دولار)



المصدر : من اعداد الطالبتين باعتماد على معطيات الجدول رقم (2-5)

المطلب الثالث : تطور القيمة السوقية للبورصة السعودية بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي

سنخصص هذا العنصر لدراسة التطورات التي عرفتها بورصة السعودية على مستوى مؤشر القيمة السوقية للشركات المدرجة بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي خلال الفترة الممتدة بين عامي 1999 الى 2008، لأجل التعرف على مدى تطور مساهمة البورصة السعودية في النمو الاقتصادي للاقتصاد السعودي .

الجدول (2-6) تطور حصة القيمة السوقية لإجمالي الناتج المحلي لبورصة السعودية 1999-2008

السنة	القيمة السوقية مؤشر لإجمالي الناتج المحلي	معدل التغير السنوي.
1999	37,60%	-
2000	35,60%	-5,32%
2001	39,90%	+12,08%
2002	39,70%	-0,50%
2003	73,30%	+84,63%
2004	122,30%	+66,85%
2005	204,70%	+67,38%
2006	91,70%	-55,20%
2007	134,10%	+46,24%
2008	52,50%	-60,85%

المصدر: موقع سوق المالية السعودي ، متاح في خط : http://www.econstats.com/wdi/wdic_SAU.htm
بتاريخ الاطلاع : 2018/04/25

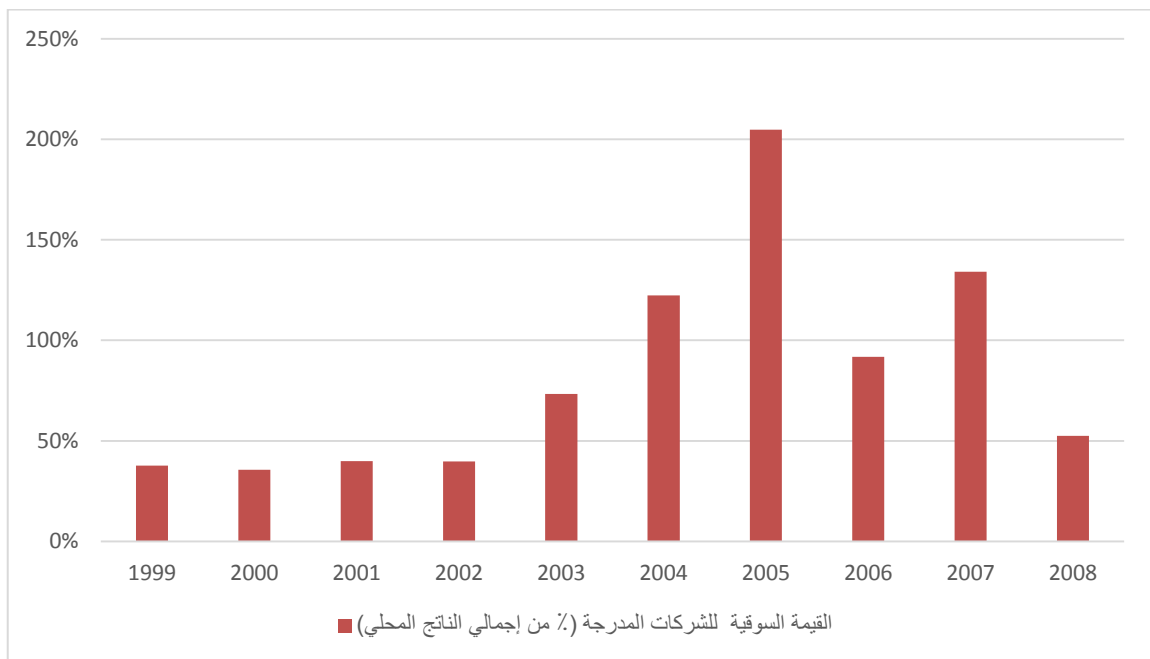
من خلال البيانات الموجودة نلاحظ أن نسبة مؤشر القيمة السوقية لإجمالي الناتج المحلي خلال الفترة الممتدة بين 1999-2008 قد اخدت منحاً تصاعدياً في اغلب الفترة، لكن التطور لم يكن متوازناً، فقد شهدت نسبة القيمة السوقية لإجمالي الناتج المحلي نمو سلبياً خلال السنوات 2000، 2002، 2006، 2008، سجل أكثر تراجع في

الفصل الثاني: تحليل كفاءة البورصات العربية اعتماد على مؤشر القيمة السوقية للفترة 1999 – 2008

سنة 2008 بواقع تراجع قدره 60.85 نقطة مئوية، أما اقل تراجع فسجل في عام 2002 بواقع انخفاض النمو السنوي بمعدل 0.5 نقطة مئوية.

