



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير

تخصص: مالية الأسواق

بغنوان:

# تقييم كفاءة و أداء الأسواق المالية

دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة

2009 - 2005

من إعداد الطالبة: الداوي خيرة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:.....

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ.د / شيخي محمد (أستاذ التعليم العالي - جامعة ورقلة) رئيسا

د / عزاوي عمر (أستاذ محاضر - أ - جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

د / سويسي هواري (أستاذ محاضر - أ - جامعة ورقلة) عضوا

د / دادن عبد الوهاب (أستاذ محاضر - أ - جامعة ورقلة) عضوا

السنة الجامعية: 2012/2011

## مستخلص البحث:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة بورصة الأردن عند المستوى الضعيف، وذلك بالاعتماد على اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية لسلسلة أسعار الأسهم المدرجة ببورصة الأردن والمعبر عنها بمؤشر السوق، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2005/01/01 إلى غاية 2009/12/30، حيث تم في هذه الدراسة الاعتماد على الاختبارات التالية: اختبار PP, DF, BDS .

كما قمنا بدراسة أداء بورصة الأردن وذلك من خلال دراسة تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية ( معدل الفائدة، معدل التضخم، معدل الناتج المحلي الإجمالي) على مؤشر سوق بورصة الأردن، حيث تمثلت العينة في 80 مشاهدة شهرية وذلك خلال الفترة 2005/01/01 إلى غاية 2009/12/31.

حيث خلصت الدراسة إلى أن سوق عمان للأوراق المالية تعد سوقا غير كفء عند المستوى الضعيف، وأن لكل من المتغيرين معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي لهما تأثير ذو معنوية إحصائية على مؤشر سوق بورصة الأردن، أما بالنسبة لمعدل الفائدة فإنه ليس هناك تأثير ذو معنوية إحصائية على مؤشر السوق.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، البورصة، كفاءة الأسواق المالية، العولة المالية، بورصة الأردن، استقرار السلاسل الزمنية، الانحدار الخطي، كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

## Résumé :

Le but de cette étude est de tester l'efficience du marché financier de la Jordanie en son sens faible sur la base des testes portant sur les séries temporelles constituées à partir des prix des titres cotés sur cette bourse, et qui composent l'indice boursier, et ceci à partir du 01/01/2005 jusqu'au 30/12/2009 ; et nous avons utilisé pour parvenir à ce but les testes suivants : BDS, DF, PP.

Nous avons également étudié la performance de ce marché financier à travers l'étude de l'impact de quelques variables macroéconomiques telles que : le taux d'intérêt, le taux d'inflation, le taux du produit intérieur brut PIB, sur l'indice boursier. Notre échantillon contient 80 observations mensuelles pendant la période de 01/01/2005 jusqu'au 31/12/2009.

Nous avons conclu que la bourse de Ammen est inefficente en son sens faible, et que le taux d'inflation et le taux du PIB ont un impact statistiquement significatif sur l'indice boursier, tandis que le taux d'intérêt n'a pas cet impact sur l'indice.

## Mots clés :

Les marchés financiers, la bourse, l'efficience des marchés financiers, la mondialisation financière, la bourse de la Jordanie, la stabilité des séries temporelles, la régression linéaire, l'efficience du marché en son sens faible.

## قائمة المحتويات

.....	الإهداء
.....	الشكر
VI.....	مستخلص البحث
VII.....	قائمة المحتويات
XI.....	قائمة الجداول
XII.....	قائمة الأشكال البيانية
XIII.....	قائمة الملاحق
أ.....	المقدمة
01.....	الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية
02.....	تمهيد
03.....	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
03.....	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأهميتها
07.....	المطلب الثاني: وظائف ومقومات السوق المالية
10.....	المطلب الثالث: مكونات السوق المالي
21.....	المطلب الرابع: تنظيم السوق المالية
29.....	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق المال
29.....	المطلب الأول: الأسهم
35.....	المطلب الثاني: السندات

37.....	المطلب الثالث: المشتقات المالية.....
<b>43.....</b>	<b>المبحث الثالث: تحليل الأوراق المالية ومؤشرات السوق الاقتصادية.....</b>
43.....	المطلب الأول: التحليل الفني.....
53.....	المطلب الثاني: التحليل الأساسي.....
58.....	المطلب الثالث: مؤشرات قياس أداء السوق.....
<b>64.....</b>	<b>المبحث الرابع: الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية.....</b>
64.....	المطلب الأول: شروط إنشاء سوق مالية.....
65.....	المطلب الثاني: دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية.....
66.....	المطلب الثالث: الأزمة المالية العالمية الراهنة.....
<b>69.....</b>	<b>خلاصة الفصل.....</b>
<b>70.....</b>	<b>الفصل الثاني: تأثير العولمة المالية على كفاءة الأسواق المالية.....</b>
71.....	تمهيد.....
<b>73.....</b>	<b>المبحث الأول: عموميات حول البورصة.....</b>
73.....	المطلب الأول: مفهوم و أهمية البورصة.....
75.....	المطلب الثاني: شروط إقامة بورصة فعالة.....
78.....	المطلب الثالث: أنواع ووظائف البورصات.....
83.....	المطلب الرابع: إدارة البورصة ومرتكزاتها.....
<b>86.....</b>	<b>المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية.....</b>
86.....	المطلب الأول: مفهوم وخصائص كفاءة السوق المالي.....
88.....	المطلب الثاني: متطلبات كفاءة السوق المالي.....
90.....	المطلب الثالث: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية.....

92.....	المطلب الرابع: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي
99.....	المطلب الخامس: مؤشرات تطور سوق رأس المال
<b>103.....</b>	<b>المبحث الثالث: نماذج من البورصات العربية</b>
103.....	المطلب الأول: الأسواق المالية في الدول العربية
108.....	المطلب الثاني: واقع السوق المالية العربية
110.....	المطلب الثالث: عقبات تطوير وربط بورصات الأوراق المالية العربية
114.....	المطلب الرابع: عوامل تنشيط أسواق رأس المال العربية
<b>115.....</b>	<b>المبحث الرابع: تأثير العولمة المالية على أسواق رأس المال</b>
115.....	المطلب الأول: العولمة ( المفهوم - الخصائص - الأشكال)
120.....	المطلب الثاني: العولمة المالية ( المفهوم - الأسباب - المظاهر)
124.....	المطلب الثالث: المراحل التي مرت بها العولمة المالية
126.....	المطلب الرابع: انعكاسات العولمة المالية على أسواق رأس المال
<b>129.....</b>	<b>خلاصة الفصل</b>
<b>131.....</b>	<b>الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية</b>
132.....	تمهيد
<b>132.....</b>	<b>المبحث الأول: نبذة حول سوق عمان المالي</b>
132.....	المطلب الأول: الإطار التنظيمي لسوق عمان المالي
135 .....	المطلب الثاني: الواقع العملي لسوق عمان المالي
139 .....	المطلب الثالث: تطور أداء سوق عمان المالي
<b>144.....</b>	<b>المبحث الثاني: دراسة كفاءة سوق عمان المالي عند المستوى الضعيف</b>

145.....	المطلب الأول: الدراسة الإحصائية الوصفية للسلسلة IP
145.....	المطلب الثاني: دراسة الاستقرارية للمردودية.....
160.....	المبحث الثالث: نمذجة قياسية لمؤشر سوق الأردن بدلالة بعض المتغيرات الاقتصادية.....
160.....	المطلب الأول: تقديم النموذج القياسي الأولي المقترح لمؤشر سوق بورصة الأردن.....
177.....	المطلب الثاني: الكتابة الرياضية لمعادلة مؤشر السوق بدلالة الناتج المحلي الإجمالي.....
184.....	خلاصة الفصل.....
186.....	الخاتمة.....
190.....	قائمة المصادر والمراجع.....
198.....	قائمة الملاحق.....

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
146	نتائج تقدير النموذج رقم (03).....	الجدول (1-3)
150	تقدير النموذج رقم (03) لاختبار DF للسلسلة $DLip_t$ .....	الجدول (2-3)
151	تقدير النموذج رقم (02) لاختبار DF للسلسلة $DLip_t$ .....	الجدول (3-3)
152	تقدير النموذج رقم (01) لاختبار DF للسلسلة $DLip_t$ .....	الجدول (4-3)
153	نتائج اختبارات pp للسلسلة $DLip_t$ .....	الجدول (5-3)
156	نتائج اختبارات BDS.....	الجدول (6-3)
158	متغيرات الدراسة.....	الجدول (7-3)
162	نتائج تقدير المعادلة الإجمالية لمؤشر السوق بدلالة المتغيرين معدل الفائدة ومعدل التضخم.....	الجدول (8-3)
170	نتائج تقدير نموذج مؤشر سوق الأردن بعد تصحيح مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء.....	الجدول (9-3)
175	نتائج مؤشر السوق بدلالة الناتج المحلي الإجمالي.....	الجدول (10-3)
179	نتائج تقدير نموذج مؤشر السوق والناتج المحلي الإجمالي باستعمال القيم المصححة.....	الجدول (11-3)

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
20	مكونات السوق المالية.....	الشكل (1-1)
77	شروط إقامة بورصة.....	الشكل (1-2)
91	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.....	الشكل (2-2)
133	الهيكل التنظيمي.....	الشكل (1-3)
142	التغيرات اليومية لسعر السوق في الفترة (2005-2009).....	الشكل (2-3)
143	دالة الارتباط الذاتي البسيط و الجزئي <b>lip</b> خلال الفترة (2005- 2009).....	الشكل (3-3)
145	إستراتيجية مبسطة لمراحل اختبارات الجذر الأحادي.....	الشكل (4-3)
149	التمثيل البياني للسلسلة <b>DLip</b> بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى.....	الشكل (5-3)
154	نتائج معاملات التوزيع الطبيعي للسلسلة <b>DLip</b> .....	الشكل (6-3)
166	مناطق القبول و الرفض لاختبار دارين واتسون.....	الشكل (7-3)
168	الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى موجب.....	الشكل (8-3)
172	مناطق القبول و الرفض في اختبار دارين واتسون.....	الشكل (9-3)
173	التطابق ما بين السلسلة لقيم مؤثر السوق المصححة و قيم مؤثر السوق المقدر .....	الشكل (10-3)
179	مناطق القبول و الرفض لاختبار دارين واتسون.....	الشكل (11-3)



قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
196	جدول توزيع كاي تربيع.....	الملحق 01
197	جدول ديكي قولر.....	الملحق 02
198	متغيرات الدراسة.....	الملحق 03
202	جدول توزيع فيشر.....	الملحق 04
204	جدول دارين واتسون.....	الملحق 05
205	جدول توزيع ستودنت.....	الملحق 06

# المقدمة

## أولاً: إشكالية البحث

عرف العالم مجموعة من التطورات والتغيرات الجذرية مست الجوانب الاقتصادية والسياسية للدول، من بين هذه التطورات الاهتمام بمصادر التمويل، مما أعطى أهمية متزايدة لوجود الأسواق المالية بشكل عام والبورصات بشكل خاص، مع العمل على تطويرها بهدف إيجاد أسواق كفؤة وفعالة وذلك بغرض التكيف مع التطورات والتغيرات التي يعرفها الاقتصاد العالمي وهذا كله من منطلق الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية واعتبارها كقاعدة أساسية من قواعد التمويل، وهو ما يبرر إعطائها الأهمية البالغة من حيث البحث والدراسة.

وتجدر الإشارة من جهة أخرى إلى أن تطور الأسواق المالية إرتبط ولا يزال بمسألة التطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت وتمر به معظم دول العالم لاسيما الدول المتقدمة؛ يضاف إلى ذلك أن انتشار الشركات المساهمة وتزايد رغبة الحكومات في الاقتراض لخلق حركة قوية للتعامل المالي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وقد ترتب على ذلك الاهتمام بموضوع الأسواق المالية سواء في الدول المتقدمة أو النامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى القنوات الاستثمارية التي تعمل على دعم الاقتصاد الوطني.

وعندما اقتنعت الدول النامية بأهمية هذا الأسلوب التمويلي للمشاريع التنموية واجهت عدة مشاكل وهي في طريقها لتأسيس هذا النوع من الأسواق (المالية) منها على وجه الخصوص تباطؤ وتيرة التنمية، بالإضافة إلى قلة الموارد المالية؛ مما دفع هذه الدول إلى تبني سلسلة من الإصلاحات الاقتصادية من أجل مواكبة التطورات العالمية والتحول بنجاح إلى اقتصاد السوق.

ومن أجل التقليل من الأثر السلبي لقيود قلة الموارد المالية الموجهة للاستثمار وارتفاع تكلفة التمويل، حاولت هذه الدول تحفيز الاستثمار غير المباشر من خلال تشجيع وتدعيم تأسيس البورصات، وتقديم التسهيلات لدفع الأعدان الاقتصاديين من أجل تكثيف التوظيف المالي عن طريق الاكتتاب بواسطة الأسهم والسندات.

ومن أجل زيادة الرفاه الاقتصادي وذلك من خلال التمويل عن طريق الأسواق المالية فإن هذا يتوقف على كفاءة هذه الأسواق ودورها في تنمية الاستثمارات، إذ لا يمكن لهذه الأخيرة أن تؤدي دورها إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة التي من شأنها أن تسهم في التقييم والذي من شأنه أن يساعد في اتخاذ قرار الاستثمار، وذلك من خلال توفر المعلومات لدى المستثمرين.

وتعتبر الأردن من الدول التي قامت بإنشاء بورصة بغية تفعيل عملية التحول إلى اقتصاد السوق، وسعياً إلى محاولة مسايرة التطورات وتحقيق الأهداف المسطرة من البورصة كأداة تمويلية؛ فالأسواق المالية وُجدت أصلاً لتُشبع حاجات ورغبات مختلف المتعاملين الاقتصاديين في البورصة من خلال تفعيل المعاملات الاقتصادية والمالية بين الأعوان، وتحقيق التوازن بين الطلب والعرض، وضمان الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات في مُناخ من الطوعية والاختيار.

تعتبر الأسواق المالية أداة مهمة في الاقتصاد الوطني وذلك من خلال الدور الذي تقوم به ، فإن هذه الأسواق تتأثر بالمتغيرات الكلية الاقتصادية، فإن هذه الدراسة جاءت لدراسة كفاءة وأداء الأسواق المالية وذلك بدراسة مستوى كفاءة سوق عمان المالي والممثل بأسعار الأسهم الشركات المدرجة في هذا السوق، كذلك دراسة تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية التالية ( سعر الفائدة، معدل التضخم، معدل الناتج المحلي) باعتبار هذه المتغيرات ممثلة لأداء الاقتصاد على مؤشر سوق عمان باعتبار أن هذا المؤشر يقيس تطور نشاط السوق المالي. وللقيام بهذه الدراسة قمنا باستخدام الأساليب الإحصائية والرياضية المتعارف عليها في الاقتصاد القياسي.

من خلال ما سبق عرضه يمكن صياغة إشكالية هذا الموضوع في السؤال الرئيسي التالي:

**كيف يمكن تقييم كفاءة و أداء الأسواق المالية ؟ وما هي المتطلبات الواجب توفرها لتحسين**

**كفاءة سوق عمان المالي؟**

ويمكن تجزئة الإشكالية الرئيسية إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- 1- هل يعتبر سوق عمان المالي كفتنا عند المستوى الضعيف ؟
- 2- هل هناك تأثير للمتغيرات الاقتصادية الكلية الممثلة لأداء الاقتصاد ( معدل الفائدة، معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي)، على مؤشر السوق؟
- 3- هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية لمعدل التضخم على مؤشر السوق عند مستوى معنوية 5%؟
- 4- هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية لمعدل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق عند مستوى معنوية 5 % ؟
- 5- هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية لمعدل الفائدة على مؤشر السوق عند مستوى معنوية 5 % ؟

#### ثانيا: الفرضيات

بغية تقديم إجابة أكثر احتمالا للأسئلة المطروحة في الإشكالية قمنا بتبني الفرضيات التالية:

- 1- يعتبر سوق عمان المالي غير كفاء عند المستوى الضعيف؛
- 2- تساعد المتغيرات الكلية الاقتصادية على تفسير التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي؛
- 3- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لمعدل التضخم على مؤشر السوق عند مستوى معنوية 5%.
- 4- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لمعدل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق عند مستوى معنوية 5%.
- 5- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لمعدل الفائدة على مؤشر السوق عند مستوى معنوية 5%.

#### ثالثا: أهمية الموضوع

تنبع أهمية الأسواق المالية من خلال الدور الذي تقوم به وهو تعبئة المدخرات وتوظيفها من خلال الاستثمار، كذلك تعتبر أداة فعالة في الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال التأثير في مختلف جوانب الاقتصاد مما يخلق آثار

جديدة. بالإضافة إلى أنها تقوم بتوفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات عن طريق إعادة بيع الأسهم والسندات التي تم طرحها. كما تمثل أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية وتحقيق جملة من المنافع، فهي تشكل أهمية بالغة سواء كان ذلك على مستوى الدول المتقدمة أو الدول النامية وذلك لاعتبارات:

- إن دراسة هذا النوع من المواضيع يثير الكثير من الجدل على مستوى العالم العربي؛
- تمثل دراسة كفاءة الأسواق المالية محاولة لكيفية فهم عمل هذه الأسواق.

#### رابعاً: أسباب اختيار الموضوع

- بحكم التخصص فإن هذا الموضوع له صلة بتخصص الأسواق المالية؛
- نظراً للأهمية التي يكتسبها موضوع الأسواق المالية؛
- رغبتنا الكبيرة في التعرف على ما يدور في الأسواق المالية والدور الذي تلعبه هذه الأسواق في التنمية الاقتصادية؛

- التعرف على العوامل التي تؤدي إلى نجاح وكفاءة هذه الأسواق.

#### خامساً: أهداف الموضوع

تهدف هذه الدراسة إلى جملة من الاهداف والتي تتمثل في:

- دراسة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات سوق عمان المالي؛
- معرفة متطلبات كفاءة الأسواق المالية؛
- اختبار كفاءة سوق عمان المالي عند المستوى الضعيف وعرض مختلف الاختبارات المطبقة في ذلك.

#### سادساً: حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في الحدود المكانية والحدود الزمنية، الحدود المكانية تتمثل في سوق عمان المالي، اما الحدود الزمنية فتتمثل في الفترة الممتدة خلال ( 2005-2009)، وهذا من اجل دراسة أولا كفاءة سوق عمان المالي

عند المستوى الضعيف وذلك من خلال أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق والمعبر عنها بمؤشر السوق يومي، حيث تصل عدد المشاهدات إلى 1304 مشاهدة يومية.

أما بالنسبة للدراسة الثانية فتمثل في دراسة قياسية لبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية والمتغير مؤشر السوق وذلك شهريا من نفس السنة، وذلك بهدف معرفة تأثير هذه المتغيرات على مؤشر السوق.

### سابعا: المنهج المستخدم

من خلال دراستنا هذه ونظرا لطبيعة الموضوع، فإنه سوف يتم استخدام الأسلوب الوصفي التحليلي وذلك في الفصلين الأول والثاني، من أجل مراجعة المادة العلمية المستقاة من مختلف المراجع والدوريات العلمية المتخصصة في مجال الأسواق المالية، كما سيتم استخدام الأسلوب القياسي وذلك من خلال الفصل الثالث الخاص بالدراسة التطبيقية ( استخدام النماذج الإحصائية والرياضية).

حيث تتمثل متغيرات الدراسة في أسعار الأسهم اليومية وهذا لدراسة كفاءة سوق عمان المالي والتي تم الحصول عليها من المواقع الإلكترونية الخاصة بالبورصة.

أما بالنسبة للدراسة القياسية فتمثل في المتغيرات الشهرية التالية:

- المتغير التابع: يتمثل في مؤشر السوق؛
- المتغيرات المستقلة: تتمثل في معدل الفائدة، معدل التضخم، معدل الناتج المحلي الإجمالي.

### ثامنا: تاسعا: مرجعية الدراسة

لقد حظي موضوع الأسواق المالية بأهمية بالغة وذلك على مستوى العالم، حيث توجد الكثير من الأطروحات والمذكرات والمراجع التي تناولت هذا الموضوع.

وفي حدود علم الطالب تم تناول موضوع تقييم كفاءة أداء الأسواق المالية من خلال الدراسات التالية:

## 1- دراسة وليد احمد الصافي: الأسواق المالية العربية: الواقع والأفاق وهي عبارة عن رسالة دكتوراه دولة

بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر سنة 2003، حيث تكمن إشكالية هذه الدراسة حول كيفية الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية ومن ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية، حتى تستطيع الدول العربية والمستثمرون العرب من توظيف مدخراتهم المالية الموظفة في الخارج وإلى أي مرحلة وصلت لها الأسواق المالية العربية من الإصلاحات والتطورات وذلك ليس فقط من اجل استرجاع وتوظيف رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج وإنما استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، كذلك ما هو الدور الذي يمكن للمصارف والمؤسسات العربية التي لها علاقة بأسواق المال أن تلعبه من أجل تنشيط الأسواق المالية العربية؟

حيث توصل الباحث إلى أن تكامل الأسواق المالية العربية تواجهه عدة عوائق حالت دون تحقيقه، وأن تطور هذه الأسواق مرتبط بتطور أسواق السلع والخدمات وحجم المبادلات، حيث يرى ضرورة وجود ارتباط وثيق بين هذه الأسواق وإصلاح أوجه القصور حيث يعمل هذا على إقامة سوق مالية عربية تعمل على تجميع المدخرات وإعادة استثمارها في المنطقة العربية بما يضمن تمويل خطط التنمية المطروحة في الوطن العربي.

## 2- دراسة شيخي بلال: تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية: الواقع والأفاق وهي عبارة عن رسالة

دكتوراه في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3 سنة 2010، حيث تكمن إشكالية هذه الدراسة في ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق مالية مغربية متطورة وتحقيق الترابط فيما بينها؟

حيث تهدف هذه الدراسة على توضيح الأسس الواجب توفرها لإقامة سوق الأوراق المالية لأداء دورها والمتمثل في تنشيط الاستثمار وتوظيف المدخرات وجذب الاستثمار الأجنبي عن طريق الأدوات المالية التقليدية والمشتقات، كذلك الإحاطة بواقع أسواق الأوراق المالية المغربية من خلال أدائها وتطوراتها خلال سنوات 2005-2009، وذلك بغية اكتشاف كانت سببا في ظهور أزمة أسواق الأوراق المالية، وذلك من اجل التصدي لها. كما تهدف هذه الدراسة إلى توضيح الأسس الواجب توفرها لإنجاح تكامل البورصات المغربية وذلك عن طريق تنسيق



التشريعات المالية وتكاتف البنى التحتية لربط أسواق الأوراق المالية المغربية، والعمل على توفير الشروط الأساسية على مستوى الشركات والقطاعات لربط الأسواق المالية المغربية، تنمية المؤسسات المالية في المغرب العربي مع تطوير البنية الأساسية للأسواق المالية وتجربة الربط بين أسواق الأوراق المالية المغربية.

### 3- دراسة رفيق مزاهدية: كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات دراسة حالة سوق

الأسهم السعودية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية جامعة باتنة سنة 2006، حيث تدور إشكالية هذه الدراسة حول مراجعة أداء وكفاءة سوق الأسهم السعودية ومدى قدرتها على تحقيق المهام المنوطة بها على النمو الذي يسهم في زيادة الرفاه الاقتصادي للأطراف المشاركة في السوق.

النتيجة التي توصل إليها الباحث أن سوق الأسهم السعودية يتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف، أما بالنسبة لعملية تخصيص الاستثمارات في سوق الأسهم السعودية لا تزال تشوبها العديد من التشوهات، وبالتالي فإن ضعف قدرة السوق على تخصيص الكفاء للموارد المالية يمكن أن يؤدي إلى تباطؤ معدل النمو، كذلك أن سوق الأسهم السعودية لم تؤدي خلال فترة الدراسة الدور المطلوب منها في دعم الاقتصاد الوطني.

### 4- دراسة جودي صاطوري: اثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية، وهي عبارة عن

رسالة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر لسنة 2005-2006، حيث يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى توضيح أهمية كفاءة الأسواق المالية ومدى قدرتها على تخصيص الكفاء للموارد المالية، وذلك من أجل الاستثمار في الأوراق المالية. من خلال توفير مقومات الكفاءة.

### تاسعا: تقسيمات البحث

من خلال هذه الدراسة قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول خصص منها فصلين لعرض الجانب النظري للموضوع، أما الفصل الثالث فقد خصص للجانب التطبيقي أين تم اختبار فرضيات الدراسة.

حيث كان الفصل الأول يحمل عنوان الاطار النظري للأسواق المالية، وتم تقسيمه إلى أربعة مباحث، المبحث الأول تم التعرض فيه إلى ماهية الأسواق المالية وذلك من تعريفها وأهميتها ووظائفها ومقوماتها وتقسيماتها وتنظيمها، أما المبحث الثاني فخصص لدراسة الأدوات المالية التي تتداول في السوق المالي وذلك من خلال عرض كامل لكل أداة من هذه الأدوات، والمبحث الثالث فقد شمل كل من التحليلين التحليل الفني والتحليل الأساسي والمؤشرات الاقتصادية للسوق، أما المبحث الرابع والأخير فكان الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية وذلك بعرض شروط انشاء الأسواق المالية والدور الذي تقوم به هذه الأخيرة في تنمية الاقتصاد وأخيرا عرض للازمة المالية العالمية الراهنة.

أما الفصل الثاني فكان بعنوان تأثير العولمة المالية على كفاءة الاسواق المالية حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث، خصص المبحث الأول إلى عموميات حول البورصة وذلك من خلال الامام بكل الجوانب النظرية للبورصة، أما المبحث الثاني فقد شمل على كفاءة الأسواق المالية وذلك بعرض تعريفات كفاءة السوق المالي وأنواعها ومستوياتها وأهم مؤشرات قياس كفاءة السوق المالي.

و المبحث الثالث كان نماذج من البورصات العربية وذلك من خلال عرض لبعض البورصات العربية وواقعها والعقبات التي تحول دون تطوير هذه البورصات و أخيرا العوامل التي تساهم في تنشيط هذه الأسواق. أما المبحث الرابع فاحتوى على تأثير العولمة المالية أسواق رأس المال وذلك بعرض أولا مصطلح العولمة ثم العولمة المالية والمراحل التي مرت بها وانعكاسات هذه الأخيرة على أسواق رأس المال.

الفصل الثالث فقد خصص للدراسة التطبيقية وذلك من خلال تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول تضمن الجانب النظري لسوق عمان المالي، أما المبحث الثاني فتم فيه اختبار كفاءة سوق عمان المالي عند المستوى الضعيف وذلك بعرض اهم الاختبارات المستخدمة في ذلك، والمبحث الثالث كان للدراسة القياسية وذلك لاختبار الفرضيات، ودراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية ومتغير مؤشر السوق.

عاشرا: صعوبات البحث

- صعوبة الحصول على المعلومات والبيانات وذلك بأخذ وقت طويل من اجل الحصول على البيانات والمعلومات الصحيحة.

# الفصل الأول

## الإطار النظري للأسواق المالية

**تمهيد:**

تلعب الأسواق المالية دورا مهما في الاقتصاد، حيث تتمتع هذه الأسواق بأهمية كبرى سواء كان ذلك على مستوى الدول المتقدمة أو الدول النامية، وهذا راجع إلى ما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات التي تعمل على دعم الاقتصاد الوطني.

لذلك أصبحت حاجة الدول النامية إلى أسواق مالية شيء إلزامي وذلك من أجل النهوض باقتصادياتها، وذلك لتأثير هذه الأسواق على المشروعات والانجازات الاقتصادية، لهذا تسعى هذه الدول إلى إقامة هذه الأسواق ودعمها حتى يكون لها دور فعال في التنمية الاقتصادية.

ولهذا سوف نتعرض من خلال هذا الفصل إلى التعرف على الأسواق المالية وذلك من خلال التعرض إلى: ماهية الأسواق المالية وآلية عملها وذلك من خلال مفهوم السوق المالية وتقسيمات هذه السوق وأهم الوظائف والمقومات هذه السوق ومكوناتها وتنظيم السوق المالية.

ثم نتناول الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية معرضينا بذلك لشرح كل أداة من هذه الأدوات، كما نعرض في هذا الفصل إلى تحليل الأسواق المالية ميزنا كل من التحليل الفني والتحليل الأساسي مع التعرض إلى مؤشرات السوق الاقتصادية، ونختتم هذا الفصل بالأهمية الاقتصادية للأسواق المالية حيث نتناول فيه أهم الشروط اللازمة لتكوين سوق مالية فعالة مع إبراز مدى مساهمة هذه الأخيرة في دعم التنمية الاقتصادية كما نتعرض في الأخير إلى التعرف على الأزمة المالية العالمية الراهنة.

## المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

تشهد الأسواق المالية تطورات عديدة وذلك على صعيد بنيتها وأدائها، حيث أنتجت صور إبداعية لأدوات الاستثمار، مما شكلت عاملاً لجذب العديد من المستثمرين (أفراد وشركات)، فضلاً عن دورها الحيوي في المجتمع، كونها تمثل قناة اتصال مهمة، من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد الوطني من سد احتياجاتها المالية.

### المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأهميتها

إن تطور الأسواق المالية ارتبط بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم الدول خاصة الرأسمالية و نظراً للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في الاقتصاد فأصبح يحظى بأهمية كبرى باعتبارها مصدر الأموال لتمويل المشروعات .

#### 1-1 - مفهوم الأسواق المالية:

للأسواق المالية تعريفات متعددة و لكنها تصب في معنى واحد ومنها نجد:

**تعريف 1:** يعرف السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار و وحدات العجز التي هي بحاجة الأموال القرض و الاستثمار و ذلك عبر فئات عاملة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعالة.<sup>1</sup>

نلاحظ من خلال هذا التعريف هو توفر وسائل الاتصال و التكنولوجيا في المعاملات المالية على غرار السابق حيث كان يقتصر على المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية.

**تعريف 2:** تعرف الأسواق المالية على أنها الوسيلة التي يتلقى من خلالها المشترون و البائعون و الوسطاء و المتعاملون من ذوي الاهتمامات {المالية و النقدية} ذلك بغرض تداول الأصول المختلفة {المالية، الحقيقية، النقدية} لفترات معينة {طويلة و قصيرة} و ذلك اعتماداً على قوانين و أنظمة و تعليمات و كذلك عادات و تقاليد و أعراف معتمدة محلياً أو دولياً.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، 2004، ص:110.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية: ط1، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص:58.

**تعريف 03:** كما تعرف الأسواق المالية على أنها تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق المالي.<sup>3</sup>

نلاحظ من خلال هذا التعريف أن السوق المالي يعتبر ميكانيكية لتسهيل عملية تبادل الأصول المالية.

**تعريف 04:** تعرف كذلك الأسواق المالية على أنها الآلية التي بموجبها يتم تحويل الأموال من الوحدات الاقتصادية المدخرة إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية.<sup>4</sup>

يتضح لنا من خلال هذا التعريف أن الأسواق المالية تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية وذلك من خلال تحويل المدخرات المتراكمة إلى استخدامات إنتاجية.

**تعريف 05:** يعرف السوق المالي على أنه ذلك الإطار الذي يجمع باقي الأوراق المالية لمشتريها و ذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع و لكن يجب توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق بالشكل الذي تجعل فيه الأسعار السائدة في لحظة معينة تكون واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة في ذلك السوق.<sup>5</sup>

**تعريف 06:** يعرف السوق المالي على انه ذلك السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية ( الأسهم والسندات ) وأدوات مالية جديدة ( المشتقات المالية، عقود الخيارات).<sup>6</sup>

**تعريف 07:** تعرف السوق المالية على أنها عبارة عن رؤوس الأموال طويلة الأجل، حيث تمثل مجموع الطلبات والعروض على رؤوس الأموال من اجل توظيفها بما في ذلك الأوراق المالية ( الأسهم – السندات).<sup>7</sup>

من خلال هذه التعاريف السابقة يتضح لنا :

أن الأسواق المالية تمثل وسيلة من الوسائل التي يتم من خلالها تمويل الاحتياجات المالية، حيث تمثل أداة مهمة في الاقتصاد بين المشتريين و البائعين و ذلك لتبادل الأصول المالية المختلفة حيث يتم الجمع بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال يوجد داخلها هيئات ووسطاء يعملون على تنظيم و سير العمليات حيث تحكمها قوانين و تعليمات .

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص:23.

<sup>4</sup> عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، ط1، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص: 03.

<sup>5</sup> محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2005، ص:20.

<sup>6</sup> Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, Gestion Financiere, 13<sup>e</sup> édition, Dunod, paris, 2004, p :22.

<sup>7</sup> George Depallens, Gestion Financiere De L'entreprise, édition , sirey, paris, p : 363.

## 1-2- أهمية السوق المالية

تحتل الأسواق المالية بأهمية بالغة سواء كان ذلك على مستوى الاقتصاد أو على مستوى الأفراد و المؤسسات المالية و هذا ما سوف نتعرض له:<sup>8</sup>

### أ - أهمية الأسواق المالية على مستوى الاقتصاد:

تتمثل أهمية الأسواق المالية بالنسبة للاقتصاد فيما يلي :

\* تمويل خطط التنمية الاقتصادية : إن عملية التنمية تحتاج إلى رؤوس الأموال كثيرة و هذا قد لا يتوفر لدى الدولة ، و بدلا من اللجوء إلى الاقتراض الأجنبي الذي يترتب عنه أعباء ثقيلة بالديون فإنها تقوم بطرح مشاريعها التنموية؛

و تساهم هذه الأسواق في التنمية الاقتصادية من خلال الادخار و الاستثمار و ذلك بتعبئة المدخرات و توجيهها إلى الاستثمار و من ثم تنشيط الاقتصاد.

\* يعتبر السوق المالي معيار للوضع الاقتصادي إذ أن حجم العمليات و مستوى الأسعار يعد مؤشر لقوة الاقتصاد و ضعفه أو لقطاع من قطاعاته؛

\* تساعد الأسواق المالية على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين على الاستثمار بالأوراق المالية؛

\* إن التعامل في الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية يساعد حاملها من تحويل الأوراق إلى أموال نقدية و بدون خسارة؛

\* وضع التشريعات و التعليمات اللازمة لحماية أسعار الأسهم الجديدة و المتداولة من التأثيرات الخارجية و من ثم إعداد آلية تلقائية لإصدار الأسهم و السندات؛

\* تعتبر الأسعار المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية إن المعرفة التغيرات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية يسمح بمعرفة كيفية سير العمل في المشاريع الاقتصادية و بالتالي الاستثمار؛

\* إن وجود سوق مالي من شأنه أن يمهّد الى المزج بين السياسة المالية و السياسة النقدية؛

<sup>8</sup> جابلة صبرينة، آليات تفعيل السوق المالي الجزائري، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص ص: 23 - 25.



\* تسهل الأسواق المالية عملية سير رؤوس الأموال بصفة سريعة و مستمرة من قبل المستثمرين سواء كانوا المعترضين أو المساهمين؛

\* إن الأسواق المالية كثيرا ما تتعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل مما يساعد ذلك على تحويل هذه السوق من محلية إلى دولية، حيث يمكن لتلك الأسواق من طرح الأسهم و السندات لشركات من جنسيات مختلفة و بتالي تغير هذه السوق أداة تجذب رؤوس الأموال الأجنبية؛

\* تقوم السوق المالي على تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية مما يضمن سلامة التعامل و سهولته و هذا بدوره يضمن حماية البلاد و صغار المدخرين و بالتالي يحقق التكافؤ والتوازن للسوق من خلال انتقال أدوات الملكية من مستثمر لأخر.

### ب - أهمية الأسواق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات:

تكمن أهمية الأسواق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات في النقاط التالية:

\*تقوم الأسواق المالية بتحديد الأسعار وذلك وفق الطلب و العرض؛

\*تعد مكان مناسب للبيع و الشراء؛

\*تداول الأوراق المالية لمن يرغب في الاستثمار، كما توفر للمدخر مكانا لاستثمار مدخراته؛

\*تساهم في سرعة تداول الأوراق المالية ومعرفة أسعارها وذلك بالاطلاع على تسعيرة السوق؛

\*توسيع عملية الاختيار بالنسبة للمستثمر مما يمكنه من تنويع استثماراته وهذا يؤدي إلى تقليل المخاطر؛

\*تساعد على إمكانية تحويل الأوراق المالية إلى سيولة، مما يمكن البنوك والشركات من ان تحوز على كميات كبيرة من الأوراق كاحتياط؛

\*تمكن أصحاب المشاريع من الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء مشاريع جديدة وتوسيع الطاقة الإنتاجية؛

\*إن الأسواق المالية تتيح الحرية لإجراء كافة المعاملات والإجراءات.

تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ودورها المتعدد الجوانب حيث تؤثر في كل جوانب الاقتصاد وتتأثر بهذا كله.

## المطلب الثاني: وظائف ومقومات السوق المالية

تتسم السوق المالية في ظل اقتصاد السوق بمجموعة من المهام من خلال مختلف مكوناتها التي تعمل على تحقيق الفعالية في تعبئة و تخصيص الموارد المالية القابلة للاستثمار و بهذا فإن السوق المالية تقوم بتشجيع الاستثمار و توفير التمويل و هذا يكون من خلال الوظائف التي تؤديها . حيث سوف نتطرق من خلال هذا المطلب إلى وظائف السوق المالية و مكوناتها .

## 2-1 - وظائف السوق المالية

إن للأسواق المالية عدة وظائف سواء تعلق ذلك بالمؤسسات أو المستثمرين أو بالاقتصاد و تتمثل هذه الوظائف في مايلي:<sup>9</sup>

#### تعبئة المدخرات:

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

#### الاحتفاظ بالثروة:

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

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

#### توفير السيولة:

من أهم الوظائف التي توفرها سوق رأس المال هي توفير السيولة، بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة وسرعة إلى نقدية سائلة مع انخفاض المخاطر.

<sup>9</sup> إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، ط1، دار الجامعة للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000، ص: 87- 89.

إن توفير الأدوات المالية لسوق رأس المال السيولة والعائد المرتفع في آن واحد يؤدي إلى استفادة كل من المستثمر والمدخر من السيولة مما يعكس سهولة زيادة الاستثمار ونموه في المجتمع.

### توفير التمويل للاستثمار:

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

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

### تخفيض المخاطر وارشاد المستثمر:

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

حيث نجد كل مؤسسة تعمل على تحسين وضعها والاستفادة من ارتفاع أسعار أوراقها المالية الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل من جهة، ويضع الثقة في تعاملاتها من جهة أخرى.

و بهذا فإن حركة الأسعار في السوق تعمل بمثابة رقابة ومرشد للمديرين لتحسين أوضاع نشاطها وتحسين مركزهم المالي ومن ثم ينعكس ذلك على تحسين نمو الاستثمارات.

### تحقيق الاستقرار الاقتصادي:

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

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

## 2-2 - مقومات إنشاء السوق المالي

نظرا للأهمية الكبرى التي تكتسبها الأسواق المالية ، يمكن القول أن لوجود هذه الأسواق وفعاليتها يتطلب مجموعة من المقومات لا بد من توافرها، وفي الصدد نميز نوعين من المقومات تتمثل في مقومات أساسية ومقومات سائدة، حيث تساهم هذه المقومات في فعالية هذه الأسواق وتتمثل في مايلي:<sup>10</sup>

### 2-2-1 - المقومات الأساسية:

هناك مجموعة من المقومات الأساسية تتمثل في مايلي:

- مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصري الثقة والتنظيم من خلال الثقة بالنظام السياسي والاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية. أما التنظيم فينعكس بكفاءة وفعالية السياسة المالية والنقدية وما يلحقها من نظم وتشريعات خاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي وقانون الشركات؛
- فلسفة اقتصادية واضحة، تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلطة والخاصة، وما يتبعها من أنظمة وقوانين؛
- تنوع أدوات الاستثمار، وهي سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات؛
- مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها، هذا بجانب فعاليتها بتسويق الإصدارات؛
- حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال إذ وجود السوق يحفز هذه المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية.

### 2-2-2 - المقومات السائدة:

حيث تساهم في تطور ونجاح السوق، وإضفاءه صفة العمق والاتساع ومن هذه المقومات:

- نظم اتصال فعالة ومتطورة وكفئة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار؛
- أنظمة كفئة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق وتحليل نشاط الاقتصاد الوطني؛

<sup>10</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق ، ص ص: 112 - 113.

- تشريعات تضمن صفة المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار بشكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض والطلب؛
- هيكل مؤسسي منظم، يعبر عنه بـجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة ويشترط بأعضاء السوق الحياد والخبرة بشؤون المال؛
- تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات ذات القبول بين أوساط المتعاملين، وبشكل يعزز ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته.