اما فترات النمو السنوي لقيمة مؤشر القيمة السوقية لإجمالي الناتج المحلي الإجمالي في بورصة سعودية سجلت في عام 2001 ، 2003 ، 2004 ، 2005 ، 2007 ، كان اكبر معدل في عام 2003 ، بواقع يتجاوزت 84 نقطة مئوية ، في حين سجلت سنة 2001 معدل نمو سنوي هو الأقل على طول الفترة .

الشكل (2-4) تطور حصة القيمة السوقية لإجمالي الناتج المحلي في البورصة السعودية 1999-2008.



المصدر : من اعداد الطالبتين باعتماد على معطيات الجدول (2-6).

الملفت الانتباه أن بنسبة القيمة السوقية لبورصة سعودية لإجمالي الناتج المحلي عرف تسجيل معدلات كبيرة جدا تجاوزت 204 بالمئة عام 2005 وأيضاً تجاوزت 134 بالمئة 2007 وحصة قاربت على 122 بالمئة في عام 2004 ، في حين ان باقي السنوات شهدت أداء متواضع مقارنة بهذه القيم، وهو ما يعكس تطور أداء بورصة سعودية ومساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي .

عموماً يمكن القول ان البورصة السعودية قد عرفت نمواً إيجابياً في حصة مؤشر القيمة السوقية للشركات المدرجة بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يدل على ارتفاع أسعار في البورصة، او قد يكون نتيجة لا تساع حجم

المعاملات المالية أو كليهما، و زيادة الاستثمارات و هذا ما يعرف بتطور السريع في اتجاه السوق و بالتالي ارتفاع النشاط الاقتصادي.

المبحث الثاني: تحليل كفاءة البورصة الأردنية للفترة 1999-2008

من خلال هذا المبحث سنعمل على التعرف بداية على ظروف نشأة البورصة الأردنية، ثم تحليل تطور مؤشر القيمة السوقية للشركات المدرجة فيها، والتطرق فيما بعد الى تحليل مدى مساهمة البورصة الأردنية في معطيات النمو اقتصادي الأردن، وذلك من خلال تحليل التطورات الخاصة على للناتج المحلي الاجمالي خلال فترة الدراسة المعتمدة (1999-2008).

المطلب الأول: نشأة و تطور البورصة الأردنية

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951. كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات.

ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة، مما دع الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين، وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب، وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق، حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة.

إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً تقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتلبيتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثيرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/3/16، وباشرة اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/1/1.

وكان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.

ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسيين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال، وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية وقطع السوق منذ إنشائه وحتى تأسيس بورصة عمان شوطاً طويلاً ومراحل، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من (9.7) مليون دينار عام 1978، ليصل إلى (3.2) مليار دينار في عام 2016، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها الحالية حوالي (17.3) مليار دينار مقارنة مع حوالي (286) مليون دينار في نهاية عام 1978، كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من (66) شركة لعام 1978 إلى (224) شركة في عام 2016¹.

¹ - موقع سوق الأردن، <https://www.ase.com.jo/ar/node/844> تاريخ الاطلاع: 2018/04/25.

جدول (2-7) أهم الشركات المدرجة في البورصة الأردنية 2008. مليون دولار

أهم الشركة	حصص الشركة
بنك الإسكان للتجارة و التمويل . الأردن	221.089.50
الأردنية الإماراتية للتأمين	3.060.00
المتحدة للاستثمارات للتأمين	11.191.40
المجموعة العربية الأردنية للتأمين	7.950.00
الاتحاد العربي الدولي للتأمين	17.622.95
المجموعة العربية الأوروبية للتأمين	2.736.72
الأهلية للمشاريع	1.760.752.07
الفنادق و السياحة الأردنية	299.50
بيت الاستثمار للخدمات المالية	41.395.40

المصدر: موقع سوق الأردن ، متاح على الخط: <https://www.mubasher.info/countries/jo> تاريخ الاطلاع :

2018/04/25.

المطلب الثاني : تطور القيمة السوقية للبورصة الأردنية.