### المطلب الثالث: مكونات السوق المالي

تعتبر الأسواق المالية همزة وصل بين الادخار والاستثمار وذلك من خلال عدة أدوات ومؤسسات متخصصة، حيث تضم كل من سوق النقد وسوق رأس المال وسيتم شرح كل من هذين النوعين:

#### 3-1- سوق النقد:

يعتبر سوق النقد جزء من السوق المالي، حيث تتداول فيه الأدوات المالية قصيرة الأجل والتي تكون أقل من السنة ومن أبرزها نجد أذونات الخزينة، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول والأوراق المالية التجارية التي تصدرها الشركات المتخصصة، وتعتبر البنوك من أبرز المؤسسات العاملة في السوق النقد.<sup>11</sup>

#### 3-1-1- مفهوم سوق النقد:

يشتمل سوق النقد على مجموعة من التعاريف من أهمها مايلي:  
يعرف سوق النقد على أنه السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية قصيرة الأجل وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق.<sup>12</sup>  
كما يعرف سوق النقد أيضا على أنه السوق الذي يتعامل في الأوراق قصيرة الأجل حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين أو صكوك مديونية، مدون عليها ما يؤيد لحاملها أو لحائزها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر وهذه الأدوات تكون قابلة للتداول وتاريخ استحقاقها على يزيد عن السنة.<sup>13</sup>  
كذلك يعرف السوق النقدي على أنه أسواق الاستثمار قصيرة الأجل التي لا تتجاوز أجل استحقاق الأوراق المالية فيها عن السنة الواحدة، أي عبارة عن أسواق يتم فيها عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين البنوك المحلية

<sup>11</sup> أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض التقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، بدون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص: 428.

<sup>12</sup> عبد الغفار حنفي، ورسمية زكي قريبا قص، الأسواق المالية والمؤسسات المالية بنوك تجارية أسواق الأوراق المالية شركات التأمين، شركات، بدون طبعة، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2004، ص: 250.

<sup>13</sup> عبد النافع الزرري، غازي فوج، الأسواق المالية، ط1، دار وائل للطباعة والنشر، عمان الأردن، 2001، ص: 36.

أو المحلية والأجنبية لأجل أقل من السنة، حيث يركز هذا السوق على سعر الفائدة الذي يتحدد بناء على الطلب والعرض.<sup>14</sup>

ويعرف السوق النقدي أيضا على انه ذلك السوق الذي يمثل مكون قصير الأجل من السوق المالية، حيث تقوم الدولة والمؤسسات والبنوك بتمويل احتياجاتها المالية عن طريق الأسواق المالية كما تقوم بإصدار سندات الدين.<sup>15</sup> من خلال التعاريف السابقة والتي تصب في معنى واحد فإن سوق النقد هو عبارة عن السوق الذي تتداول فيه أدوات قصيرة الأجل والتي تكون أقل من السنة ولهذا تكون درجة المخاطرة فيه أقل من تلك الموجودة في سوق رأس المال.

### 3-1-2 - خصائص سوق النقد:

يتميز سوق النقد بمجموعة من الخصائص تتمثل في مايلي:<sup>16</sup>

- المرونة العالية: حيث أن معظم الصفقات التي تتم في هذا السوق تكون بإجراءات مبسطة وتكاليف منخفضة؛
- انخفاض درجة المخاطرة وذلك نظرا لسببين: أولهما: يتمثل في تدني درجة المخاطرة الناجمة عن احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق، لذلك فإن التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية تترك الآثار محددة على أسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة وبالتالي فإن المخاطرة قليلة؛
- وثانيهما: تدني درجة مخاطرة الائتمان والتي تكون مرتبطة باحتمالات عز المدين عن الوفاء بديونه، لأن الأوراق المالية المتداولة المالية المتداولة في هذا السوق تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية والبنك المركزي، لذلك فإن احتمالات عدم الوفاء بالدين تكون منخفضة.
- وعلى ضوء هذه المزايا التي يتميز بها هذا السوق فإنه يؤدي دورا مهما على مستوى الاقتصاد القومي وذلك من:
  - يلعب هذا السوق دورا هاما في تخطيط السياسة النقدية للدولة، إذ من خلاله فإن البنك المركزي يقوم بدور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل وهذا عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية، كذلك التحكم في أسعار الفائدة قصيرة الأجل عن طريق البنك المركزي فإنه يستطيع التحكم كذلك في أسعار الفائدة طويلة الأجل؛

<sup>14</sup> رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، ط1، المعتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص: 24.

<sup>15</sup> Dov Ogien, Pratique des Marchés Financiers, 2<sup>e</sup> édition, Dunod, Paris, 2007, P :37.

<sup>16</sup> رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص ص: 24 - 25.

- بوجود سوق نقدي فعال فإنه تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل قصيرة الأجل، وبالتالي فإنه يزيد من سرعة دوران الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية باختلاف أنشطتها وبالتالي زيادة الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات مما يخلق انتعاشا وازدهارا اقتصاديا.

### 3-1-3 - الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد:

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد في ما يلي:<sup>17</sup>

#### ü أذون الخزانة:

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

حيث تحقق هذه الأداة العديد من الفوائد والتي من أهمها:

- غياب المخاطر الائتمانية: إن الجهة المصدرة للورقة المالية لها قدرة مطلقة على سداد ديونها، وذلك من خلال قدرتها على فرض ضرائب جديدة، بالإضافة إلى قدرتها على اللجوء للبنك المركزي لإصدار نقود جديدة يمكن استخدامها في سداد مديونيتها إذا دعت الضرورة لذلك.
- السيولة العالية: وذلك من خلال اقبال الكثير من المستثمرين على شراء هذه الأذن في السوق الثانوية، خاصة وكلاء الأوراق المالية الحكومية الذين يقومون بشراء الأذن بأسعار منخفضة بهدف بيعها بسعر مرتفع لتحقيق هامش من الربح.
- لها سوق مستمر (سوق ثانوي)، فالمتعاملين فيها على استعداد دائما للشراء أو البيع لكل الاصدارات الحالية منها.

#### ü الأوراق التجارية:

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

ولهذه الاوراق مزايا عديدة من أهمها:

- تمثل الورقة التجارية احدى صور التمويل بالمديونية، حيث تتضمن الورقة تاريخ استحقاق الذي يتم سداد القيمة الاسمية لحامل الورقة فيه؛

<sup>17</sup> محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية: الاصول العلمية والتحليل الأساسي، ط1، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن - عمان، 2009، ص: 52- 57 .

- الورقة التجارية تمثل إحدى صور التمويل قصير الأجل حيث تتراوح آجال الأوراق التجارية بين عدة أيام وعدة شهور.

حيث يتمثل العائد الذي يحصل عليه المستثمر في الورقة التجارية في الفرق بين سعر شراء الورقة وسعر البيع أو القيمة الاسمية في حالة احتفاظ المستثمر بالورقة المالية حتى تاريخ الاستحقاق. حيث يمكن تقسيم هذه الأوراق طبقاً لطريقة الاصدار إلى:

#### أ - أوراق تجارية مباشرة:

و هي الأوراق التي تصدرها الشركات المقترضة مباشرة للمستثمرين دون الحصول على مساعدة من الوكلاء أو السماسرة.

#### ب - أوراق تجارية يتم اصدارها عن طريق الوكيل:

وهي الأوراق التي تقوم الشركات ببيعها للوكيل الذي يتولى بدوره اصدارها للمستثمرين الذين يرغبون في شراء تلك الأوراق.

وقد يأخذ أسلوب الاصدار عن طريق الوكيل العديد من الاشكال أهمها:

- قيام الشركة المصدرة للورقة التجارية ببيعها للوكيل بسعر معين على أن يقوم الوكيل بعد ذلك ببيعها بسعر أعلى ويحقق الوكيل العائد من فرق السعر؛
- تلتزم الشركة المصدرة للورقة التجارية عن طريق الوكيل بتحمل كافة مخاطر الاصدار على أن يقبل الوكيل بدل الجهود المختلفة للتسويق للأوراق التجارية المصدرة مقابل عمولة.

#### ٢١ شهادات الايداع المصرفية القابلة للتداول:

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

#### ٢٢ القبولات المصرفية:

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

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



### 3-2- سوق رأس المال:

يعتبر سوق رأس المال سوق متخصص في توفير التمويل طويل الأجل، حيث يتم التعامل فيه بالأدوات المالية طويلة ومتوسطة الأجل، أي التي يزيد استحقاقها عن السنة، سواء كانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات أو عن ملكية كالأسهم.

### 3-2-1- مفهوم سوق رأس المال

لسوق رأس المال مجموعة من التعاريف تتمثل في مايلي:

يعرف سوق رأس المال على أنه المجال الذي يتم من خلاله إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل.<sup>18</sup>

و يعرف سوق رأس المال أيضا على انه السوق الذي يتم التعامل به بالأوراق المالية طويلة الأجل، وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها على السنة مثل السندات أو التي لاستحقاق لها مثل الأسهم.<sup>19</sup>

كما يعرف سوق رأس المال على انه ذلك السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل التي يكون اجل استحقاقها أكثر من سنة والمتمثلة في ( السندات، السندات الحكومية، الأسهم العادية والأسهم الممتازة)، حيث يتميز بأكثر خطورة عكس السوق النقدي. ويكون سوق رأس المال في شكل السوق الأولية والسوق الثانوية.<sup>20</sup>

كما يعرف سوق رأس المال أيضا على أنه سوق الأموال طويلة الأجل، وهو الإطار الذي من خلاله تلتقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة بالاكنتاب بالأسهم والسندات.<sup>21</sup>

كما يعرف أيضا سوق رأس المال على أنه ذلك السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل ( الأسهم والسندات )، حيث يكون لهذه السوق مكان، كما أن السهر هنا يتحدد على أساس قوى العرض والطلب.<sup>22</sup>

<sup>18</sup> مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ج1، ط1، دار كنوز اشيبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 62.

<sup>19</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط3، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2005، ص: 124.

<sup>20</sup> Narjess Boubakri, yoser Gadhoun, Imed CHkir, Maher Kooli, Les Principes de la Finance d'entreprise, éditeur, gaetan morin ,canada, 2005, P :10.

<sup>21</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 120.

<sup>22</sup> Bertrand .Jacquillat et Bruno .Solnik, Marchés Finance : gestion de portefeuilles et des risques, Edition donod, paris, 1990, p : 34.

من خلال التعاريف السابقة يتضح لنا أن سوق رأس المال يتسم بالمخاطرة وذلك لطول أجلها، كما نجد أن نظرة المستثمر تكون نحو العائد المرتفع مقارنة بذلك العائد في سوق النقد، كذلك يكون هذا السوق أكثر تنظيماً وأكبر حجماً بالنسبة للصفقات المنفذة من قبل المتخصصين والمتعاملين في السوق وذلك مقارنة بسوق النقد.

### 3-2-2 - أهمية سوق رأس المال

تتمثل أهمية هذه السوق في صفة العمق والاتساع للورقة المالية، كذلك المرونة النسبية، حيث أن تنظيم هذه السوق يزيد من سرعة تداول الورقة المالية أي أنها توفر استمرارية وقيمة عادلة للورقة المالية وفرصة لتمويل مختلف القطاعات.<sup>23</sup>

### 3-2-3 - مكونات سوق رأس المال

يتكون سوق رأس المال من الأسواق الحاضرة (الفورية)، و الأسواق المستقبلية.

#### ü الأسواق الحاضرة (الفورية):

وهي عبارة عن تلك الأسواق التي تتعامل الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات بأنواعها المختلفة وتضم هذه الأسواق مايلي:<sup>24</sup>

#### • السوق الأولية:

تعرف السوق الأولية على أنها تلك السوق التي يتم فيها إصدار أوراق مالية جديدة ( أسهم، سندات )، بحيث تسمح للأعوان الاقتصاديين بالحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثماراتهم، وبالتالي فهي تلعب دور الوسيط بين المستثمر والمقترض. وليس لهذه السوق مكان محدد.<sup>25</sup>

كما تعرف السوق الأولية على أنها تلك الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، وتسمى بأسواق الإصدارات، حيث تتم في هذه الأسواق شراء الأوراق المالية وذلك من أسهم وسندات التي تم إصدارها لأول مرة، وتصدر هذه الأوراق من طرف الحكومة والشركات القائمة وذلك محاولة للتوسع في رأسمالها فتقوم بإصدار الأسهم والسندات لجمع الأموال اللازمة لفرض التوسع.

و من أهم المؤسسات التي تنشط في هذا السوق نجد مؤسسات بنوك الاستثمار، حيث تمثل هذه الأخيرة الوسيط المالي التقليدي في هذا السوق. و تقوم هذه البنوك بشراء الإصدارات الجديدة للأسهم والسندات من المؤسسات المصدرة وذلك بسعر متفق عليه، على أمل بيعها للمستثمرين بسعر أعلى والحصول على ربح. أما في حالة عدم

<sup>23</sup> أرشد فؤاد التميمي، اسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 124.

<sup>24</sup> رومية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص: 21.

<sup>25</sup> PIERRE RAMAGE , Finance de Marché, Edition danger, paris, 2002, p : 26.

الاكتتاب المستثمرين بكل الأوراق المالية الصادرة، فإن هذه البنوك تقوم بتغطية الجزء المتبقي وبذلك فإنها تتحمل كل مخاطر عدم بيع جزء من هذه الأوراق.

و نجد هناك نوعين من الطرح للأوراق المالية في هذا السوق هما:

طرح للتداول العام وطرح للتداول الخاص، حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع للمستثمرين بصفة عامة في حالة الطرح العام، بينما تطرح هذه الأوراق لعدد محدود من المستثمرين وذلك في حالة الطرح الخاص.

ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب:

\* أن تتولى مؤسسة متخصصة عادة تسمى بنك الاستثمار عملية الإصدار وذلك لحساب الشركة أو الجهة المعنية ، كما يقوم بنك الاستثمار بتقديم النصيحة والمشورة للجهة المعنية، وذلك فيما يخص نوع الورقة المالية والتوقيت المناسب للإصدار، وحجم وسعر الإصدار كما يتعهد بتصريف كل الإصدار أو حد أدنى منه.

\* أن تقوم جهة الإصدار بنفسها بالاتصال بعدد من المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة، من أجل بيع الأسهم والسندات المصدرة.

\* أسلوب المزاد: وبناء على هذا الأسلوب فإنه يتم دعوة كل المستثمرين المحتملين، وذلك من أجل تقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم بعد ذلك العطاءات ذات السعر الأدنى إلى أن يتم تصريف الإصدار بالكامل، وعادة ما يتم استخدام هذا الأسلوب في تصريف إصدارات السندات الحكومية وأذون الخزانة.

إن السوق الأولية تعتبر الوسيلة التي يتم من خلالها حصول الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، وبالتالي فهي بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات، وسوق الاستثمار المالي للوحدات المشتراة للأوراق المالية، فإذا قامت تلك الوحدات بإعادة بيع الأوراق المالية في السوق الثانوي فهناك يوجد سوق استثماري مالي وليس سوق استثماري حقيقي وذلك للمشتري الجديد للأوراق المباعة، وبالتالي فإن السوق الثانوية هي سوق استثمار مالي وليس حقيقي.<sup>26</sup>

#### ● السوق الثانوية:

وهي عبارة عن المكان الذي يتم فيه التداول على الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية لأول مرة، وما يترتب عليها من نقل ملكية بين البائع والمشتري وذلك طبقا لسعر السوق السائد وقت البيع والشراء، وسواءا أكان ذلك من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.

كما نجد أن هذه الأسواق تنقسم بدورها إلى قسمين:

– **السوق المنظمة:** وهي عبارة عن الأسواق التي يكون لها قانون ونظام ومكان معلوم، حيث تعتمد في البيع والشراء على السماسرة الذين يعملون لحساب غيرهم، ويتم التعامل فيها على أساس المزاد ويترتب على هذا

<sup>26</sup> عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 7- 8.

التعامل بعض التكاليف والعمولات النقدية وأهم شروطها أن يتم توجيه المدخرات نحو مختلف الاستثمارات كذلك وجود استقرار سياسي وضمن حصول المستثمرين أو المتعاملين فيه على عائد معقول، مع استقرار سعر العملة أمام العملات الأخرى، كذلك سهولة الإعلام عن الفرص الاستثمار المتاحة.<sup>27</sup>

كما نلاحظ أن السوق المنظمة تكون المنافسة فيها من قبل المتعاملين وذلك من أجل إتمام الصفقات بما يروونه في مصلحتهم، بمعنى أن الأوراق المالية يتم بيعها للوسطاء الذين يعرضون أعلى سعر للشراء، وتشتري الأوراق المالية من الوسطاء الذين يقبلون أدنى سعر البيع، وتتميز هذه السوق بالخصائص التالية:<sup>28</sup>

\*المكان: ويقصد به الصالة التي يتم فيها التداول وله أهمية كبيرة وذلك لأن معظم القوانين والتشريعات تلتزم وجوب المكان وذلك من أجل تداول الأوراق المالية وأي صفقة تتم خارج المكان المحدد للبورصة فإنها تعتبر باطلة وملغاة؛

\*عند إلزام التداول للمتعاملين في مكان البورصة فهذا يضمن كل العروض والطلبات للأوراق المالية في لحظة ما سوف تكون ممثلة في عملية تداول؛

\*إن حصر التداول في مكان البورصة المخصصة لذلك يضمن تأمين السوق منظمة وعادلة في التعاملات لأنها تحت إشراف هيئة رسمية الموكله بذلك؛

\*إن أوقات الدوام تكون محددة وذلك وفق شروط وضوابط تكون معروفة لجميع المتعاملين؛

\*تجري عمليات البورصة لعمليات التداول للأوراق المقبولة في البورصة وتستجيب لشروطها؛

\*تشتري البورصة لعملية التداول وجود أشخاص محددين للقيام بذلك يطلق عليهم الوسطاء يخضعون لشروط وأنظمة البورصة عند قبولهم كأعضاء فيها لتحديد لهم شروط عملهم؛

\*تتخذ عملية تداول الأوراق المالية في البورصة نوعين من العمليات:

- **عمليات فورية وعاجلة:** حيث يتم التعامل فيها بالأسهم والسندات، حيث أنه يتم نقل ملكية الورقة المالية للمشتري فور إتمام الصفقة، بعد دفع قيمة الورقة أو جزء منها؛

- **عمليات مستقبلية وآجلة:** وهي أيضا تتعامل بالأسهم والسندات، ولكن يتم ذلك من خلال عقود واتفاقيات مثل (عقود الخيار والعقود المستقبلية، حيث يتم تنفيذ الصفقة لاحقا وبتاريخ لاحق)، بمعنى أن المشتري يقوم بدفع قيمة الورقة أو جزء منها ويتسلمها في تاريخ لاحق؛

\*توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين، وتعزيز الثقة لأنها تخضع لإشراف جهات رقابية رسمية تكون مباشرة من الحكومة.

مما سبق فإننا ندرك جيدا أن موافقة الجهات الرسمية ممثلة بلجنة الأوراق المالية أمر في غاية الأهمية لكل المتعاملين في هذه السوق وذلك باستيفاء كامل الشروط الواجب توفرها من حيث تسجيل الأوراق المالية بالبورصة

<sup>27</sup> فيصل محمود الشواربة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2008، ص: 56 - 57.

<sup>28</sup> زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية والنقدية، ط1، الشركة العربية للتسويق والتوريدات، الاسكندرية، 2008، ص: 91 - 92.

وتنظيمها والرقابة والتنفيذ لسلامة العمليات في البورصة، وتوفر نظام فعال لتداول الأوراق المالية (مثل الدفع والمقاصة).

- **الأسواق غير المنظمة:** يعرف هذا النوع من الأسواق بأنها الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) أو غير المسجلة فيها، حيث يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، كما يتم التعامل في أوقات غير الأوقات الرسمية للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية هنا طبقاً للتفاوض وذلك ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.<sup>29</sup>

وتتمثل أهم الفوائد والوظائف التي تقدمها هذه السوق للمتعاملين في مايلي:<sup>30</sup>

\*فيما يخص بيع الأوراق المالية الخاصة بالإصدارات الجديدة، فإنه نجد في بعض الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية أن بنوك الاستثمار تعتمد على بيوت السمسرة أو السماسرة في بيع الأوراق المالية المصدرة، وتعتبر هذه الوظيفة من وظائف السوق الأولية؛

\*تقوم هذه السوق بتسييل الأوراق المالية التي يقتضي الأمر بيعها بكميات كبيرة وسعة فائقة، وهذا يتعدى حدوده في الأسواق المنظمة بالسعر المناسب والوقت المناسب إذا ما كانت مقيدة في السوق؛

\*يحقق السماسرة هامش ربح مرتفع يمثل الفرق بين سعر الشراء والبيع.

وتنقسم السوق غير المنظمة إلى سوقين الثالث والسوق الرابع:

### - السوق الثالث:

هي عبارة عن نوع من الأسواق غير المنظمة، حيث تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وإن كان لهم الحق في العمل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية سواء صغيرة أو كبيرة، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.<sup>31</sup>

<sup>29</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2008، ص: 22.

<sup>30</sup> عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، ط1، مركز يزيد الكرك مؤسسة بواية الجامعة الشمالية، الأردن، 2004، ص: 378-379.

<sup>31</sup> سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، ط1، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص: 186 - 187.

## - السوق الرابع:

يعتبر هذا السوق سوق غير منظم، حيث يتم التعامل مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى، حيث يتم استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصال إلكترونية تسمى *Instinet* حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل.<sup>32</sup>

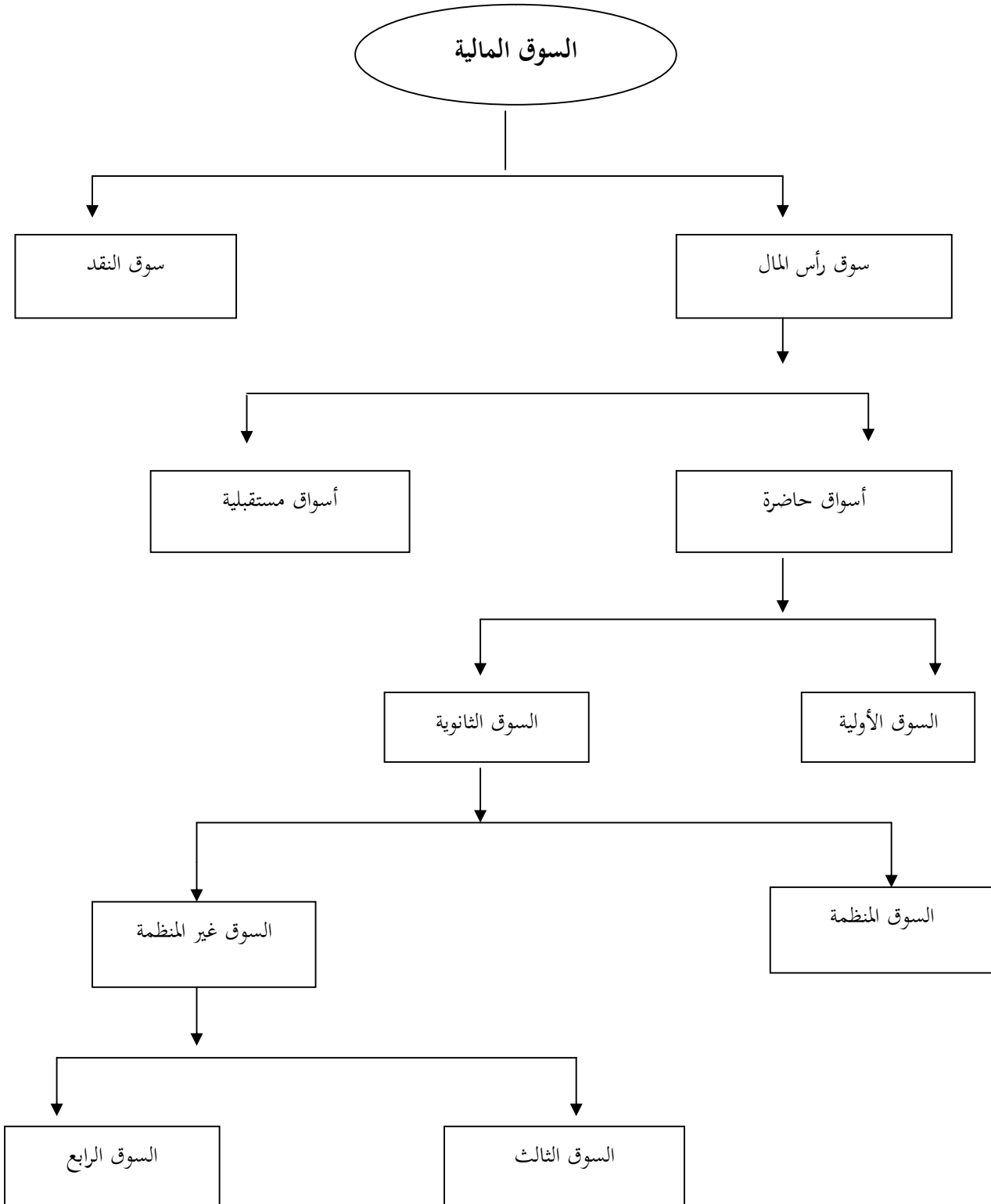
## ü الأسواق المستقبلية

تعرف هذه الأسواق على أنها تلك الأسواق التي يتم فيها الاتفاق على السعر والأصل المباع أو المشتري حالا على أن يتم التسليم لاحقا، وتستخدم هذه الأسواق لحماية المستثمرين من تقلبات الأسعار المستقبلية وتحقيق الأرباح الرأسمالية، وتنقسم هذه الأسواق إلى عقود الخيارات والعقود المستقبلية وعقود المبادلات.<sup>33</sup>

<sup>32</sup> عبد الغفار حنفي، البورصات أسهم سندات صناديق الاستثمار، بدون طبعة، المكتب العربي الحديث، الأردن، 1995، ص: 58.

<sup>33</sup> زهية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص: 23.

الشكل (1-1): مكونات السوق المالي



المصدر: إعداد الطالبة بناء على التعريفات السابقة

### المطلب الرابع: تنظيم السوق المالية

تعتبر السوق المالية أداة من الأدوات الهامة لتوفير المال لمختلف الأنشطة، حيث تقوم هذه السوق بتحويل الموارد من الوحدات الاقتصادية ذوي الفائض إلى الوحدات ذوي العجز ويتم هذا من خلال مجموعة من الأعضاء والذين يمارسون دور الوساطة لإتمام تعاملات المستثمر، وتتم هذه التعاملات عن طريق البيع والشراء الصادرة من المستثمر إلى الوكيل وذلك عبر مجموعة من العناصر المتمثلة في:

- المشاركون في السوق المالية؛
- العمليات المرتبطة بالسوق المالية؛
- إصدارات السوق المالية؛
- أوامر السوق المالية.

### أولاً: المشاركون في السوق المالية:

إذا كان التعامل في السوق المالية يتم بين أطراف مختلفة من حيث الطبيعة والأهداف فإننا نميز بين المشاركون:<sup>34</sup>

أ - المتعاملون في السوق المالية: ويتمثلون في:

\* الطالبون (المستثمرين) للقيم المنقولة أو الأوراق المالية.

\* العارضون (المصدرون) للقيم المنقولة أو الأوراق المالية.

ب - الوسطاء و المحكمون والمراقبون للعلاقة بين الطالبين و العارضين:

للسوق المالية أركان والتي تقوم على ثلاثة فئات حيث يتم من خلال هذه الفئات تحويل الأموال من ذوي الفائض إلى ذوي العجز، ويمكن ان يكون ذلك بطريقة مباشرة (إصدارات وقروض) أو طريقة غير مباشرة (الوسطاء).

حيث نجد أن هذه الفئات تتمثل في مايلي:<sup>35</sup>

### ✓ فئة المقرضين أو المستثمرين:

تمثل هذه الفئة فئة مصدري الأموال في السوق وتمثل في الأفراد والشركات التي تقل مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب في توظيف مدخراتها أو فوائضها النقدية بالإقراض المباشر أو بشراء الأوراق المالية.

<sup>34</sup> ربحية احمد موسى، مرجع سابق، ص: 36.

<sup>35</sup> فيصل محمود الشواور، مرجع سابق، ص: 61.



## ✓ فئة المقترضين أو المصدرين:

تمثل هذه الفئة فئة مستخدمي الأموال في السوق، حيث تتمثل في الأفراد والشركات التي تزيد مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب في تغطية الاستثمار أو العجز الذي لديه، وذلك بالاقتراض المباشر أو بيع أوراقها المالية.

## ✓ الوسطاء الماليون:

نتيجة لنقص المعرفة والمعلوماتية أثناء تبادل الأوراق سواء كان ذلك في سوق الاصدار أو سوق التبادل، وذلك بسبب نقص الخبرة في رأس المال أو التوظيف الأمثل من حيث العوائد والمخاطر المالية، لذلك لا بد من وجود مجموعة من الوسطاء الماليين ذوي الخبرة وذلك من أجل التوفيق بين رغبات العارضين والطالبين وتنفيذ الأوامر (السماسرة) أو تحقيق عوائد أكبر بأقل المخاطر.<sup>36</sup>

ومن هنا يمكن القول أن الوسطاء الماليين يمثلون حلقة وصل بين المستثمرين والمصدرين وسوف نقوم بشرح كل فئة من هؤلاء:<sup>37</sup>

### - السماسرة:

إن الوسيط عندما يقوم بدور السماسرة فإنه يؤدي خدماته للعميل وذلك في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل، وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السماسرة أو الوسطاء تبعاً لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر والتي غالباً ما تكون محكمة بـ :

- سعر التنفيذ وهو السعر الذي يقوم المستثمر بتحديدده للسماسرة وذلك من أجل تنفيذ الصفقة سواء يبيع أو شراء.

- وقت التنفيذ: وهو الفترة الزمنية المحددة للسماسرة لتنفيذ الصفقة، حيث يمثل السماسرة وسيط بين البائع والمشتري لإتمام الصفقة ويأخذ عليها عمولة.

### - صانعو السوق:

يستطيع الوسيط أن يقوم بدور صانع السوق، وذلك من أجل القيام بمهمته في بيع وشراء الأوراق المالية، بموجب ترخيص تمنحه له لجنة إدارة السوق، ويمارس صانع السوق نشاطه في السوق الثانوية وذلك إما لصالح عملائه أو لصالح نفسه.

<sup>36</sup> جابلة صبرينة، مرجع سابق، ص: 36.

<sup>37</sup> رومية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص: 40 - 43.

إن صانع السوق بممارسته لمهامه فإنه يؤدي خدمات على درجة كبيرة من الأهمية للسوق المالي من أهمها:

- توفير السيولة اللازمة للسوق المالي، وذلك من خلال التحكم في حركة العرض والطلب؛
- المحافظة على استقرار الأسعار وحجم التعامل، وذلك من خلال تقمص دور المشتري في حالة الانخفاض الحاد في الأسعار، والبائع في حالة الارتفاع الحاد فيها، وبذلك يلعب دوراً مهماً في المحافظة على توازن معقول في أسعار الأوراق المالية كما في حجم التداول منها.

#### - المؤسسات المالية:

وهي عبارة عن منظمات تصدر التزامات مالية على نفسها ( أي تباع أصول مالية ترتب التزامات مالية على نفسها مقابل النقدية التي تحصل عليها)، ثم تستخدم هذه الحصيلة النقدية من هذا الاصدار في شراء أصول مالية من الغير. كما أنها تقوم بدور الوساطة.<sup>38</sup>

ومن هنا يمكن أن نميز بين أنواع المؤسسات المالية والمتمثلة في مايلي:<sup>39</sup>

**U البنوك المركزية:** تعتبر البنوك المركزية من الأطراف الرئيسية المتعاملة في السوق المالي والنقدي، حيث تهدف إلى تحقيق النمو الاقتصادي والاستخدام الأمثل للموارد واستقرار الأسعار، حيث تقوم هذه البنوك بدور مهم وذلك من خلال:<sup>40</sup>

- توجيه السياسة النقدية؛
- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها؛
- مراقبة عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية؛
- الاشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء للسندات وأذونات الخزينة ( عمليات السوق مفتوحة)؛
- اصدار النقد ومراقبة ضبط أسعار الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي.

<sup>38</sup> محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط2، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 1997، ص: 08.

<sup>39</sup> رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص: 45.

<sup>40</sup> أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان - الاردن، 1997، ص: 47.

**ü البنوك التجارية:** يتمثل الدور الذي تقوم به هذه البنوك في توظيف الأموال ومنح القروض وصدار الأوراق المالية، كشهادات الايداع والقبولات المصرفية وتقديم الخدمات الاستشارية للعملاء، كما أنها تلعب دور الوسيط وذلك من خلال شراء وبيع الاوراق المالية نيابة عن عملائها، أو لصالحها الخاص.

**ü بنوك الاستثمار:** وهي البنوك المتخصصة في تسويق الاصدارات الأولية لعملائها بالإضافة إلى تمويل الشركات وتقديم استشارات عن الاستثمار الدولي وأعمال السمسرة بالوكالة.

**ü الشركات المالية:** وهي شركات وساطة مالية تقوم ببعض الاعمال الاستثمارية لصالح محفظتها المالية كالتعهد والتغطية.

**ü الصناديق المشتركة:** وهي صناديق تتمتع بشخصية اعتبارية تعمل على تشجيع الادخارات لصغار المدخرات.

#### ثانيا: العمليات المرتبطة بالسوق المالية:

إن التعاملات التي تحدث في السوق المالية تتم وفق العديد من العمليات وذلك بسبب الالتزامات الزمنية المترتبة عن إبرام الصفقات والتي تتمثل في مايلي:<sup>41</sup>

#### ü العمليات العاجلة:

تعرف هذه العمليات بالعمليات النقدية وهي التي تسوى فورا، حيث يتم دفع الثمن واستلام مباشرة بعد عقد الصفقة، بمعنى أن المشتري عندما يقوم بشراء الأوراق المالية فإنه يدفع الثمن مباشرة عند التعاقد وذلك مقابل ملكيتها له.<sup>42</sup>

إن هذا النوع من العمليات يتطلب تحديد دقيق لكل عناصرها من صفة وكمية الأوراق المطلوبة والمعروضة حيث يجب أن تضبط وتكون محل المفاهمة إضافة إلى ذلك تحديد الأسعار التي يتم التنفيذ.

وتتمثل أهم أشكال هذه العمليات في مايلي:<sup>43</sup>

- البيع على المكشوف: وهو أن يتم بيع الأوراق المالية المقترضة على أمل أن ينخفض السعر فإذا انخفض هذا الأخير قام المتعاملون بشراء الأوراق المالية التي قاموا ببيعها وإعادةها إلى مالكيها ويتم تسهيل تنفيذ هذه العملية وذلك من خلال السماسرة الذين يترقبون لعملية الشراء.

<sup>41</sup> الجودي صاطوري، اثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، 2005، ص:59.

<sup>42</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة المنشأة المالية، بدون طبعة، منشأة المعارف، الإسكندرية مصر، 1994، ص: 481.

<sup>43</sup> شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، ط2، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، 1993، ص: 53.

- الشراء الهامشي: وأن يقوم المشتري بدفع نسبة من القيمة السوقية للأوراق المالية التي يحتاج إلى شرائها، ويعتبر باقي القيمة قرضاً يقدمه الوسيط إلى المشتري، وفي هذه الحالة ترهن الأوراق المشتراة لدى الوسيط كضمان للقرض، حيث يقوم هذا الأخير بالافتراض بضمائنها من البنوك بسعر فائدة أقل.

## U العمليات الآجلة:

هي عبارة عن العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل تسليم ودفع الثمن إلى يوم معين يسمى التصفية وعادة ما يتم إجراؤها مرة في كل شهر، وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة، حيث تقوم أنظمة البورصة بتقديم تأمين مالي يسمى التغطية يمكن أن يكون جزءاً من الصفقة، وذلك حتى لا يتم إلحاق الضرر بالمتعاملين في البورصة كذلك من أجل تخفيض درجة المخاطر كما أن الغرض الأساسي من هذه العمليات هو الحصول على الربح الذي يأخذه المضارب وهو يمثل قيمة الفارق بين السعر الذي عقدت به العملية وبين سعر يوم التصفية.

حيث نجد أن العمليات الآجلة هي عمليات مضاربة بمعنى الكلمة، حيث أن البائع يضارب على ارتفاع الأسعار في الوقت الذي يراهن المشتري على نزولها.

وأهم الأشكال التي تتخذها هذه العمليات هي: <sup>44</sup>

\* **العمليات الآجلة القطعية:** وهي العملية التي يتم تحديد موعد لتنفيذها يسمى موعد التصفية، وتسمى بالقطعية لأن المتعاقدين ليس لهم الحق في التنفيذ وإنما لهم الحق في تأجيل موعد التسوية النهائية إلى تسوية لاحقة. وتتميز هذه العمليات بالخصائص التالية:

- يكون التعامل فيها بالنقد ولكن تنفيذها يؤخر إلى آجال محددة؛
- لا تتوقف على شرط ما؛

- تنفيذ هذه العملية يؤدي إلى خسارة أحد المتعاملين إذا كان سعر الأوراق المالية يوم التصفية معادلاً لسعر البيع نفسه.

\* **العمليات الآجلة بشرط التعويض:** وهي العمليات التي تخول للمتعاملين في السوق بتنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية وفي حين الامتناع عن تنفيذها يتعين تعويض مبلغاً مسبقاً ويسمى اليوم السابق لتاريخ التصفية بيوم جواب الشرط.

و بالتالي فإن العمليات الآجلة لا بد أن تتضمن العناصر التالية:

- السعر الذي يتم به تنفيذ الصفقة في الموعد المحدد؛
- قيمة التعويض المتفق عليه الذي يدفعه المضارب إلى البائع والمشتري؛
- تحديد أجل الصفقة الذي على أساسه يقوم البائع أو المشتري بتنفيذ الصفقة.

<sup>44</sup> شمعون شمعون، المرجع سابق، ص: 55-58.

## ثالثا: إصدارات السوق المالية

يمكن تقسيم إصدارات السوق المالية على النحو الآتي:<sup>45</sup>

**1/ إصدارات أهلية وإصدارات حكومية:** تكون الجهة المصدرة للورقة المالية إما إصدارا أهليا إذا كانت جهة الإصدار شركة أو مؤسسة أهلية كشركة مساهمة أو بنك تجاري، ويكون الإصدار حكوميا إذا كانت جهة الإصدار هيئة حكومية كالبلدية أو إدارة البريد ،

تنحصر الإصدارات الحكومية في أدوات الدين مثل السندات بأنواعها وأذونات الخزينة، بينما تشمل الإصدارات الأهلية على أدوات الملكية أي السندات بأنواعها والأسهم بأنواعها.

**2/ إصدارات أولية وإصدارات موسمية:** يعتبر الإصدار الذي يتم عند تأسيس الشركة لتمويل رأسمالها الأساسي إصدارا أوليا، بينما جميع الإصدارات التي تهدف إلى زيادة رأسمال الشركة أو إلى التوسع فهي إصدارات موسمية.

**3/ إصدارات الدين أو إصدارات الملكية:** من زاوية الحقوق المترتبة على الإصدار بالنسبة للمستثمر، نجد أن الإصدار دينا إذا ترتب لحامله حقا لدائنه وينقضي هذا الحق بانقضاء الدين ، ويعتبر الإصدار حق ملكية إذا ترتب على الورقة المالية المصدرة لحاملها نفس حقوق الملاك، في جهة الإصدار لذا فمن الطبيعي أن تنعكس القيمة الاسمية لإصدار الدين في شكل زيادة في خصوم جهة الإصدار بينما تنعكس القيمة الاسمية لإصدار حق الملكية في شكل زيادة في رأس المال.

**4/ إصدارات مسجلة (اسمية) وإصدارات لحاملها:** يمكن تقسيم الإصدارات من حيث شكل الصك المصدر إلى إصدارات اسمية وأخرى لحاملها، ويكون الإصدار اسميا إذا تم تسجيل اسم المستثمر على الصك، ويكون لحاملها إذا كان خاليا من اسم المستثمر وإنما يحمل عبارة لحامله. ومتى كان الصك المصدر اسميا فإن أي تصرف قانوني يجري عليه لا بد وان يكون من قبل الشخص المثبت عليه اسمه.

**5/ إصدارات قصيرة الأجل وإصدارات طويلة الأجل:** إذا كان أجل استحقاق الورقة المالية محل الاعتبار، فإن الإصدارات المالية تقسم إلى قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

والمتعارف عليه أن الأوراق المالية التي يستحق أجلها في حدود العام تعتبر إصدارا قصير الأجل، مثل شهادات الايداع وأذونات الخزانة، وإذا زاد أجل الورقة المالية المصدرة عن عام واحد يكون الإصدار طويل الاجل مثل السندات الحكومية.

**6/ إصدارات مضمونة وإصدارات غير مضمونة:** يكون الإصدار مضمون إذا كان ذلك بضمان تأمين حقوق المقرض، والذي يأخذ في الغالب صورة أصل حقيقي كالمعدات أو العقارات، وذلك من أجل تأمين حق المقرض في الحصول على الدين وفوائده. حيث يترافق شرط الضمان عادة مع إصدارات الدين خاصة طويلة الأجل

<sup>45</sup> ربحية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص: 38 - 40..