سنخصص هذا العنصر لتتبع التطورات التي عرفتها بورصة الأردن على مستوى مؤشر القيمة السوقية، وذلك من خلال القيم الاجمالية للشركات المدرجة ببورصة الأردن في العامين 1999 و عام 2008، وكذا معدلات التغير السنوي لقيم مؤشر القيمة السوقية خلال نفس الفترة، كما هو موضح في معطيات الجدول التالي:

الجدول (2-8) تطور القيمة السوقية للشركات المدرجة البورصة الأردنية مليار دولار

السنة	القيمة السوقية للبورصة	النمو السنوي لمؤشر القيمة السوقية
1999	5,826,521	-
2000	4,943,150	-15,16%
2001	6,315,940	+27,77%
2002	7,087,020	+12,21%
2003	10,962,980	+54,69%
2004	18,383,400	+67,69%
2005	37,638,810	+104,74%
2006	29,729,480	-21,01%
2007	41,216,420	+38,64%
2008	35,846,580	-13,03%

المصدر: : موقع سوق الأردن ، متاح على الخط: http://www.econstats.com/wdi/wdic_JOR.htm تاريخ

الاطلاع : 2018/04/25

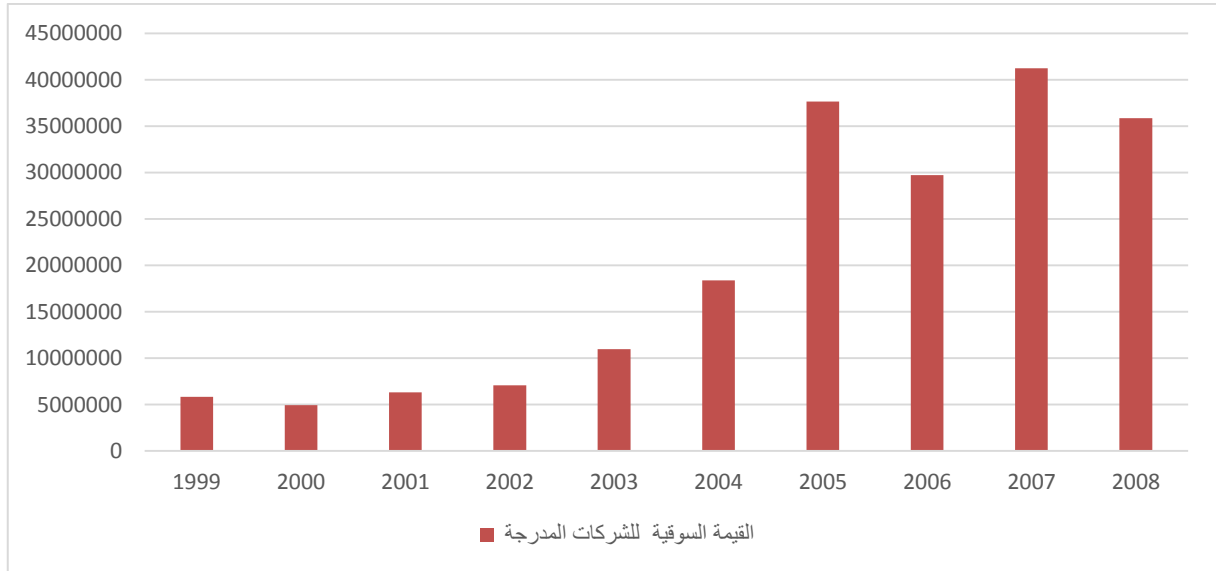
تتضح من خلال البيانات هذا الجدول ان المؤشر القيمة السوقية في البورصة الأردنية للأوراق المالية، قد عرفت تراجع خلال السنة 2000 ، حيث انخفض النمو السنوي للقيمة السوقية بنسبة 15.16%، واستمر النمو السنوي لإجمالي مؤشر القيمة السوقية منذ عام 2001 الى غاية عام 2005 ، أين سجل اعلى معدل نمو سنوي لمؤشر القيمة السوقية البورصة الأردنية في عام 2005 ، معدل نمو سنوي تجاوز 104 بالمائة من القيمة المسجلة في العام 2004، حين سجل عام 2002 ادنى معدل نمو سنوي قدر بحوالي 12.21 بالمائة، في حين سجلت البورصة

الفصل الثاني: تحليل كفاءة البورصات العربية اعتماد على مؤشر القيمة السوقية للفترة 1999 – 2008

الأردنية قيم نمو سلبية في العام 2008، حين سجل النمو السنوي لمؤشر القيمة السوقية تراجعاً كبيراً قدر بنسبة 13.03 بالمائة .

يدل النمو المهم المسجل في القيمة السوقية للبورصة الأردن خلال الفترة 1999-2008، وما شهدته من تقلبات حادة على عدد من المعطيات لعل أهمها: ان سوق راس المال الأردن يمتلك قدرة على تعبئة المدخرات، وتخفيض الشركات المدرجة على تفعيل استثماراتها خلال الفترات التي شهدت فيها القيمة السوقية للبورصة نمو كبيراً. في حين يرجع التراجع الكبير المسجل في عام 2008، الى الانعكاسات السلبية للأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية الدولية و الأسواق العربية المرتبط بها.

الشكل (2-5) تطور القيمة السوقية لبورصة الأردن 1999-2008، مليار دولار



المصدر : من اعداد الطالبتين باعتماد على معطيات الجدول (2-8)

المطلب الثالث: تحليل تطور القيمة السوقية بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي

سنخصص هذا العنصر لدراسة التطورات التي عرفتها البورصة الأردنية على مستوى مؤشر القيمة السوقية للشركات المدرجة بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي خلال الفترة الممتدة بين عامي 1999 الى 2008، لأجل التعرف على مدى تطور مساهمة البورصة الأردن في النمو الاقتصادي للاقتصاد الأردن .

الجدول (2-9) تطور حصة القيمة السوقية لإجمالي الناتج المحلي البورصة الاردنية

السنة	القيمة السوقية مؤشر لإجمالي الناتج المحلي	معدل التغير السنوي
1999	71,50%	-
2000	58,40%	-18,32%
2001	70,30%	+20,38%
2002	73,94%	+5,18%
2003	107,50%	+45,39%
2004	161,10%	+49,86%
2005	298,10%	+85,04%
2006	200,40%	-32,77%
2007	242,40%	+20,96%
2008	168,76%	-30,38%

المصدر: موقع سوق الأردن، متاح على الخط: http://www.econstats.com/wdi/wdic_JOR.htm تاريخ