كالسندات العقارية. أما إصدارات غير مضمونة فتمثل إصدارات حق الملكية وذلك كالأسهام التي لا تكون مضمونة لأن حامل السهم يعتبر مالكا للشركة المصدرة وبالتالي لا يمكنه أن يطلب ضمان حقه.

**7/ إصدارات محلية وإصدارات أجنبية:** تعتبر الجهة المصدرة للورقة المالية إصدارات محلية إذا كانت الجهة المصدرة للأوراق المالية موجودة في نفس موطن المستثمر، أما إذا قامت الشركات المستثمرة بإدارة إصدارات لإحدى المؤسسات الأجنبية بالعملة الأصلية للبلد المستثمر فهي تعتبر إصدارات أجنبية.

#### رابعا: أوامر السوق المالية

إن التعاملات في السوق المالية يتم تنفيذها بناء على مجموعة من الأوامر التي يعطيها العملاء للسماسرة وذلك للبيع والشراء ويكون ذلك كتابيا أو شفويا وهذا ما يطلق عليه أوامر السوق. وتعرف هذه الأوامر على أنها توكيل يعطيه العميل لوسيطه والذي يعبر عن رغبة العميل في شراء أو بيع أوراق مالية معينة.<sup>46</sup>

إذ نجد أن هذه الأوامر تكون على أشكال مختلفة، حيث تتمثل في:<sup>47</sup>

#### § الأمر بالسعر الأحسن:

ويطلق عليه أحيانا الأمر بالسعر الأفضل أو الأمر السوقي، وفيه لا يحدد صاحب الأمر السعر الذي يجب أن تتم به الصفقة بل يترك تحديد السعر المناسب إلى سمساره.

#### § الأمر بالسعر المحدد:

يقوم العميل هنا بتحديد حدا معيناً للسعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به الوسيط، فيحدد له السعر الأدنى في حالة البيع والسعر الأعلى في حالة الشراء.

#### § الأمر بالسعر المحدد مع التوقف:

وهو عبارة عن أمر بالبيع إذا هبط السعر إلى حد معين أو دونه، وأمر بالشراء إذا صعد السعر إلى مستوى معين أو فوقه، هذا لتحقيق ما يمكن تحقيقه من الربح أو لتجنب ما يمكن تجنبه من الخسارة.

#### § الأمر بالسعر الأول:

يتم تنفيذ هذا الأمر بأول سعر وذلك بعد إبلاغ الوسيط الأمر، ويختلف عن الأمر الأحسن بأنه يبلغ عادة أثناء الجلسة.

#### § الأمر المحدد بزمن:

يكون لهذا الأمر حد معين من حيث الفترات، وتمثل فترة سيران الأوامر الصادرة من العملاء بسعر محدد سواء كانت بيعاً أو شراءً ويتم ذلك على النحو التالي:

<sup>46</sup> جودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 156.

<sup>47</sup> محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات، ط2، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص ص: 62-65.

\* بالنسبة للأوامر الصادرة بسعر السوق فإنه يتم تنفيذها فوراً بسعر السوق، لذلك ليست هناك مدة لسارياتها؛  
 \* بالنسبة للأوامر السارية المفعول ليوم واحد فإنها تكون صالحة لليوم الذي صدر فيه الأمر فقط؛  
 \* أما الأوامر السارية المفعول لتاريخ معين (شهر، أسبوع) وحتى التنفيذ أو الإلغاء فإنه يتم إلغاؤها تلقائياً بعد هذا التاريخ؛

\* أوامر سارية المفعول لمدة أسبوع؛

\* أوامر سارية المفعول صالحة لمدة شهر؛

\* أوامر سارية المفعول حتى التنفيذ أو الإلغاء.

### § الأمر بسعر السوق:

يعتبر هذا الأمر أكثر الأوامر شيوعاً حيث يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر حين صدوره بيماً أو شراءً وذلك حسب السعر السائد في البورصة، و في حالة قلة الطلب والعرض للأوراق محل الصفقة فإمكان الوسيط أن ينفذ الأمر بتدرج، وذلك بأن يقوم العميل بتحديد مجموعة مستويات لعماليته حيث يبيع ويشترى عدد معين من الأوراق بأسعار متفاوتة.

### § الأمر المطلق أو الحر:

إن هذا النوع من الأوامر يكون بترك الحرية للوسيط في الشراء والبيع ويعتبر هذا النوع نادر الاستخدام لأنه يتطلب من الوسيط أن يكون عدد معين محل ثقة كبيرة لدى المستثمر.

## المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق المال

إن كبر حجم المشاريع الاقتصادية، وما تتطلبه هذه الأخيرة من موارد لتغطية احتياجاتها، أدت إلى ظهور أساليب جديدة للتمويل، حيث يتم هذا التمويل من خلال إصدار أدوات مالية تأخذ شكل أسهم وسندات ومشتقات مالية، إذ أم هذه الأدوات مكنت المؤسسات من الاقتراب من الأفراد والاستفادة من مدخراتهم وذلك لغرض الاستثمار، كما تعتبر هذه الأدوات أصول مالية. ومن خلال هذا سنتناول كل أداة من هذه الأدوات.

### المطلب الأول: الأسهم

إن الأسهم تشكل رأسمال المكتسب (المضاف) من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية و يحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن رأسمال المعلن، ورأسمال الفعلي والرأسمال المساهم فيه هي عبارة عن مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للسهم التي اقتناها المستثمرين.<sup>48</sup>

### 1-1 - مفهوم الأسهم:

هناك مجموعة من التعاريف للأسهم إلا انها تصب في معنى واحد ونذكر منها:

يعرف السهم على أنه جزء من رأس المال الشركة (المساهمة)، وهو يمثل حق المساهم مقدرا بالنقود لتحديد مسؤوليته ونصيبه في الربح. وعادة يكون رأس مال الشركة المساهمة مقسم إلى أجزاء متساوية يسمى كل منها سهما ويكتتب فيه. (أي يشتري من قبل الناس) دون توفر الثقة الشخصية بينهم.<sup>49</sup>

كما يعرف السهم على أنه صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطى للمساهم ليمثل حصته في رأس مال الشركة حيث تعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، إذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الاصدار.<sup>50</sup>

كما يعرف السهم على أنه أداة ملكية يمثل جزء من رأس مال الشركة، حيث يحصل حامله على جزء من الأرباح التي تحققها الشركة.<sup>51</sup>

<sup>48</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 92.

<sup>49</sup> طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 19.

<sup>50</sup> محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص: 77.

<sup>51</sup> Joel Priolon , les marchés financiers, paris, 2004, p :03.



## 1-2- أنوع الأسهم:

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة وعلى أسس مختلفة، لكن من خلال هذا البحث قسمنا الأسهم على أساس الحقوق المترتبة على حاملها، بمعنى تنقسم الأسهم هنا إلى أسهم عادية وأهم ممتازة:

### 1-2-1 - الأسهم العادية:

تعتبر الأسهم العادية نوع من أنواع الأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة و يعتبر حملة الأسهم العادية أصحاب رأس المال و ملاك الشركة بصفة أساسية ، وعند تصفية الشركة فإنه يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة بحقوقهم في أصول الشركة ، وذلك بعد أن يتم الوفاء بكافة حقوق و التزامات الغير قبل الشركة ، كما أن الأسهم العادية ليس لها فترة استحقاق، وتستمر مع حاملها لفترة حياة الشركة المساهمة .

كما يحق لحملة هذه الأسهم الحصول على توزيعات نقدية و ذلك في صورة كوبونات أرباح من الشركة ، كما يحق لهم أيضا تداول السهم (البيع و الشراء ) و ذلك من خلال بورصة الأوراق المالية، و في هذه الحالة فإنه حامل السهم قد يحصل على عائد استثماري أو أرباح رأسمالية في حالة زيادة القيمة السوقية عن القيمة الدفترية أو قيمة الإصدار الأولي عن سعر الشراء ، إذا تم الشراء مباشرة من سوق الأوراق المالية ، كما تقوم بعض الشركات بتوزيع جزء من الأرباح في صورة أسهم مجانية.<sup>52</sup>

### 1-1-2-1 - خصائص الأسهم العادية

تختلف الأسهم العادية عن غيرها من أدوات رأس المال في خصائص عديدة من أهمها:<sup>53</sup>

- حق الملكية : بمعنى أن المساهم يكون مالكا جزئيا للموجودات الشركة ، و ذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة ، و سيستمر هذا الحق حتى تصفية الشركة ؛
- إن أصحاب الأسهم العادية لهم حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها عند الاكتتاب العام ، حيث يجري هذا في الغالب من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه سابق من أسهم ؛
- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق الثانوية، غير أنه لا يحق لهم المطالبة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، و بالتالي الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى سيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك؛

<sup>52</sup> أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة : التحليل الأساسي ، ط 1 ، دار السحاب للنشر و التوزيع ، القاهرة ، 2008 ، ص ص:26-27.

<sup>53</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص: 94 - 96.

- كما يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب مجلس الإدارة ، كذلك التدخل في سياسات الشركة و إجراءاتها الإدارية ، كما ينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي ، كما يحق لهم نظريا على الأقل مراقبة العمليات الجارية ؛
- تتسم أسهم الكثير من الشركات ببعض المرونة من حيث الملكية، فهي قد تصدر بصيغ مختلفة.

### 1-2-1-2 - أنواع الأسهم العادية :

إن أسعار الأسهم يمكنها أن تتأثر بمجموعة من العوامل من أهمها نجد: سمعة الشركة المصدرة للأرباح و في توزيع حصص المساهمين من هذه الأرباح ، و كذلك ظروف الأسواق المالية في البلد المعني و العلاقات الهيكلية لاقتصاد ذلك البلد ، بالإضافة إلى أن نجد كذلك التأثيرات التي يمكن أن تتولد عن العلاقات الدولية و انعكاساتها المحلية و من خلال هذه العوامل يمكن أن نستمد الأنواع التالية للأسهم العادية:<sup>54</sup>

#### ü الأسهم المرتبطة (المتأثرة) بسمعة الشركة :

عند تداول الأسهم العادية في الأسواق الثانوية، فإن المستثمرين يفضلون الأسهم الخاصة بالشركات التي تحقق أرباحا عالية النسب، و التي تقوم بتوزيع الأرباح بشكل منتظم و هي عادة ما تمثل نسب مرتفعة من مجموع الأرباح القابلة للتصرف للشركة أو الشركات المعنية. و بالتالي فإن المستثمرين يبتعدون عن أسهم الشركات التي تعاني من انخفاض في الأرباح الصافية، كذلك انخفاض أو عدم انتظام حصص المساهمين من هذه الأرباح.

غير أنه نجد أن القرار الاستثماري يخضع لقيد مهم و هو سعر السهم في السوق ، حيث إذا كانت أسهم الشركات ذات السمعة العالية مرتفعة جدا مقارنة بأسعار أسهم الشركات ذات السمعة المتدنية فإن الاختيار قد لا يأتي بالضرورة مع الأسهم الأولى ، خاصة عندما يسود التنوع المبني على التحليل الاستثماري بأن أسعار هذه الأسهم سوف تهبط بعكس أسعار أسهم الشركات ذات السمعة المتدنية ، و بالتالي فإن تحليل المستثمر للأسواق المالية قد يخرج بالركود العام أو بالتحول في الطلب.

#### ü الأسهم المتنامية و الأسهم المتباطئة :

<sup>54</sup> محمد عوض عبد الجواد ، علي إبراهيم الشديقات ، الاستثمار في البورصة - أسهم - سندات - أوراق مالية ، ط 1 ، دار حامد للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، 2006 ، ص ص : 91- 94 .

عندما نقيم السهم بأقل من قيمته الطبيعية فمن المتوقع أن يحقق هذا السهم عوائد متنامية متفوقة على الأسهم الأخرى ذات المخاطر المماثلة ، و يطلق على هذا السهم بالورقة الراجحة ، و ذلك لوصف الأسهم الخاصة بالشركات الكبيرة و الأكثر ربحية ، ثم أصبح يذكر للتمييز أي سهم يتسم بالنمو التراكمي و بمعدلات متزايدة .

من خلال مقارنة الأسهم المتنامية و الأسهم المتباطئة خلال فترة كافية من الزمن مما يمكن المستثمر من انتقاء أكثر الفرص الاستثمارية الأكثر ربحية ، كما أن التغيير في اتجاهات التغيير بين الأسهم قد لا يستمر عند مجموعة معينة من الشركات ، كما أنه مع مرور الزمن قد تخرج شركات نتيجة تباطؤ نموها أو تغزى بمشكلات إدارية أو اختناقات اقتصادية أو تكتيكية ، كما نجد في نفس الوقت أسهم متنامية القيمة صادرة عن شركة لا تتسم بالنمو، والعكس قد نجد أسهم متباطئة النمو و صادرة عن شركات متنامية .

## ü الأسهم ذات التقلبات الدورية :

لقد أدى الانفتاح المتزايد على الاقتصاد العالمي وزيادة الاندماج بالاقتصاديات الصناعية السوقية المتقدمة إلى ربط أسواق الأسهم في مختلف بلدان العالم خاصة النامية بالتقلبات الدورية التي تمر بها الأسواق الرأسمالية .

و نجد أن M.Keynes قد حلل هذه التقلبات و ذلك في عام 1936 حيث بين كيف أن الكساد يحمل ركودا عاما في أسعار السلع و الموارد بما في ذلك أسعار الأسهم ، و ذلك حتى تظهر عوامل الانتعاش فتنقل هذه الأسواق إلى الرفاهية لتشهد هذه الأسواق ارتفاعا في كافة هذه الأسعار أيضا ، و بالتالي تحول اقتصاديات العالم خلال دورات متتالية من حالات الانخفاض إلى حالات الارتفاع ، كما يبين خلال الأزمة السائدة في الأعوام 2001 ، 2002 ، 2003 ، حيث يبين تدهور ربحية الشركات وانخفاض أسعار أسهمها قد دفع بالمساهمين إلى التحول إلى أسواق الذهب بدلا من أسواق الأسهم .

## ü الأسهم المحايدة و أسهم المضاربة:

إن الأسهم المحايدة نجدها أنها لا تتأثر كثيرا بالتقلبات التي تحدث في السوق المالية و ذلك لعدة أسباب منها تحوط الشركات المصدرة و إعدادها المسبق لمواجهة الأزمات الدورية و التزامها باستراتيجية الدفاع و تجنب حالات الاندفاع غير المدروس وراء العوائد المتزايدة ، و فضلا على هذا فإنه نجد بعض النشاطات الاقتصادية تتميز باستقرار معدلات نموها و بالتالي فإن أسهمها لا تخضع للتقلبات الشديدة و ذلك لطبيعتها الإنتاجية والتبادلية .

أما بالنسبة لأسهم المضاربة فإنها عكس الأسهم العادية للتقلبات الشديدة من حيث الطلب و السعر و ذلك بسبب القرارات السريعة للمضاربين بحثا عن الأرباح السريعة و في الفترات القصيرة.

## ü أسهم شبكات المعلومات الدولية :

نجد أن شبكات المعلومات الدولية قد ازدادت أهميتها حيث أصبحت في السنوات الأخيرة من أهم قنوات تداول الأدوات الاستثمارية ، حيث نجد في القرن العشرين أنه لم تعد أي مجموعة من الأسهم أكثر حركة من أسهم الشبكات ، حيث نجد أن أسهم **Yahoo, Netscape, Spyllass** قد ارتفع على الأقل إلى الضعف و ذلك خلال عامين ، و قد تجاوزت القيمة السوقية لهذه الأسهم بعد اليوم الأول من التجارة مليار دولار أمريكي .

### 1-2-2-1 - الأسهم الممتازة:

الأسهم الممتازة هي شكل من أشكال الملكية من ناحية قانونية وضريبية ولكنها تختلف عن الأسهم العادية،<sup>55</sup> فهي تمثل هجينا من الأسهم العادية والسندات و يمكن إدراجها ضمن أوراق الملكية.<sup>56</sup>

تعرف الأسهم الممتازة على أنها تلك الأسهم التي لها الأولوية في الحصول على الأرباح، وفي الحصول على نصيبهم من ممتلكات الشركة عند التصفية قبل الأسهم العادية.<sup>57</sup>

حيث نجد أن هذه الأسهم تحقق مجموعة من المزايا في أولها عدم إلزام الشركة قانونيا بإجراء توزيعات وذلك في كل سنة تحقق فيها الشركة أرباحا، كما أنه لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت ، علاوة على محدودية التوزيعات بمقدار محدد، إلى جانب هذه المزايا إلا انه يعاب على هذه الأسهم ارتفاع تكلفتها وذلك مقارنة بتكلفة التمويل بالاقتراض حيث أن توزيعات هذه الأسهم تكون على عكس الفوائد لا تخصم قبل فرض الضريبة، أي عدم استفادة الشركة من الوفرة الضريبية، كذلك مطالبة حملة هذه الأسهم بعائد مرتفع وذلك تعويضا على المخاطر المالية التي يمكن أن يتعرض لها المسامین مقارنة بحملة السندات.<sup>58</sup>

### 1-2-2-1 - أنواع الأسهم الممتازة:

تصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة وذلك حسب المزايا التي تحققها كل فئة ، سواء للمستفيد أو للشركة المصدرة خصوصا من حيث توزيع الأرباح أو القابلية للتحويل إلى أسهم عادية ، أو قابليتها للاستدعاء من قبل الشركة المصدرة، وعلى هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة و ذلك حسب توزيعات الأرباح إلى الأنواع التالية:<sup>59</sup>

## ن الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: Cumulative Preferred Stacks

<sup>55</sup> محمد صالح الحناوي، محال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، ط1، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص: 159.

<sup>56</sup> حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد السابع والعشرون، مارس 2004، ص: 04.

<sup>57</sup> مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 121.

<sup>58</sup> منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 27.

<sup>59</sup> محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص ص : 81 - 84.

إن هذه الفئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على أرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحاً و لكن لم تعلن عنها ، و ذلك لسبب من الأسباب ، و ذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية . حيث أن السهم العادي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق إذ يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات السنوات السابقة ، كما يسقط حامل السهم الممتاز غير مجمع الأرباح .

ووفقاً لما سبق نجد أن الشركة إذا حققت أرباحاً في سنة من السنوات و لكنها لم تعلن عن توزيعها أرباحاً على المساهمين لسبب من الأسباب ، فإن حامل السهم الممتاز يحتفظ بمجمع الأرباح بحقه في الحصول على نصيبه من هذه الأرباح و ذلك في العام التالي و ذلك إذا ما قامت بالإعلان عن توزيع أرباح على المساهمين ، كما يجب أن يعطى له حق الأولوية في تحصيل أرباحه قبل المساهمين العاديين .

### ü الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: Arti cipating Preferred Stacks:

يقصد بهذه الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح ، وذلك بإعطائه أيضاً الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة ، إما بالكامل أو جزئياً ، وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولى .

فمثلاً إذا صدرت الأسهم الممتازة من هذا النوع بمعدل 10 % فهذا يعني أنه إذا كانت من النوع المشارك ستمكن حاملها من الحصول على نصيب إضافي من الأرباح إذا ما تجاوزت نسبة توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية 10 % ، هذا و يمكن لحق المشاركة في الأرباح أن يكون مطلقاً غير محدد ، كما يمكن أن يكون لهذا الحق حد أقصى فتكون المشاركة في هذه الحالة جزئية .

### ü الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: Convertible Preferred Stacks :

تعتبر قابلية السهم الممتاز إلى الأسهم العادية ميزة كبيرة ، حيث يعطى لحامل هذا النوع الأفضلية في الحصول على نصيبه من الأرباح و ذلك قبل المساهم العادي ، كذلك توفر لحاملها و ذلك خلال فترة زمنية محددة فرصة تحول هذه الأسهم إلى أسهم عادية ، وهذا إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي ، مما يحقق له مكاسب رأسمالية .

### ü الأسهم القابلة للاستدعاء: Callable Preferred Stacks :

يتم تصنيف الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء أو السداد من طرف الشركة المصدرة إلى قابلة للاستدعاء و غير قابلة للاستدعاء .

حيث أن قابلية السهم الممتاز إلى الاستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد و على مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار ، وهذا ما يعطي للشركة

المصدرة ميزة و ذلك أن يكون لها الحق في إطفاء هذا السهم ، إذا ما شعرت بأن لديها فائض من الأموال يمكنها من تصنيف قاعدة للمساهمين الممتازين بحساب المساهمين العاديين و بالتالي تخفض الرفع المالي **Financial Leverage** للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي .

و عادة ما يصدر شرط قابلية للاستدعاء مع شرط القابلية للتحويل ذلك لأنه شرط القابلية للتحويل لصالح المساهم، أما شرط القابلية للاستدعاء يعتبر في صالح الشركة.

### المطلب الثاني: السندات

تمثل السندات أوراق دين تستخدم للتمويل وذلك سواء تعلق الأمر بالسوق المنظمة أو السوق غير المنظمة، حيث تميز بثبات سعر الفائدة على الاستثمار مما يجعلها أقل مخاطرة من أوراق الملكية.

### 2-1 - مفهوم السندات:

تعرف السندات على أنها عبارة عن قروض يقدمها المشتري إلى المؤسسات و الحكومات، حيث يقوم المستثمر بالحصول على سعر الفائدة محددة نظير إقراض أمواله لفترة ما، وفي المقابل تحصل الحكومة أو الشركة (المقترض) على الأموال التي تحتاجها.<sup>60</sup>

كما يعرف أيضا على أنه ورقة مالية تصدرها المنشآت التجارية و الحكومية كوسيلة لاقتراض أموال طويلة الأجل.<sup>61</sup>

مما سبق فان السند هو عبارة عن قرض طويل الأجل حيث تقوم الشركة المقرضة بموجبه بتسديد قيمته في تواريخ محددة.

### 2-2 - خصائص السندات:

للسندات خصائص تتميز بها عن الصكوك الأخرى ، و هي كالآتي:<sup>62</sup>

<sup>60</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط1، دار شامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008، ص: 87.

<sup>61</sup> مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 201.

<sup>62</sup> أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، ط2، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الدمام، 2005 ، ص: 92 -

✚ قرض السندات قرضي جماعي، حيث تقوم الشركة بالتعاقد مع مجموعة من المقترضين، فتقوم بإصدار المبلغ الإجمالي للقرض عدد من السندات متساوية القيمة، ويعطى تساوي قيمة السندات المساواة بين سقوف السندات إصدار واحد إزاء الشركة؛

✚ السند صك قابل للتداول، إذا كان اسميا فان تداوله يكون مقيد في سجلات الشركة، و إذا كان كاملة فطريق التسليم؛

و من اجل تطبيق مبدأ تداول السندات فان القانون اوجب أن تقدم الشركات المساهمة سنداتھا الصادرة بطريقة الاكتساب خلال سنة على الأكثر من تاريخ قفل باب الاكتساب إلى جميع البورصة ، لتتقيد في جداول الأسعار طبقا لشروطها و أوضاع لوائح البورصة .

✚ لا يشترك حامل السند في الجمعيات العامة للمساهمين: و لا يكون لقراراتھا أي تأثير في شان حامل السند، فلا يجوز للجمعية أن تعدل التعاقد و لا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد؛

✚ قرض السند طويل الأجل ، تتراوح مدته غالبا بين عشر سنوات إلى ثلاثين سنة و في خلال هذه المدة الطويلة قد تتغير ظروف الشركة ، فيتأثر مركز حامل السند تبعا لذلك ، فإذا ساءت إدارة الشركة مثلا فقد يتعرض لخطر عدم استفاء حقه؛

✚ يمثل السند ديننا على الشركة، فإذا أفلست أو قامت بإعمال تضعف التأمينات الخاصة الممنوحة لحامل السند سقط اجل الدين و اشترك صاحب السند مع باقي الدائنين للشركة.

## 2-3 - أنواع السندات:

يمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات: <sup>63</sup>

### ● السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار:

تقوم بعض الشركات بإصدار سندات تمنح للمكتتبين ، و ذلك من أجل تشجيع المدخرين على الاكتتاب ، حيث تتوفر هذه السندات على بعض المزايا، حيث تقوم بإصدار سندات بمبلغ معين يسمى سعر الإصدار على أن تقرر رد هذا المبلغ في ميعاد الوفاء مضافا إليه مبلغا آخر يسمى علاوة ، فمثلا تقوم شركة ما بإصدار سندات بقيمة كل واحد 10,000 دج و تعرض على المكتتبين دفع مبلغ 9,000 دج فقط و عند ميعاد الوفاء ترد إلى المكتتبين مبلغ 10,000 في حين نجد أنهم لم يدفعوا إلا 9,000 دج .

<sup>63</sup> شمعون شمعون ،مرجع سابق ، ص ص:28-29 .

● سند النصيب:

النصيب هو عبارة عن مبلغ معين يمنح إلى حملة السندات التي تعينهم القرعة و هو نوع من أنواع اليانصيب، ولا يجوز إصداره إلا بإذن الحكومة.

● السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر بسعر الإصدار :

و هو السند العادي و يستعمل في القروض المعقودة لمدة قصيرة و يعطي فائدة مرتفعة .

● السند المضمون:

لكي تحصل بعض الشركات على حاجاتها من النقود تعتمد أحيانا إلى اجتذاب رؤوس الأموال بتقديم ضمانات عينية لوفاء القرض كأن ترهن عقاراتها أ بعضها رهنا تأمينيا .

كما نجد أن حامل السند يتمتع بمجموعة من الحقوق و هي:

● استفتاء الفوائد في مواعيدها المعينة و على الشركة أن تقوم بتأديتها قبل توزيع الأرباح على المساهمين  
\*استفتاء قيمة السند عند حلول الأجل ؛

● إقامة دعوى الإفلاس على الشركة عند تأخرها عن دفع قيمة الإسناد، و الاشتراك في الإفلاس بقيمة السند؛

● وضع السند في التداول وفقا للأصول التجارية، فإذا كان السند للحامل يدعه للغير بمجرد التسليم، و إذا كان اسما سجل البيع في سجلات الشركة.  
بصفة عامة فإن حامل السند يتمتع بجميع الحقوق التي يتمتع بها الدائن تجاه مدينه .

المطلب الثالث: المشتقات المالية

تمثل المشتقات المالية أدوات ترتب لحاملها التزاما أو اختيار لشراء أو بيع أصل مالي ، حيث أن هذه الأدوات تشتق قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية (قد تكون الأدوات أسهم أو سندات) ، وتعد هذه المشتقات أحد أهم ملامح تطور أسواق رأس المال ، و لقد بدأ التعامل بهذه الأخيرة و ذلك في السبعينيات و ذلك نتيجة للتقلبات التي شهدتها العديد من الأسواق المالية و ذلك في كل من سعر الفائدة و سعر الصرف و سعر الأصول المالية ، حيث تستخدم هذه الأدوات المالية في التحكم الذي يكون مصاحب للاستثمار في محافظ الأوراق المالية ، كذلك تستخدم لمواجهة خطر إصدار الأوراق المالية ، و لا يقتصر دور المشتقات في لتحوط من الخطر بل يمتد



إلى الأصول المالية الأخرى مثل الذهب ، و نجد من أهم أنواع المشتقات نجد الخيارات و المستقبلات و العقود الآجلة<sup>64</sup>.

### 3-1 - الخيارات:

يمكن تعريف الخيارات على أنها عقود يمنح بموجبها مصدر الاختيار حامل العقد دون الالتزام بشراء أو بيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد و ذلك خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد ويمنح مشتري هذا الحق في مقابل مبلغ من المال تمثل في علاوة الاختيار تدفع لمصدر الاختيار، حيث يطلق على السعر الذي يتم من خلاله تنفيذ بيع أو شراء الأصل المالي بسعر التنفيذ أو الممارسة ، و يسمى الخيار الذي يعطي لمالكة الحق في شراء بخيار **Call Option**، في حين يطلق على الخيار الذي يعطي لمالكة الحق في بيع الأصل محل الخيار بخيار البيع **Put Option**.

و يمكن التفرقة بين الخيار الأمريكي و الخيار الأوربي و ذلك من خلال ما يلي:<sup>65</sup>

نجد أن الخيار الأمريكي يعطي الحق لحامله في تنفيذه خلال فترة معينة ، بينما الخيار الأوربي لا ينفذ إلا في تاريخ محدد .

و بصفة عامة فإن الأدوات المالية هي عبارة عن أدوات للتأمين من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، خاصة مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها، أو التي يفترض أن يقوم المستثمر بشراؤها أو بيعها في المستقبل.

فمثلا نجد أن خيار البيع يتيح للمستثمر فرصة حماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها ، حيث يتيح للمستثمر إلزام الطرف الثاني في عقد خيار البيع (محرر العقد) بتنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية محل الاتفاق عن سعر التنفيذ ، حيث يضمن المستثمر (مشتري العقد) لمحور الحق بنفس سعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الانخفاض الذي طرأ على أسعار الأوراق المالية ، و ذلك نظير مكافأة يدفعها مشتري الحق لمحور الحق .

كما أن خيار الشراء يتيح للمستثمر فرصة التحوط من مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية، حيث يلتزم محور خيار الشراء بتنفيذ الاتفاق إذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية و ذلك خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه .

<sup>64</sup> عاطف وليم أندروس ، مرجع سابق، ص:22.

<sup>65</sup> عاطف وليم أندروس، المرجع أعلاه، ص: 24.

و بالتالي يضمن المستثمر في هذه الحالة حصوله على الأوراق المالية محل الاتفاق بسعر التنفيذ من محرر الحق بغض النظر عن مقدار الارتفاع في أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ ، و في مقابل ذلك يحصل محرر الحق على مكافأة عن كل ورقة مالية من المستثمر نظير تحمل مخاطر ارتفاع الأسعار في المستقبل .

و من الواضح أن جوهر تلك العملية يعتمد على تباين توقعات كل من مشتري الخيار و مصدره اتجاه الأسعار المستقبلية للأصول محل الاختيار، وأخيرا تجدر الإشارة إلى أنه في حالة تحقق توقعات مشتري الخيار بشأن الأوراق المالية محل الاختيار فإن أرباحه غير محددة بينما تكون خسائره في حالة عدم تحقق توقعاته محددة فقط بقيمة العلاوة المدفوعة لمصدر الخيار ، حيث أنه ليس ثمة التزام على مشتري الخيار لتنفيذ العقد .

### 3-1-1 - أنواع الخيارات:

وفقا لطبيعة وشروط العقد فإن الخيارات تنقسم إلى نوعين:<sup>66</sup>

#### ü خيار الشراء: Call Option

يكون العقد خيار شراء عندما يعطي للطرف الأول الذي يمثل المشتري الحق بأن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي محرر الخيار أصلا معينا لكمية معينة و سعر معين و في تاريخ معين أو خلال فترة زمنية و ذلك مقبل حصول الطرف الثاني (المحرر) من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

بهذا المفهوم نجد أن محرر الخيار ملزما ببيع الأصل محل العقد و ذلك وفق الشروط التي يضمنها و ذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد.

#### ü خيار البيع: Put Option

يكون العقد خيار بيع إذا ما أعطى للطرف الأول الذي هو المشتري الحق في أن يبيع ( إذا ما رغب) للطرف الثاني أي محرر الخيار أصلا معينا بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة و ذلك حسب الاتفاق و ذلك مقابل حصول المحرر من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد .

و بالمفهوم أعلاه نجد أن محرر الخيار ملزما هنا بان يشتري من مشتري الخيار الأصل محل العقد و وفق الشروط التي يتضمنها و ذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد ، و نلاحظ من خلال ما سبق انه يبقى المشتري هو دائما له الحق في تنفيذ الخيار و على المحرر إلا الإذعان له سواء كان ذلك بالنسبة لخيار الشراء أو خيار البيع ، كما أن المحرر يقوم بقبض علاوة من المشتري تحدد في شروط العقد .

<sup>66</sup> محمد مطر، مرجع سابق، ص: 299 - 300.

كما تجدر الإشارة إلى أن المستثمرين يلجأون إلى شراء عقود خيار الشراء و ذلك في حالة توقعهم لارتفاع مستوى أسعار الأصول في تلك العقود ، و يحدث العكس أي أنهم يلجأون إلى شراء عقود البيع في حالة توقعهم لهبوط في مستوى أسعار الأصول في تلك العقود .

### 3-1-2 - مزايا و مخاطر عقود الخيار :

توفر عقود الخيار للمستثمرين نوعين من المزايا هما:<sup>67</sup>

#### ● المضاربة:

و ذلك عن طريق استخدام المتعاملين للأموال قليلة من أجل المتاجرة في السوق المالي ، حيث نجد أن الطرف الأول و الذي يمثل مشتري الخيار يقوم بدفع علاوة و التي تمثل إلا نسبة ضئيلة من القيمة الإجمالية للعقد من المضاربة بكميات كبيرة من الاستثمارات ، كما نجد الطرف الثاني و الذي يمثل محرر الخيار يتمكن عن طريق المضاربة من استغلال الرفع المالي ، و ذلك بدفع هامش ضئيل نسبيا لبيت السمسرة و الذي يقوم بدور الوسيط و ذلك لتأمين الوفاء بالتزاماته لمشتري الخيار .

وعادة ما نجد أن المستثمرين يلجأون إلى المضاربة عندما يتوقعون أنه سوف يحدث ارتفاع في أسعار الأسهم في السوق المالي فيدخلون للسوق كمشتري للخيارات ، وإذا ما تحققت توقعاتهم و ذلك بشأن ارتفاع أسعار الأسهم فإنه تكون أمامهم فرصة كبيرة لجني أرباح طائلة ، أما إذا لم تتحقق تلك التوقعات فتكون خسائرهم محدودة فقط بعلاوة الخيار و التي تكون ضئيلة نسبيا .

#### ● التحوط :

يمكن استخدام الخيارات كأداة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار أصول المحافظ الأوراق المالية، فإذا كان لدى أحد المستثمرين محفظة مكونة من الأسهم و يتوقع انخفاض السهم أو الأسهم التي يمتلكونها ، فإن في هذه الحالة ما عليه إلا اللجوء إلى الخيارات و ذلك من أجل القيام بشراء خيار بيع بموجب العقد ، و بالتالي في هذه الحالة يضمن عدم تجاوز الخسارة المتوقعة حدا معينا ، عادة ما يتمثل في الفرق بين السعر السوقي للسهم و سعر التنفيذ المحدد حسب شروط العقد .

و بالمقابل نجد أن المزايا التي يحققها المضارب في الخيارات، فإنه يتحمل درجة عالية من المخاطرة ، و نجد أن القسط الأكبر من المخاطرة يقع على محرر الخيار ذلك لأن المشتري يحدد مقدار الخسارة سلفا التي يكون على استعداد لتحملها و المتمثلة بقيمة العلاوة التي يدفعها إلى محرر الخيار، و ذلك لأن شروط العقد ، تجعل زمام

<sup>67</sup> محمد مطر ، مرجع سابق ، ص: 300 .

المبادرة بتنفيذ الخيار أو عدم تنفيذه في يده و حسب رغبته و على خلاف ما يكون عليه محرر الخيار الذي لا يملك سوى الرضوخ لرغبة المستثمر، من هنا و في الأحوال التي تحدث تقلبات سعرية حادة عكس توقعاتهم يتعرض محرروا الخيارات لخسائر كبيرة يعوضون جزءا منها بالعلووة غير المستردة التي يتقاضونها من مشتري الخيارات.

### 3-2- العقود المستقبلية:

هي عقود آجلة و لكنها تتداول في البورصة ، حيث تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي عيني بسعر محدد سلفا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق ، و تهدف عقود المستقبلية إلى التحوط ضد مخاطر التغير في معدلات العائد و من تم أسعار الأصول المالية .

و تختلف عقود المستقبلية عن عقود الخيارات في أنه يكون لمشتري الخيارات الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه ، بينما تكون العقود المستقبلية واجبة التنفيذ ، كما أنه لا يجوز استرداد قيمة العلووة المدفوعة في حالة الخيارات ، بينما ينبغي على طرفي عقد المستقبلية إيداع هامش مبدئي تمثل نسبته من قيمة العقد لدى بيت السمسرة يمكن استرداده في حالة تنفيذ العقد .

و إذا كانت المستقبلية تمثل أدوات للتغطية ضد المخاطر لكل من طرفي العقد من خلال ضمان تنفيذ الصفقات بين المشتريين و البائعين بنفس السعر المنصوص عليه في العقد بغض النظر عن أي ظروف مستقبلية قد تحدث للأصول المالية ، فإن هذا لا يعني أنه لا تحدث أي خسائر أو أرباح لطرفي العقد ، إذ أنه قد تتحقق أرباح أو خسائر حيث تكون ممثلة في الفرق بين سعر العقد المستقبلي و السعر في السوق الحاضرة في يوم تنفيذ العقد (يوم التسليم) ، و يحدث هذا نتيجة لاختلاف سعر الأصل المالي في السوق الحاضرة عن سعر التعاقد و ذلك أثناء تنفيذ الصفقة ، و الحالة الوحيدة التي يمكن أن لا يتحقق فيها أي أرباح أو خسائر هي تلك الحالة التي يتساوى فيها سعر الأصل المالي مع سعر التعاقد و ذلك وقت التسليم.<sup>68</sup>

### 3-2-1- مزايا و مخاطر العقود المستقبلية:

توفر العقود المستقبلية مزايا متعددة للمتعاملين أهمها:<sup>69</sup>

#### ● المضاربة:

و ذلك باستخدام ما يعرف بميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي **Leverage** ، حيث يقوم المتعامل في العقود بدفع الهامش المطلوب و ذلك سواء كان مشتريا أو بائعا (هذا الهامش يمثل نسبة ضئيلة من القيمة الإجمالية

<sup>68</sup> عاطف وليم أندراوس ، مرجع سابق، ص: 23.

<sup>69</sup> محمد مطر، مرجع سابق، ص ص: 307 - 308.

للعقد) ، ذلك من يدخل السوق إما مستثمرا عاديا يسعى لتحقيق أرباح معقولة أو مضاربا يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية مرتفعة تنتج عن التقلبات السعرية .

حيث نجد من بين الضوابط التي تستخدم في سوق العقود المستقبلية ، و ذلك للحد من المغالاة في المضاربة ، نجد أن تقوم إدارة السوق بوضع مدى مسموحا به يحدد الحد الأدنى و الحد الأقصى للتقلبات التي تحدث في اليوم الواحد على أسعار العقد بحيث لا يجوز تحطيمها حتى لو اقتضى الأمر إلى وقف التعامل مع العقد .

و عادة ما نجد أنه يتفاوت الحد المسموح به للتقلبات بين أنواع العقود و ذلك وفق لاختلاف وتنوع الأصول المشمولة بها، و من الضوابط المستخدمة أيضا نجد وضع حد أقصى لعدد العقود التي يسمح المستثمر الوافد أن يمتلكها معا.

و غالبا ما يكون سعر الأصل في العقد المستقبلي أعلى من نظيره في السوق الحاضر، ويطلق على الفرق بينهما مصطلح أساسي، و عندما يكون هذا الفرق موجبا فإنه يطلق عليه مصطلح علاوة، أما إذا كان سالبا فيطلق عليه مصطلح خصم.

من جانب آخر يرتفع سعر العقد المستقبلي كلما زاد أمد العقد و العكس وهنا يطلق على الفرق سعره في تاريخين مختلفين أحدهما قريب و الآخر بعيد بمصطلح مدى.

#### ● التحوط :

وهدفه تخفيض المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرين و التي تتمثل عادة في:

- مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية؛
- مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية؛
- مخاطر تقلب أسعار الفائدة؛
- مخاطر تقلب أسعار السلع.

و يتم التحوط في سوق العقود عن طريق شراء العقد أو بيعه و ذلك حسب وضع كل من طرفي العقد ، فمثلا لو نجد أن مستثمر يقوم بإدارة محفظة مكونة من سندات دولية ، و توقع حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة السوقية ، و لتجنب مخاطر انخفاض أسعار سندات المحفظة يدخل سوق العقود المستقبلية بائعا ، و على عكس ذلك فإن شركة تصدر السندات تتوقع انخفاض سعر الفائدة السوقية لتجنب المخاطرة المصاحبة لذلك فإنها تدخل سوق العقود المستقبلية مشتريه .