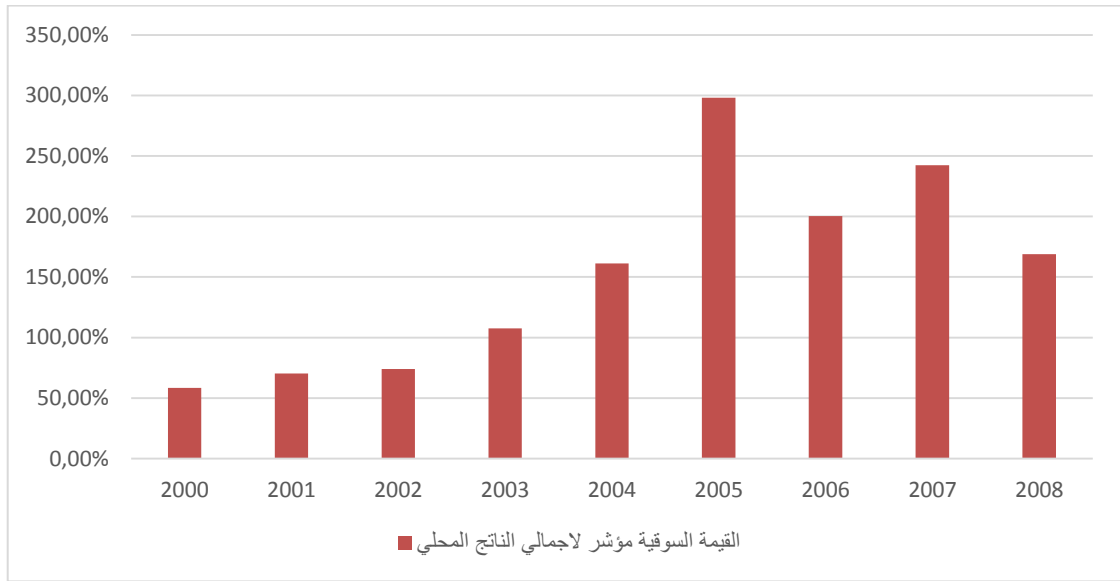
الاطلاع : 2018/04/25

من خلال البيانات الموضحة في الجدول ، نلاحظ أن نسبة مؤشر القيمة السوقية لإجمالي الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة الممتدة بين عامي 1999 – 2008 ، قد اخذت منحاً تصاعدياً في اغلب الفترة، لكن هذا التطور كان متوازياً فقد شهدت نسبة القيمة السوقية لإجمالي الناتج المحلي الإجمالي نمواً سالباً خلال السنوات 2000، 2006، 2008، سجل أكثر تراجع في سنة 2006 بواقع تراجع قدره 32.37 نقطة مئوية، أما اقل تراجع فسجل في عام 2000 بواقع انخفاض النمو السنوي بمعدل 18.32 نقطة مئوية.

الفصل الثاني: تحليل كفاءة البورصات العربية اعتماد على مؤشر القيمة السوقية للفترة 1999 – 2008

أما فترات النمو السنوي القيمة مؤشر القيمة السوقية لإجمالي الناتج المحلي الإجمالي في بورصة الأردن ، فقد سجلت في عام 2001 ، 2002 ، 2003 ، 2004 ، 2005 ، و عام 2007 ، كان أكبر معدل في عام 2005 ، يواقع تجاوزت 85 نقطة مئوية ، في حين سجلت سنة 2002 معدل نمو سنوي هو الأقل على طول الفترة .

الشكل (2-6): تطور القيمة السوقية لإجمالي الناتج المحلي في البورصة الأردنية 1999-2008



المصدر : من اعداد الطالبتين باعتماد على معطيات الجدول (2-9)

الملفت للانتباه ان نسبة القيمة السوقية لبورصة الأردن لإجمالي الناتج المحلي الإجمالي، عرف تسجيل معدلات كبيرة جدا تجاوزت 298 بالمئة عام 2005 وأيضا تجاوزت 242 بالمائة عام 2007 ، وحصة قارب على 200 بالمائة في عام 2006، في حين أن باقي السنوات شهدت أداء جيد مقارنة بهذه القيم، و هو ما يعكس تطور أداء البورصة الأردن ومساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي.

عموما يمكن القول أن البورصة الأردن قد عرفت نمو إيجابيا في حصة مؤشر القيمة السوقية للشركات المدرجة بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يدل على ارتفاع و اتساع حجم السوق سواء من زيادة عدد الأسهم و عدد الشركات المدرجة فينعكس على لارتفاع النشاط الاقتصادي .

خلاصة

من خلال دراستنا لتحليل كفاءة البورصات العربية (المصرية ، السعودية ، الأردنية) اعتماد على المؤشر القيمة السوقية خلال فترة الدراسة توصلنا الى استنتاج ما يلي :

- سجلت البورصة المصرية اعلى معدل نمو سنوي لمؤشر القيمة السوقية في عام 2005 ، معدل نمو تجاوز 106 بالمائة ، في حين سجلت أدنى معدل نمو تجاوز 3 بالمائة عام 2003 . أما للقيمة السوقية بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي فسجلت أعلى معدل تجاوز 106 بالمائة عام 2007 ، وفي حين سجلت أدنى معدل تجاوزت 24 بالمائة عام 2001 ؛

- سجلت البورصة السعودية اعلى معدل نمو سنوي لمؤشر القيمة السوقية في عام 2005 ، معدل نمو تجاوز 110 بالمائة ، في حين سجلت أدنى معدل نمو تجاوز 2.26 بالمائة عام 2002. أما للقيمة السوقية بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي فسجلت أعلى معدل تجاوز 204 بالمائة عام 2005، وفي حين سجلت أدنى معدل تجاوزت 35.6 بالمائة عام 2000 ؛

- سجلت البورصة الاردنية اعلى معدل نمو سنوي لمؤشر القيمة السوقية في عام 2005 ، معدل نمو تجاوز 104 بالمائة ، في حين سجلت أدنى معدل نمو تجاوز 12.2 بالمائة عام 2002 . أما للقيمة السوقية بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي فسجلت أعلى معدل تجاوز 298 بالمائة عام 2005 ، وفي حين سجلت أدنى معدل تجاوزت 58.4 بالمائة عام 2000 ؛

وعموما أن مؤشر القيمة السوقية له دورا كبير في تحديد كفاءة البورصات العربية في القدرة على تعبئة الموارد وتنويع المخاطر وهذا ما ينعكس على النشاط الاقتصادي ويؤدي الى دفع وتحرك العجلة الاقتصادية وبالتالي الرفع من الناتج المحلي الإجمالي.