#### 3-3 - العقود الآجلة :

تعرف العقود الآجلة بأنها عقود يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه وقت التنفيذ، يسمى سعر التنفيذ، ولكن في مثل هذه العقود قد يتفق على دفع قيمة العقد عند التعاقد أو يتم دفع جزء والباقي يؤجل حتى تاريخ التسليم، حيث يحدد الطرفان كمية وطريقة وكيفية التسديد وذلك بملائهما. الأمر الذي يدل على أنه: - لا توجد سوق ثانوية لهذا النوع من العقود. كذلك عند إبرام العقد لا يمكن إلغاؤه، مما ينطوي عليه مخاطر عدم القدرة على التسليم.<sup>70</sup>

من صفة العقود الآجلة أنها تعطي الحق لمشتريها في شراء أو بيع أي أصل مالي أو عيني و ذلك بسعر محدد و تاريخ التسليم يكون لاحقاً ، و بالتالي فهي بهذا لا تختلف عن المستقبلية إلا أنه نجدتها تختلف عن المستقبلية من حيث التداول فهذه الأخيرة يتم تداولها في الأسواق المالية ، بينما نجد أن العقود الآجلة لا يتم تداولها ولا يوجد لها سوقاً ثانوية ، فهي لا توفر الحماية لطرفي العقد من مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزام بالعقد ، حيث لا يمكن التخلص منها بيعة في الأسواق المالية بينما هو الحل بالنسبة للمستقبلية.<sup>71</sup>

### المبحث الثالث: تحليل الأوراق المالية ومؤشرات السوق الاقتصادية

يعتبر الهدف الرئيسي لأي مستثمر عند إقدامه على الاستثمار في الأوراق المالية هو تحقيق أعلى عائد بأقل مخاطرة ممكنة، حيث نجد أن مبدأ الاستثمار يقوم على أنه كلما ارتفع العائد كلما ارتفعت المخاطرة ، لذلك فإن المستثمر عند توقعه للعائد من الاستثمار فإنه ينظر إلى مقدار المخاطرة المصاحبة لذلك العائد ، وتختلف المخاطرة باختلاف الشركات في كل قطاع وباختلاف القطاعات التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للورقة المالية. ويعتبر التحليل الأساسي والتحليل الفني العنصران الرئيسيان اللذان يتم بناء معطياتهما تحليل الاستثمار واتخاذ القرار الاستثماري في بورصات الأوراق المالية. و سوف نقوم من خلال هذا المبحث بشرح كل من التحليلين مع التعرض لمؤشرات السوق الاقتصادية.

<sup>70</sup> بياس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية ، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف، 2009، ص:06.

<sup>71</sup> عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص:24.

## المطلب الأول: التحليل الفني

يهتم التحليل الفني بالمعلومات الماضية للأوراق المالية بعيدا عن الاهتمام بتطور السوق، كما أن هذا التحليل يستخدم عدة أدوات منها ما يستخدم لتحليل أسعار السوق ومنها ما يستخدم لتحليل أسعار الأسهم، وهذا ما يمكن المستثمرين من تحديد نوع الورقة المالية التي ينبغي أن يشتريها أو يبيعها وأيضا التوقيت الزمني.

### 1-1 - مفهوم التحليل الفني:

لقد تعددت التعاريف حول التحليل الفني والتي نذكر منها:

يعرف التحليل الفني على أنه ذلك الأسلوب الذي يقوم بالتنبؤ بحركة أسعار الأوراق المالية في الماضي، ومن خلال هذه الحركة يمكن اكتشاف النمط لتلك الحركة، وعليه يتم تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأوراق المالية، ويساعد في التنبؤ بحركتها في المستقبل.<sup>72</sup>

كما يعرف التحليل الفني أيضا على أنه ذلك الأسلوب لتسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية ( عادة في شكل خرائط ورسومات) وذلك من خلال متابعة تغيرات الأسعار، حجم المعاملات وغيرها لسهم معين أو المتوسط العام قم يقوم بعد ذلك باستنتاج الاتجاه المحتمل للمستقبل من خلال الصورة التاريخية للماضي.<sup>73</sup>

ويعرف أيضا على أنه التحليل الذي يقوم بدراسة المعلومات الماضية للأوراق المالية دون الاهتمام بتطور السوق الداخلية أو الخارجية وذلك مثل تتبع حركة الأسعار في الماضي أو حركة التداول.<sup>74</sup>

ومما سبق يتضح لنا أن التحليل الفني يهتم بدراسة تطور الأسعار الأسهم في المستقبل وذلك بناء على قراءة البيانات المتوفرة عن الأسعار والتداول في الماضي، فتوفر البيانات المالية للأسعار والتداول يساعد في معرفة شكل تطور هذه الأسعار في المستقبل.

### 1-2 - الافتراضات التي يقوم عليها التحليل الفني:

يقوم هذا المدخل على جملة من الافتراضات تتمثل فيما يلي:<sup>75</sup>

- تتحدد القيمة السوقية للسهم على أساس قوى السوق ممثلة في العرض و الطلب؛
- تحكم العرض و الطلب عوامل متعددة بعضها موضوعي و البعض الآخر غير موضوعي حيث أن العوامل الموضوعية نجدها تدخل في نطاق اهتمامات التحليل الأساسي، بينما العوامل غير الموضوعية التي لا تتفق مع التحليل الأساسي على سبيل المثال في مزاج المستثمرين (الحالة النفسية) و التخمين؛

<sup>72</sup> Philippe gillet, les marché financiers efficient, edition, economica, paris, 1999, p: 40.

<sup>73</sup> طارق عبد العال حامد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000، ص:136.

<sup>74</sup> إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص:47.

<sup>75</sup> هوارى سويسمي، تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص:ص:

- يتيح السوق بصفة آلية و مستمرة وزنا لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض و الطلب، سواء الموضوعية منها أو غير الموضوعية ليتم بشكل تحديد الأسعار الملائمة؛
- باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر، فإن الحالة العامة تقضي بأن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين و تستمر لفترة زمنية طويلة؛
- يرجع التغير في اتجاه أسعار الأسهم في الأساس إلى التغير في العلاقة بين العرض والطلب، إذ يمكن معرفة أسباب ذلك من خلال تتبع ما يجري داخل السوق نفسه آجلا أو عاجلا.

### 1-3- أدوات التحليل الفني:

إن التحليل الفني يمكن المستثمر من تحديد الورقة المالية التي ينبغي أن يشتريها أو يبيعها، مع التوقيت الزمني لذلك، حيث يكون المستثمر على دراية باتجاه الأسعار السوق من حيث الصعود والهبوط، إضافة إلى تتبع حركة التغير في سعر الورقة المالية. ويستخدم التحليل الفني نوعين من أدوات التحليل هما تحليل أسعار السوق، تحليل أسعار الأوراق المالية.

إن استخدام تحليل أسعار السوق يهدف إلى قياس القوة النسبية للسوق مع تحديد الأسعار قيمتها، أما تحليل أسعار الأوراق المالية فإنه يستخدم من أجل تحديد سعر السهم الذي ينبغي على المستثمر شرائه أو بيعه مع تحديد التوقيت الملائم لذلك.

### 1-3-1- أدوات تحليل أسعار السوق:

تستخدم هذه الأدوات لقياس اتجاه الأسعار في السوق من حيث الصعود و الهبوط و تتمثل هذه الأدوات في المؤشرات التالية:<sup>76</sup>

#### 1-3-1-1- مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين:

إن هذه المقاييس تقوم بإعطاء اتجاه أسعار الأسهم في المستقبل و من بين أهم هذه المؤشرات ما يلي:

#### ✓ مؤشر الثقة:

يعرف هذا المؤشر بمؤشر "بارون للثقة" والذي يحسب كما يلي:

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عائد الأوراق المالية المرتفعة الجودة} \times 100}{\text{عائد الأوراق المتوسطة الجودة}}$$

إن هذا المؤشر يقوم على انه عندما تكون ثقة المستثمرين كبيرة فإن هذا يؤدي إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية ذات المخاطرة الكبيرة .

<sup>76</sup> الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 219 - 223.



إذا كانت قيمة مؤشر الثقة في صعود فهذا يدل على أن الحالة الاقتصادية جيدة، وبالتالي فإن أسعار السوق سوف تتجه نحو الصعود في المستقبل و أن التوقيت يعتبر ملائماً للشراء.

أما إذا كانت قيمة المؤشر الثقة في هبوط فإن قيمة الأوراق المالية سوف تنخفض مما يدل على تشاؤم المستثمر و أن الوضع الاقتصادي في تدهور وبالتالي يكون التوقيت ملائماً للبيع.

إن من عيوب هذا المؤشر هو أنه يعتمد على جانب الطلب على الأوراق المالية كمحدد للعائد مع تجاهل العوامل الأخرى كحجم المعروض النقدي.

### ✓ مؤشر المستويات العليا و الدنيا :

إن هذا المؤشر يقيس لنا درجة الأسهم التي ارتفع سعرها مع عدد الأسهم التي انخفض سعرها و يمكن حسابه كما يلي:

$$\text{مؤشر المستويات العليا و الدنيا} = \frac{\text{عدد الأسهم التي حققت إرتفاعا}}{\text{عدد الأسهم التي حققت إنخفاضا} + \text{عدد الأسهم التي حققت إرتفاعا}}$$

إن قيمة مؤشر المستويات العليا و الدنيا كلما اقتربت من الواحد الصحيح ، فإنه يدل هذا على أن عدد من الأسهم ارتفعت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل ، و العكس فإنه كلما اقتربت هذه النسبة من الصفر و ابتعدت عن الواحد فهذا يعني أن عدد من الأسهم انخفضت أسعارها إلى مستوى لم تصل له من قبل .

و عندما تكون قيمة هذا المؤشر أقل من (0,1) فإنه يدل على انتهاء مرحلة تدهور الأسعار ، أما إذا كانت قيمة هذا المؤشر أكبر من (0,9) فإن هذا يدل على بلوغ حالة الصعود في الأسعار إلى نهايتها و هي في طريقها إلى الانخفاض .

إن هذا المؤشر يعطي للمستثمر كافة المعلومات التي يريدها بشأن توقيت قرار الاستثمار، وما إذا كان القرار للبيع أو للشراء.

### ✓ مؤشر الارتفاع و الانخفاض:

إن هذا المؤشر يقيس ميل المستثمرين إلى الأسهم التي سجلت ارتفاعا في قيمتها السوقية إلى عدد الأسهم التي سجلت انخفاضا في قيمتها السوقية و يمكن حسابه كالاتي:

$$\text{مؤشر الإرتفاع و الإنخفاض} = \frac{\text{عدد الأسهم التي حققت إرتفاعا}}{\text{عدد الأسهم التي حققت إرتفاعا أو إنخفاضا}}$$

حيث يبين هذا المؤشر نسبة الصفقات التي أبرمت بأسعار مرتفعة ونسبة الصفقات التي أبرمت بأسعار منخفضة. فعندما تكون النسبة أكثر من (0,7) فإن هذا يعد أن اتجاه الصعود للسوق يقترب من نهايته ، أما إذا بلغت النسبة أقل من (0,3) فإن هذا يعني أن اتجاه الهبوط قد بلغ نهايته و أن الأسعار تتجه نحو الارتفاع .

### ✓ مؤشر اتساع السوق:

إن هذا المؤشر يقوم بقياس عدد الإصدارات التي زادت في كل يوم ، وعدد الإصدارات التي انخفضت ، مما يساعد هذا على توضيح التغير الذي يحدث في اتجاه مؤشرات السوق ، و بالتالي التنبؤ بالاتجاهات العامة لأسعار السوق ، وذلك صعودا و هبوطا ، حيث يكون ذلك من خلال التسجيل اليومي لحركة الأسعار ، و يحسب هذا المؤشر كما يلي :

$$\text{مؤشر إتساع السوق} = \frac{\text{عدد الأسهم الصاعدة} - \text{عدد الأسهم الهابطة}}{\text{إجمالي الأسهم المتداولة}}$$

إن هذا المؤشر يبين لنا مدى التقلبات الحاصلة في أسعار الأسهم كذلك التعرف على ما إذا كانت حركة المؤشر تسير جنب إلى جنب مع حركة المؤشرات المماثلة أم لا ، فإذا اتضح لنا أن هذا المؤشر يتجه نحو الصعود و في نفس الوقت المؤشرات المماثلة تتجه نحو الصعود فإن هذا يدل على أن اتجاه الصعود للأسعار سوف يستمر و بدرجة عالية من اليقين .

و عليه فإنه تجدر الإشارة إلى أن مقاييس ميل اتجاه المستثمرين مؤشرات تسبق مؤشرات أسعار السوق ، و ذلك بالتنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة ، و بالتالي يعتمد عليها في التوقيت لاتخاذ قرارات الاستثمار ، فإذا أعطى المقياس مؤشر على اتجاه الأسعار نحو الارتفاع فإنه يكون المناخ ملائما للشراء و إذا أعطى مؤشر على اتجاه الأسعار نحو الانخفاض فإنه يكون هنا القرار بالبيع .

### 1-3-1 - 2 - مقاييس وجهة النظر المضادة :

إن هذه المقاييس تقوم على فكرة مفادها أن هناك بعض المستثمرين يتخذون قرارات استثمار خاطئة ، وهو ما يقتضي معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين ، و بالتالي اتخاذ قرارات عكسية ، حيث نجد أن من أكثر المقاييس شيوعا ما يلي :

### ✓ مؤشر البيع على المكشوف :

و يقصد بهذا المؤشر هو أن المستثمر يقوم ببيع أوراق مالية لا يملكها و ذلك عن طريق اقتراضها من آخرين مقابل أن يلتزم بشرائها و تسليمها للمقرض في وقت محدد.

و يمكن حساب هذا المؤشر كما يلي:

$$\text{مؤشر البيع على المكشوف} = \frac{\text{متوسط صفقات البيع على المكشوف}}{\text{المتوسط الإجمالي للصفقات}}$$

إن ارتفاع هذا المؤشر يؤدي إلى ارتفاع الأسعار في المستقبل ، و بذلك فإن المضاربون يعني سوف يقومون بتغطية مراكزهم و ذلك باعتبارهم المتعاملين الأساسيين في البيع على المكشوف ، و هذا من أجل مواجهة كل التوقعات التي يمكن أن تحدث ، حيث يقومون بشراء تلك الأسهم في السوق ، مما يترتب عليها زيادة في الطلب و ارتفاع الأسعار .

و يعد هذا المؤشر مفيد لتوقيت قرار الاستثمار، ولكن يصعب على المستثمر العادي الاستفادة منه.

### ✓ مؤشر توازن الكميات الكسرية :

إن هذا المؤشر يختص بالصفقات التي لا تزيد عن 100 سهم، و التي عادة ما يرمها صغار المستثمرين، و يحسب كما يلي:

$$\text{مؤشر توازن الكميات الكسرية} = \frac{\text{مبيعات الكميات الكسرية}}{\text{مشتريات الكميات الكسرية}}$$

و يقصد بالكميات الكسرية صفقات البيع و الشراء التي لا تتجاوز كميتها 100 سهم ، ووفقا لهذا المؤشر فإذا كانت القيمة أكبر من الواحد الصحيح ، فهذا يعني أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتهم .

و عليه فإن على المستثمر الذي يسترشد بهذا المؤشر أن ينتظر نقطة التحول في قيمة هذا المؤشر، أي أنه عندما يكون هذا المؤشر باتجاه النزول فعلى المستثمر أن يقوم بالبيع، أما في حالة الصعود فعليه أن يقوم بالشراء.

### 1-3-1 -3-1 مقاييس المستثمر المحترف:

يقصد بالمستثمر المحترف المؤسسات المتخصصة في الاستثمار و كذا كبار المديرين و الملاك ، باعتبار أن هذه الصفقات التي يرمها المستثمر المحترف عادة ما يتولد عنها عائد نتيجة حصولهم على معلومات عن المؤسسات و

بالتالي إتباع قرارات هؤلاء المستثمرين أمر مفيد بالنسبة لرصد حركة أسعار السوق و توجد عدة مقاييس تستخدم لمعرفة اتجاه المستثمرين المحترفين منها:

### ✓ مؤشر البيع على المكشوف للمتخصصين:

يحسب هذا المؤشر وفق العلاقة التالية :

$$\text{مؤشر البيع على المكشوف} = \frac{\text{المبيعات على المكشوف للمتخصصين}}{\text{مجموع المبيعات على المكشوف}}$$

إن هذا المؤشر يقيس احتمال ارتفاع أو انخفاض الأسعار في المستقبل حيث أن المتوسط التاريخي لبورصة نيويورك إلى (0,55) ، و عليه فإنه عندما تصل قيمة هذا المؤشر إلى (0,6)، فإن هذا يعني أن المتخصصين في شك بشأن احتمال ارتفاع الأسعار في المستقبل، أما ندما تصل هذه النسبة إلى أكثر من (0,6)، فإن هذا يدل على أن أسعار السوق في طريقها إلى الانخفاض، أما في حالة أن قيمة المؤشر أقل من (0,45) ، فإن هذا يدل على أن أسعار السوق في طريقها إلى الصعود، أما إذا كانت أقل من (0,30) ، فإن هذا يدل بالتأكيد على أن الأسعار ستتجه نحو الصعود .

و بما أن الصفقات التي يبرمها المتخصصين تأخذ فترة طويلة، قد تمتد إلى أسابيع، فإنه يتوقع أن تكون أحوال السوق متغيرة، و بالتالي فإنه يصعب الاستفادة من نتائج هذا المؤشر.

### ✓ مؤشر الكميات الكبيرة:

يقصد بهذا المؤشر الصفقات التي يبرمها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار و يقوم بإدارتها مديرون محترفون يحققون عوائد كبيرة وبالتالي، فإن إتباعهم يكون له فائدة. و يحسب هذا المؤشر وفق الصيغة التالية:

$$\text{مؤشر الكميات الكبيرة} = \frac{\text{عدد الصفقات بأسعار مرتفعة}}{\text{عدد الصفقات مرتفعة أو منخفضة}}$$

تتراوح قيمة هذا المؤشر بين الصفر و الواحد، حيث كلما اقتربت من الواحد فإن أسعار السوق تكون مرتفعة، و بالتالي يكون التوقيت ملائماً لإبرام صفقات الشراء.

### 1-3-2 - أدوات التحليل الفني لأسعار الأوراق المالية :

أن المستثمر حين يقوم بتحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه و التوقيت الملائم لذلك، فانه عليه أن يقوم بتحليل نمط التغير في أسعار الأوراق المالية، ذلك من خلال أدوات التحليل الذي المستخدمة في أسعار الأوراق المالية و المتمثلة فيما يلي:<sup>77</sup>

#### ✓ مؤشر القوة النسبية للسهم :

يستخدم هذا المؤشر للكشف عن حالة السوق أو السهم، حيث كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالي فيها أو مرحلة بيع مغالي فيها فإذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالي فيها فإن هذا يدل على أنه عدد كبير من المستثمرين يمتلكون حصص من الأسهم، وبالتالي فإنه من المتوقع أن تنخفض الأسعار عندما يقوم المستثمرين ببيع ما لديهم من الأسهم لتحقيق الربح.

أما إذا كان العكس بمعنى أن السوق يمر بمرحلة بيع مغالي فيها، فإن هذا يدل على أن عدد من المستثمرين يمتلكون عدد قليل من الأسهم، ومن المتوقع أن يلجأ عدد كبير من المستثمرين إلى شراء الأسهم وهو ما يؤدي إلى ارتفاع السعر في المستقبل.<sup>78</sup>

$$\text{مؤشر القوة النسبية} = \frac{100}{1 + \left( \frac{\text{التغيرات الموجبة} / \text{التغيرات السالبة}}{1} \right)}$$

#### ✓ خريطة المتوسط المتحرك:

يرى المحللون الفنيون أن الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، ولدراسة هذا الاتجاه يمكن حساب المتوسط المتحرك لسعر السهم خلال فترة زمنية معينة، حيث يمكن حساب المتوسط المتحرك على المدى الطويل والمتوسط والقصير.

إن هذا المؤشر يساعد على اتخاذ قرار شراء الأوراق المالية على أن تتحقق النقاط التالية:

\* أن يكون سعر سهم متوسط المتوسط المتحرك المتجه للصعود؛

\* أن يكون السعر الفعلي للسهم أسفل المتوسط المتحرك المتجه للصعود؛

<sup>77</sup> الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 224.

<sup>78</sup> محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، ط1، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص: 122- 123.

\* أن يكون المتوسط المتحرك في لحظة معينة أسفل السعر الفعلي للسهم، ثم يعود للارتفاع دون أن يبلغ المتوسط المتحرك.

بينما يساعد هذا المؤشر على قرار بيع الأوراق المالية في الحالة العكسية.<sup>79</sup>

### ✓ خرائط الأعمدة البيانية :

تمثل هذه الخرائط و التي تعتبر الشائعة الاستعمال في خرائط المستويات المساعدة والمقاومة، كذلك خريطة الرأس والأكتاف، والتي سنقوم بتوضيحهما:<sup>80</sup>

### § خريطة المستويات المساعدة و المقاومة:

تقوم هذه الأخيرة على تصور سلوك المستثمرين في المستوى المساعد و الذي يمثل السعر المتدني، أما سعر المقاومة فيمثل السعر المرتفع.

### § خريطة الرأس و الأكتاف:

تعتبر هذه الخريطة من بين أنواع أنماط حركة الأسعار التي يبحث فيها المحلل الفني، حيث نجد في هذا النوع أن الأسعار تزداد لزيادة حجم الصفقات والعكس صحيح.

### ✓ خريطة النقطة و الشكل:

يتم بناء هذه الخريطة برسم محور رأسي يمثل سعر السهم، اما المحور الافقي فلا يمثل أي شيء آخر ( الزمن او غيره) ويتم تسجيل أسعار الأسهم على الخريطة، غير أنه عادة لا يسجل السعر إلا إذا كان التغيير فيه بحجم معين يحدده المحلل.

وبعد بناء الخريطة فإن المحلل الفني يهتم بالمنطقة الخاصة بالأسعار و الاتجاه الذي أخذته الأسعار حين خروجها من المنطقة ، هل الاتجاه صعودي أو نزولي ، فإذا كان الاتجاه صعودي فإن التوقيت يكون ملائماً للشراء ، أما إذا كان الاتجاه نزولي فإن التوقيت يكون ملائماً للبيع<sup>81</sup>.

### 1-4 - مزايا و عيوب التحليل الفني:

يتسم التحليل الفني بعدد من المزايا التي خلقت له أتباع ومؤيدين، حيث نجد أنه يتميز بالنقاط التالية:<sup>82</sup>

<sup>79</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، بدون طبعة، الدار الجامعية، 2008، ص: 149 - 151.

<sup>80</sup> الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 227.

<sup>81</sup> محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص: 141 - 142.

- السهولة والسرعة فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار فإنه يصبح تطبيقها آلياً وعلى أي عدد من الأسهم وذلك دون الحاجة إلى تجميع وتحليل معلومات عن الاقتصاد أو الصناعة أو المنشأة والتي تتطلب وقتاً وجهداً وفيراً.
  - نجد أن أساليب التحليل الفني يسهل تعلمها وتطبيقها بواسطة أي مستثمر مهما كان مستوى ثقافته. (وهي الوسيلة التي لا يتيحها التحليل الأساسي).
  - بالنسبة للمعلومات التي يحتاجها المحلل من الأسعار والصفقات فإنها تتاح يوميا وبانتظام، وذلك من خلال التقارير المالية التي تظهر في الصحف المتخصصة وهذا يختلف عن التحليل الأساسي.
- إذا كان التحليل الفني يتميز بمجموعة من المزايا فإنه لا يخلو من العيوب ومن بينها:

- يعرف دعاة التحليل الفني أن التحليل الأساسي عندما تتوفر لديه المعلومات والقدرة التحليلية، فإنه يصل إلى أفضل النتائج من المحلل الفني. ولعل من أسباب ذلك هو أن المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية وعلى أساسها يتخذ القرار الملائم في الوقت الملائم، أما المحلل الفني فإنه ينتظر حتى تقع الأحداث ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار. و يضاف إلى ذلك ما أثبتته الواقع من أن المستثمر الذي يتبع أسلوب التحليل الفني، فإنه يحقق عائد غير عادي على استثماراته.
- ويضيف فرنش انتقاداً آخر مؤداه أن المحللين الفنيين هم الذين يخلقون بأنفسهم التوقعات التي يعتقدون في إمكانية حدوثها. فلو أن مئات المحللين الفنيين استخدموا نفس الأسلوب والبيانات، فإنهم سوف يتوصلون إلى نفس القرار، ولو كان القرار شراء سهم بسبب توقعاتهم لارتفاع سعره في المستقبل فإنهم سوف يتدفقون لشراء هذا السهم مما ينجم عنه ارتفاع في السعر وهذا يعتبر أمر طبيعي. بمعنى أن الارتفاع في السعر أحدثه في الأساس سلوك المحللين (المستثمرين أنفسهم وليس أي شيء آخر).

مما سبق فإن التحليل الفني يخلص إلى أمرين:

- نجد أن التحليل الفني لا يعترف بكفاءة السوق في مستواها الضعيف، وبالتالي الكفاءة بشكل عام، إن أصحاب هذا التحليل يقومون بتحليل المعلومات الماضية ويتم ذلك من خلال تتبع حركة أسعار الأسهم لإيجاد نمط أو سلوك وبالتالي فإنهم لا يعتقدون بعشوائية حركة الأسهم المطابقة لكفاءة السوق.
- لا تتمثل مخرجات هذا التحليل في تحديد قيمة الأسهم، إذ يحاول أصحاب هذا التحليل اكتشاف نمط معين تسلكه الأسعار، وذلك ليتسنى لهم تحديد وقت الارتفاع أو الانخفاض، وبالتالي إيجاد القرار المناسب. وعليه

<sup>82</sup> منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ط 1، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1993، ص ص: 425 - 426.

نجد أصحاب هذا التحليل يهدفون إلى تحديد الوقت المناسب وذلك من أجل اتخاذ القرار، ولا يمكنهم من تحديد القيم المناسبة للأسهم.

### المطلب الثاني: التحليل الأساسي:

يقوم التحليل الأساسي على فكرة مفادها أنه يمكن التنبؤ بأسعار الأوراق المالية وذلك من خلال تحليل المعلومات الواردة، وبالتالي التعرف على الأرباح والمخاطر المستقبلية، حتى يتمكن المستثمر من تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بسعر السوق.<sup>83</sup>

يهتم هذا التحليل بدراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة، سواء كانت الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة التي ينتمي إليها، أو ظروف المؤسسة ذاتها، وذلك من أجل الوصول إلى المعلومات التي تفيد بالتنبؤ. ونظرا للأهمية التي يكتسبها هذا التحليل وذلك في مجال الاستثمار في الأوراق المالية باعتباره أحد السبل المساعدة على اتخاذ القرار.

حيث أول ما يعني به هذا التحليل هي الظروف الاقتصادية أي أنه ينطلق من الكل إلى الجزء وذلك بهدف التعرف على الوضعية الاقتصادية للدولة، والتأثيرات المحتملة لتلك التغيرات على سوق رأس المال، كذلك التنبؤ بالحالة الصناعية في المستقبل والمؤثرات التي يمكن أن تؤثر على الصناعة في البلاد.<sup>84</sup>

ومن أجل الوصول إلى الهدف المنشود فإن أصحاب هذا التحليل يقومون بتحليل وتقييم الأوراق المالية، إبتداءا بجمع المعلومات وتحليل وتشخيص الظروف المؤدية للتنبؤ بالتدفقات ومعدل المردودية والمخاطرة المرتبطة بالورقة المالية، والقيام بعملية التقييم من أجل الوصول إلى القيمة الحقيقية، ليتم بعد ذلك اتخاذ القرار المناسب.<sup>85</sup>

### 2-1 - مفهوم التحليل الأساسي:

لقد وردت عدة تعاريف للتحليل الأساسي نورد منها:

يعرف التحليل الأساسي على أنه ذلك التحليل الذي يهتم بتحليل المحددات المؤثرة على سعر السهم كتلك الخاصة بالأرباح المتوقعة، الأمر الذي يتطلب دراسة مستقبلية للظروف الاقتصادية الدولية والمحلية وتأثيرها على الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة، وتحليل ظروف الصناعة وتحليل المؤسسة ذاتها.<sup>86</sup>

<sup>83</sup> إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 165.

<sup>84</sup> الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 229 .

<sup>85</sup> سويسي هواري، مرجع سابق، ص: 164 .

<sup>86</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 159.



كما يعرف التحليل الأساسي أيضا على أنه التحليل الذي يقوم على أن أسعار الأوراق المالية التي تعكس صورة النشاط الاقتصادي على مستوى كل من الاقتصاد الكلي ثم اقتصاديات القطاع أو الصناعة الذي تنتمي إليه الشركة مصدره السهم أو السند وانتهاء بظروف ونشاط الشركة نفسها.<sup>87</sup>

كذلك يعرف على أنه عبارة عن عملية تقييمه يسعى المحلل من خلالها إلى تحديد سعر الأصل المالي، من خلال التنبؤ بما ستحققه المؤسسة من أرباح، وهذه الأخيرة تتحقق في ظل مجموعة من الظروف العامة والخاصة التي ينبغي دراستها وتحليلها.<sup>88</sup>

وبالتالي يتضح لنا أن هذا التحليل هو ذلك التحليل الذي يختص بتحديد القيمة الحقيقية للأصل المالي، وذلك من خلال عملية جمع المعلومات وتحليلها للوصول في الأخير إلى التعرف على الأرباح والمخاطر ومن ثم اتخاذ القرار المناسب.

## 2-2 - أهمية التحليل الأساسي:

يمكن أن تبرز أهمية هذا التحليل في تحديد المعلومات المالية وقياسها وتوفيرها للمستثمرين والمحللين، حيث تمكنهم من الإجابة عن التساؤلات التي يواجهونها عند شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأصول المالية، وذلك بتحديد الأصول المالية التي ينبغي شرائها أو بيعها والتوقيت المناسب لذلك.

ففي ظل هذا التحليل، يهتم المستثمر بالأرباح المستقبلية ونصيب السهم من الربح الموزع والمخاطر المنتظمة وغير المنتظمة من وراء العائد، ومن ذلك يتم القيام بدراسة وتحليل التقارير المالية للمؤسسة التي يستثمر فيها أمواله وذلك عن طريق التحليل المالي لتلك التقارير، التي تصدر في نهاية السنة أو التقارير الدورية، ويجاد العلاقة والاتجاهات والمؤشرات بين بنود القوائم المالية خلال سلسلة زمنية معينة، وذلك بهدف التعرف على درجة نمو المشروع وقدرته على تحقيق أرباح مستقبلية وأثر ذلك على سعر السهم.

حيث يقوم المستثمر في الأخير بدراسة النشاط الاقتصادي الكلي وتحليل السياسة المالية والنقدية التي تتبعها الدولة والخاصة بفرض الضرائب، وأسعار الفائدة ومعدل التضخم وأثر كل ذلك على أسعار الأسهم.

وعليه، فإن أهمية هذا التحليل تبرز من خلال تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة، وتحديد الأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية وذلك لضمها إلى المحفظة الاستثمارية، ولذلك فإن هذا التحليل بمستوياته الثلاث فإنه يهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للاستثمار.<sup>89</sup>

<sup>87</sup> محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص: 133.

<sup>88</sup> الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 231.

<sup>89</sup> أمين السيد، مرجع سابق، ص: 46-47.

## 2-3- مضمون التحليل الأساسي

يمر التحليل الأساسي بثلاث مراحل، فيهتم أولاً بتحليل الظروف الاقتصادية، ثم يبدأ بتحليل ظروف الصناعة وذلك من أجل معرفة الصناعة الناجحة، وأخيراً يهتم بتحليل ظروف المؤسسة لمعرفة أفضل المؤسسات داخل الصناعة الناجحة. وبناءً على هذا سوف نتطرق لكل مرحلة من هذه المراحل:

## 2-3-1- تحليل الظروف الاقتصادية:

في هذا الإطار فإن المحلل يقوم بالبحث واكتشاف حالة الظرف الاقتصادي (رواج أو انكماش)، كذلك تتبع نتائج السياسة الاقتصادية وذلك من خلال السياستين المالية والنقدية ومدى تأثيرهما على المجمعات الكبرى والحسابات الوطنية كحجم الإنفاق، معدلات البطالة، معدلات التضخم، الضرائب، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، معدل النمو... الخ.

وبعدها يحاول المحلل معرفة التأثيرات الحاصلة على وضعية ومؤشرات الاقتصاد الكلي على توقعات الأرباح ومعدلات المردودية والمخاطرة للمؤسسات، لأن وضعية الاقتصاد الكلي تؤثر على حالة الأعوان الاقتصاديين بما فيهم المؤسسات.

حيث نجد المحلل المالي يستعمل عدة مؤشرات اقتصادية تفيد في أخذ صورة عن تغير السلوك الاقتصادي وتبين له الحالة الاقتصادية، وكمثال على ذلك نجد:

- تغير الناتج الداخلي الخام.
- الدخل الوطني ونصيب الفرد منه.
- معدلات البطالة والتضخم.
- تحقيق الأرباح والخسائر للمؤسسات... الخ.

حيث نجد أن هذه المؤشرات مهمة في تشخيص وضعية الاقتصاد. فعلى سبيل المثال نجد أن تغير الناتج الداخلي الخام من فترة إلى أخرى يعتبر مقياساً لمعدل نمو في الاقتصاد، وبذلك فإن نموه بشكل مستقر دلالة عن صحة الاقتصاد والعكس صحيح. كذلك تعتبر معدلات البطالة دليلاً على حالة الرواج والانكماش في الاقتصاد، كما تفيد معدلات التضخم في كشف الوضع الاقتصادي وتفيد في التنبؤ بسلوك البنك المركزي بشأن معدلات الفائدة الموافقة لحالة معدل التضخم، كما نجد مؤشرات أخرى تفيد في تشخيص الوضعية الاقتصادية، كذلك تفيد في التنبؤ بالسلوك السياسي النقدي والمالية وما لها من تأثير على بعض المؤشرات الهامة للمتعاملين في بورصات القيم كأسعار الفائدة ومعدلات الضرائب.

## 2-3-2- تحليل ظروف الصناعة:

تعتبر تحليل ظروف الصناعة الخطوة الثانية في التحليل الأساسي حيث تكمن أهمية تحليل ظروف الصناعة في التباين بين أداء الصناعات المختلفة، وبالتالي يوضح التحليل الصناعات المتميزة التي يمكن الاستثمار في المؤسسات التي تنتمي إليها.<sup>90</sup>

حيث يختلف تعريف الصناعة باختلاف الهدف الذي يرمي إليه المحلل، حيث يمكن تعريفها على أساس طبيعة المنتج الذي تقدمه أو على أساس مصدر المنافسة التي توجهها.

لذلك فإن تحديد نوع الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة تمكن المحلل من تحديد مجالات الاستثمار المختلف وذلك بدراسة المجال الاستثمار وتحليل أثرها على المؤسسات، ومن ثم على الأوراق المالية لهذه المؤسسات.

### 2-3-3 - تحليل وضعية المؤسسة:

يعد تحليل وضعية المؤسسة الخطوة الأخيرة في التحليل الأساسي، حيث يهتم المحلل بتحليل المؤشرات المالية للمؤسسة نفسها لاختيار أفضل المؤسسات وذلك من خلال تقدير القيمة الحقيقية لسعر الورقة المالية للمؤسسة. حيث يساعد تحليل المتغيرات المالية للمؤسسة على اتخاذ القرار الاستثماري لأنه يوفر معلومات عن ربحية المؤسسة ومستقبلها.

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. حيث أن هذا التحليل يهدف إلى تقدير القيمة الحقيقية للورقة المالية.

ففي حالة أن سعر التداول كان اعلى من القيمة الحقيقية للسهم، فإن قيمته السوقية تكون مرتفعة وبالتالي يكون قرار الاستثمار هنا التخلص من هذا السهم، والعكس صحيح.<sup>91</sup>

### 2-4 - أدوات التحليل الأساسي

يوجد العديد من الأدوات التي يعتمد عليها التحليل الأساسي، فمنها الأدوات التي تخص تحليل الظروف الاقتصادية ومنها التي تخص تحليل ظروف المؤسسة. وعليه سيتم دراسة هذه الأدوات المتمثلة في:

- المتغيرات والمؤشرات الاقتصادية.
- تحليل دورة حياة الصناعة.
- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة.
- التنبؤ بمعدل نمو وربحية الصناعة.
- النسب المالية.
- تحليل ربحية السهم.

<sup>90</sup> أيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 56.

<sup>91</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 58.

## 2-4-1 - المتغيرات والمؤشرات الاقتصادية:

يهتم التحليل الخاص بتحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية بتحليل تطور الاقتصاد العالمي، حيث تؤثر حالة الانتعاش أو الركود العالمية على ظروف الدولة، كما يهتم بتحليل ظروف الدولة التي يستثمر فيها المستثمر وذلك لمعرفة حركة السوق في هذه الدولة في أي وقت.

إن السوق يعتبر عينة ملائمة لدراسة تغيرات أسعار الأصول المالية، مما يمكن من حساب قيمة بيتا وحساب قيمة العائد، وذلك للمقارنة بين الاستثمارات في أي دولة، حيث مؤشر السوق أداة جيدة للمستثمر للحكم على أداء المحفظة ككل في السوق.

ويعتبر مؤشر الأسعار في سوق رأس المال متوسط حسابيا لعينة من الأسعار في السوق ويعكس سلوك تحركات الأسعار في البورصة في أي لحظة، مما يمكن من المقارنة بين فترة وأخرى، ويتم تحديد حركة المؤشر وفقا لتغير الأسعار في السوق التي تتأثر بالمتغيرات الكلية في الاقتصاد.<sup>92</sup>

## 2-4-2 - تحليل دورة حياة الصناعة:

إن دورة حياة الصناعة تتعلق بتحديد نوعية الصناعة وطبيعة المنتج، حيث يقوم المحلل هنا بوصف الصناعة وذلك وفقا لمرحلة حياتها من أجل معرفة مدى تطورها في المستقبل، وتحديد حجم النمو المتوقع في المستقبل كذلك معرفة مدى تأثير هذه الصناعة بالدورات التجارية.

حيث تمر دورة حياة الصناعة بأربعة مراحل متمثلة في (مرحلة الظهور - مرحلة النمو - مرحلة النضج - مرحلة الاستقرار أو الزوال).<sup>93</sup>

## 2-4-3 - التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة :

إن التنبؤ هنا يكون على أساس الطلب الفعلي على منتجات الصناعة وذلك من أجل الوقوف على العوامل المؤثرة على ذلك الطلب والتي تعتبر الأساس الذي يعتمد عليه في عملية التنبؤ.<sup>94</sup>

## 2-4-4 - التنبؤ بمعدل نمو الربحية:

للقيام بعملية التنبؤ بمعدل نمو الربحية فإنه لا بد من توفر البيانات التاريخية عن ربحية الصناعة، وصياغتها على شكل رسم بياني من خلال تحليل الانحدار، مما يؤدي إلى التنبؤ بمعدل نمو الربحية في المستقبل.<sup>95</sup>

<sup>92</sup> إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 53.

<sup>93</sup> الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 243.

<sup>94</sup> منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 337.

<sup>95</sup> منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 344.

## 2-4-5 - النسب المالية:

إن المساهمون يهتمون بتحليل النسب المالية و تحديد مدى جاذبيتها للاستثمار في الأصول المالية ، كما تهتم أيضا إدارة الشركة بكفاءة النسب المالية والتي تتمثل في العديد من النسب منها نسب السيولة ، نسب النشاط ، نسب المديونية ، نسب المردودية .<sup>96</sup>

## 2-4-6 - تحليل ربحية السهم:

بعد دراسة و تحليل النسب المالية، يقوم المحلل المالي بتحليل ربحية السهم و ذلك بتحليل نقطة التعادل المالية، و التي يكون عندها ربح السهم مساويا للصفر.

و يتم حساب هذه النسب وفق العلاقة التالية :  $E.F = D/1-Tx$ . هو أن

$E.F$  : تمثل نقطة التعادل المالي.

$D$  : التوزيعات المدفوعة لحملة الأسهم الممتازة.

$Tx$  : معدل الضريبة على الأرباح.

و يساهم تحليل التعادل في قياس درجة الرفع المالية التي تشير إلى نسبة التغير في ربح السهم نتيجة التغير في صافي التدفقات العامة.<sup>97</sup>

## المطلب الثالث: مؤشرات قياس أداء السوق

تعد مؤشرات قياس السوق من أهم المعلومات التي يحتاجها المستثمرين والمضاربين في الأوراق المالية، وهذا من خلال متابعة المستثمرين حركة أسعار بعض الأصول المالية، حيث يلجأ المستثمر إلى مقارنة أسعار محفظة استثماراته مع هذه المؤشرات المعلنة، حيث يعتبر المؤشر معيار لأداء السوق.

## 3-1 - مفهوم مؤشرات السوق ومزايا وجودها:

يعرف مؤشر السوق على أنه قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق المال، حيث يمكن تكوين المؤشر في بداية الفترة وتحديد قيمته، وبالتالي فإن المؤشر يمكننا من التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.

<sup>96</sup> عبد النافع الزرري، غازي فرح، مرجع سابق، ص: 207.

<sup>97</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 157.

إذ يمثل مقياسا شاملا لاتجاه السوق، يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم ، حيث يمثل المؤشر السوق المستوى المرجعي للمستثمر عن سوق المال، وتستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق سواء في الدول النامية أو الدول المتقدمة، ويستخدم لكل سوق مؤشرا وعدد من المؤشرات لتقييمه.<sup>98</sup>

كما يعرف مؤشر السوق على أنه المقياس الرئيسي لحركة الأسعار بالسوق، حيث تضمن مكونات كل مؤشر مجموعة مختارة من أسهم الشركات والتي يمثل كل منها في المؤشر وزنا نسبيا يحدده رأس المال السوقي للشركة المصدرة له وعدة عوامل أخرى، وقد يتسع نطاق المؤشر فيضم مجموعة كبيرة من الأسهم تمثل القطاعات المختلفة في السوق المالي، وبالتالي تعبر عن اتجاهات السوق بأكمله أو قد يضم عدد صغير من الأسهم تمثل قطاعا معينا من السوق.<sup>99</sup>

وعليه فإن مؤشرات السوق هي عبارة عن أداة يتم من خلالها قياس أداء السوق، وذلك من أجل التعرف على تحركات السوق ومتبعاها، حيث تعكس هذه المؤشرات اتجاه الأسعار. واتجاهات الأسعار.

### 3-2- مزايا وجود مؤشرات السوق:

إن وجود مؤشرات السوق له مجموعة من المزايا تتمثل في:<sup>100</sup>

- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذلك فهو يمثل أسلوبا سهلا لتمويل أداء إلى صورة كمية، حيث أن هذه المؤشرات تعكس الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، ويمكن أن تعكس هذه المؤشرات الأداء الاقتصادي لقطاع معين؛
- كذلك تساعد هذه المؤشرات في قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، حيث يقوم المراقبون في السوق بتحديد المشاكل التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار وتصويب اتجاه السوق ليعكس ذلك أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق؛
- يمثل حجم التدفقات النقدية المستقبلية أحد الاتجاهات المحددة لسعر السهم، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات بالزيادة أو النقصان فإن هذا سوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين في السوق؛
- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق المال بمؤشرات أسواق المال في العالم وسوف يؤدي هذا إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية الخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة.

<sup>98</sup> محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال ابراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 177.

<sup>99</sup> أمين السيد لطفى، مرجع سابق، ص: 478.

<sup>100</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص: 177 - 178 .

### 3-3-3 - كيفية بناء مؤشرات السوق:

على الرغم من تفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، أُل أنها تقوم جميعا على ثلاثة أسس هي: العينة الملائمة، تحيد الأوزان لكل سهم داخل العينة، طريقة حساب قيمة المؤشر.<sup>101</sup>

#### أ - ملائمة العينة:

تعرف العينة المتعلقة ببناء المؤشر على أنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، ولا بد أن تكون هذه العينة ملائمة من ثلاث جوانب وهي الحجم والانتساع والمصدر، فبالنسبة للحجم فإنه كلما كان عدد الأوراق المالية كبير فإن المؤشر يكون أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق، أما الانتساع فإنه يعبر عن مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات الموجودة في السوق، أما المصدر فيعني مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث لا بد أن يكون المصدر السوق الأساسية حيث يتم تداول الأوراق المالية.

#### ب - الأوزان النسبية:

تمثل الأوزان النسبية للسهم الواحد داخل العينة للمؤشر، حيث توجد ثلاثة مداخل شائعة تستخدم لتحديد الأوزان النسبية والمتمثلة في:

- **الوزن على أساس السعر:** ويقصد به نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر
- **الأوزان المتساوية:** ويقصد بها إعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.
- **مدخل القيمة:** وهي إعطاء قيمة للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر.

#### ج - إجراءات حساب المؤشر:

أن حساب قيمة المؤشر تختلف وذلك باختلاف الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية (في معظم المؤشرات يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي)، وهناك مجموعة أخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، وقد يكون من الأفضل على المستثمر التعرف على طريقة حساب قيمة المؤشر.

### 3-4 - استخدامات المؤشر:

إن لمؤشرات السوق استخدامات عديدة تمه للمستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي يتعامل تتعامل في أسواق رأس المال ومنها:<sup>102</sup>

<sup>101</sup> حسان خضرم، مرجع سابق، ص: 08.

**ü إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:**

حيث يمكن للمستثمر أن يقوم بإعداد مقارنة بين التغير الذي يطرأ على عائد محفظة أوراقه المالية ( سواء إيجابيا أو سلبيا) مع التغير الذي يطرأ على مؤشر السوق. بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون متابعة كل ورقة على حدى، وإذا كانت، استثماراته في صناعة وله مؤشر خاص بها، حينئذ عليه من الأفضل أن يتابع ذلك المؤشر.

**ü الحكم على أداء المديرين المحترفين:**

وذلك وفقا لفكرة التنوع الساذج، فإنه يمكن للمستثمر الذي يملك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائيا أن يحقق عائد يعادل تقريبا عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني أن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يتحقق عائد أعلى من متوسط عائد السوق.

**ü التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق:**

وذلك إذا تمكن المحلل من معرفة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات ( ما يعرف بالتحليل الأساسي)، فغنه قد يمكنه من التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل كما أن القيام بالتحليل الفني والتحليل التاريخي على المؤشرات التي تقيس حالة السوق، قد يكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

**ü تقدير مخاطر المحفظة:**

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية. و هي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

**3-5 - أساليب بناء مؤشرات السوق:**

هناك مجموعة من الأساليب لبناء مؤشرات السوق أو قطاعات معينة داخل السوق ومن أهم هذه الأساليب:<sup>103</sup>

**ü المؤشرات المبنية على أساس القيمة:**

نجد من بين أشهر المؤشرات التي تستخدم على أساس القيمة مؤشرين، هما مؤشر كولس و مؤشر ستاندر آند بور، وفي مايلي سوف نقوم بشرح كل من المؤشرين:

**• مؤشر كولس : Cowles Index**

<sup>102</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص: 39 - 40.

<sup>103</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص: 178 - 182.



في عام 1949 قام ألفريد كولس بتقديم مؤشر كولس ، حيث أستخدم في هذا المؤشر البيانات الخاصة بالأسهم المسجلة في بورصة نيويورك ، أخذ بذلك بيانات عام 1871 ، و كان هذا المؤشر أول مؤشر يقوم على إعطاء لكل سهم وزنا و ذلك بناء على معدل الرسملة الخاص بالسهم أو القيمة السوقية له ، و يعتبر هذا الأسلوب أفضل أسلوب استخدمه كولس و ذلك لتحديد إتجاه السوق بشكل إجمالي.

• **مؤشر ستاندرد آن بور S & P Index :**

يعتبر مؤشر كولس أساس مؤشر ستاندر آن بور، الأكثر شهرة و استخداما الآن ، والذي يعرف باسم S&P 500 ، وقد تم تكوين هذا المؤشر في 04 مارس من سنة 1957 ، حيث كان في ذلك الوقت أن الأسهم التي يتكون منها المؤشر تعادل نسبة 90 % من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك ، حيث يتكون هذا المؤشر من 500 سهم تتضمن 325 من الشركات الصناعية ، 25 من Railroad Uibility و 50 شركة من الخدمات العامة .

و هناك أمثلة على المؤشرات التي يستخدم أساس القيمة المؤشرات الآتية:

1. المؤشر المركب لبورصة نيويورك؛
2. مؤشر الجمعية الدولية لنظام المتاجرة الآلي للأوراق المالية (ناسداك)؛
3. مؤشر الفايانانشيال تايمز؛
4. مؤشر بورصة طوكيو؛
5. مؤشر (ويشير) Wilshir 5000 و هو مؤشر مركب من مؤشرات AMEX , NESE ، NASDAQ ؛
6. المؤشر العام لسوق المال في مصر.

ü **المؤشرات المبنية على أساس السعر:**

إن من أهم المؤشرات المبنية على أساس السعر نجد المؤشر العالمي داو جونز و سوف نقوم بشرح هذا المؤشر:

• **مؤشر داو جونز : Dow-Jones**

يعتبر هذا المؤشر من أقدم المؤشرات التي قام العالم تشارلز داو بإصداره و ذلك في 16 فبراير من سنة 1885 ، حيث كان تشارلز داو يصدر أحد أهم صحف المال و الأعمال في أمريكا و هي صحيفة وول ستريت Wall Street Journal حيث عرف هذا المؤشر بمؤشر داو جونز لأول مرة و كان يتضمن 12 سهما (10 أسهم لشركات السكك الحديدية ل Rai ، و سهمين من أسهم الشركات الصناعية ) ، و التي كانت تصل آنذاك الأسهم الأكثر نشاطا في بورصة نيويورك . و بعد 04 سنوات تضمن المؤشر 20 سهما (18 سهما من أسهم

شركات السكك الحديدية ، 02 من أسهم الشركات الصناعية ) ، ثم بعد ذلك ظهر مؤشر داو جونز الصناعي Dow Industrial Average في 26 مايو 1896 .

### ü المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية:

تقوم فكرة هذا المدخل على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر حيث يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم مع سعر السهم بالأمس ، ثم حساب الوسط الحسابي للأسعار ، ثم تحديد قيمة المؤشر و ذلك بضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر.<sup>104</sup>

#### • خطوات بناء المؤشر:

- حساب السعر النسبي لكل سهم و ذلك عن طريق قسمة سعر السهم في الفترة الحالية على سعر السهم في الفترة السابقة؛
- حساب الوسط الهندسي للأسعار ؛
- حساب قيمة المؤشر و ذلك عن طريق ضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر.

### ü المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:

يقوم هذا المدخل على فكرة إعطاء قيم متساوية لكل سهم داخل المؤشر، وإذا تعلق الأمر بمحفظة الأوراق المالية لمستثمر ما، فتطبيق هذا المدخل يكون بتساوي المبلغ الإجمالي للمستثمر في كل نوع من الأسهم، أما إذا تعلق الأمر بالمؤشرات التي لا تمثل فيها المنشأة سوى سهم واحد، فإن تساوي الأوزان في ظل تباين أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر يتطلب حساب كمية وهمية (جزء من الأسهم)، وذلك حتى تكون الأوزان متساوية (سعر السهم الكمية الوهمية).<sup>105</sup>

#### • خطوات حساب هذا المؤشر: هناك مجموعة من الخطوات تتمثل في:<sup>106</sup>

- حدد وزن نسبي للسهم (أو الأسهم) صاحبة أقل سعر.
- حدد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة الآتية:

$$\frac{\text{قيمة السهم صاحب أقل سعر}}{\text{سعر السهم}} = \text{الوزن النسبي}$$

- حساب قيمة المؤشر و ذلك بضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم السوقي.

<sup>104</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص: 186-187.

<sup>105</sup> منير هندي، مرجع سابق، ص: 253-254.

<sup>106</sup> الحناوي، مرجع سابق، ص: 189.

ويلاحظ على المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية أن الأوزان النسبية للأسهم التي يتكون منها المؤشر تظل كما هي ثابتة لا تتغير إلا في ظل الحالات الآتية:

- حالة قيام أحد المنشآت التي تكون المؤشر بعملية اشتقاق لأسهمها؛
- زيادة أو تخفيض عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر، نتيجة للعديد من العوامل منها على سبيل المثال؛
- اندماج بعض الشركات؛
- عدم مقابلة أحد الأسهم للمعايير الموضوعية لبقاء السهم داخل المؤشر، كأن لا يشهد سهم معين تعاملًا عليه لفترة زمنية معينة... الخ .

### المبحث الرابع: الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية

يعتمد الجانب المالي للمشاريع على عملية التمويل، وللوصول إلى الأهداف المسطرة لا بد منا اختيار أداة التمويل المناسبة وذلك لاتخاذ القرار المناسب من أجل الاستثمار. حيث تمثل الأسواق المالية مصدرا للتمويل من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار. ومن خلال هذا سوف نتناول الشروط التي لا بد من توفرها لقيام سوق مالي، كذلك كيف تساهم الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية مع التعرف على الأزمة المالية الراهنة.

#### المطلب الأول: شروط إنشاء سوق مالية

من أجل قيام سوق مالية فإنه ينبغي توفر مجموعة من الشروط نذكر البعض منها:<sup>107</sup>

**1-1- توفير مناخ استثماري ملائم:** ويشمل هذا المناخ الأوضاع السياسية والاجتماعية والاقتصادية والتشريعية، لذا يجب تكيفها بطريقة تخدم الاستثمار وتؤثر في ثقة المستثمر، ويأتي المناخ المناسب من عاملين عامل الثقة وعامل التنظيم؛

**1-2- انتشار الوعي الادخاري والاستثماري:** إن وجود وعي ادخاري واستثماري يعد من المتطلبات الأساسية لقيام سوق مالية فهو يوفر العديد من الفرص لتدفق المدخرات نحو المشاريع؛

**1-3- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار:** من خلال أجهزة السوق، يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة؛

<sup>107</sup> جابلة صبرينة، مرجع سابق، ص 51-52.

- 1-4- كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق وأدوات الاستثمار المالي: يساعد هذا التنوع والعدد الكبير من الشركات في إعطاء مزايا مختلفة، بحيث تضمن للسوق أكثر توسعا وفعالية؛
- 1-5- الإفصاح المالي وإشهار المعلومات: تعتبر المعلومات الأساس الذي يعتمد عليه المستثمرون لأجل اتخاذ القرارات الاستثمارية الرئيسية، لذلك أصبحت الشفافية في سير المعلومات ومصداقيتها شرطا لازما ونتيجة لهذه الأهمية الكبرى للمعلومة أصبح الإفصاح المالي مسألة قانونية، أي وضعت قوانين تجبر الشركات بنشر المعلومات في أوقات محددة كل سنة.

### المطلب الثاني: دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية

تلعب الأسواق المالية دورا مهما في النشاط الاقتصادي و ذلك من خلال إشباع رغبات و حاجات المتعاملين ، لذلك أصبحت ضرورة خدمية للمعاملات الاقتصادية بين الأفراد و المؤسسات ، حيث تعمل هذه الأسواق على تحقيق التوازن الفعال بين الطلب و العرض مما يتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات و المبادلات .

لقد ازدادت أهمية الأسواق المالية خاصة في الدول التي تتسم بحرية المدخرات ، و ذلك في جذب الفائض في رأس المال الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد الوطني ، إن الأسواق المالية تعمل على تحويل الأموال العاطلة إلى رأس مال موظف و ذلك عن طريق عملية الاستثمار التي يقوم بها الشركات و الأفراد في الأسهم و السندات و الصكوك . غضا على ذلك فإنها تعمل كذلك على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم و السندات و إعادة بيعها . كما تقوم هذه الأسواق بتوفير قنوات و مداخيل أمام الأفراد لاسيما صغار المستثمرين ، كما تعتبر أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية ، وتمثل هذه الأسواق حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة كل التغيرات الحاصلة في أسعارها و دفعها لتحسين أدائها و زيادة ربحيتها.

و كلما كانت الأسواق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق أهدافها في دعم و توطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة و ذلك من خلال:<sup>108</sup>

\*توفير الحافز للمستثمرين من خلال تحقيقه السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية و حماية الأطراف المتبادلة؛

\*القدرة على توفير السيولة للمجتمع ، و دعم الاستثمارات المختلفة؛

\*رفع درجة الوعي و ذلك من خلال تحويل المدخرين إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد الوطني؛

<sup>108</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص: 84- 86.

\*المساعدة على زيادة مستوى الإنتاج وذلك من خلال تمويل فرص الاستثمار وبالتالي زيادة الإنتاج و رفع مستويات التشغيل و التوظيف؛

\*تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك من خلال مساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية و الإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها.

إن وجود الأسواق المالية يؤدي تقيل تكلفة تحريك المدخرات و بالتالي تسهيل عملية الاستثمار و كذلك تقديم خدمات التي من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي، كما تضمن هذه السوق تمويل الاستثمارات طويلة الأجل مما يمكن المتعاملين من البيع و الشراء، وذلك عندما يرغبون في تنويع محافظهم المالية ، كذلك توفر هذه الأسواق السيولة و المعلومات مما يساهم في تحسين إدارة الرقابة على الشركات مما يؤدي بهذه الأخيرة إلى تعظيم القيمة السوقية مما يدفع هذا إلى دفع عملية النمو الاقتصادي .

إن تزايد معدلات النمو الاقتصادي يؤدي إلى زيادة كل من الادخار و الاستثمار، وبالتالي الحاجة إلى التحصيل الكفء لرؤوس الأموال ، و تنويع النشاط و تدفق المعلومات، ويرجع ذلك إلى مجموعة من الأسباب:<sup>109</sup>

1- إن القطاع المالي يعتبر المسئول عن تحويل رؤوس الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز و بالتالي يعمل على زيادة الإنتاج .

2- تساهم الأسواق المالية في تمويل الشركات و ذلك من خلال:

\* التقليل من المخاطرة الاستثمار في نوع واحد من الأوراق المالية، و ذلك بتوفير السوق الثانوي الذي يمكن الأفراد و المستثمرين من الحصول على أموالهم في أي وقت، و ذلك بالسعر الذي يتحدد في السوق، كذلك يسهل للشركات الحصول على التمويل من خلال إصدار أوراق جديدة.

\* تتحدد في السوق المالية الأسعار الجارية للأوراق المتداولة مما يساعد الشركات على بناء التوقعات الخاصة ببيع الأوراق المصدرة الجديدة في المستقبل.

لا بد على السوق أن يوفر البيانات الحديثة و الدقيقة عن أداء الشركات و ذلك عن طريق التحركات اليومية لأسعار الأسهم أو نشر ميزانيات الشركات .

إن الشركات التي يكون أداؤها مبشراً فإنه يدفع إلى ارتفاع أسعارها مما يساعدها في الحصول على التمويل و ذلك من خلال إصدارات جديدة و بذلك يعمل السوق على التخصيص الكفء للموارد.

<sup>109</sup> محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص ص: 27-29.

3- القطاع المالي في كمية الموارد التي توجه إلى التكوين الرأسمالي و بذلك يكون قادر على زيادة نمو الإنتاج باستمرار.

### المطلب الثالث: الأزمة المالية العالمية الراهنة

يعاني الاقتصاد العالمي من أزمة مالية خطيرة، بدأت سنة 2007 وذلك بسوق الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية، ثم تحولت سنة 2008 إلى أزمة مالية عالمية. وساهمت العمولة في سرعة انتقالها إلى باقي أرجاء العالم من خلال ثورة اتصالات وانفتاح دول العالم على بعضها والتحرير الاقتصادي.

في 15 سبتمبر 2008 شهد الاقتصاد الأمريكي أزمة مالية حادة، وكان لهذه الأزمة عدة تداعيات على باقي دول العالم، وذلك بفضل العمولة وكون الدولار الأمريكي هو العملة المرجعية لنظام برينون وودز، وكذا لوزن الاقتصاد الأمريكي الذي يمثل 5/1 إجمالي الناتج المحلي العالمي، فضلا عن كونه أكبر مستورد وثاني مصدر بعد الاتحاد الأوروبي.

من خلال هذا سوف نتطرق إلى مجموعة من النقاط حول هذه الأزمة.

### 3-1 - مفهوم الأزمة المالية وخصائصها:

لقد تعددت التعاريف حول الأزمة المالية من أهمها:

تعرف الأزمة المالية العالمية الراهنة على أنها « تلك التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت على السطح في عام 2007 بسبب فشل الملايين من المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك، وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي، ووصلت تبعيتها إلى اقتصاديات أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من كبريات البنوك والمؤسسات المالية العالمية».<sup>110</sup>

كما تعرف الأزمة أيضا على أنها « مرحلة حرجة تواجه المنظومة المالية ، وينتج عنها خلل أو توقف في بعض الوظائف الحيوية لهذه المنظومة أو كلها، ويصاحبها تطور سريع في الأحداث، ينجم عنه عدم استقرار في النظام

<sup>110</sup> محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية، أسبابها جذورها وتبعاتها الاقتصادية، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي الإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس لبنان، 2009، ص: 04.

الأساسي لهذه المنظومة، ويدفع سلطة اتخاذ القرار فيها إلى ضرورة التدخل السريع لنجدها، وإعادة التوازن لهذا النظام». <sup>111</sup>

من خلال هذا يمكن القول أن الأزمة المالية العالمية تعبر عن حدث مفاجئ مما يجعل متخذي القرارات في حيرة من أمرهم عند اتخاذهم لأي قرار.

### 3-2 - أسباب الأزمة المالية العالمية:

تبرز تداعيات الأزمة المالية العالمية في مجموعة من النقاط يمكن إيجازها في: <sup>112</sup>

- 1- إفلاس متواصل لكثير من البنوك والمؤسسات العقارية، شركات التأمين وقد بلغ عدد البنوك المنتهية 11 بنك، من بينها بنك إندي ماك، والذي يستحوذ على 32 مليار دولار من الأصول، وودائع بقيمة 19 مليار دولار، ومن المتوقع مع منتصف عام 2009 غلق ما يقرب 110 بنك تقدر قيمة أصولها بقيمة 850 مليار دولار.
- 2- تدهور حاد في نشاط الأسواق العالمية جراء تأثيره بالقطاع المصرفي والمالي، وهو ما يفسر تقلب مستوى التداولات ترتب عنها اضطرابا وخللا في مؤشرات البورصة بتراجع القيمة السوقية لـ 08 مؤسسات مالية عالمية بحوالي 574 مليار دولار خلال العام.
- 3- ارتفاع نسبة الديون العقارية على نحو 6.6 تريليون دولار، بلغت ديون الشركات نسبة 18.4 تريليون دولار وبذلك الإجمال الكلي للديون يعادل 39 تريليون دولار.
- 4- انخفاض الناتج المحلي الإجمالي، كما بلغت نسبة البطالة 5%، ومعدل التضخم 4%.
- 5- تراجع كبير في نسب نمو الدول الصناعية من 1,4 % سنة 2008 إلى حدود 0,3 % سنة 2009 مع توقع تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية أن تصل نسبة النمو عام 2009 في الولايات المتحدة إلى 0,9 %، مقابل 0,1 % لليابان، و 0,5 % لأوروبا.

<sup>111</sup> ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية، الأسباب الآثار وسياسات مواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2009، ص: 03.

<sup>112</sup> حبابه عبد الله، اقتصاد المشاركة آلية لحماية الاقتصاد الوطني من الأزمة المالية، ملتقى الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، سطيف، 2009، ص: 04.

## خلاصة الفصل:

لقد تم التعرض في هذا الفصل إلى نشأة وتطور الأسواق المالية، متضمننا التعريف بالسوق المالية وأهم الوظائف التي تقوم بها وكيف يمكن تنظيم السوق المالية وآليات التعامل في الأسواق المالية كما تم التعرض إلى تقسيمات هذه السوق والتي نجدها تنقسم إلى قسمين سوق رأس المال وسوق النقد، حيث يمكن التفرقة بين هذين السوقين من خلال الآجال مع التعرض إلى الأدوات المالية المتداولة في كل سوق من هذه الأسواق.

ولكي تؤدي هذه السوق وظائفها عليها أن تتنوع في الأدوات المالية حيث نجد أن أهم الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق تنقسم بيم أدوات ملكية كالأسهم وأدوات مديونية كالسندات كذلك المشتقات المالية، وهذا التنوع يجعل من هذه السوق قادرة على تأدية وظائفها وذلك من تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار.

وحتى يتمكن المستثمر من الاختيار واتخاذ القرار السليم فيما يخص الاستثمار فإنه يعتمد على تحليل الأسواق المالية، معتمداً بذلك على مبدئين هما التحليل الفني والتحليل الأساسي حيث يعتمد الأول على دراسة الأسعار الأسهم في الماضي للتنبؤ بما سيكون عليه في المستقبل، أما بالنسبة للتحليل الأساسي فإنه يعتد على تحليل المعلومات الواردة من أجل التنبؤ بأسعار الأوراق المالية والتعرف على الأرباح والمخاطر ومن ثم يستطيع المستثمر أن يحدد القيمة الحقيقية. وقمنا في الأخير بالتعرض إلى الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية مبرزنا بذلك أهم الشروط اللازمة لقيام سوق مالية فعالة، وكيف يمكن لهذه الأخيرة أن تساهم في دعم التنمية الاقتصادية باعتبار أن السوق المالية تعتبر مصدر من مصادر التمويل المشاريع، كما تعرضنا إلى الأزمة المالية العالمية الراهنة باعتبار هذه الأخيرة أثرت على الأسواق المالية مبرزنا مفهوم هذه الأزمة وما هي الأسباب التي من ورائها حدثت هذه الأخيرة.



## الفصل الثاني

تأثير العولمة المالية على كفاءة

الأسواق المالية

تمهيد:

تعتبر البورصة أداة مهمة بالنسبة لاقتصاد ما وذلك من خلال الدور الذي تلعبه في تعبئة المدخرات بهدف الاستثمار، والتكيف مع التحولات العالمية الراهنة.

حيث نجد أن المستثمرين يقومون بتوظيف أموالهم في البورصة وذلك لما تقوم به من تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، وهذا يتطلب الإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية وبمعرفة هذه الأخيرة يمكن تحديد قيمة الورقة المالية وبالتالي قيمتها الحقيقية في السوق ، مما يؤدي إلى أن تعكس المعلومات سعر الورقة المالية وهنا تتحقق كفاءة السوق المالي.

إن التطورات والإصلاحات التي واكبت العالم أدت على حرية تنقل رؤوس الأموال بين الدول مما أدى إلى اندماج الأسواق العربية مع الأسواق العالمية دون وجود حدود بينها.

حيث سوف نتناول من خلال هذا الفصل إلى البورصة وذلك من خلال المفهوم والوظائف التي تقوم هذه الأخيرة، كذلك أنواع البورصات الموجودة، كذلك نقوم عرض للشروط اللازمة من أجل قيام بورصة فعالة و في الأخير نتعرض إلى الأعضاء التي تشتمل عليها البورصة وأهم المرتكزات التي تقوم عليها.

كما نتعرض من خلال هذا الفصل إلى كفاءة الأسواق المالية من حيث مفهوم كفاءة الأسواق المالية وأهم الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء، مع عرض لأنواع كفاءة السوق ومختلف صيغ الكفاءة، كما نتناول مؤشرات قياس كفاءة الأسواق المالية.

كذلك نقوم بعرض لنماذج البورصات في الدول العربية حيث نقوم بعرض لبعض الأسواق المالية العربية، كذلك واقع هذه الأسواق، كذلك معوقات هذه البورصات ثم نقوم بعرض لأهم العوامل التي تنشط وتطور الأسواق المالية العربية. و نتناول في الأخير تأثير العولمة المالية على كفاءة الأسواق المالية وذلك من خلال التعرض أولاً للعولمة

وأشكالها وخصائصها، ثم نتناول العولمة المالية وذلك من خلال المفهوم والخصائص والمظاهر وأهم المراحل التي مرت بها العولمة المالية وفي الأخير نقوم بعرض انعكاسات العولمة المالية على أسواق رأس المال.

## المبحث الأول: عموميات حول البورصة

إن للبورصة دورا مهما و ذلك على مستوى تطور اقتصاد الدول الكبرى من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية ، حيث لاقت اهتماما و تنظيما قانونيا كبيرا ، و ذلك في الدول المتقدمة ، مما جعلها تعتبر أداة فعالة و ذلك في تطور المستوى الاقتصادي لهذه الدول . أما فيما يخص الدول النامية فإنها ما زالت رؤوس الأموال مازالت بعيدة عن عمليات التداول في عمليات البورصة . حيث يعود أصل كلمة بورصة إلى اسم أحد الصيارفة لمدينة بروج Bruges في بلجيكا و الذي كان يدعى Vander bourse و الذي كان تجار المدينة يتجمعون في قصره . حيث كان أول بناء أنشر للبورصة و عرف بهذا الاسم هو بناء مدينة Anvers في بلجيكا عام 1460 و في لندن عام 1773 ، و لقد أنشئت بورصتان للأوراق المالية و ذلك في مصر واحدة في القاهرة و الأخرى في الإسكندرية ، و بورصتان للقطن ، حيث أنشئت بورصة القاهرة عام 1904<sup>1</sup> .

## المطلب الأول : مفهوم و أهمية البورصة

## 1-1 - مفهوم البورصة:

لقد تعددت التعاريف حول البورصة نذكر منها:

**تعريف 01:** تعرف البورصة على أنها «الاجتماع الذي يعقد في مواعيد دورية لأجل القيام بعمليات شراء البضائع والأوراق المالية و بيعها و قد يطلق هذا اللفظ على مكان الاجتماع أو زمانه أو مجموع الصفقات التي تعقد»<sup>2</sup>

**تعريف 02:** تعرف البورصة على أنها سوق منظمة تنعقد في مكان معين و في أوقات دورية بين المتعاملين في بيع و شراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية ، و تؤدي كلمة البورصة معنيين، المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون بيعا و شراء و مجموع العمليات التي تنعقد فيه»<sup>3</sup> .

<sup>1</sup> شععون شععون، مرجع سابق، ص: 08 .

<sup>2</sup> وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، عمان، 2009، ص: 226 .

<sup>3</sup> شععون شععون ، مرجع سابق ، ص: 07 .

**تعريف 03:** تعرف البورصة أيضا على أنها « سوق لتداول الأوراق المالية (أسهم، سندات... إلخ) التي تصدرها الشركات من خلال مجموعة من السماسرة أو مندوبيهم أو الوسطاء حيث يتم التعامل بالبيع و الشراء على هذه الأوراق المالية في ساعات محدودة ، فالبورصة هي سوق مالي و تعد من أجهزة الأسواق المالية»<sup>4</sup>.

**تعريف 04:** تعرف البورصة على أنها « سوق منظم و لها قواعد تحكمه، و يتم فيها عمليات بيع و شراء الأوراق المالية من خلال شركات السمسرة (الأعضاء)»<sup>5</sup>.

من خلال التعاريف السابق يتضح لنا ان البورصة هي عبارة عن سوق له مكان معروف و تحكمه مجموعة من القوانين، حيث يتم فيه تداول عمليات البيع والشراء.

## 1-2 - أهمية البورصة:

تكتسي البورصة أهمية كبيرة على مستوى الاقتصاد الوطني ، حيث جزء من أجهزة الأسواق المالية ، بالإضافة إلى كونها أداة شفافة و ذلك في تبني نظام الخوصصة، كما أن البورصة تكشف عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة كما تعكس البورصة الحالة الصحية لاقتصاد الدولة المعنية أو التجمعات الاقتصادية الجهوية ، أو الشركات العالمية العملاقة ، فلا يمكن تصور قيام أو اعتماد البورصة في ظل سيادة الدولة على الاقتصاد و تهميش أو غياب القطاع الخاص ، أو تجميد مشاريع الخوصصة أو مشاريع تنازع الشركات العمومية التابعة للدولة عن حصص من رأس مالها للعمال و المواطنين أو الهيئات محلية أو خارجية ، و فتح رؤوس أموال المدخرين ، الأمر الذي سيؤدي في حالة اعتمادها تلقائيا إلى تنشيط عملية الادخار الذي يفضي بدوره إلى إقامة سوق البورصة.<sup>6</sup>

حيث تعتبر الأهداف التي تم من أجلها تم إنشاء بورصة معينة هي:

- السماح لمؤسسات القطاع العام و الخاص المنظمة في شركات ذات أسهم بفتح رؤوس أموالها للجمهور؛
- تقييم هذه الشركات عن طرق السوق؛
- ضمان التمويل عن طريق الادخار العمومي؛
- السماح بسيولة الادخار للمستثمر على المدى القصير؛
- تحقيق وتكريس شفافية أكبر في مبدأ الحركية النقدية (السيولة و انتقال رؤوس الأموال) استثمار وادخار و ربح و خسارة .

<sup>4</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرابص، مرجع سابق، ص : 295 .

<sup>5</sup> <http://www.moheet.com/show.news.uspx?nid=764868pg>.

<sup>6</sup> <http://www.khayma.com/essendes/economie.htm>.

### المطلب الثاني: شروط إقامة بورصة فعالة

تمثل البورصة الجزء الأكبر من ثروة البلاد، حيث تقوم بدور حيوي وفعال وذلك في خدمة التمويل والاستثمار، ومن أجل قيام بورصة فعالة تقوم بدورها وتحقق وجودها وتأثيرها الايجابي لا بد من توفر مجموعة من الشروط تتمثل في:<sup>7</sup>

- 1- وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل؛
- 2- سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، وذلك من أجل ان تكون البورصة مجهزة بأجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات؛
- 3- وجود استمرارية والتنظيم فيها، حيث لا بد ان تكون البورصة سوقا منظمة ومستمرة وذلك من خلال الأمور التالية:
  - وجود عدد كاف من المتعاملين فيها يضمن الاستمرارية فيها من ناحية والاستقرار من ناحية أخرى، لان ذلك يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين؛
  - وجود الحرية التامة بين المتعاملين والمعاملات التي تجرى فيها؛
  - إجراء عمليات كثيرة ومتكررة؛
  - تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة، وذلك عن طريق زيادة الشركات المسجلة في البورصة، كذلك زيادة عدد المتعاملين فيها، مما يضمن للبورصة فعاليتها من نمو وازدياد حجم التداول والتعامل فيها؛
  - لا بد أن يكون السوق منظمة لان غياب التنظيم يسبب معاناة للمتعاملين فيها مما يترتب عليه العديد من المشاكل مثل مشكلة الإعلان عن الأسعار بصورة واضحة، كذلك مشكلة الرقابة والإفصاح المالي عن الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة، ومشكلة تسهيلات نقل ملكية الورقة المالية محل التداول ومشكلة تحديد العمولة والمصارف الأخرى.
- 4- وجود مؤسسات متخصصة في أمور البورصة والتعامل فيها مثل شركات ومؤسسات مالية وسيطية مثل بيوت الإصدار والسماسة، حيث تقوم هذه المؤسسات بما يلي:
  - تقديم المشورة للمتعاملين في البورصة حول كيفية استثمار أموالهم لتكوين محفظة الأوراق المالية وان وقتهم لا يسمح لهم بذلك؛
  - تسهيل وتسريع عمليات التداول والبت فيها؛
  - إيجاد سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية المطروحة للبيع والشراء بكميات كبيرة.

<sup>7</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، ط1، دار الفكر، دمشق، سورية، 2002، ص ص: 41-43.

5- أن تكون المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية ذات سمعة جيدة وأن توفر المعلومات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل فيها وعن المراكز المالية للشركات المصدرة لتلك الأوراق وإمكانية استيعاب هذه المعلومات؛

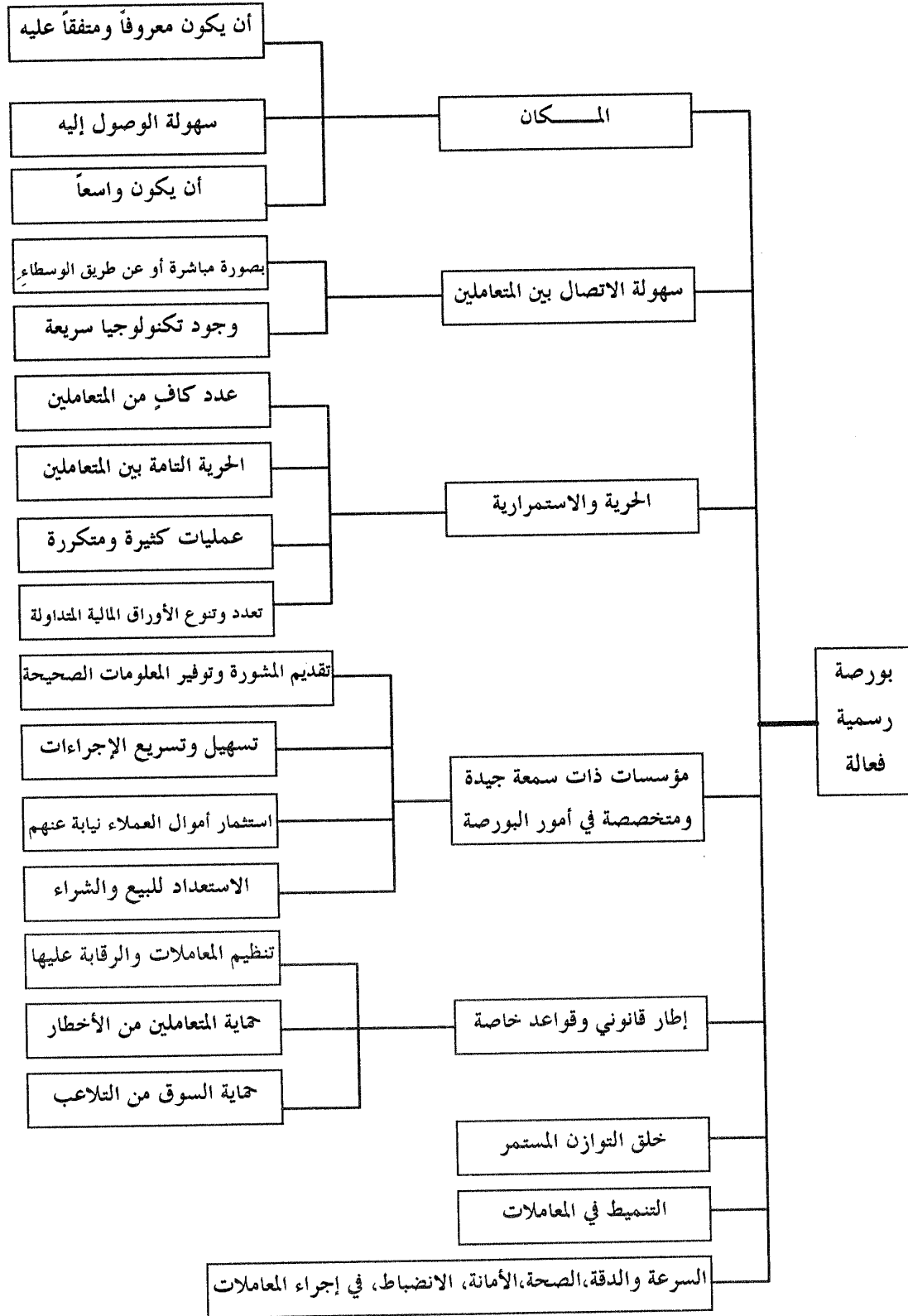
6- وجود إطار قانوني وقواعد لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في البورصة، وذلك من اجل حماية المتعاملين من المخاطر التي يمكن أن تحدث، كذلك محاسبة أي متعامل يخرج عن الإطار القانوني؛

7- النمطية وذلك يجعل كل العقود والمعاملات التي تتم في السوق بنمط محدد **Standardization** ، والتنميط هو الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية للأوراق المالية، ومن ثم توفير عنصر السيولة للمستثمر.

وعادة نجد ان فعالية أي بورصة تقاس بالمقاييس التالية:

- مقياس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات؛
- مقياس الدقة والصحة، وعدم حدوث أي أخطاء أو السماح لاحتمالاتها أن تظهر؛
- مقياس الفعالية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل وفوري سريع.

الشكل رقم (2-1): شروط إقامة بورصة فعالة



المصدر: شعبان محمد إسلام البروازي، مرجع سابق، ص: 44.



### المطلب الثالث: أنواع ووظائف البورصة

تعتبر البورصة المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية، ومدى نجاح السياسات المالية و الاقتصادية و ذلك من خلال الدور الذي تقوم به في المجتمع.

#### 3-1- أنواع البورصات :

لقد كان في السابق يتم التعامل بالبورصة في السلع حيث يمكن التمييز بين ثلاث أنواع من البورصات هي:<sup>8</sup>

- بورصات السلع ؛
- بورصات العملات ؛
- بورصات القيم المتداولة.

و القيم المتداولة و المعادن النفيسة، إلا أنه و مع تطور حجم المعاملات، فقد تم الفصل بين الأنشطة حيث صارت هناك بورصة للسلع و أخرى للعملات و المعادن النفيسة و أخرى للقيم المنقولة.

#### 3-1-1- بورصة السلع و العقود :

إن هذه البورصة هي عبارة عن سوق منظمة، حيث يتم التعامل فيها ببيع و شراء السلع ذات الاستهلاك الواسع، أي بمعنى السلع ذات الطابع الإستراتيجي و ذلك مثل القمح و الذرة و العلف و الشاي و الزيتون...إلخ .

حيث نجد في هذه البورصات لا يتم فيها شرط عين السلعة بل يتم النظر إلى نوعية السلع ، إذ بالإمكان إحلال كمية معينة من السلعة مكان كمية أخرى و ذلك من نفس النوع . و ما يمكن ملاحظته في هذا النوع من البورصات أن التعامل إما يكون:

- عاجلا وتسمى في هذه الحالة بورصة السلع الحاضرة؛
- آجلا و تسمى في هذه الحالة بورصة العقود.

حيث توضح في هذه الحالة العقود البضائع بأدق مواصفاتها ، كذلك يحدد أيضا تاريخ التسليم .

#### 3-1-2- بورصة الذهب و العملة:

هذه البورصة يتم فيها عموما عمليات شراء و بيع الوسائل التي يمكن بموجبها تسوية المدفوعات في بلد آخر.

<sup>8</sup> محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص ص: 93-94.