خاتمة

تهدف هذه الدراسة الى توضيح دور مؤشر القيمة السوقية في تحقيق كفاءة الأسواق رأس المال، ذلك لأن أسواق رأس المال وجدت أساسا من أجل تعبئة المدخرات وتمويل احتياجات الشركات والجهات المختلفة بمعنى توجيه الموارد المالية الى الاستثمارات المرشحة بالشكل الذي يسمح بتمويل النمو الاقتصادي وتحريك عجلة الاقتصادية. فهي بذلك تعتبر أداة فعالة لتحقيق تنمية شاملة ومتسارعة تلمس مختلف جوانب الحياة، كلما توفرت الشروط والمقومات الأساسية لقيام هذه السوق كلما اقتربنا أكثر فأكثر من تحقيق الكفاءة لها.

والسوق الكفاء هو السوق الذي يتغير فيه سعر الورقة المالية بسرعة تبعا لنوع المعلومات التي ترد الى السوق، بمعنى إذا كانت معلومات سارة (متفائلة) ستدفع بالأسعار الى الارتفاع والعكس صحيح، أي أن سعر الورقة المالية في السوق الكفاء، يعبر عن قيمتها الحقيقية، وهي قيمة عادلة تكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في مثل هذا النوع من الأوراق المالية، حيث أن سعر الورقة المالية يعتبر مرآة عاكسة لكل معلومات التي تصل السوق.

وتتحقق الكفاءة الكاملة بالسوق في حالة عدم وجود فترة زمنية بين وصول المعلومة الى السوق وانعكاسها على الأسعار، أما اذا استغرق انعكاس المعلومات الجديدة الواردة الى السوق بعض الوقت، فإننا سنكون أمام مفهوم الكفاءة الاقتصادية، وفي ظلها سيكون هناك اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية وقيمتها الحقيقية لبعض الوقت. وتأخذ كفاءة السوق صيغ مختلفة، وهي الصيغة الضعيفة للكفاءة والصيغة المتوسطة والصيغة القوية للكفاءة، وتختلف كل صيغة عن الأخرى تبعا لطبيعة المعلومات التي تقوم عليها كل صيغة. كما أن قيام سوق جيد يتطلب توفير مجموعة من الشروط، وهي دقة وسرعة ووصول المعلومات وعدالة السوق وكفاءة التسعير والتشغيل والسيولة. ويقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما مؤشر القيمة السوقية ومؤشر عدد الشركات المدرجة حيث كلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق، بالتالي يكون ذلك انعكاسا لارتفاع النشاط الاقتصادي.

أولاً - نتائج الدراسة

إن ارتفاع مؤشر القيمة السوقية لما سجلته البورصة المصرية من معدلات كبيرة محل الدراسة على أن مؤشر القيمة السوقية لما له دور كبير في تحقيق كفاءة سوق رأس المال المصري في القدرة على تعبئة المدخرات وتنوع المخاطر ، وهذا السبب يؤدي الى زيادة في مؤشر القيمة السوقية دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق أي اتساع حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيه ويدل ذلك أيضا الى كفاءة السوق رأس المال، فينعكس على اتساع حجم المعاملات المالية وبالتالي يكون ذلك انعكاسا لارتفاع النشاط الاقتصادي وهي من مميزات الأساسية للسوق كفاء؛

إن سوق رأس المال السعودي يمتلك قدرة على تعبئة رؤوس الأموال والمدخرات وزيادة الاستثمارات وهذا ما يدل على زيادة الإصدارات الجديدة وقدرة على جذب مدخرات جديدة ومنه تشجيع الاستثمار وهذا ما يعرف بتطور السريع في اتجاه السريع في اتجاه السوق وتنوع المخاطر وهذا أيضا من مقومات السوق الجيد. ويمكن القول أن بورصة السعودية تتمتع بالتححر المالي والشفافية والاستقرار هذه العوامل تؤدي الى ارتفاع مؤشرات أسعار السوق وهي من أسباب المهمة لزيادة مؤشر القيمة السوقية .