### 3-1-3 - بورصة القيم المتداولة:

تمثل هذه البورصة سوق منظمة يتم التعامل فيها بالأسهم و السندات ، و التي تمثل ما تملكه الشركات من أموال موظفة في الأصول الثابتة من مباني و أراضي و معدات إنتاج و من خلال السوق النقدية فإنه يتم تداول حقوق الملكية لهذه الأصول الثابتة و ذلك بصفة مستقلة عن دورة العملية الإنتاجية ، حيث تكمن مهمة هذه السوق في إمكانية تحويل الرأسمال الاستثماري إلى نقود سائلة دون اللجوء لتصفية الشركات و هذا ما يدفع الناس لتوظيف أموالهم .

و تكون عملية تداول الأسهم و السندات كالتالي:

- بصفة عاجلة و ذلك بتسليم الأوراق للمشتري و دفع الثمن للبائع؛
- أو بصفة آجلة وهو عبارة عن اتفاق بين البائع و المشتري في الحين على أن يكون موعد تصفية العملية آجلا حسب ما أتفق ، و يكون الغرض هنا المضاربة ، إذ يكون قصد المتعاقدين يقتصر على الاستفادة من تقلبات أسعار هذه الأوراق بين فترة انعقاد العملية إلى عملية التصفية .

### 3-2- وظائف البورصة:

إن أهمية البورصة تتمثل من خلال الدور الذي تقوم به و ذلك في تقديم الخدمات من أجل تحقيق التقدم الاقتصادي ، و مدى تأثيرها على المتعاملين و ذلك من حيث الاستمرار في استثمار أموالهم و استردادها من خلال بيع أوراقهم المالية في البورصة ثم سحب حصيلة البيع من مجالات الاستثمار بعد ذلك ، حيث نجد أن وظائف البورصة تنقسم إلى قسمين هما: الوظائف الرئيسية و الوظائف التبعية:<sup>9</sup>

### 3-2-1- الوظائف الرئيسية:

تمثل هذه الوظائف الركيزة الأساسية التي تقوم عليها البورصة ، حيث تعتبر من أهم أسباب قيامها و استمرارها . حيث تعتبر من مقومات إنشاء بورصات الأوراق المالية و تتمثل هذه الوظائف في ما يلي:

#### ü إتاحة الفرصة لسوق مستمرة للأوراق المالية كوسيلة لمكان استرداد المستثمر لمدخراته:

ذلك لأن دوافع الادخار و الاستثمار من المحركات الأساسية لعملية التداول في البورصة و لا تكون هذه الدوافع محددة بزمان معين، و لكنها تخضع لظروف و متطلبات الحياة ذاتها و احتياجاتها. فإذا ما تبين للمدخر كيفية الحصول على أمواله و ذلك بالسرعة التي يراها مناسبة و أن الخسارة غير مقبولة فإنه في هذه الحالة المدخر يلجأ إلى عملية الاكتناز.

<sup>9</sup> مصطفى كمال طه ، بورصة الأوراق المالية ، ط 1 ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2009 ، ص ص: 14 - 19 .

أما إذا اتجه المدخر إلى شراء أسهم في شركات المساهمة، فإن هذه الأسهم تمثل صكوكا بملكية تعد جزء من أصول الشركة، وإذا أراد صاحب السهم استرداد حصته وذلك في صورة نقدية في الشركة فإن ذلك لا يتم إلا بعد انتهاء الأجل الذي يحدده نظامها الأساسي و الذي يكون في الأغلب ما بين 25 إلى 50 سنة .

و هكذا فإنه ينشأ تنازع بين العرض و الطلب و ذلك بسبب رغبة المدخر في سرعة استرداد أمواله المستثمرة و الطلب حيث تستوجب الظروف الاقتصادية الإبقاء على هذه الأموال في مجالات استخدامها لآجال طويلة . و للتوفيق بين هذين الوضعين فإنه يتم إيجاد وسيلة لتلبية رغبة المدخر إذا ما أراد استرداد استثماراته و بين الاستمرار في إبقاء على هذه المشروعات .

حيث أصدر ملك إنجلترا وليم الثالث قرضا عام 1593 و نص على حق تنازل حامل صك القرض عن صكه لأن هناك شخص يرغب في إحلال محله و لهذا تم تحقيق السيولة في الاستثمارات و أنشئت حوالة الحق في صك الاستثمار، حيث هناك مجموعة من الوسطاء الذين يقومون بعمليات البيع و الشراء سواء كان ذلك لحسابهم أو لحساب الغير .

و هكذا تطورت العمليات و أخذت البورصة شكلها الحالي حيث أصبح المدخرين يقومون باستثمار أموالهم في أية لحظة ، حيث يتوقف مدى سرعة الاسترداد على مدى نجاح البورصة و ثقة الأفراد في تعاملاتهم ، كذلك يتوقف نشاط البورصة على عوامل داخلية و عوامل خارجية .

فبالنسبة للعوامل الداخلية فإنها تتعلق بمدى السماح بعمليات البيع باختلاف أنواعها سواء كان ذلك البيع بالأجل أو باستخدام الحسابات الجارية أو حقوق الخيار مما يسمح بقدر معين من المضاربة المقبولة و التسيير على المتعاملين في تحويل عملياتهم، حيث لا يعتمد السوق على الأموال الحاضرة فقط في هذه الحالة .

أما بالنسبة للعوامل الخارجية فإنها تتمثل في قاعدة ملكية الأسهم و السندات المقيدة في البورصة ، حيث يتوقف ذلك على مدى كبر حجم الشركة ، حيث كلما كبر حجم الشركات كلما قل تركيز الأسهم في يد شخص واحد أو أشخاص قليلون لا يرغبون في التخلص من أسهمهم .

### ن تحديد الأسعار المناسبة للأسهم والسندات:

إن هذه الوظيفة ترتبط بالوظيفة الأولى، أي أنه كلما حرص المدخر على بيع أوراقه المالية، فإنه يكون بحاجة إلى أن تكون أمواله في صورة سائلة.

كما أن المدخر يحرص على أن يكون السعر مناسباً لبيع أوراقه ، أو سوق يبيع أسهمه أو يبيع بالخسارة ، ويكمن الدور الذي تقوم به هذه الوظيفة في الموازنة بين السعر والسيولة، وذلك بتجميع الطلب و العرض في مكان واحد ووقت واحد و ذلك حتى يتحدد السعر العادل يتم بتلاقيهما، ويقوم بهذه العملية كل من السماسرة و الوسطاء والمتواجدون الذين يقومون بعمليات التداول و ذلك طبقاً للأنظمة و القواعد التي تضعها الجهات المسؤولة عن عمليات التداول فضلاً عن الأعراف و آداب المهنة التي ترسخت عبر الزمن .

حيث تقوم اللوائح والقوانين التي تحكم البورصة، أن تلزم الشركات المقيدة فيها بإعلان أجهزة البورصة بالمعلومات والبيانات والنتائج التي يمكن أن تؤثر على قيمة أسهمها، وذلك حتى يكون المتعاملين على علم تم بحقيقة الأوراق المالية التي يداولونها، كما تمنح هذه اللوائح والأنظمة المضاربات الجامحة.

### 3-2-2 - الوظائف التابعة:

تتمثل الوظائف التابعة في مايلي:

#### ü تفادي التقلبات العنيفة للأسعار:

إن عملية الاستثمار في الأوراق المالية تحيطها مجموعة من العوامل النفسية يترتب عنها تأثيرات سريعة بالأحداث والتوقعات، مما يؤدي إلى تعرض السوق إلى آثار انفعالات المتعاملين. فقد يحدث وأن تهبط الأسعار وذلك نتيجة للدورات الاقتصادية المعتادة أو الموسمية وغالبا ما تكون مؤقتة، وقد يكون هناك بعض المسرفين المتشائمين الذين يضغطون على السوق ويزيدون من حدة الهبوط والعكس في حالة التفاؤل.

حيث نجد أن الوظيفة التي تؤديها البورصة هنا هي إحداث التوازن بالشراء وذلك في حالة هبوط الأسعار بدون مبرر، أو البيع في حالة صعود الأسعار ويتم ذلك عن طريق المتخصصين. ونجد أن لكل من البائع والمشتري الحق في تقدير السعر، لأنه لا يمكن فرض عليهما سعر معين وإنما تكون لهما حرية الاختيار في قبوله، وإتمام أي عملية بيع أو شراء لا بد أن يكون السعر مقبولا منهما، فضلا عن العوامل النفسية التي تسيطر على كل منهما من تفاؤل أو تشاؤم. إن أداء البورصة لوظائفها على أكمل وجه وذلك في ظل الوسائل المتاحة لديها يعمل على استقرار الأسعار وإعادة الاطمئنان والثقة لدى المتعاملين فيها مما يمكن من زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية.

#### ü سلامة تقييم المشروعات وحسن توجيه المدخرات:

إن الأسعار التي يتم التعامل بها تتم على حقيقة المشروعات التي تتداول فيها الأوراق المالية، مما يجعل المدخرين يسعون إلى الاستثمار في المشروعات الأكثر ربحية سواء كان ذلك على المدى القصير أو المدى الطويل، مما يساعد هذا الأمر على سهولة الحصول على التمويل اللازم لهذه المشروعات الجديدة والقائمة.

#### ü إتاحة المجال لاستثمارات طويلة وقصيرة الأجل:

قد يشتري المستثمر أسهم الشركات وذلك للاحتفاظ بها فيصبح هنا الاستثمار طويل الأجل أو يقوم بإعادة بيعها مرة أخرى فيصبح الاستثمار قصير الأجل.

وقد ينوع المستثمر في استثماراته ما بين قصيرة الأجل وطويلة الأجل، معتمدا على أن البورصة لا تسمح بقيد الشركات إلا بعد التأكد من نجاح هذه الشركات وتقديم ما يثبت ذلك بالإضافة إلى استمرار رقابتها على أداء هذه المشروعات.

### U زيادة النشاط التجاري:

إن النشاط التجاري يحتاج إلى التمويل قصير الأجل ومتوسط الأجل بالإمكان الحصول على تلك القروض بضمان الأوراق المالية التي تتمتع بالسيولة العالية واستقرار الأسعار، وبالتالي فإن وجود البورصة يؤدي إلى توسيع رقعة النشاط التجاري.

### U مؤشر للحالة الاقتصادية:

تعتبر البورصة مؤشر مدى نجاح السياسات الاقتصادية والمالية، حيث تشير الأرقام القياسية للأسعار في البورصة إلى ما سوف تكون عليه الحالة الاقتصادية.

كما تعتبر البورصة عامل من عوامل التنبؤ بالمشروعات المطلوبة ووقتها المناسب كما أنها من أهم وأبرز الجهات التي تتيح مدى التعرف على ملائمة المشروعات المالية والاقتصادية وردود الأفعال تجاه تلك التشريعات.

### U إتاحة الفرصة أمام استثمارات متفاوتة في درجة المخاطرة:

إن أهداف الاستثمار تختلف من مستثمر إلى آخر وذلك حسب الظروف المحيطة به، فالنسبة لهدف الأمان نجد أن المستثمر يتجه إلى اختيار السندات والأسهم الممتازة. بينما نجد الكثير من الذين يرغبون في عائد سنوي ثابت فإنهم يتجهون إلى الاستثمار في الشركات المستقرة وذات السمعة العالية والممتازة أما بالنسبة للذين لهم القدرة على تحمل المخاطرة فإنهم يتجهون إلى الاستثمار في الأسهم التي من المنتظر أن تحقق معدلات عالية النمو.

### U نشر الوعي المالي والاستثماري:

نجد أن معظم قوانين سوق المال والبورصات تقوم بإلزام الشركات المقيدة فيها بالإعلان عن البيانات المالية دوريا لدى المستثمرين من أجل الإلمام بالمعلومات عن الشركات المتداولة. كما نجد طبقة معينة من المستثمرين تعودوا على تحمل مخاطر الاستثمار وذلك نتيجة للعمليات التي يبرمجونها، بالإضافة إلى أن البورصات نفسها، كذلك السماسرة يعملون على تنمية الوعي الاستثماري لدى الجمهور من خلال البرامج التي تتعرض للموضوعات الاقتصادية مع محاولة تبسيطها وتيسيرها.

#### المطلب الرابع: إدارة البورصة ومرتكزاتها

تشمل البورصة على مجموعة من الأجهزة المكونة لها، كما تقوم البورصة على مجموعة من المرتكزات، لذلك سوف نتطرق إلى الأعضاء المكونة للبورصة والمرتكزات التي تقوم عليها:

#### 4-1 - إدارة البورصة:

تعتبر البورصة شخصا اعتباريا عاما تتولى إدارة أموالها وتكون لها أهلية التقاضي، حيث تدار كل بورصة من طرف مجموعة من الأجهزة تتمثل في مايلي:<sup>10</sup>

##### ● لجنة البورصة:

تشكل هذه اللجنة من سبعة عشر عضوا تسعة من السماسرة وخمسة من الأعضاء المنظمين وثلاثة يعينهم وزير الاقتصاد لمدة سنتين، وللجنة البورصة مكتب يتكون من الرئيس ونائبه وأمين الصندوق وتختص اللجنة بمايلي:

- تحقيق حسن سير العمل بالبورصة؛
- للجنة سلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة وعلى المندوبين الرئيسيين وعلى الوسطاء؛
- تحديد حد أعلى و حد أدنى لأسعار الأوراق المالية.

##### ● الجمعية العامة:

و تتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنضمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإيداع التوصيات في جميع البورصات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.

##### ● اللجنة العليا للبورصات:

تشكل برئاسة رئيس هيئة سوق المال أو نائبه وعضوية مكتب لجنة كل بورصة وعضوين منضمين من كل منها واحد من الأعضاء المنضمين عن كل بورصة ومندوب الحكومة لدى هذه البورصات. ومهمة هذه اللجنة اتخاذ التدابير الكفيلة بتطبيق القوانين واللوائح تطبيقا متماثلا في جميع البورصات وتوحيد أساليب العمل بها.

<sup>10</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص ص: 122-123.

● هيئة التحكيم:

حيث تتشكل هذه الهيئة في جميع المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.

● مجلس التأديب:

ويتشكل برئاسة لجنة البورصة أو نائبه وعضوية عضو منظم من أعضاء اللجنة وعضو معين من أعضائها. حيث يقوم هذا المجلس بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام قوانين البورصة ولوائحها وتكون مداواته سرية كما يختص بوقف التعامل مع عضو البورصة أو الوسيط أو المندوب الرئيسي إذا أتهم أحدهم في جنابة أو جنحة مخلة بالشرف.

● مندوب الحكومة:

حيث تقوم كل بورصة بتعيين مندوبا أو أكثر تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح وله حق الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجانها الفرعية إذا صدرت مخالفة قوانين البورصة أو لوائحها، وللصالح العام.

4-2 - مرتكزات بورصة الأوراق المالية

تقوم بورصة الأوراق المالية على مجموعة من المرتكزات، كما تستند بورصة الأوراق المالية على مجموعة من المسؤوليات التي تقوم بها:<sup>11</sup>

- وجود إطار تنظيمي واضح يحدد القواعد التنظيمية التي تحدد القوانين التي تحدد سلطات ومسؤوليات القائمين عليها؛
- تنظيم مهنة الوساطة فيها والرقابة عليها وذلك لتحديد اختصاصات الوسطاء وضمان قيامها بدورها في خدمة المتعاملين على أفضل وجه. وذلك من خلال وضع الضوابط التالية:

\* معايير يتم التعرف عليها لمزاولة مهنة الوساطة؛

\* ميثاق الأدب وشرف مهنة الوساطة؛

<sup>11</sup> فيصل محمود الشواور، مرجع سابق، ص: 46 - 47.

\* تشكيل اتحاد لمهنة الوساطة ينظم آدابها ويراقب أعمالها.

- كفاية التشريعات والالتزام بتطبيقها بما يضمن القيام بتقديم خدماتها بشكل فعال دون لبس أو غموض؛
  - الرقابة الفعالة من قبل الأجهزة الفنية المختصة للتحقق من الوجود الفعلي للشركات، وتسهيل عمليات التبادل ونقل الملكية والرقابة على مدى التزام السماسرة بتنفيذ واجباتهم وفقا لمسؤولياتهم والرقابة على مدى قيام مراقب الحسابات بدوره بعناية والتأكد من الإفصاح عن الأسعار وحركة التداول اليومي والرقابة على تطبيق اللوائح والتشريعات القائمة؛
  - تعدد أدوات الاستثمار والعمل بنظام المزاد المكتوب عند التداول وتنظيم عمليات البيع طويل وقصير المدى ووجود نظام واضح للمقاصة والتسويات وإنشاء شركات للمحافظة على استمرارية التعامل في الأوراق المالية من خلال ضمان تواجد عدد كبير من البائعين والمشتريين؛
  - وجود نظام كفاء وفعال للمعلومات المحاسبية يظهر المراكز المالية الحقيقية للشركات المسجلة، والتي تعكس القيم الحقيقية لأسهمها وأصولها ، وتوفير قواعد ومعايير واضحة للإفصاح عن تلك المعلومات مع الاستجابة التامة لها من قبل السوق، بما يضمن تحقيق التقارب بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة.
- أما المسؤوليات المنوطة بها فتتمثل في مايلي:
- توفير التمويل اللازم لطالبيه والاستثمار الملائم للباحثين عنه من خلال بيع وشراء الأوراق المالية؛
  - الجمع بين البائعين والمشتريين، بهدف تسهيل انتقال الورقة فيما بينهما، والمساعدة في تحويل ملكيتها بأسرع ما يمكن.



## المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية

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

## المطلب الأول: مفهوم وخصائص كفاءة السوق المالي

يمكن اعتبار كفاءة السوق المالي عالية وذلك من خلال قدرتها على توظيف رؤوس الأموال في المشاريع الأكثر ربحية في الاقتصاد الوطني، حيث تقوم نظرية السوق الكفاء على مدى توفر المعلومات لدى المستثمرين في نفس الوقت وبدون تكلفة.

## 1-1 - مفهوم كفاءة السوق المالي:

لقد تعددت التعاريف في هذا المجال ومن أهمها:

**تعريف 01:** تعرف كفاءة السوق المالي « بأنها السوق التي تتداول فيها عدد كبير من المشاركين ذوي الدراية على الحكم العقلاني **Rational** ، الهادفين لتعظيم الأرباح المنافسين منافسة حرة نشطة، الذين يسعون للخروج بتوقعات حول أسعار الأسهم المستقبلية، بحيث تكون المعلومات موجودة كافة ومتاحة للجميع بشكل متساوي ودون أي تكاليف».<sup>12</sup>

<sup>12</sup> Eugent Fama, Efficient capital Markets: AReviewof- Theory and Empirical work, Journal of finance 25,no,2,May 1970, p: 384.

**تعريف 02:** تعرف كفاءة السوق المالي على أنها « ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة ويسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، والذي يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية». <sup>13</sup>

**تعريف 03:** يعرف السوق الكفاء على أنه «ذلك السوق الذي يحدد السعر الصحيح للأوراق المالية، أي السعر الذي يعكس القيمة الحقيقية لهذه الأوراق، والقيمة الحقيقية للورقة هي المبلغ الذي يحصل عليه أو بدفعه مقابل هذه الورقة بالنظر إلى العائد الذي يمكن أن يتحقق منها». <sup>14</sup>

**تعريف 04:** تعرف كفاءة السوق المالي أيضا على أنها « تعكس أسعار الأوراق المالية كل المعلومات المتاحة بسرعة ودقة»، حيث يشير هذا المفهوم إلى ثلاثة عناصر رئيسية هي. <sup>15</sup>

- **التأثير الكامل:** يفترض مفهوم الكفاءة أن المستثمر سوف يستوعب كل المعلومات وذلك من أجل اتخاذ قرار البيع والشراء وبالتالي فإن أسعار الأسهم أي شركة سوف تعكس كافة المعلومات التي يمكن أن تؤثر عليها.
- **جمع المعلومات المتاحة:** يفترض مفهوم كفاءة سوق رأس المال أن كل المعلومات الموجودة هي متاحة وبالتالي سوف تنعكس على الأسعار متضمنة في ذلك كل المعلومات سواء في الماضي أو في الحاضر وكذلك المستقبل. مثل توقع المستثمرين لانخفاض معدل الفائدة مما ينعكس على الأسعار في الحاضر.
- **السرعة والدقة:** يفترض هذا المفهوم إجراء تعديل في الأسعار بسرعة وذلك بمعرفة معلومات جديدة وتوافر معلومات غير متحيزة، وهذا لا يعني أن السعر الجديد يعكس دائما سعر التوازن وبينما يكون سعرا عادلا للتوازن النهائي وذلك يعد أن يقوم المستثمر بتقييم كل المعلومات، كما أنه لا يوجد في السوق الكفاء فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى النتائج بخصوص أسعار الأوراق المالية.

**تعريف 05:** وتعرف كفاءة السوق المالي أيضا حسب بيقر ( Beavar 1981 ) «أن سوق الأوراق المالية يكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة». <sup>16</sup>

<sup>13</sup> دريد آل شبيب، عبد الرحمن الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، المؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع لاستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة الزيتونة الأردنية، الأردن، 2005، ص: 07.

<sup>14</sup> امين عبد العزيز حسين، الأسواق المالية، بدون طبعة، دار قباء الحديثة للطباعة والتوزيع، القاهرة، 2007، ص: 239.

<sup>15</sup> ايهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص ص: 32-33.

يتصف هذا التعريف بالبساطة والوضوح بعد ما قدم بعض الباحثين تعريفات اتصفت بالتشدد وعدم الواقعية) مثل (Samuel son 1965)، ثم قدم العديد من الباحثين تعريفات أقل تشددا لمفهوم الكفاءة من بينهم (Fama 1970، And 1991، 1968 Fensen).

وعموما مما سبق يتضح لنا أن كفاءة السوق المالي هي عبارة عن السوق التي تتم فيها استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات والمعلومات الواردة للسوق. الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، حيث في ظل السوق الكفاء فإن سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات المتاحة وذلك في ظل توفر مجموعة من الشروط.

## 1-2 - خصائص السوق المالية الكفؤة:

وفقا للمفاهيم السابقة فإننا سوف نستخلص مجموعة من الخصائص تتمثل في مايلي:

- يتمتع السوق بوجود عدد كبير من المستثمرين؛
- يتصف المتعاملون في السوق بالرشادة؛
- أن تكون المعلومات متاحة لدى الجميع ودون أية تكاليف؛
- عدم وجود أي قيود على المتعاملين أي وجود حرية تامة في التعامل؛
- عدم تحقيق المستثمرين لأرباح غير عادية لأن العائد يكفي لتغطية المخاطر؛

## المطلب الثاني: متطلبات كفاءة السوق المالية

لكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفاء للموارد المتاحة ، ينبغي أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

## 2-1 - كفاءة التسعير:

يطلق على كفاءة التسعير **Price Efficiency** بالكفاءة الخارجية **External Efficiency** ويقصد بهذا النوع لأن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، ودون وجود فاصل زمني ، مما يجعل أسعار

<sup>16</sup> يقتر، نقلا عن محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص: 125.

الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات، وذلك دون تكبد تكاليف باهضة ، وبالتالي تكون الفرصة متاحة لجميع المتعاملين لتحقيق أرباح ، وعليه فإنه يصعب على أي واحد منهم أن يحقق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.<sup>17</sup>

## 2-2 - كفاءة التشغيل:

يطلق على كفاءة التشغيل **Operational Efficiency** بالكفاءة الداخلية **Internal Efficiency** ، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب وذلك دون أن يتحمل المتعاملين في السوق تكلفة عالية للسمسرة، كذلك عدم إتاحة فرصة تحقيق هوامش ربح مغال فيها للتجار والمتخصصين (صناع السوق)، حيث نجد أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير كفاءة التشغيل، إذ انه لكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى، الأمر الذي يشجعهم لبذل جهد للحصول على المعلومات جديدة وتحليلها مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية.<sup>18</sup>

و هناك مجموعة من الأساليب التي تحسن من كفاءة التشغيل ومن ثم خفض التكاليف، حيث تتمثل هذه الأساليب في:

- السماح للمنشأة أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة الأمر الذي يؤدي إلى تقوية المنافسة بين التجار والمتخصصين ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه. وقد تم استخدام هذا الأسلوب لتحسين كفاءة التشغيل في الأسواق الأمريكية، حيث صدر أول تشريع في مايو 1975 والذي تم بموجبه أن تقوم الشركات بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة ، الأمر الذي أسهم في تقوية المنافسة بين صناع السوق بشكل ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه مقابل خلق سوق للأوراق المالية؛
- جعل عمولة الشراء محلاً للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط التداول في السوق؛
- القرارات التي تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين الطلب والعرض.

<sup>17</sup> منير ابراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير، بدون طبعة، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 1995، ص:23.

<sup>18</sup> عاطف وليم أدراس، مرجع سابق، ص: 60.

### المطلب الثالث: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية

نجد في هذا الصدد نوعين لكفاءة سوق رأس المال هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

#### 3-1 - الكفاءة الكاملة:

يقصد بهذا النوع من الكفاءة أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر فالتوقعات متماثلة لدى المستثمرين والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف.<sup>19</sup>

حيث تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توفر مجموعة من الشروط تتمثل في:

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، كذلك حرية الدخول والخروج لأي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشراؤه لأي كمية من الأسهم التي يرغب فيها؛
- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛
- رشادة المستثمرين، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

#### 3-2 - الكفاءة الاقتصادية:

أن في ظل هذا النوع من الكفاءة فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.

لكن هذا الفارق بين القيمتين لا يتوقع أن يكون كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائه أرباح غير عادية وذلك بسبب تكلفة المعلومات والضرائب.<sup>20</sup>

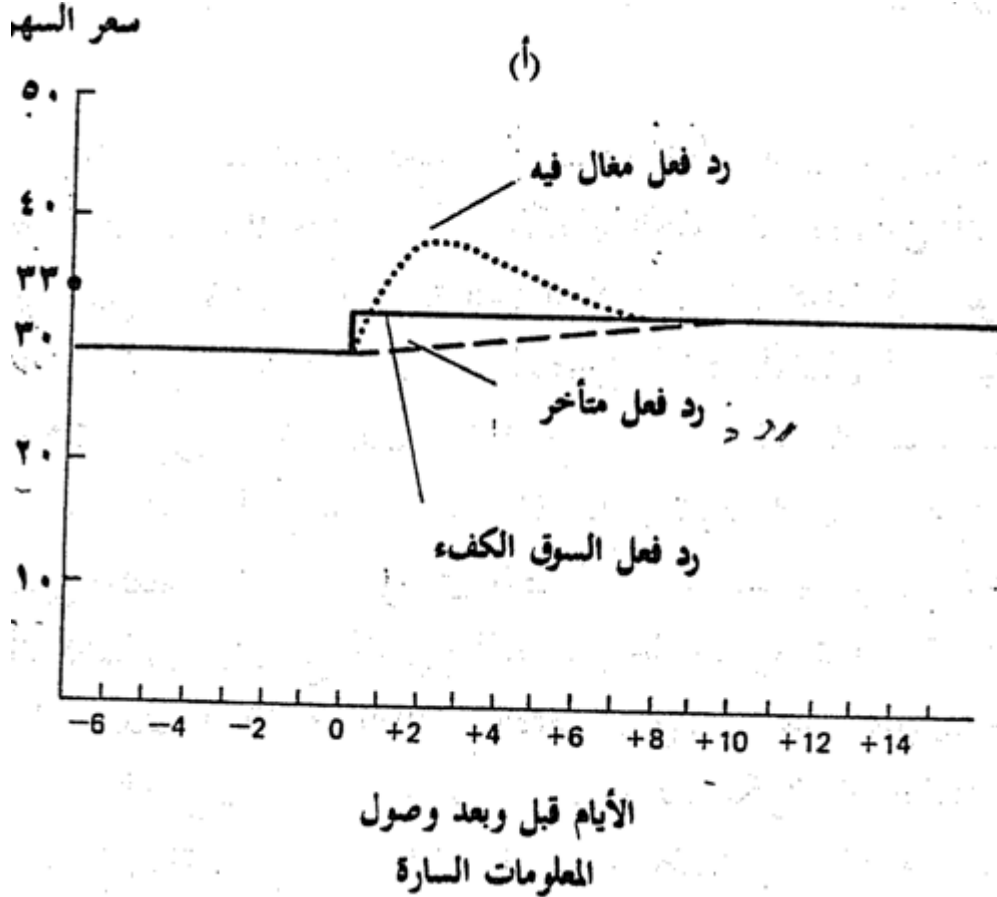
<sup>19</sup> مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد السابع، بسكرة،

2010، ص: 183.

<sup>20</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص: 32.

إذ نجد أن الكفاءة الكاملة تختلف عن الكفاءة الاقتصادية في أن هذه الأخيرة تتميز بوجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى النتائج.

الشكل (2-2): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر، منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص: 498.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أنه في اليوم الأول من شهر يونيو فإن القيمة السوقية للسهم كانت 30 جنيه، وفي ذات اليوم وصلت أنباء سارة إلى السوق بشأن المنشأة المعنية وفي ظلها قدرت القيمة الحقيقية للسهم بما يعادل 33 جنيه.

وإذا ما كان السوق كامل الكفاءة سيرتفع سعر السهم فوراً من 30 جنيه إلى 33 جنيه وهو ما يعكسه الخط الداكن.

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإن الأمر يختلف، فإنه يمضي بعض الوقت حتى يتم تحليل المعلومات والخروج منها بنتيجة بشأن القيمة التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم. و هذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى أن يرتفع سعر السهم إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية. وهو ما يعكسه الخط المتقطع والمنحى المرسوم بالنقط، والليذان يعكسان سيناريوهين مختلفين.

- **السيناريو الأول:** يقوم بيت السماسرة بإبلاغ العملاء المهمين بالمعلومات وذلك فور وصولها وقبل أن يصل إلى استنتاج نهائي بشأن ما ينبغي أن تكون عليه القيمة الحقيقية للسهم، مما يؤدي إلى تسارع البعض بإصدار أوامر لشراء السهم مما يؤدي إلى حدوث ارتفاع طفيف في سعره، وبعد يوم أو أكثر يصل بيت السماسرة إلى نتائج محددة، فيقوم بإبلاغها إلى عملائه تقضي بان القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية.

- **السيناريو الثاني:** فيشير إلى أن رد فعل المستثمرين للمعلومات الأولية التي حصلوا عليها من بيت السمسرة كان مغال فيه **Overreaction** لدرجة أن سعر السهم ارتفع على إثرها إلى أعلى من قيمته الحقيقية. وهو ما يوضحه المنحى المرسوم بالنقاط. وبمجرد وصول المعلومات إلى بيت السمسرة فإن هذا يؤدي إلى أن القيمة السوقية للسهم مغال فيها، وبالتالي توقع بدئ أوامر البيع في التدفق مما يؤدي إلى هبوط السعر ليصل إلى قيمته الحقيقية وفي ظل السيناريوهين فإنه يتوقع أن تصل القيمة السوقية إلى القيمة الحقيقية للسهم وذلك خلال وقت قصير.

#### المطلب الرابع: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي

تلعب المعلومات دورا هاما في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم ينبغي تحديد مستوى كفاءة السوق، حيث أن الاختلاف في المعلومات يؤدي إلى الاختلاف في درجة كفاءة السوق، فقد تكون السوق كفئة أو غير كفئة، حيث نجد في هذا الصدد ثلاثة صيغ مختلفة لكفاءة السوق تتمثل في فرضية الصيغة الضعيفة، وفرضية الصيغة المتوسطة القوة وفرضية الصيغة القوية.

#### 4-1 - فرضية الصيغة الضعيفة:

تقضي هذه الفرضية بأن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأسهم كالأسعار وحجم التعاملات السابقة،<sup>21</sup> حيث أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم في الماضي بالكامل بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار المتاحة في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم ( french, 1989).

إن مختلف الدراسات التي تم استخدامها لاختبار فرض الصيغة الضعيفة مثل سلاسل الارتباط وقواعد التصفية كان الهدف منها هو تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار.<sup>22</sup>

لقد اعتمدت الدراسات الميدانية على العديد من المداخل وذلك لاختبار فرضية الصيغة الضعيفة، أهمها اختبار سلاسل الارتباط واختبار الأنماط الطارئة، وقد كان الهدف من استخدام هذه النماذج الإحصائية هو اختبار فيما إذا كانت أسعار الأوراق المالية تسلك حركة عشوائية من عدمه، وفيما يلي عرض مختصر لهذين النموذجين.<sup>23</sup>

#### ● اختبار سلاسل الارتباط:

يركز هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر الورقة المالية على المدى القصير للتحقق من وجود قيمة إحصائية معنوية لمعامل الارتباط بين التغيرات الدورية المتتالية في العينة المدروسة.

ويعد الاقتصادي فاما من الباحثين الذين اختبروا سلسلة الارتباط لوصف التغيرات السعرية لثلاثين سهماً مكونة لمؤشر داو جونز وذلك من خلال دراسة معامل الارتباط لسلسلة من العوائد المتتالية من يوم إلى عشرة أيام، وقد توصل هذا الباحث إلى نتيجة مذهلة مفادها أن نسبة ضئيلة جداً من الأسهم تغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة، وتعد هذه النتيجة بمثابة تأكيد واقعي لفرضية الصيغة الضعيفة ونظرية الحركة العشوائية للأسعار، والتي تقضي بمبدأ استقلالية الحوادث عبر الزمن.

وعملياً تكون الصيغة الضعيفة محققة باستخدام الاختبار المشار إليه آنفاً إذا كان فقط معامل الارتباط

الخطي بين التغيرات في سلسلة من الأسعار معدوماً، مما يعني أن الأسعار تسلك حركة عشوائية في مسارها.

حيث يمكن صيغة هذه الفكرة رياضياً على النحو التالي:

<sup>21</sup> عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 128.

<sup>22</sup> محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص: 128.

<sup>23</sup> رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في

العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2007، ص: 105-108.



$$R_{it} = U_i + \varepsilon_{it}$$

حيث:

$R_{it}$  : معدل العائد للورقة المالية  $i$  للفترة  $t$ .

$U_i$ : ثابت.

$\varepsilon_{it}$ : متغير عشوائي بمتوسط معدوم وتباين ثابت وبمعامل ارتباط معدوم من أجل  $k$  فترة متأخرة  $k(\text{Log})$  :- أكبر أو تساوي الواحد، أي:

$$E(R_{it}/U_i) = U_i$$

وتشير هذه الصيغة إلى أن التنبؤ الأمثل بمعدل العائد للورقة المالية  $i$  للفترة المستقبلية هو متوسط معدلات العوائد الماضية لنفس الفترة.

حيث أن هناك طريقتين لاستخدامات اختبار الصيغة الضعيفة للكفاءة السوقية تتمثلان في مايلي:

- الطريقة الأولى: وتتمثل في اختبار مدى استقلالية التغيرات المتتالية في أسعار الأوراق المالية.
- الطريقة الثانية: أما هذه الطريقة فإنها تهتم باختبار مدى قدرة مستخدمي أدوات التحليل الفني على تحقيق عوائد مميزة تفوق تلك التي يحققها المستثمر الذي يتبع إستراتيجية التنوع الساذج للمحفظة المالية **Naine Strategy**، أو إستراتيجية الشراء والاحتفاظ **Buyand Hold Strategy** التي لا تقتضي متابعة التغيرات السعرية من حين إلى آخر.

#### ● اختبار الأنماط الطارئة:

يرى أنصار هذا المدخل أنه يمكن التغيرات السعرية للأوراق المالية قد تسلك حركة عشوائية وذلك معظم الوقت، إلا أنه قد تأخذ نمطا معيناً من حين لآخر ويمكن التحقق من مدى إمكانية حدوث ذلك باستخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبار التغير في اتجاه الأسعار، إذ يهدف هذا الأسلوب إلى معرفة عدد المرات التي يتغير فيها اتجاه الأسعار ومدى الفترة في كل مرة.

حيث تظهر العينة التالية من الأسعار أربعة تغيرات سعرية يومية على التوالي:

موجب، صفر، سالب، موجب.

$$\Delta p^+, 0, \Delta p^-, 2 \Delta p^+$$

حيث يشير الرمز  $2\Delta p^+$  إلى حركة عشوائية سعرية بالارتفاع ليومين متتاليين، بينما يشير الرمز إلى حركة عشوائية سعرية بالانخفاض ليوم واحد فقط، أما الرمز  $O$  يعني انعدام التغير في السعر، حيث الهدف من وراء وضع هذه الإشارات متابعة التغيرات والحكم على مدى عشوائية الحركة السعرية لورقة مالية متداولة. وإذا تبين من نتائج تحليل هذا الاختبار أن هناك تغيرات سعرية تحدث بتكرار أكثر أو أقل مما هو متوقع من سلسلة من الأرقام العشوائية، فإن ذلك يعد دليلاً على أن هناك نمطاً من الحركة غير العشوائية. وإن تحقق هذا الافتراض في سوق ما فإنه يبعث على الادعاء بانعدام فرضية الكفاءة السوقية صيغتها الضعيفة.

#### ● قواعد التصفية:

لقد اعتبر العديد من الفنيون بان مدخل تحليل الارتباط أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المتعددة لحركة الأسعار واقترحوا بديلاً واقعياً لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، وهو ما يعرف بقواعد التصفية.<sup>24</sup>

ومعنى قواعد التصفية بأنها تصلح في المضاربات، حيث توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية التي اقترحها الفنيون:

- المجموعة الأولى والتي تقوم على أن الارتفاع في السعر بنسبة معينة مؤشراً يعتمد عليه في قرارات الشراء، وإن الانخفاض في السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً سليماً لقرار البيع.
- أما المجموعة الثانية فهي مجموعة الدورات والموسمية والتي تقضي بأن فصل الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار وفصل الشتاء هو موسم انخفاض الأسعار.
- أما المجموعة الثالثة والرابعة هي المتوسط الحسابي للأسعار، وكذا القوة النسبية لسعر الورقة المالية، حيث يمكن للمستثمر أن يختار التوقيت الملائم لمختلف قراراته الاستثمارية.

#### 4-2 - فرضية الصيغة القوية

تقوم هذه الفرضية على أنه كل المعلومات تكون متوفرة للمتعاملين في السوق المالي سواء كان مصدرها بيانات منشورة أو تاريخية، و يعني ذلك أن تتوفر كل في السوق بشكل عام، و لا يكون هناك مجال لظهور ظاهرة (احتكار المعلومات) (القيمة المتوقعة للأرباح غير العدية = صفر).

<sup>24</sup> الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 274.

و لكن هذا المستوى لا يعني عدم مقدرة بعض المحللين على معرفة بعض الأرقام و المعلومات غير المعلنة و بالتالي تحقيقه أرباح غير عادية ، و لكن يلاحظ على هذا المستوى أنه بعد فترة وجيزة ستعود الأرباح لوضعها الحالي لما سيتعرض له هؤلاء المحللين إلى خسائر غير متوقعة نتيجة ظاهرة المضاربة.<sup>25</sup>

ويمكن اختبار فرضية الصيغة القوية من خلال وسيلتين هما:

● **المتعاملون بالشركة:**

إن كبار العاملين بالشركة لهم القدرة على معرفة المعلومات وذلك بسرعة مقارنة بباقي المستثمرين، كذلك فإنه يمكن اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية، وذلك بمعرفة قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية.

غير أن العديد من الدراسات لأثبتت أنهم يمكن أن يحققوا أرباح غير عادية قد تفوق العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر العادي، ذلك لأنهم يعرفون المعلومات قبل أن تتداول لدى الجميع.<sup>26</sup>

● **المؤسسات المالية والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية:**

تعتبر المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي من المؤسسات التي لها القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما تتميز بالقدرة على استخدام أدوات التحليل المالي ومن ثم القدرة على توقع اتجاهات السوق.

ويمكن اختبار هذا الفرض من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبل المؤسسات بما يحققه المستثمر العادي.

إن كل الدراسات التي تناولت هذه الصيغة خلصت إلى عدم قدرة هذه المؤسسات على تحقيق عائد متميز يفوق العائد الذي يحققه المستثمر العادي، كما أكدت دراسات أخرى مثل (Shawky, 1982)، كذلك دراسة كل من (Viet & cheney, 1982) على عدم قدرة هذه المؤسسات حتى على التنبؤ بأسعار الأسهم في المستقبل الأمر الذي يؤدي إلى عدم توفر أي ميزة خاصة لهذه المؤسسات لتحقيق أرباح عادية.

كما أثبتت بعض الدراسات الأخرى مثل (Diefenback, 1972; keame, 1989

;Dimon & March, 1984)، عدم قدرة هذه المؤسسات هذه المؤسسات المتخصصة في التحليل على تحقيق أرباح متميزة . بل حتى أن قدرتها على تقدير القيمة الحقيقية للسهم قد لا تتسم بالدقة الأمر الذي يؤيد فرض الضيقة القوية لكفاءة السوق،.

كما يعارض البعض الاتجاه السابق ويرى أن قدرة مؤسسات التحليل المالي لها القدرة على تقديم استشارات لعملاء حققوا من ورائها أرباحا غير عادية قد يكون هذا بمثابة عدم اعتراف بصيغة الفرض القوي لكفاءة السوق.

<sup>25</sup> وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص: 20 .