وتطور القيمة السوقية لبورصة الأردن أدى الى قدرة سوق رأس المال على تعبئة المدخرات وتشجيع الاستثمارات وتنوع المخاطر ، حيث سبب ذلك درجة تطور الأسواق نفسه في ادخال العديد من الابتكارات المالية الحديثة وهذا ما يحفز العديد من المستثمرين عن الطلب التمويل وهذا ما يعكس على زيادة عدد الأسهم المدرجة وزيادة الإصدارات الجديدة للأوراق المالية وتحفيز الشركات المدرجة على الاستثماراتها خلال الفترات التي شهدت فيها القيمة السوقية للبورصة .

والملفت للانتباه أن القيمة السوقية للبورصة العربية شهدت تراجع كبيرا المسجل في عام 2008 سبب ذلك الانعكاسات السلبية للأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية الدولية والأسواق العربية المرتبط بها وحسب أقدمية كل بورصة فهناك من البورصات العربية من تعتبر من الأقدم كبورصة المصرية وهناك من البورصات ما كانت حديثة النشأة. عموما يمكن القول ان البورصات العربية (المصرية و السعودية و الأردن) أكثر كفاءة لما لديها من قدرة على تعبئة الموارد وتنوع المخاطر وما سجلته من معدلات كبيرة في المؤشر القيمة السوقية للشركات المدرجة أين كان اعلى معدل نمو إيجابيا بين البورصات العربية هي بورصة السعودية ب 110 بالمئة في عام 2005 على بقية البورصات الأخرى . واعلى معدل نمو إيجابيا في القيمة السوقية لمؤشر الناتج المحلي الإجمالي بين البورصات بورصة الأردن ب 298 بالمئة في عام 2005 على بقية البورصات الأخرى .

من خلال النتائج المتوصل اليها، ومن خلال دراستنا لمؤشر القيمة السوقية في تحقيق لكفاءة سوق رأس المال فإننا نقدم التوصيات التي نراها مناسبة بالنسبة للبورصات العربية، لتحقيق الكفاءة في اعلى درجاتها، فتكون أسواق راس المال العربية أداة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية الشاملة:

- تقديم تحفيزات تشجع الشركات على فتح رأسمالها وطرح أوراقها المالية في البورصة، بالإضافة الى أن زيادة عدد الشركات يؤدي الى زيادة الاستثمارات كما يساهم في اتساع السوق، وهذه الخاصية ضرورية لتحقيق الكفاءة.
- دعم وتشجيع الوسطاء في عمليات البورصة، من أجل زيادة حركية ونشاط سوق رأس المال.
- الرفع من سيولة القيم من خلال حث الوسطاء والشركات المصدرة للقيم على اللجوء الى أساليب تنشيط السوق عن طريق تحسين شروط التداول.
- العمل على تخفيض تكاليف المعاملات في البورصة، حيث أنه كلما كانت التكاليف منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة .
- تفعيل دور الرقابة على نشاط البورصة، حتى نضمن نجاحها في أداء الدور الذي خلقت من أجله.
- وضع قوانين صارمة لحماية صغار المستثمرين من وولائك الذين يتمكنون من الحصول على المعلومات من مصادر خاصة ومقربة، أو نشر معلومات خاطئة ومضللة.

ثالثا - آفاق الدراسة

- دور مؤشر القيمة السوقية في تحليل نشاط البورصة.
- اعادة إجراء هذه الدراسة على مستوى الأسواق المالية العربية باستخدام تقنيات ومؤشرات أخرى.
- دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء اسواق راس المال العربية.
- دور الشركات المدرجة في تفعيل نشاط السوق المالية.

أولاً - الكتب

- (1) - أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، الأردن، 2003 .
- (2) - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر، الأردن، 2010.
- (3) - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- (4) - جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002
- (5) - جبار محفوظ ، الأسواق المالية، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017 .
- (6) - حسن عبد الباسط وفا، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية ، " أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى ملكية الخاصة"، دار النهضة العربية، مصر، 1996.
- (7) - حسني علي خريوش، وآخرون، الأسواق المالية" بورصة الأسهم والسندات المالية" ،دار زهران، عمان - الأردن، 2013.
- (8) - حماد طارق عبد العال، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- (9) - حيان سليمان، سوق الأوراق المالية السوية الاقتصادية، دار الجامعة، الإسكندرية، 2009 .
- (10) - حسين هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، 2002.
- (11) - زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي ، دار وائل للنشر عمان، 1998.
- (12) - زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعية ،سنة 1994.
- (13) - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.
- (14) - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001.
- (15) - شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعة، الجزائر، 1994
- (16) - عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010.
- (17) - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (بورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن -عمان، 2008.

- 18- عبد الحميد عبد الفتاح، إدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية البنك الإسلامي للتنمية ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2004 .
- 19- عبد الغفار حنفي ، الإستثمار في الأوراق المالية ، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- 20- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2002.
- 21- عطية أحمد صالح، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعة، مصر، 2003.
- 22- فيصل محمود الشاورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2008.
- 23- فريد راغب النجار، إدارة الشركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009 .
- 24- قرياقص رسمية، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 25- محمد صالح الحناوي، وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها : مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2004.
- 26- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، جامعة بغداد، العراق، 2010.
- 27- محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم علي الشديفات، الاستثمار في البورصة - أسهم - سندات - أوراق مالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2006.
- 28- محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن 1993.
- 29- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2006.
- 30- محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004.
- 31- مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، "البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال " ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003 .
- 32- مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، الطبعة الأولى، بالقاهرة- مصر، 1993.
- 33- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، جزء 2، سلسلة الفكر الحديث، الإسكندرية، 2003.
- 34- منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، منشآت المعارف، مصر، 1997.

- 35)- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصات الأوراق المالية، مطبعة جامعة، القاهرة 2003.
- 36)- مجيد ضياء، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية - مصر، 2003 .
- 37)- نجلاء محمد إبراهيم بكر، أسواق المال وإدارة الاستثمار، أكاديمية طيبة المتكاملة للعلوم، مصر 2011.
- 38)- هشام خليفة السعدي، عقود المشتقات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
- 39)- وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، 2010 .

ثانيا- أطروحات الدكتوراه

- 40)- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة نيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006 .
- 41)- بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية، مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2011.
- 42)- بلحمري خيرة، تحليل كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة قياسية لعدد من البورصات العربية (الكويت و تونس و فلسطين) خلال فترة 2007-2014 ، رسالة دكتوراه علوم تجارية، جامعة الجزائر-3- 2016 .
- 43)- سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في الاقتصاد وعلم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة - 2009-2010.
- 44)- عاطف فرحة، إدارة المشتقات المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، إدارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2009.
- 45)- محمد يوسف عنتر الفالوجي، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف ، دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة (2004-2004)، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، الجامعة الإسلامية - غزة - كلية التجارة قسم المحاسبة، 2007-2008 .
- 46)- مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني : دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث LMD، جامعة بسكرة، 2014/2015 .

ثالثا - المجالات والتقارير

47)- الشريف الريحان ، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر - رهانات و تحديات التنمية الاقتصادية، التواصل في العلوم الإنسانية و الاجتماعية، عدد 34.

48)- بن اعمر بن حاسين، حسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصات العربية (السعودية ، تونس ، المغرب)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية - العدد 2003/02.
49)- صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثاني، جوان 2002 .

50) - عبد الحكيم وآخرون، "تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم(نموذج جوردن)-دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق. 2010، المالية"، مجلة الادارة والاقتصاد، العدد 81.

51)- لطرش سميرة ، العلاقة بين السيولة و كفاءة سوق رأس المال، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 32-قسنطينة -الجزائر، ديسمبر 2009 .

52)- محفوظ جبار، مريم عديلة، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة دراسة حالة السوق الكويتية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، العدد 10، 2010 .

53)- مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع الأسواق الأوراق المالية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، بسكرة، 2010/2009

رابعا - المواقع الالكترونية

54)- موقع سوق مصر للأوراق المالية ، متاح على الخططين :

http://www.econstats.com/wdi/wdic_EGY.htm

<https://www.mubasher.info/countries/eg>

تاريخ الاطلاع : 2018/04/25 .

55)- الموقع لسوق المالية السعودية ، متاح على الخططين :

http://www.econstats.com/wdi/wdic_SAU.htm

<https://www.mubasher.info/countries/sa>

-تاريخ الاطلاع : 2018/04/25 .

56- موقع سوق الأردن ، متاح على الخطين :

http://www.econstats.com/wdi/wdic_JOR.htm

<https://www.mubasher.info/countries/jo>

-تاريخ الاطلاع : 2018/04/25 .

57- موقع صندوق النقد العربي، متاح على الخط:

<http://www.amf.org.ae>

-تاريخ الاطلاع : 2018/03/22 .