<sup>26</sup> إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 60.

وبناء على ما سبق وما أوضحتها الدراسات التي استخدمت بشأن الصيغة القوية لكفاءة السوق وقدرة كبار العاملين بالشركات على تحقيق أرباح غير عادية بما يعني عدم وجود سوق كفاءة في شكلها القوي بالشكل العملي فإن هذا يعني قدرة المؤسسات المحترفة على تبني استراتيجيات استثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية طالما أن السوق ليست كفاءة بالدرجة المرتفعة التي تحول دون تحقيق أرباح.<sup>27</sup>

#### 4-3- فرضية الصيغة شبه القوية:

تقوم هذه الفرضية على أسعار الأسهم السائدة في السوق تعكس المعلومات التاريخية الأخرى المتوفرة لعامة الناس أي المعلومات المنشورة ، و نجد أن هذا المستوى لا يتوفر على معلومات غير منشورة مثلما هو الحال في المستوى القوي ، و هنا يكمن الفرق بين هذين المستويين ، و كذلك نجد أن هذا المستوى الشبه قوي هو المستوى السائد في الأسواق المالية المتقدمة ، حيث يتصف معظمها بأنها سوق ذات كفاءة من المستوى شبه قوي .

و يفترض هذا المستوى أن يعكس الأسعار الجارية في السوق المالية جميع المعلومات المتوفرة للجمهور سواء كانت هذه المعلومات جيدة أم سيئة ، و سواء أكانت تاريخية أو منشورة حديثا ، و بما أن هذه المعلومات قد قررت مستويات الأسعار السائدة لذلك لا يمكن الاعتماد عليها للتنبؤ ، بما ستكون عليه الأسعار مستقبلا لأنها قد استنفذت دورها في صياغتها للأسعار الجارية ، و لأن الأسعار الجارية لن تتغير إلا إذا وصلت معلومات جديدة غير متوفرة حاليا و بالتالي لن يستطيع المحلل المالي أو المستثمر من خلال المعلومات العامة المتوفرة للجميع أن يحقق أرباحا إضافية غير عادية .

و لهذا فإن جميع الأبحاث التي أجريت على اختبار كفاءة السوق عند المستوى الشبه قوي ركزت على سرعة استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة و سرعة تحركها نحو نقطة توازن جديدة بين العرض و الطلب على الأسهم ذات العلاقة بعد نشر المعلومات حيث كلما كانت سرعة الاستجابة و الحركة كانت كفاءة السوق على المستوى الشبه قوي أكبر.<sup>28</sup>

ولقد تم اختبار هذه الصيغة بوسائل وطرق غير مباشرة، تمثلت في قياس مدى استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح والتوزيعات وعمليات اشتقاق الأسهم والإصدارات الجديدة وسيتم توضيح هذا كما يلي:<sup>29</sup>

#### • الإعلان عن الأرباح والتوزيعات:

لقد قام كل من بال و براون Ball & Brawn بدراسة تحليلية لمدى أثر الإعلان عن النتائج السنوية لـ 261 شركة أمريكية وذلك في سنة 1969، لفترة زمنية غطت 20 سنة، حيث كانت نتائج الدراسة هو أن آليات السوق قد توقعت التغير في النتائج قبل أن تنشر إلى عامة الجمهور، ذلك لأن الشركات

<sup>27</sup> عاطف وليم أندروس، مرجع سابق، ص:64.

<sup>28</sup> زياد رمضان، مروان شحوط ، مرجع سابق، ص:204-205 .

<sup>29</sup> الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص:278.

التي لم تتحصل على نتائج مرضية رأت أن أسعار أسهمها تتجه نحو الهبوط بصفة دورية غير عادية في الأشهر التي سبقت الإعلان عنها للجمهور والعكس صحيح. كذلك قام كل من بيدوال وكول **Bidwel & Col** وذلك سنة 1980 وكذلك سميرلوك و ياويتز **Smirlock & Yawitz** في عام 1985 بدراسة تأثير الإعلان عن توزيع الأرباح، واتضح أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان ، مما يؤدي إلى عدم إتاحة الفرصة لأي مستثمر من تحقيق أرباح متميزة على حساب الآخرين وهو ما يعد تأييدا لفرض كفاءة الصيغة متوسطة القوة.

#### ● عمليات اشتقاق الأسهم:

يقصد بعملية اشتقاق السهم هو القيام بتجزئته وتقسيمه، وتتم هذه العملية على الأسهم التي تكون قيمتها مرتفعة نسبيا، وذلك لأن ارتفاع قيمتها يمثل عائقا لتداولها من قبل صغار المستثمرين، وبالتالي فإن عملية اشتقاق الأسهم تؤدي إلى توسيع قاعدة الجمهور المتعامل في الأوراق المالية وبالتالي رفع درجة السيولة الخاصة بها.

ومن بين الدراسات التي تمت في هذا المجال نجد الدراسة التي قام بها جنسن و رول **Jensen & Roll** وذلك سنة 1969، حيث قامت هذه الدراسة بتتبع اتجاه أسعار الأسهم عند القيام بعملية الاشتقاق، ولقد غطت هذه الدراسة عملية اشتقاق لـ 622 سهم مدرج ببورصة نيويورك وذلك لفترة زمنية امتدت ما بين 1927 و 1959، حيث خلصت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم تعكس تماما وبسرعة المعلومات المتعلقة بالإعلان عن الاشتقاق، وأن هذه العملية لا تمنح لأي مستثمر من أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين، حتى ولو قام ببذل الجهد وإنفاق الأموال من أجل تحليل المعلومات الخاصة بالاشتقاق، ذلك لان السوق يتسم بكفاءة متوسطة القوة.

#### ● الإصدارات الجديدة:

لقد قام كل من ميلر وريلي **Mieller & Reilly** بدراسة سنة 1987 وذلك بشأن الأسهم التي تطرح لأول مرة، فخلصت الدراسة إلى أن سعر السهم الذي يطرح لأول مرة لدى الجمهور يكون عادة أقل من قيمته الحقيقية، إلا أنه سرعان ما ترتفع القيمة السوقية لتصل إلى قيمته الحقيقية والتي تعكس المعلومات المتاحة ، وهذا بعد نفاذ الإصدار بيوم واحد، وذلك حينما تتداول الأسهم بين المستثمرين. كما أوضحت الدراسة التي قام بها بيرس ورولي **Pearce & Rolly** سنة 1985، أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة وفي نفس اليوم للمعلومات المتعلقة بالأحوال الاقتصادية التي تصل إلى المتعاملين في السوق، الأمر الذي يؤيد الفرض المتوسط القوة.

ومن خلال الدراسات التي تناولت كفاءة السوق في شكلها متوسط القوة فإننا نجد أن أسعار الأسهم تعكس بالإضافة إلى البيانات التاريخية المتعلقة بتعاملات وأسعار الأسهم في الماضي كافة المعلومات العامة المتاحة، المتمثلة في الأحداث والظروف الاقتصادية والسياسات الاقتصادية المحلية والعالمية وكذا ظروف الشركة الداخلية، بالإضافة إلى مختلف التقارير والتحليلات والتفسيرات الخاصة بالوضع المالي للمؤسسة والاقتصاد، والتي تعدها بعض الجهات المتخصصة.

وبناء على ما سبق نجد أنه في ظل كفاءة السوق في شكلها متوسط القوة فإنها يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من معلومات، إلا أن هذه الاستجابة تكون غير صحيحة في بداية الأمر لأنها تكون مبنية على رؤية أولية ولكن بمرور وقت قصير فإنه سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على أسعار الأسهم، وبذلك فإن أي مستثمر لا يستطيع تحقيق أرباح غير عادية للوصول للقيمة الحقيقية لأنه يكون الوقت غير كافياً، إذ أنه قد تتدفق معلومات جديدة تحت تغييراً على أسعار السهم قبل أن يصل المستثمر إلى نتيجة تحليلية للمعلومات التي وصلت من قبل.

### المطلب الخامس: مؤشرات تطور سوق رأس المال

نظراً لمفهوم كفاءة السوق فإن الأسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة و بالتالي توجيه المدخرات إلى القطاعات الأكثر ربحية مما يضمن التخصيص الكفء للموارد.

هناك مؤشرات عديدة تدل على تطور كفاءة سوق رأس المال ومن بين هذه المؤشرات ما يلي: <sup>30</sup>

#### 5-1 - مؤشر حجم السوق:

إن اتساع حجم السوق يعتبر مؤشر إيجابي على النشاط الاستثمار في الأوراق المالية ، مما يؤدي إلى تطور السوق ، حيث يقاس مدى اتساع حجم السوق من خلال مؤشرين هما :

- معدل الرسملة البورصية للنتائج المحلي الخام ؛
- عدد الشركات المسجلة في البورصة .

#### ✓ مؤشر معدل الرسملة البورصية للنتائج المحلي الإجمالي :

يقاس هذا المؤشر بنسبة الرسملة البورصية و التي تعني القيمة السوقية لسوق رأس المال نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي أي :

$$\text{معدل الرسملة البورصية} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

<sup>30</sup> ايهاب الدسوقي ، مرجع سابق ، ص ص : 39 - 41.

حيث يعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق رأس المال على تعبئة الموارد المالية و توجيهها نحو الاستثمار، أي توجيه المدخرات إلى المؤسسات المعتمدة في السوق و التي تستثمر مواردها. حيث يؤدي ارتفاع هذا المؤشر إلى آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة، و بالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية ، كما أن تطور الرسملة البورصية يؤدي إلى سرعة و إيجابية تطور البورصة .

### ✓ عدد الشركات المسجلة في البورصة :

إن زيادة حجم الشركات المسجلة في البورصة يؤدي إلى اتساع حجم السوق ، و هذا بدوره يؤدي إلى آثار إيجابية على الاقتصاد الوطني ، مما يمكن من ارتفاع رأس مال المؤسسات و حجم تداولها لتنشيط كفاءة الاستثمار من حيث الحجم و الاتجاه نحو المؤسسات الأكثر كفاءة ، حيث نجد أن الو.م.أ تحتل المرتبة الأولى في العالم وذلك من حيث عدد الشركات المسجلة في البورصة، وبالتالي حجم استثماراتها، مما يؤدي إلى قدرتها على تحقيق الكفاءة الاقتصادية .

### 5-2 - مؤشر سيولة السوق:

إن مؤشر سيولة السوق يعكس سهولة بيع و شراء الأوراق المالية ، دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير في قيمتها السوقية ، حيث تزداد سيولة السوق كلما تزداد أوامر البيع و الشراء للأوراق المالية و سرعة استجابة السوق في معالجة أي خلل بين العرض و الطلب . و يقاس هذا المؤشر من خلال مؤشرين هما:

- مؤشر قيمة التداول على الناتج المحلي الإجمالي؛
- مؤشر قيمة التداول / قيمة الرسملة البورصية.

### ✓ مؤشر قيمة التداول على الناتج المحلي الإجمالي:

يشير ارتفاع هذا المؤشر إلى إمكانية الدخول و الخروج من السوق بسهولة و كذلك انخفاض تكلفة المعاملات ، حيث يعكس هذا المؤشر نسبة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي نسبة القيمة المتداولة إلى الاقتصاد ككل .

### ✓ مؤشر قيمة التداول / قيمة الرسملة البورصية:

يعبر عن ارتفاع درجة السيولة ، حيث يعكس مدى ارتفاع نسبة القيمة المتداولة في السوق . و يؤدي ارتفاع معدل نمو قيمة التداول إلى سرعة نمو سوق رأس المال ، ما يدل هذا على زيادة نشاط السوق .

### 5-3 - مؤشر درجة التذبذب في العوائد :

تعني درجة التذبذب مدى وجود تذبذبات في العوائد في السوق، من خلال الانحراف المعياري الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث يدل انخفاض درجة التذبذب على ارتفاع و تحسن كفاءة سوق رأس المال. و تحسب درجة التذبذب في العوائد حسب الصيغة التالية:

$$TV = \frac{(R_m - \bar{R})^2}{N}$$

حيث:

TV : درجة التذبذب في العوائد.

$R_m$ : العائد الإجمالي السنوي للأوراق المالية المتداولة في السوق.

R: متوسط العائد الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق.

N: عدد السنوات.

يؤدي انخفاض درجة التقلب إلى زيادة ثقة المستثمرين في البورصة ، مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية، ومنه فإن انخفاض درجة التذبذب يعد أحد المقومات الأساسية لتطور كفاءة رأس المال .

#### 5-4 - مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية:

يقصد بكفاءة التسعير أن تعكس أسعار الأوراق المالية كل المعلومات المتاحة و التي يمكن أن تؤثر على مستقبل المؤسسة، حيث ينبغي أن تسهم المعلومات المتوفرة بالسرعة و الدقة و تكاليف منخفضة ، مما يؤدي إلى سوق كفاء ، كما يزداد الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات التي لها مستقبل متميز .

كما قد نجد أن كفاءة التسعير ترتبط بكفاءة التشغيل، ويمكن دراسة مدى كفاءة التسعير من خلال مؤشرين هما:

#### ✓ مدى توافر مصادر المعلومات:

تعد مهمة توافر المعلومات مهمة مشتركة و ذلك من بين الهيئات المنظمة للبورصة و المؤسسات المتداولة للأوراق المالية في السوق، وهي سمة من السمات التي تتسم بها الدول التي بها أسواق متقدمة. و الهدف المطلوب من هذه الهيئات هو كيفية توفير هذه المعلومات للمستثمر ، حيث تكون هذه المعلومات متمثلة على وجه الخصوص في المعلومات و التحليل عن الاقتصاد المالي و الاقتصاد الوطني و عن المؤسسات و مختلف القطاعات الاقتصادية ، و ذلك حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ قرار الاستثمار في ظل توفير جميع المعلومات و بالتالي تزيد ثقته بالمؤسسة التي يتعامل في أوراقها المالية.

#### ✓ مدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية:

تعتبر أسعار الفائدة و أسعار التضخم من أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على أسعار الأوراق المالية، حيث أثبتت الدراسات أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم و القيمة السوقية للأوراق المالية، وذلك من أجل تعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية للعملة. وبالتالي فالمستثمر يطلب معدلا مرتفعا ، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة الورقة المالية ، و هو ذلك في كل أسواق المال المتقدمة التي يوجد بها علاقة عكسية بين التضخم و أسعار الأوراق المالية و هي مؤشرات عن مدى كفاءة سوق رأس المال .



ولقياس مدى استجابة الأسعار لمعدلات التضخم فإنه يتم الاعتماد على تحليل علاقة الارتباط و تحليل الانحدار وذلك يأخذ معدل التضخم كمتغير مستقل و المؤشر العام للأسعار كمتغير تابع ، حيث كلما كانت استجابة الأسعار في سوق رأس المال للمتغير في التضخم قليلة كلما انعكس على ضئالة كفاءة التسعير في البورصة .

أما بالنسبة لأسعار الفائدة و المؤشر العام للأسعار ، فإن الدراسات أثبتت وجود علاقة عكسية ، وذلك لأن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي بالمستثمر إلى التخلي عن الاستثمار في الأوراق المالية ، و يتجه إلى الاستثمار في الودائع ذات الدخل المرتفع و العكس صحيح ، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر. وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية .

و لقياس مدى استجابة أسعار الفائدة لأسعار الأوراق المالية ، يتم استخدام علاقة الارتباط و تحليل الانحدار، وذلك يأخذ سعر الفائدة كمتغير مستقل و مؤشر العام للأسعار كمتغير تابع ، و كلما ارتبط معامل الارتباط من الواحد الصحيح ، كلما أدى ذلك إلى أن استجابة حركة الأسعار للأوراق المالية تكون إيجابية بالنسبة للمتغير في معدلات الفائدة .

#### 5-5- مؤشر الهيكل المؤسسي و التنظيمي:

يعتبر تطور الهيكل المؤسسي و التنظيمي أساس تحقيق كفاءة أسواق رأس المال، حيث يعمل على توجيه الاستثمار و تأثيره في معاملات السوق، و من المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل المؤسسي ما يلي:

- 1- مدى مرونة المعايير المحاسبية المطبقة؛
- 2- توافر قوانين حماية لاستثمار و المستثمر؛
- 3- عدم وجود عوائق على الاستثمار و تحويل رؤوس الأموال؛
- 4- انخفاض درجة المخاطر.

و عليه، فتوفر هذه المؤشرات في سوق رأس المال، التي تعتبر من محددات الهيكل المؤسسي و التنظيمي، دلالة على كفاءة سوق رأس المال.

### المبحث الثالث: نماذج من البورصات العربية

إن البورصات العربية لا زالت تعاني من عدة مشاكل وذلك لعدة أسباب منها صغر حجم هذه البورصات. لكن نجد أن الأسواق المالية العربية تسعى إلى تطوير بورصاتها ورفع معدلات نموها وذلك في إطار الإصلاحات وتطويرها.

#### المطلب الأول: الأسواق المالية في الدول العربية

إن الدول العربية حديثة العهد بالأسواق المالية باستثناء بورصة الإسكندرية و القاهرة بحيث لم تركز في الغالب الاستثمارات في الأوراق المالية وبشكل منتظم حتى بداية السبعينات من القرن الماضي، إلا أن هذين العقدين قد شهد انتشارا واسعا للأسواق المذكورة في كافة الدول المعنية و هذا الانتشار قد جاء لأسباب مختلفة منها: <sup>31</sup>

- تعاضم السيولة و خاصة في الدول المصدرة للبترول الخام؛
  - ارتفاع أهمية القطاع الخارجي (التجارة الخارجية و حركة رؤوس الأموال و المواد البشرية و الخدمات المختلفة و أسعار الصرف) و ذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي؛
  - الاهتمام بالقطاع الخاص و دعم توجهاته عن طريق الخصخصة أو إصدار تشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق و بإنشاء شركات مساهمة؛
  - ارتفاع معدلات العجز في الموازنات لكافة الدول تقريبا مما تطلب ذلك الاعتماد على السندات الحكومية و أدونات الخزينة.
- و من خلال هذا سوف نركز على أسواق القاهرة و الإسكندرية و عمان باعتبار السوقين الأولين من أقدم الأسواق في الدول العربية و بسبب النمو السريع (نسبيا) و الالتزام الأكثر بقواعد التعامل المالي في سوق عمان.

<sup>31</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص: 299-302.

### 1-1 - سوق مصر المالية:

تتكون سوق مصر المالية من سوقين إحداهما في القاهرة و الأخرى بالإسكندرية، حيث يدار هذين السوقين من قبل مجلس واحد للإدارة و تخضعان لنفس الأنظمة، حيث نجد أن السوق المالية في مصر أسست أولاً في الإسكندرية و ذلك خلال عام 1883 م ثم في القاهرة و ذلك في سنة 1889 م ، و في عام 1909 صدر القرار (العالي) بشأن بورصة القاهرة.

لقد صدرت عدة قوانين و قرارات حول أنظمة و إجراءات التعامل في السوق المالية في مصر و ذلك في أعوام 1953,1933,1953, 1957، 1977، 1992، 1997 و من الملاحظ إن سوقي القاهرة و الإسكندرية كانتا نشطتين في بداية نشأتهما لبضع سنوات قبل الحرب العالمية الأولى و ثم في الأربعينات و لكنهما قد تعطلتا بشكل كبير سنوات الفترتين (1916-1933) و (1932-.....) و ذلك بسبب ظروف الحرب العالمية الأولى و ما تلتها من مشكلات سياسية و تأثيرات الأزمة العالمية الكبرى في الفترة الأولى ، و بسبب سياسات التخطيط المركزي و التحولات الاشتراكية و ثم غموض النظام الاقتصادي و عدم تكامل تشريعاته في الفترة الثانية .

و هكذا بقي السوقين بين نشاط و ركود حتى قامت الحكومة المصرية بإصلاحات هيكلية و ذلك في التسعينات ، فازداد الانفتاح على الاقتصاد العالمي و تعاضد دور القطاع الخاص في التبادلات الحرة و إصدار عدة تشريعات لتشجيع الاستثمار و ذلك كان عام 1992 و 1997 حيث في العام الأول صدر قانون سوق رأس المال لضمان الانفتاح و الشفافية و ذلك مما يعطي الثقة لدى المستثمرين و تشجيع المتعاملين من خلال بعض الإعفاءات الضريبية.

حيث نجد أن هذه الإصلاحات و التحول إلى السياسات الاقتصادية قد ساعد على زيادة عدد الشركات و عدد الأسهم المسجلة في السوق المالية بالقاهرة و الإسكندرية ففي الفترة 1985-1995 ازداد عدد الشركات بحوالي 230 % . حيث تشير الحقائق إلى انه في عام 1999 بلغ عدد الشركات حوالي 316 % مما كان عليه في عام 1985 ، و بالتالي توسعت نشاطات السوق المالية بمصر حيث بلغ رأس مال السوق في عام 2000 (نسبة من إجمالي الناتج القومي) حوالي 35 % بعد ما كان في شهر ديسمبر من عام 1999 حوالي 34 %.

إن كل هذه المزايا التي تضمنه قانون 1992 و التشريعات و تحسن المناخ الاستثماري للقطاع الخاص فان هذا كله ساعد على توسع حجك التبادل و ازداد عدد أطراف هذا التبادل مما أدى إلى ارتفاع قيمة الاستثمارات و عوائدها، حيث نجد أن هذا القانون تضمن بنود أهمها حماية المستثمرين كذلك منع حالات التواطؤ و تنظيم عمليات التبادل و رفع درجة الشفافية في المعلومات ، حيث تضمن هذا القانون ما يلي:

- 1- إصدار أسهم جديدة ولكن بنفس الحقوق والالتزامات الإصدارات السابقة؛
  - 2- تقديم بيانات تفصيلية عند الاكتتاب وذلك حول أهداف الشركة وأسماء المساهمين وحصص المساهمات المعتمدة ومواصفات الأسهم؛
  - 3- التزام كافة الشركات بالاكتتاب، وأن لا يقل عدد المكتتبين عن 150 شخصا؛
  - 4- حصر عملية تداول الأوراق من خلال الشركات المرخصة التي تتعهد بسلامة هذه العملية؛
  - 5- إمكانية إيقاف التعامل في حالات التلاعب خاصة عند دفع المضاربين للأسعار في تقلبات شديدة؛
  - 6- قيام الهيئة العامة للسوق بتعزيز عمليات التنظيم والإشراف والرقابة معاً.
- وفضلاً عما سبق فإنه قد اتخذت عدة إجراءات أهمها:

- حرية الدخول والخروج إلى السوق؛
- إمكانية تحويل حصيلة البيع من الجنيه المصري إلى أي عملة أجنبية؛
- إدخال أدوات جديدة مثل الأسهم الممتازة، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والسندات المضمونة بأصول عقارية؛
- دفع رؤوس الأموال الأجنبية للدخول في تنظيمات مالية غير مصرفية مثل مؤسسات التمويل العقاري. وشركات خصم الأوراق التجارية وشركات التوريق المالي وصناديق السندات Securiti

### Zation المضمونة برهون. mortgage Backed Bonds.

#### 1-2 - سوق عمان المالية

إن ظهور سوق غير منظمة في الأردن لتداول الأوراق المالية، وعن طريق مكاتب غير متخصصة، مما دفع إلى التفكير إلى إنشاء سوق مالية في العاصمة (عمان).  
فقد قام البنك المركزي خلال العامين 1975 و 1976 ومع التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) International Finance Corporation التابعة للبنك الدولي world Bank تقييم

مشروع إنشاء السوق المالية، وصدر القانون رقم 31 عام 1976 الذي بموجبه تم إنشاء سوق عمان المالية، والتي باشرت نشاطاتها في 1978/01/1 ن حيث كان الهدف المنشود من هذا القانون هو تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتنظيم وإصدار وتداول الأوراق المالية وذلك بما يضمن شفافية التعامل وسلامته وعدالته وسهولته وسرعته.

لقد صدرت عدة قوانين وقرارات بشأن تأسيس سوق عمان المالية وتطويرها، أهمها في الأعوام 1976 و1990 و1997.

وبموجب القانون الأخير في العام 1997 و(قانون الأوراق المالية)، فإنه تم التمييز بين ثلاث مؤسسات رئيسية تتمتع باستغلال مالي وإداري وذلك للقيام بتنظيم وتوجيه ورقابة وتوثيق التبادلات في الأوراق المالية.<sup>32</sup>

وفي إطار تم خلاله فصل الدور الرقابي عن الدور التوثيقي بعد أن كانت سوق عمان تمارس هذه الأدوار معا، وإن هذه المؤسسات الثلاث هي:

- هيئة الأوراق المالية؛

- سوق الأوراق المالية (بورصة عمان)؛

- مركز إيداع الأوراق المالية.

● هيئة الأوراق المالية:

وهي مؤسسة رقابية ترتبط مباشرة برئيس الوزراء، حيث تعمل على توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل وحماية المتعاملين وضمان الكفاءة الاستثمارية والشفافية في المعلومات مع نشر الوعي الاستثماري وتشجيع التبادل في السوق المالية.

● سوق الأوراق المالية (بورصة عمان):

وهي مؤسسة خاصة، تنفرد بممارسة التعامل بالأوراق المالية كسوق نظامية ولا تهدف إلى الربح ولا تخضع لقانون الشركات وتضم الوسطاء الماليين كأعضاء في الهيئة العامة ويديرها مجلس إدارة يتكون من سبعة أعضاء ثلاثة منهم يمثلون شركات الخدمات المالية كوسطاء ماليين - وعضوين يمثلان البنوك

<sup>32</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 302-305.

التي تمارس شركات الخدمات المالية والوساطة المملوكة من قبل البنوك أو التابعة لها، وأخيراً عضوين تعينهم هيئة الأوراق المالية من ذوي الخبرة القانونية والمالية.

ويتم تداول الأوراق المالية في بورصة عمان من خلال ثلاثة أسواق:

- **السوق الأولى:** وهي السوق التي يتم فيها تداول أوراق الشركات التي تتوفر فيها الشروط الآتية:

\* لا يقل رأسمالها عن (2) مليون دينار أي حوالي (2.8) مليون دولار؛

\* أن لا يقل صافي حقوق المساهمين فيها عن الرأس المال المدفوع؛

\* تحقيق أرباح صافية قبل دفع الضريبة وذلك في عامين متتاليين على الأقل خلال السنوات الثلاثة

الأخيرة؛

\* توزيع أرباح أسهم مجانية مرة واحدة على الأقل خلال آخر الأعوام الثلاثة؛

\* مضي عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثانوية.

- **السوق الثانية:** حيث يشترط التداول في هذه السوق كما يلي:

\* أن لا يقل صافي حقوق المساهمين عن 50% من رأس المال المدفوع؛

\* مضي عام كامل على منحها ترخيص العمل.

- **السوق الثالثة:** في هذه السوق يسمح للشركات المرخصة بالتعامل مباشرة ودون أي شرط زمني.

وعلى أية حال فإن افتتاح بورصة عمان على الاستثمار الأجنبي قد أسهم في بلوغ نسبة مساهمة غير الأردنيين في

هذه البورصة إلى حوالي 42% من القيمة السوقية للتبادلات الجارية.

#### • مركز إيداع الأوراق المالية:

وهي عبارة عن مؤسسة توثيقية تم إنشائها في أيار عام 1999 م، حيث تقوم بتولي مهام تسجيل

ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتعمل على تسوية أثمان تلك الأوراق ما بين الوسطاء

الماليين كما تعمل هذه المؤسسة على تهيئة المناخ الملائم للاستثمارات المالية فضلاً عن تخفيض تكلفة

الاستثمار وفي رفع كفاءة تسوية الأثمان.

وعلى أي حال فإن نشاطات إيداع الأوراق المالية تمر بالمراحل التالية:

- مرحلة نظام تسجيل الأوراق المالية؛
- مرحلة نظام إيداع الأوراق المالية؛
- مرحلة نظام تسوية أو نقل الملكية؛
- مرحلة نظام تسوية أثمان الأوراق المالية؛
- مرحلة الخدمات المساندة.

### المطلب الثاني: واقع السوق المالية العربية

بالرغم من أن الأسواق المالية العربية تتمتع بالإمكانات كبيرة للتطور، إلا أنها تختلف كثيرا فيما بينها هو ذلك من حيث الأطر القانونية و بناء المؤسسات الضرورية و تأسيس هيكليات اقتصادية متينة حيث نجد أن الأسواق المالية العربية تنقسم إلى ثلاث مجموعات هي: <sup>33</sup>

**المجموعة الأولى:** وتضم البلدان التي تتمتع بأسواق عالية منظمة، وتعمل في إطار عمل تشريعي ومؤسسي متكامل للسوق.

**المجموعة الثانية:** وتضم البلدان التي تتسم بنوعية ونشاط كافين لإنشاء أسواق مالية نشطة، لكنها تفتقد إلى الأطر القانونية و المؤسسة المتكاملة.

**المجموعة الثالثة:** وهذه المجموعة تضم البلدان التي تفتقر إلى النوعية و الحجم الكافي من النشاط الاقتصادي و التجاري الذي يبرر قيام أسواق مالية عالية متطورة.

لقد ظلت البورصات العربية رغم حداثتها تمثل مكانا هامشيا بين بورصات الدول المتقدمة من حيث تلك الأسواق الناشئة ، حيث تعرضت بعض البورصات العربية إلى مجموعة من الإصلاحات و على سبيل المثال ( بورصة مصر ، بورصة بيروت ، بورصة تونس ، بورصة الدار البيضاء ) حيث نجد أن هذه البورصات قامت على أسس تنظيمية و تشريعية متقدمة ، و لكن أداؤها يكشف عن أنها تتميز بسمات مشتركة و تتأثر بمجموعة من المعوقات التي اثر على وضعها الراهن .

كما كان للسياسة الاقتصادية دورا هاما إثراء هذه البورصات و ذلك من حيث تحديد إطارها العام و ما آلت إليه أوضاعها الراهنة .

<sup>33</sup> صلاح الدين حسن السيسى، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، ط1، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، 2003، ص ص: 58-60.

إن تطورات الأخيرة التي شهدتها حركة إصلاح البورصات العربية إنما يعكس التوجهات الاقتصادية و السياسية لبرامج التثبيت والإصلاح الاقتصادي والذي يتضمن تنشيط و تنمية سوق رأس مال و ذلك لمواكبة سياسات الخصخصة التوجيه نحو القطاع الخاص.

و نجد أن الهدف من تطور النظم و القواعد و المؤسسات يتمثل في هدفين أولها:

- تشجيع قيام بيئة اجتماعية و اقتصادية و نفسية ملائمة لنجاح السوق و تعزيز الثقة فيها و حماية حقوق المستثمرين؛

- جعل التعامل بأدوات السوق الأكثر جاذبيته من جانب المستثمرين لإصدارات جديدة رغم

التطورات التي شهدتها الأسواق المالية العربية إلا أنها مازلت أسواق نامية تفتقر إلى عراقة التقاليد الاستثمارية الرشيدة ، كذلك تعاني من عدة عقبات مثل المعوقات التنظيمية و القانونية، كذلك المعوقات المتعلقة بعمل هذه الأسواق وقلة العرض و الطلب على الأدوات الاستثمارية.

إن أهم الخصائص و السمات الأسواق المالية العربية:

✚ **صغر حجم السوق و ضيق نطاقه:** نجد أن أسواق الأوراق المالية العربية تتميز بضيق نطاق السوق

و ذلك للنقص الشديد في العرض و الذي يقاس بعدد الشركات المدرجة ، و الطلب الذي يتمثل في عدد و حجم أوامر الشراء كذلك نجد صغر متوسط حجم رأس المال السوقي وانخفاض نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي ، إن هذا الانخفاض يترتب عليه حدوث تقلبات في الأسعار لا سيما مع ضعف الرقابة و نقص الإفصاح المالي .

✚ **ارتفاع درجة تركيز التداول:** ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول،

حيث يعكس ذلك جودة الأسواق الأوراق المالية، ونجد أن كافة البورصات العربية تعاني من هذه المشكلة و ذلك بسبب قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية، والذي يرجع سببه إلى احتفاظ بعض المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة وانخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة خاصة شركات القطاع العام.

✚ **ضعف الفرصة المتاحة للتنوع:** إن كافة البورصات العربية شأنها شأن البورصات الصغيرة نجدها

تتسم بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر في تنوع محفظة أوراقه المالية. حيث أن هذه السمة تضع قيودا مع استراتيجيات الاستثمار وذلك سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، إذ نجد أنه في معظم البورصات العربية كل من قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، أما في الوقت الحاضر سهم المحمول والاتصالات يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول.



أما سلوك المستثمر في البورصة أصبح تحكمه سياسة القطيع رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية مثل قطاع المطاحن وقطاع الأسمنت ومع ذلك تلعب الشائعات دورا بارزا حيث يتركز التعامل على سهمين أو ثلاثة في البورصة.

**ضعف السيولة:** إن وظيفة سوق الأوراق المالية تتمثل في التخصيص الكفاء للموارد وذلك من خلال نظام الحوافز والعقوبات، وبهذا يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة وبالتالي ارتفاع قيمتها السوقية والعكس بالنسبة للشركات الغير ناجحة، ولعل وظيفة السوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفاءة، حيث نجد أن سيولة السوق تعتبر من أولويات المستثمر المحلي أو الأجنبي، ويرجع انخفاض سيولة السوق إلى انخفاض عدد العمليات التي تبرم وعدد أيام حجم التداول في السنة، كذلك انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية يساعد على جذب صغار المستثمرين. ومن أجل تحسين سيولة السوق فلا بد من إتباع استراتيجيات إستراتيجية انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة مثل: إستراتيجية التقسيم، إستراتيجية التوزيعات في صورة أسهم، تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار، تشجيع المؤسسات المالية الأخرى للاستثمار في الأوراق المالية، خفض فترة تسوية الصفقات.

**التقلبات الشديدة في الأسعار:** من الخصائص التي تتميز بها بورصة الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر شدة تقلبات في حركة الأسعار ويرجع ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتماد هذه الأخيرة على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في إصدار القروض وإصدار المزيد من الأسهم مع الاعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلبات في ربحية السهم وفي قيمته السوقية، وبالتالي هناك في معظم البورصات العربية هامش مسموح به المدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح بين 5 و 10 % علما بأن التقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية يثير الكثير من المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منها.

**المطلب الثالث: عقبات تطوير وربط بورصات الأوراق المالية العربية**

هناك مجموعة من العقبات التي تحول دون ربط وتطوير البورصات العربية يمكن أن نجملها في ثلاثة مجموعات هي: عقبات تتعلق باقتصاديات الدول العربية، وعقبات تتعلق بالأسواق المالية العربية، وعقبات تتعلق ببورصات الأوراق المالية العربية.

**3-1- العقبات المتعلقة باقتصاديات الدول العربية:**

من المعلوم أن ربط وتطوير البورصات العربية لا يكون بعيدا عن الأوضاع والتطورات الاقتصادية التي تحدث في هذه الدول، وبالتالي فإن ضعف هذا الترابط يرجع سببه إلى الخلل الهيكلي في اقتصاديات هذه الدول مع التباين الواضح في اقتصادياتها. كذلك في السياسات المالية والنقدية التي تنتهجها، بالإضافة إلى غياب التنسيق فيما بينها، ويمكن التمييز بين مجموعتين من الدول العربية وذلك من حيث التطور الاقتصادي:

- **المجموعة الأولى:** وتضم مجموعة الدول العربية التي يتميز تركيبها الاقتصادي بوفر مالي يقابله قلة عناصر الإنتاج الأخرى وخاصة العناصر البشرية المدربة.
- **المجموعة الثانية:** وتضم مجموعة الدول العربية التي يتميز تركيبها الاقتصادي بقلة رأس المال، ووفرة عناصر الإنتاج الأخرى وخاصة الأيدي العاملة.

من خلال هذه الحقائق فإننا نجد ان هناك اختلاف في السياسات المتبعة في كلا المجموعتين ، وعليه فإن التحدي يكون قائما على إيجاد انسجام بين دول الفائض المالي وذلك من خلال إيجاد فرص استثمارية مناسبة، ومصالح الدول العربية الأخرى ذات الإمكانيات البشرية. إضافة إلى ذلك فإننا نجد أن المبادلات التجارية في هذه الدول العربية مازلت متدنية، الأمر الذي يتطلب بذل جهد لتنشيط التجارة العربية بالإضافة إلى الاختلافات والتباين في الادخار مما ينجم عنه اختلافات في الهياكل الاقتصادية العربية وبالتالي فإن هذا يؤثر على السياسات الاقتصادية التي تنتهجها الدول العربية بما ذلك السياسة المالية والسياسة النقدية، مما ينعكس سلبا على تكامل وترابط أسواق رأس المال والبورصات العربية.

**3-1- العقبات المتعلقة بالأسواق المالية العربية:**

إن الأسواق المالية العربية لا زالت تعاني من نقاط ضعف متعددة تحول دون ربط وتطوير هذه الأسواق، وبالتالي إمكانيات تعاملها وربطها ببعضها البعض. حيث لا يمكننا عزل تطور أسواق رأس المال عن الأوضاع الاقتصادية والسياسية التي تنتهجها كل دولة عربية، خاصة عدم توافر إمكانية تحويل الفوائض المالية العربية والموظفة غالبا في شكل ودائع مصرفية في البنوك الأجنبية إلى قروض عربية طويلة الأجل، وذلك من خلال العمل المصرفي الدولي سواء كان ذلك داخل أو خارج الوطن، وسببه إغلاق رأس المال في الدول العربية المستوردة نتيجة لقلّة الموارد من العملات الأجنبية بالرغم من انفتاح دول الفائض المالي لتدفقات رأس المال إلى خارج أسواقها المحلية.

ولقد قامت الدول العربية في السنوات الأخيرة بمحاولات من أجل تهيئة الأوضاع والظروف المناسبة لجذب المزيد من الاستثمارات الخارجية.

### 3-3- العقبات المتعلقة ببورصة الأوراق المالية:

تتمثل العقبات المتعلقة ببورصة الأوراق المالية في المعوقات التنظيمية والمعوقات التشريعية، المعوقات الهيكلية، محدودية العرض والطلب على الأدوات الاستثمارية.<sup>34</sup>

### 3-3-1- المعوقات التنظيمية: وتتمثل هذه المعوقات في النقاط التالية:

- تباين أسواق الأوراق المالية العربية من حيث درجة تطورها، حيث يلاحظ أن هناك بعض الأسواق ما زالت في بدايتها وأخرى قد أسست منذ القرن الماضي؛
- عدم وجود أسواق أوراق مالية منظمة لدى عدد من الدول العربية، على الرغم من توفر الأدوات المالية لهذه الدول، إلا أن هذه الأخيرة لا زالت تفتقر إلى وجود أسواق منظمة للأسواق المالية، كما هو الحال لبعض دول مجلس التعاون الخليجي والدول العربية التي كانت تعطي دورا كبيرا للقطاع العام؛
- عدم تنوع الأدوات المالية العربية حيث تكاد الأسهم تكون الأداة الوحيدة التي تتوفر لدى أسواق الأوراق المالية؛
- وجود عقبات تشريعية تحول دون إمكانيات الربط بين البورصات العربية حيث أن هذه التشريعات التي تحكم عمل البورصات لا تسمح بإمكانية الربط بين هذه البورصات كالإدراج المشترك للأسهم على سبيل المثال.

### 3-3-2- المعوقات التشريعية: تتمثل هذه المعوقات في:

- قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية؛
- قصور التشريعات الصادرة عن أدوات استثمارية معينة (أسهم عادية، سندات)؛
- افتقار الكثير من الأسواق لنصوص واضحة حول الإفصاح المالي عن أوضاع الشركات المساهمة وحماية صغار المستثمرين؛
- عدم تلائم القواعد والنظم الخاصة بالإدراج والتداول في كل بورصة عربية مع قواعد ونظم البورصات العربية الأخرى؛

<sup>34</sup> مفتاح صالح، معاري فريدة، مرجع سابق، ص: 189-190.

- وجود قواعد وأسس خاصة بتنظيم ومتابعة شؤون الشركات المساهمة ضمن قوانين الشركات التجارية في معظم البلدان العربية.

### 3-3-3 - المعوقات الهيكلية: وأبرزها ما يلي:

- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني فقط؛
- عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق الأوراق كمصادر مالية طويلة الأجل؛
- تأخر برامج التخصيص في البلدان العربية؛
- عدم توفر المعلومات المجمعّة عن البورصات العربية ومحدودية الأجهزة التي تقوم بتجميعها وتوزيعها؛
- قصور دور شركات الوساطة في الأسواق المحلية.

### 3-3-4 - محدودية العرض والطلب على الأدوات الاستثمارية:

إن الأسواق المالية العربية تعاني من معوقات في جانبي العرض والطلب على الأدوات الاستثمارية، حيث أن في جانب العرض نجد أن الأسواق المالية تعاني من عدم تنوع عرض الأدوات الاستثمارية، ويرجع ذلك إلى سيطرة النمط العائلي للشركات المساهمة الأمر الذي يعني استحواذ مؤسسي الشركات على الجزء الأكبر من الإصدارات ، كما أن تملك الحكومة لنسبة كبيرة من أسهم الشركات لا يسمح بطرح أسهم للاكتتاب العام مما يؤثر على عرض الأوراق المالية.

كذلك عدم استخدام طرق حديثة للاكتتاب والاعتماد على الاتصالات المباشرة للبنوك وذلك لعدم وجود شركات التغطية للقيام بهذه المهمة.

أما من حيث الطلب على الأدوات الاستثمارية فذلك يرجع إلى انخفاض معدل الدخل الفردي والادخار الفردي، بالإضافة إلى منافسة الحكومة ومؤسساتها وسيطرتها على ملكية الشركات في عدد من الأسواق الأوراق المالية.

كما أن انخفاض الطلب على الأوراق المالية يرجع إلى انخفاض العائد المالي، كذلك عوامل تفضيل السيولة في الاستثمارات قصيرة الأجل ، فضلا عن قيام بعض المؤسسات التمويلية المشتركة في تمويل المشروعات الاستثمارية برؤوس أموال أجنبية وعربية دون اللجوء إلى أسواق رأس المال. كما أن المضاربات التي تشهدها أسواق الأوراق المالية خلال بعض الفترات كنتيجة سوق المناخ في الكويت ، أدت إلى زعزعة ثقة المستثمرين بأسواق الأوراق المالية.

### 5-3-3 - معوقات آلية عمل البورصات العربية:

تتمثل هذه المعوقات في ضعف أو قلة المؤسسات المالية التي تشكل الإطار المؤسسي الذي تعمل من خلاله البورصات العربية ومن أهمها:

- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية التي تضطلع بمهام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة؛
- انعدام توافر الشركات صانعة الأسواق التي تضطلع بمهمة تحقيق توازن منتظم ومستمر بين عرض الأوراق المالية والطلب عليها؛
- عدم توفر الوعي الاستثماري بين المتعاملين مما يترتب عليه سيطرة القطاع المؤسسي على التعامل في الأسواق المالية ومحدودية المشاركة الفردية في هذا النشاط الاستثماري؛
- قلة عدد الشركات المساهمة التي يقوم عليها السوق المالي مما يؤدي إلى محدودية العرض ، وعدم تنوع الأدوات الاستثمارية في هذه الأسواق مقارنة مع الأسواق الدول المتطورة ، كذلك حيازة الحكومات العربية لنسب كبيرة من أسهم الشركات المساهمة وحرمان السوق المالية منها؛
- قصور مهنة تدقيق الحسابات وضعف الإفصاح المالي عن المعلومات المالية للشركات؛
- ضعف شبكات الاتصال بين الدول العربية وذلك بسبب تفاوت تطور البورصات العربية من الناحية الفنية.

### المطلب الرابع: عوامل تنشيط أسواق رأس المال العربية

إن تطوير الأسواق المالية العربية وذلك من خلال تحديث النظم والقواعد والتشريعات من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق درجة عالية من الاستقرار التشريعي والتنظيمي والإداري، وبالتالي مواكبة التقنيات المستخدمة في الأسواق المالية العالمية، كذلك يستلزم هذا التطوير الإفصاح عن تلك المعلومات والبيانات المالية للشركات المدرجة في السوق وهذا من أجل ترشيد القرار الاستثماري للمتعاملين، وفيما يلي بعض العوامل التي تساهم في تنشيط أسواق رأس المال العربية:<sup>35</sup>

- توحيد أسواق المال الثانوية العربية ويتم ذلك بفتح باب الاستثمار أمام جميع المواطنين العرب وذلك من خلال شراء الأسهم كخطوة أولى، أما الخطوة الثانية فتتمثل في تنظيم سوق رأس المال الأولية،

<sup>35</sup> صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية الأهمية الأهداف السبل مقترحات النجاح، ط 1 ، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، 2003، ص ص: 34-

- وفتح الأسواق العربية أمام التكتلات المالية (المصارف، شركات التأمين، الشركات للمساهمة في الشركات العربية بما يضمن حرية انتقال رؤوس الأموال العربية.
- السماح بفتح فروع للمصارف العربية في جميع الدول العربية، وتشجيع قيام المؤسسات الاستثمار وشركات تطوير السوق الأولية والثانوية التي تتولى الترويج للأوراق المالية والإصدارات الجديدة ووضع الضوابط لها.
  - إنشاء مركز عربي للمعلومات تكون مهمته تجميع المعلومات والفرص الاستثمارية والوظيفية داخل الدول العربية وجعلها في متناول رجال الأعمال والمؤسسات الاقتصادية لاتخاذ القرار الصحيح.
  - العمل الجاد على إعداد دراسات جدوى اقتصادية تفصيلية لمشاريع التكامل العربية، حتى وان تولت جامعة الدول العربية القيام بهذه الدراسات.
  - إصدار أسهم لحاملها تماشياً مع رغبة بعض المستثمرين الذين يطلبون السرية في معاملاتهم، ويحصل هذا النوع من الأسهم على العائد دون تدخل الإدارة.
  - العمل الجاد على تعميق الوعي الاستثماري، وبالتالي تعميق أهمية الادخار لدى المواطن العربي.
  - وضع نظم عربية موحدة لوقف عمليات المضاربة في الأوراق المالية.
  - تطور اقتصاديات الدول العربية، وتطور القطاع الخاص ونمو الشركات المساهمة خصوصاً وقد تراجعت معظم الحكومات عن تملك الأسهم، كما تشهد منافسة على رؤوس الأموال، بالإضافة إلى تعدد وتنوع فرص الاستثمار المتاحة فيها.
  - ضرورة تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة، الأمر الذي يتيح فرصاً أكبر للاستثمار وتنفيذ مشاريع جديدة.
  - دراسة مشروع إنشاء المؤسسة العربية للتقاص والتسويات بهدف توفير الوسيلة الفعالة لتيسير عقد الصفقات المبرمة بين المتعاملين في الأسواق المالية العربية، وتوفير الآلية اللازمة لتكامل العمل المالي بأسواق المال العربية والربط بينها.

### المبحث الرابع: تأثير العولمة المالية على أسواق رأس المال

إن التطورات والتغيرات التي يشهدها الاقتصاد الدولي أدت إلى بروز ظاهرة جديدة تتميز بالتحريك المالي وحرية انتقال رؤوس الأموال بين دول العالم ، دون وجود قيود عليها تسمى هذه الظاهرة بظاهرة العولمة المالية، حيث لهذه الأخيرة آثار على القرارات المالية والأفراد والدول.

#### المطلب الأول: العولمة ( المفهوم - الخصائص - الأشكال):

تعتبر العولمة ظاهرة انتشرت على كافة المستويات الإنتاجية والمالية والتكنولوجية والدارية والتسويقية، حيث سوف نتعرض من خلال هذا المطلب إلى مفهوم العولمة وأهم الخصائص التي تتميز بها مع التعرف على الأشكال الرئيسية لها.

#### 1-1- مفهوم العولمة:

لقد تعددت التعاريف التي تستند إلى المحتوى الاقتصادي لظاهرة العولمة تعدد الكتابات التي تناولت تلك الظاهرة ، واختلفت باختلاف اتجاهات الكتاب الذين قاموا بتحليلها. تعرف العولمة على «أنها التعاون الاقتصادي المتنامي لمجموعة دول العالم والذي يحتمه ازدياد حجم التعامل بالسلع والخدمات وتنوعها عبر الحدود، إضافة على تدفق رؤوس الأموال الدولية والانتشار المتسارع للتكنولوجيا في أرجاء العالم كله»<sup>36</sup>.

وتعرف العولمة أيضا على «أنها السمة الرئيسية التي يتم بها النظام الاقتصادي العالمي الجديد الذي بدأ يتشكل في العقد الأخير من القرن العشرين والقائم على تزايد درجة الاعتماد المتبادل Interde- pendance بفعل اتفاقيات تحرير التجارة العالمية والتحول لآليات السوق وتعميق الثورة التكنولوجية والمعلوماتية التي حولتا العالم إلى قرية عالمية متناسقة الأطراف تختفي فيها الحدود السياسية للدول القومية ويتفق في إطارها الفاعلون الرئيسيون من دول وتكتلات اقتصادية ومنظمات دولية وشركات متعددة الجنسيات على قواعد للسلوك لخلق أنماط جديدة من

<sup>36</sup> عبير محمد على عبد الخالق، العولمة وأثرها على الطلب الاستهلاكي في الدول النامية مع الإشارة إلى وجهة النظر الإسلامية، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية ، 2007، ص20.

العمل الدولي وتكوين أشكالاً جديدة للعلاقات الاقتصادية العالمية بين الأطراف الرئيسية المكونة له والذي يعتبرونه في هذه الحالة الوحدة الاقتصادية الأساسية بكل ما فيها من متناقضات».

من خلال هذا التعريف فإن العولمة قائمة على مبدأ الاعتماد المتبادل الذي يحول العالم إلى قرية صغيرة **Globalization village** محدودة الأبعاد متناسقة الأطراف وبالتالي نخوض إطار أعمال منظم عابر للقوميات ومن ثم يؤدي إلى عولمة الاقتصاد وبالتالي عولمة المشروع الذي يعمل في أي اقتصاد، وبالتالي انتشار ظاهرة العولمة على كافة المستويات مما يعمل على استغلال الفرص وتكبير العوائد.<sup>37</sup>

مما سبق يمكن إعطاء تعريف للعولمة على أنها ظاهرة معقدة ومركبة يتم من خلالها التكامل الاقتصادي والترابط ما بين الدول، مع زيادة التعاملات وانتقال رؤوس الأموال بينها.

## 1-2- خصائص العولمة:

إن التأمل في المحتوى الفكري والتاريخي للعولمة يمكننا من اكتشاف مجموعة من الخصائص التي تتميز بها العولمة من غيرها من المفاهيم ذات التحولات الجذرية ولعل هذه الخصائص هي:<sup>38</sup>

- سيادة آليات السوق والسعي لاكتساب القدرات التنافسية: أن ما يميز العولمة هي سيادة آليات السوق واقتراحها بالديمقراطية بدلا من الشمولية واتخاذ القرارات وذلك في إطار التنافسية والأمثلية والجودة واكتساب القدرات التنافسية من خلال الاستفادة من الثورة التكنولوجية وثورة الاتصالات والمعلومات هذا كله مع التحكم في الوقت، أي بأقل وقت ممكن حيث أصبح الزمن أحد القدرات التنافسية الهامة التي يجب اكتسابها في ظل العولمة.
- ديناميكية مفهوم العولمة: غن ديناميكية العولمة تتمثل في إلغاء الحدود السياسية والأثر بقوة على دور الدولة في النشاط الاقتصادي، كذلك يمكن أن نرى ديناميكية العولمة فيما يمكن أن تسفر عنه النتائج حول قضايا النزاع وردود الأفعال المضادة من قبل المستفيدين من الأوضاع الاقتصادية الحالية حفاظا على مكاسبهم واتجاه ردود الأفعال الصادرة من الخاسرين من تلك الأوضاع.
- تزايد الاتجاه نحو الاعتماد الاقتصادي المتبادل: يقصد بالاعتماد المتبادل هو تحرير التجارة العالمية وتزايد حرية انتقال رؤوس الأموال الدولية مع وجود الثورة المعلوماتية والتكنولوجية، حيث يتم في ظل العولمة

<sup>37</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، بدون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص: 21.

<sup>38</sup> عبد المطلب عبد الحميد، المرجع أعلاه، ص: 22-29.



إسقاط المسافات بين الدول والقارات، مما يؤدي إلى تزايد احتمالات وإمكانية التأثير والتأثر المتبادلين وإيجاد نوع جديد من تقسيم العمل الدولي الذي يتم بمقتضاه توزيع العملية الإنتاجية بين أكثر من دولة. حيث يتم تصنيع أي منتج نهائي في أكثر من مكان واحد. حيث تشير هذه الاتجاهات إلى تغيير موازين القوى الاقتصادية وطرح معايير جديدة.

وينطوي مفهوم الاعتماد المتبادل على تعاضم تشابك الأطراف حيث يؤدي هذا التشابك إلى خلق علاقة بين بلد وآخر أو بين مجموعة وأخرى، فإذا كانت التبعية تنطوي على تأثير أحد الطرفين على الآخر، فإن الاعتماد الاقتصادي يعني وجود تأثير كل من الطرفين، ويكون كلاهما تابعا ومتبوعا في نفس الوقت.

- وجود أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي: حيث تتسم العولمة بوجود أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي، وقد ظهر ذلك واضحا في طبيعة المنتج الصناعي حيث لم يعد في إمكان دولة واحدة مهما كانت قدرتها الذاتية أن تستقل بمفردها هذا المنتج، وإنما أصبح من الشائع اليوم أن نجد العديد من المنتجات الصناعية مثل السيارات والأجهزة الكهربائية والحسابات الآلية وغيرها حيث يتم تجميع مكوناتها في أكثر من دولة، حيث تقوم كل واحدة منها بالتخصص في صنع أحد المكونات فقط.
- تعاضم دور الشركات المتعددة الجنسيات: تعتبر الشركات المتعددة الجنسيات احد السمات الأساسية للعولمة، حيث تؤثر هذه الأخير على الاقتصاد العالمي وذلك من خلال نشاطاتها في شكل استثمارات مباشرة من نقل التكنولوجيا، والخبرات التسويقية والإدارية وتأكيد مظاهر العولمة فعلى كافة مستويات الإنتاجية والمالية والتكنولوجية والتسويقية والإدارية.
- تزايد دور المؤسسات الاقتصادية العالمية في إدارة العولمة: لعل من الخصائص الهامة للعولمة هي تزايد دور المؤسسات الاقتصادية العالمية في إدارة وتعميق العولمة، خاصة بعد انهيار المعسكر الاشتراكي وتفكك الاتحاد السوفيتي سابقا وبالتالي تلاشي المؤسسات الاقتصادية لهذا المعسكر وإنشاء منظمة التجارة العالمية في أول يناير 1995 وانضمام دول العالم إليها.

وبالتالي أصبح هناك ثلاث مؤسسات تقوم على إدارة العولمة من خلال مجموعة من السياسات النقدية

والمالية والتجارة المؤثرة في السياسات الاقتصادية لمعظم دول العالم وهذه المؤسسات هي:

— صندوق النقد الدولي والمسؤول عن إدارة النظام النقدي للعولمة.

— البنك الدولي وتوابعه والمسؤول عن إدارة النظام المالي للعولمة.

— منظمة التجارة العالمية والمسئولة عن إدارة النظام التجاري للعولمة.

ولعل قيام العولمة على تلك المؤسسات يعتبر من أهم دعائمها حيث أصبح على الأقل هناك نظام متكامل للعولمة تعمل من خلاله.

● تقليص درجة سيادة الدولة القومية وإضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية، فقد اتسمت العولمة بانخفاض درجة سيادة الدولة القومية وبالتحديد أدت إلى إضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية حيث اضطرت الحكومات إلى إلغاء قوانين التحكم في السوق وتطبيق قوانين تحرير الأسواق حتى قبل أن تتمكن من إيجاد وسائل رقابية جديدة ولعل هذا يؤدي إلى اكتساب ثقة الأسواق العالمية.

وما يلاحظ أن استجابة الحكومات للعولمة والسعي لإيجاد حلول مشتركة للمشكلات فإنه يؤدي إلى إنقاص من سيادة الدولة فالانضمام إلى المنظمات العالمية والتوقيع على الاتفاقات الدولية يضع قيوداً على خيارات السياسة المتاحة أمام الحكومة بل أنها قد يضطرها إلى إجراء تعديلات على السياسات والممارسات المحلية التي اتبعتها.

ويكفي الإشارة إلى أنه إذا تمت العولمة المالية بشكل كامل أي تم فتح الحساب الجاري وحساب رأس المال وتزايدت درجة اندماج وتكامل السوق المالي المحلي مع أسواق المال الخارجية العالمية فإنه من المرجح جدا أن تفقد الدولة سيادتها الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية.

### 1-3- الأشكال الرئيسية للعولمة:

للعولمة ثلاث أشكال رئيسية تتمثل في:

#### ✚ العولمة الاقتصادية:

يمثل الجانب الاقتصادي المجال المركزي والمحوري للعولمة، لأن الرأسمالية هي عبارة عن اقتصاد أولاً، وتعتبر العولمة بالدرجة الأولى علاقات وصراعات اقتصادية ويمكن النظر إلى العولمة الاقتصادية على أنها نظام عالمي له أدواته ووسائله وعناصره. ويسير بفعل آليات ومؤسسات، هذه الديناميكية تتعد في إطارها عن كافة صيغ التعامل المعروفة سابقاً، وتتصل في حيز مثالي تندمج فيه أسواق العالم في حقول انتقال السلع والخدمات ورؤوس الأموال والقوى العاملة ضمن إطار من الرأسمالية حرية الأسواق بحيث تكاد تصبح هذه الأسواق سوقاً واحداً كالسوق القومية.<sup>39</sup>

فإذا كان ثمة تكييف للعولمة الاقتصادية، فهو بلا شك سيكون عبر:

<sup>39</sup> كامل علاوي الفتلاوي، عاطف لاني مرزوق، العولمة ومستقبل الصراع الاقتصادي، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 41.

- الارتفاع المتزايد للتبادل السلعي؛
- حرية حركة رؤوس الأموال المعلومة؛
- أهمية المصادر الخارجية في تأمين المواد الأولية و العمالة والأسواق لإنتاج السلع و الخدمات.

### العولمة الثقافية:

تعرف العولمة الثقافية حسب لجنة اليونسكو أنه مرتبطة بفكرة التمييز أو التوحيد ( ) الثقافي للعالم، على حد التعبيرات التي استخدمتها اللجنة، فقد رأيت اللجنة أن التمييز الثقافي أو التوحيد يتم باستغلال ثورة وشبكة الاتصالات العالمية وهيكلها الاقتصادي الإنتاجي في شبكات نقل المعلومات والسلع وتحريك رؤوس الأموال.

لقد اختص هذا التعريف بالتوحيد كأنما الثقافات ذات ملامح متجانسة ومتماثلة، فكان اتجاه هذا المفهوم نحو رؤية موحدة للكون، وربطها بالبعد الاقتصادي والإعلامي معتبرتا أن هناك عولمة اتصالية.<sup>40</sup>

حيث تسعى العولمة إلى إلغاء الفوارق وإعلاء التشابهات والتماثلات بين الثقافات والتي تدعم وجود مسار بشري واحد للتاريخ.<sup>41</sup>

### العولمة السياسية:

تعتبر العولمة السياسية المرحلة التالية للعولمة الاقتصادية وتتمثل في تراجع أهمية الدولة، وبروز مراكز جديدة للقرار السياسي العالمي، في الوقت الذي فيه تتجه فيه الدول للتخلي الطوعي أو الاضطراري عن مظاهر السيادة التقليدية، حيث أن الدولة القومية التي تمارس صلاحيتها على أرضها دون تدخل أجنبي أصبحت اليوم نقيضا للعولمة، لأن هذه الأخيرة تحاول خلق عالم بلا حدود سياسية وهذا هو جوهر العولمة السياسية إذ يتم الانتقال الحر للقرارات والسياسات والتشريعات عبر المجتمعات بأقل قدر من القيود والضوابط.<sup>42</sup>

<sup>40</sup> هيفاء عبد الرحمن ياسين التكريتي، آليات العولمة الاقتصادية وآثارها المستقبلية في الاقتصاد العربي، ط1، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 245.

<sup>41</sup> هيفاء عبد الرحمن ياسين التكريتي، نفس المرجع أعلاه، ص: 253.

<sup>42</sup> [http:// citgsoft.ibda3.org/t3223\\_topic..](http://citgsoft.ibda3.org/t3223_topic..)

## المطلب الثاني: العولمة المالية ( المفهوم - الأسباب - المظاهر)

تعتبر العولمة المالية ظاهرة حديثة النشأة حيث عمرها لا يتجاوز أربعين سنة مقارنة بالعولمة الاقتصادية حيث تعود جذور الدول وبدأت تتجسد هذه الأخيرة بتطبيق إجراءات التحرير المالي.

### 2-1 - مفهوم العولمة المالية:

لقد تعددت التعاريف حول هذه الظاهرة وذلك من أجل إيجاد مفهوم للعولمة المالية:

تعرف العولمة المالية على أنها « عبارة عن النتائج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالاندماج المالي مما أدى هذا إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية».<sup>43</sup>

كما تعرف العولمة المالية أيضا على أنها « زيادة حركة تنقل رؤوس الأموال، مما يؤدي إلى تحمل مجموعة عديدة من المخاطر كما أنها قد تجلب مجموعة من الفوائد وذلك من أجل تحقيق الاستقرار والنمو الاقتصادي العالمي».<sup>44</sup>

وتعرف أيضا على أنها «النمو الهائل في حجم و نوعية المعاملات المالية الذي يخترق كل أشكال الحواجز الجغرافية و القيود التنظيمية بحيث تصبح المعاملات المالية تتم في إطار سوق مالي عالمي موحد يضمن الحصول على هذه الأخيرة إلى القرن الخامس عشر، وتعتبر العولمة المالية عن تشابك وترابط الشبه الكامل للأنظمة النقدية والمالية بين أعلى العوائد بأقل المخاطر».<sup>45</sup>

مما سبق يمكن تعريف العولمة المالية على أنها ترابط وتكامل الأسواق الدولية مع الأسواق المحلية وانفتاح هذه الأخيرة على العالم الخارجي مما يؤدي إلى تنقل حركة رؤوس الأموال فيما بينها.

### 2-2 - الأسباب التي ساهمت في حدوث العولمة المالية:

لكي تبرز ظاهرة العولمة المالية لابد من توفير المناخ الملائم لذلك، ولكي يحدث ذلك فإنه هناك مجموعة من الأسباب ساهمت في حدوث ذلك نذكر منها:<sup>46</sup>

<sup>43</sup> عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 49.

<sup>44</sup> <http://www.ahram.org.eg/archive/2004/9/13/FACE5.HTM>

<sup>45</sup> مرابط ساعد، بلميهوب أسماء، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2006، ص: 04.

<sup>46</sup> شذا جمال خطيب، صعق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، ط1، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008، ص ص: .

**٣٠ تنامي الرأسمالية المالية:**

إن النمو المتزايد الذي يحققه رأس مال المستثمر في الأصول المالية والذي كان متجسداً في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية وذلك من خلال تنوع أنشطته، كان له دوراً أساسياً في دفع مسيرة العولمة المالية. فأصبحت معدلات الربح التي يحققها رأس المال المستثمر تزيد بعدة أضعاف عن معدلات الربح التي تحققها قطاعات الإنتاج الحقيقي في أصول مالية، وصارت الرأسمالية ذات طابع ريعي تعيش على توظيف رأس المال لا على استثماره.

أما على الصعيد العالمي فقد لعب أيضاً رأس مال المستثمر في الأصول المالية دوراً مؤثراً وذلك لما يقدمه من موارد مالية (قروض واستثمارات مالية) بشروطه الخاصة، لا سيما بعد الانخفاض الملحوظ الذي حدث في حجم التدفقات المالية الرسمية والحكومية والمعونات التي كانت تقدم من قبل البلدان الصناعية المتقدمة والمنظمات الدولية. فقد نمت المعاملات لمؤسسات الاستثمارات المالية نمو ملحوظاً حيث ارتفعت قيمة العمليات التي تمت في أسواق الصرف الأجنبي والأوراق المالية على المستوى العالمي عن عشرة مرات منذ عام 1982، متجاوزة بذلك حجم النمو المحقق في التجارة الدولية والخل القومي، وهو الأمر الذي يعني أن حركة رؤوس الأموال غدت مستقلة ولها آلياتها ولم تعد مرتبطة بحركة التجارة الدولية.

**٣١ عجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية:**

لقد حدثت موجة عارمة من التدفقات رؤوس الأموال الدولية ناجمة عن أحجام ضخمة من المدخرات والفوائض المالية التي ضاقت أسواقها الوطنية عن استيعابها فالتجأت إلى الخارج بحثاً عن فرص الاستثمار أفضل ومعدلات عائد أعلى.

وعلى الرغم من أن ظاهرة الاستثمار خارج الحدود الوطنية هي ظاهرة قديمة قدم النظام الرأسمالي، إلا أن الاستثمار في الأسواق الخارجية قد بدأ منذ المراحل الأولى لتطور النظام الرأسمالي، والجديد هو تعاضد حجم الاستثمار وظهور أدوات مالية متنوعة، كذلك ارتباط الأسواق المالية في مختلف دول العالم.

**٣٢ ظهور الابتكارات المالي:**

لقد ارتبطت العولمة المالية بظهور كم هائل من الأوراق المالية التي راحت تستقطب العديد من المستثمرين، حيث إلى جانب الأوراق المالية التقليدية (الأسهم - السندات)، أصبح هناك العديد من الأوراق

الاستثمارية منها المشتقات ( Derivatives ) التي تتعامل مع التوقعات المستقبلية ( Futures )، و السقف والقاعدة (Collaes)، والخيارات (Option).....الخ.

كل هذه الأدوات تطورت من حين لآخر تنتج للمستثمرين مساحة واسعة من الاختيارات وذلك عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية كما ساهمت في التقارب بين الأسواق المالية. وقد ظهرت هذه الأدوات تحت تأثير عاملين هما:

أ- الإضطرابات التي سادت أسواق الصرف الأجنبية بعد الاتجاه نحو تقويم أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة حيث باتت الضرورة ملحة إلى ظهور تلك الابتكارات لتأمين الحماية للمستثمرين ومواجهة التقلبات الحادثة في أسعار الصرف الأجنبي وأسعار الفائدة ، وقد أثار البعض في هذا الخصوص إلى أن الحصيلة المدهشة لهذه الأوراق تكمن في أنها جردت الشراء الفعلي للأوراق المالية أو العملات الأجنبية من مخاطر تقلبات أسعار الصرف وأسعار الأسهم ، وكذلك من مخاطر عدم إمكانية تسديد الفوائد المرتفعة إلى أن تحولت المخاطر نفسها إلى سلعة متداولة في الأسواق .

ب- المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية لاسيما تلك التي دخلت حديثا إلى السوق فاستخدمت هذه الأوراق الجديدة من أجل تجزئة المخاطر وتحسين السيولة بما توفره للمستثمرين من إمكانية تغيير مراكزهم المالية بسرعة في حالة حدوث تطورات أو توقعات جديدة.

## ٢٠ التقدم التكنولوجي:

لقد ساهم التقدم التكنولوجي في مجال الاتصالات و المعلومات مساهمة فاعلة في دمج وتكامل الأسواق المالية الدولية، والتغلب على الحواجز المكانية و الزمنية بين الأسواق الوطنية المختلفة. حيث انخفضت تكلفة الاتصالات. الأمر الذي أدى إلى زيادة حركة رؤوس الأموال من سوق إلى آخر .

رغم ما يوفره التقدم التكنولوجي من ترابط بين الأسواق وقدرة على متابعة حركة الأسعار في عشرات الأسواق المالية لإتحاد القرارات المناسبة بالبيع والشراء فإنه يساهم في توفير المناخ الملائم لخروج ودخول الأرباح الرأسمالية الطائلة عبر الحدود الوطنية خلسة ، ودون ألا تتمكن السلطات النقدية والمالية من مراقبتها ومعرفة اتجاهها أو الحد من تأثيرها.

### ٢٠ التحرير المالي المحلي و الدولي:

لقد ارتبطت التدفقات الرأسمالية عبر الحدود ارتباطا وثيقا بعمليات التحرر المالي الداخلي و بالتحرر المالي الدولي ، وقد زاد معدل نمو هذه التدفقات ونزعتها خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي مع السماح للمقيمين وغير المقيمين بحرية تمويل العملة بأسعار الصرف السائدة إلى العملة الأجنبية واستخدامها بحرية في إتمام المعاملات الجارية والرأسمالية .

### ٢١ إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية:

حدثت تغيرات هائلة في صناعة الخدمات المالية ، وإعادة هيكلتها على مدى العقدين الماضيين، على وجه الخصوص العقد التاسع من القرن الماضي ، بحيث عملت كحاجز للإسراع من وتيرة العولمة المالية ، وفي هذا الصدد نشير إلى مايلي:

أ- توسعت البنوك في نطاق أعمالها المصرفية، على الصعيد المحلي والدولي ، فأصبحت تقوم بأعمال لم تكن تقوم بها من قبل في ضوء التحرير المالي ، وإلغاء القيود التي كانت تحد من نشاطها ، الأمر الذي ترتب عليه تنوع مصادر رؤوس أموال البنوك وطرق استخداماتها وبالتالي تطور بنود ميزانيات البنوك في أكثر من خمسين بنكا في العالم.

ب- دخول المؤسسات المالية المصرفية مثل شركات التأمين ، صناديق المعاشات ، وصناديق الاستثمار كمنافس قوي للبنوك التجارية وذلك في مجال الخدمات التمويلية ، مما يدل على تراجع دور البنوك في مجال الوساطة فخلال الفترة 1980-1995 انخفض نصيب البنوك التجارية في تمويل الأصول المالية الشخصية من 50% إلى 18% وفي مقابل ذلك ارتفع نصيب المؤسسات المالية غير المصرفية إلى نحو 42% وإن كان هذا الاتجاه يختلف من بلد إلى آخر لاسيما وأن البنوك التجارية في مختلف دول العالم أصبحت تدرك المنافسة القوية التي باتت تتهددها في ظل التحول من عقلية المصارف التجارية القائمة على أساس مخاطر الائتمان إلى عقلية مصاريف الاستثمار القائمة على أساس مخاطر السوق.

ج- وفي ضوء المنافسة القوية التي بدأت تستشعرها البنوك التجارية من المؤسسات غير المصرفية في مجال الخدمات التمويلية، قامت بعض البنوك بالاندماج فيما بينها، وعلى قائمتها البنوك التجارية الموجودة في كل من الولايات المتحدة، واليابان والدول الأوروبية.

### 3-2 - مظاهر العولمة المالية:

هناك العديد من مظاهر العولمة نذكر منها:<sup>47</sup>

- تعاضم دور رأس المال حيث أصبح الاقتصاد العالمي تديره وتتحكم فيه أهم البورصات العالمية مثل: داوجونز، ناسداك، نيكاي، داكس وغيرها والتي بواسطتها يتم تنقل رؤوس الأموال من مستثمر إلى آخر وذلك داخل أو بين الدول دون وجود عوائق أو صعوبات تحول دون ذلك؛
- ازدياد فوائض رؤوس الأموال الباحثة عن استثمارات بمعدلات أرباح عالية وهي بطبعة الحال ليست مستثمرة في دولة المنشأ لرأس المال الأمر الذي يجعلها تقوم بالبحث عن استثمارات خارجية على المستوى الدولي أفضل مما لو بقيت مستثمرة في الداخل أو مستثمرة بمعدلات ربحية متدنية في الدول المصدرة لهذه الأموال؛
- ظهور وسائل جديدة مثل المبادلات والخيارات والمستقبلات، أدت إلى استقطاب أصحاب رؤوس الأموال هذا إلى جانب الوسائل التقليدية الموجودة في الأسواق المالية مثل السندات وغيرها؛
- التقدم التكنولوجي الهائل، حيث يسمح هذا بأن يقوم المستثمر بالمتابعة الدقيقة للأموال وتحركاتها الاستثمارية لحظة بلحظة، حيث أن جميع الأسواق المالية مرتبطة ببعضها البعض، مما يسهل القيام بعملية الفعل أو رد الفعل على أية عملية مالية مرغوب فيها.

### المطلب الثالث: المراحل التي مرت بها العولمة المالية:

تعتبر العولمة المالية حديثة النشأة مقارنة بالعولمة الاقتصادية، لقد مرت العولمة المالية بمجموعة من المراحل تتمثل في:<sup>48</sup>

#### 3-1 - مرحلة تدويل التمويل غير المباشر

لقد استمرت هذه المرحلة من سنة 1960 إلى غاية 1979، حيث تميزت بمايلي:

- تعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المغلقة بصورة مستقلة؛
- ظهور وتوسيع أسواق الأورو، الدولار، بدءا من لندن ثم بقية الدول الأوروبية؛
- سيطرة البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية، أي التمويل غير المباشر؛
- انهيار نظام الصرف الثابت، وذلك بسبب عودة المضاربة على العملات القوية آنذاك (الجنيه الإسترليني والدولار)؛

<sup>47</sup> رميدي عبد الوهاب، سماي علي، العولمة المالية وأثارها على اقتصاديات الدول النامية، الملتقى الدولي سياسات التمويل وأثارها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، 2006، ص:08.

<sup>48</sup> محمد العربي ساكر، غالم عبد الله، موقع الدول العربية من العولمة المالية - إشارة خاصة لحالة الجزائر، الملتقى الدولي سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2006، ص: 05-07.



- إنهاء نظام بروتن وودز في أوت 1971 ، وإنهاء ربط الدولار بالعملات الأخرى وبالذهب، مما أدى إلى تطبيق نظام أسعار الصرف القائمة أو المرنة، وبذلك ظهرت أسعار الصرف المعروفة اليوم؛
  - إدماج البترودرارات في الاقتصاد العالمي بعد ارتفاع أسعار البترول وتجمع مبالغ ضخمة لدى الدول المصدرة للبترول فاقت احتياجاتها من التمويل؛
  - انتشار البنوك الأمريكية في جميع أنحاء العالم والتي منحت العديد من القروض الدولية؛
  - بداية المديونية الخارجية لدول العالم الثالث؛
  - ظهور أسواق الأدوات المالية المشتقة والاختيارات على العملات وأسعار الفائدة؛
  - ارتفاع العجز في موازين المدفوعات والميزانيات العمومية للدول المتقدمة لا سيما الولايات المتحدة.
- 3-2 - مرحلة التحرير المالي:**

- لقد تزامنت هذه المرحلة مع وصول كل من مارقرت تاتشر إلى الحكم في بريطانيا وتولي بول فولكر رئاسة الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، اللذان معروفان بتشجيعهما لتحرير الحياة الاقتصادية والمالية على المستويين الوطني والعالمي حيث امتدت هذه المرحلة من سنة 1980 إلى سنة 1985 وتميزت بمايلي:
- المرور إلى اقتصاد الأسواق المالية، وذلك من خلال ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية ببعضها البعض وتحرير القطاع المالي؛
  - رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال وذلك من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وبالتالي حرية الدخول والخروج، واعتبار هذه الإجراءات بمثابة الخطوة الأولى للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي؛
  - التوسع الكبير في أسواق السندات وذلك بنسبة (30 % من مجموع الأصول المالية المصدرة عالمياً) وارتباطها على المستوى الدولي وتحريرها من كافة القيود، الشيء الذي جعل الدول الصناعية الكبرى تقوم بتمويل عجز ميزانيتها عن طريق إصدار وتسويق تلك الأدوات المالية في الأسواق المالية العالمية، لا سيما سندات الخزينة، إذ سميت هذه المرحلة بمرحلة تغطية الدين العام للأوراق المالية؛
  - توسيع وتعميق الإيداعات المالية بصفة عامة مما أدى إلى جمع كميات كبيرة من الادخار العالي وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات والنمو السريع في الأصول المالية المشتقة بصفة خاصة؛
  - توسيع صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الادخار وهي صناديق تتوفر على أموال ضخمة هدفها الأساسي هو تعظيم إيراداتها في مختلف الأسواق العالمية.
- 3-3 - مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق الناشئة:**
- لقد امتدت هذه المرحلة من سنة 1986 وحتى الآن وتميزت بمايلي:

- تحرير أسواق الأسهم، فلقد كانت الانطلاقة من بورصة لندن في سنة 1986 بعد إجراء الإصلاحات البريطانية المعروفة باسم **big Bang** وتبعتها بعد ذلك بقية البورصات العالمية بتحرير أسواق أسهمها مما يسمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها على غرار أسواق السندات؛
- ضم العديد من الأسواق الناشئة ابتداءً من أوائل التسعينات وربطها بالأسواق المالية مما شكل الحدث الهام والأخير في مشوار العولمة المالية؛
- الأنهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية والتي كلفت الاقتصاد العالمي آلاف الملايين من الدولارات من الخسائر وتسببت في إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية لا سيما الولايات المتحدة؛
- زيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية إلى درجة أنها أصبحت تشبه السوق الواحدة. وذلك من خلال استعمال أجهزة الاتصال الحديثة، حيث أصبح بإمكان المستثمر الياباني أن يستثمر في الأدوات المالية التي يرغب الاستثمار فيها في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك عن طريق الحاسوب؛
- زيادة حجم التعامل في أسواق الصرف؛
- تحرير أسواق المواد الأولية وزيادة حجم التعامل في الأدوات المالية المشتقة؛
- توسيع التمويل المباشر باللجوء إلى الأسواق المالية وتغطية الدين العام بواسطة الأوراق المالية حتى من طرف دول ومناطق خارج دول منظمة التعاون والتنمية **OCDF**.

مهما تكن هذه المراحل فإن العولمة المالية تعتبر ظاهرة واسعة الانتشار في كافة أنحاء العالم، ومن خلالها أصبح العالم يمثل قرية صغيرة يتم من خلالها نقل ملايين من الدولارات من أقصى الشرق إلى أقصى الغرب وهذا بإعطاء أوامر إلى الكمبيوتر وهكذا سيطرت الدائرة المالية على الاقتصاد العالمي في وقت قصير.

#### المطلب الرابع: انعكاسات العولمة المالية على أسواق رأس المال

أن تكامل الأسواق المالية في الدول النامية يترتب عليه آثار إيجابية وسلبية تتمثل في مايلي:<sup>49</sup>

#### 4-1 - الآثار الإيجابية:

هناك مجموعة من الآثار الإيجابية التي تترتب على العولمة المالية تتمثل في النقاط التالية:

- إن تطور أسواق المال في الدول النامية يساعد على تعبئة المدخرات وذلك بزيادة الاستثمارات المالية المتاحة لدى المدخرات لتوسيع محافظهم المالية، وهذا بسبب انخفاض تكلفة تعبئة المدخرات وذلك لتوافر

<sup>49</sup> صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثاني، جامعة محمد خضير، بسكرة، 2002، ص ص: 07-09.

أجهزة الوساطة المالية وخدماتها المتطورة التي تتيح لأصحاب الادخار فرص استثمارية كبيرة وأوعية ادخارية؛

- إن السوق الأولى تمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار الأولي والطلب على الاستثمار، أما السوق الثانوي فهي توفر عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية وبيع الأسهم والسندات التي يمتلكونها وتحويلها إلى نقد؛
- إن العولمة تجعل الأسواق المالية تقوم بدور القائد والموجه للادخارات الأجنبية وتوفر للدولة موارد مالية بالعملة الأجنبية دون الاعتماد على الافتراضات الخارجية وهو ما يزيد في حجم الديون؛
- كما تعمل العولمة المالية على التعبئة العالية للادخارات التي تؤثر في عملية النمو الاقتصادي لان حصر الموارد المالية في قنوات الوساطة المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات ، حيث يؤدي هذا دورا كبيرا في التخصيص الجديد للموارد وزيادة النمو الاقتصادي.

#### 4-2- الآثار السلبية:

كما اشرنا أن للعولمة المالية ونمو رأس المال الإيجابيات فإنها أيضا لم تسلم من سلبيات التي تؤثر على اقتصاديات الدول النامية وهي:

- تتميز أسواق المال الدولية بعدم الثبات والتذبذب، الأمر الذي يؤدي إلى انهيار هذه الأسواق المالية نظرا لعدم تناسق المعلومات والبيانات وانتظامها، وهو ما يلحق أضرارا بالاقتصاد بكامله؛
- تتسم التدفقات الرأسمالية للاستثمار في الأوراق المالية بالبحث عن المضاربة في الأجل القصير، وبالتالي فإن اهتمامها سينصب على الأرباح وليس تحقيق النمو لهذه البلدان؛
- إن صادرات الدول النامية تعتمد على المنتج الواحد ومن آثار العولمة المالية هو الاندماج بين سوق الأوراق المالية وسوق الصرف الأجنبي فإن هذا سيلحق آثار سلبية عليها عند حدوث أي خلل أو أزمة داخلية وخارجية ، كما أن تداول المعلومات الخاطئة من شأنه أن يؤثر على الاستقرار الاقتصادي لتلك الدول؛
- إن تطور تكامل الأسواق المالية للدول النامية مع الأسواق المالية العالمية من شأنه أن يحدث أضرارا في اي سوق وبالتالي تحدث نفس الأضرار المرتبطة بها؛

- كذلك تعمل العولمة المالية على التأكيد على زيادة انخفاض سيادة الدول على سياساتها النقدية فحسب (prissert) ، أن السياسات النقدية لا تصمم بدون الرجوع إلى الوضعية الدولية وحتى بدون تنسيق دولي. وبالتالي فقدان استقلالية الدول في اتخاذ السياسات النقدية لها هي مؤكدة وخاصة داخل الفضاء الأوروبي وتصبح الرقابة الإدارية للقرض والنقود تكاد تكون متقاربة في اقتصاديات المدينة أما اقتصاديات الأسواق المالية في متصلة ببعضها البعض.

## خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل فإننا قمنا بالتعرض إلى مجموعة من النقاط مبتدئينا أولا بالتعرض إلى البورصة باعتبارها أداة مهمة في الاقتصاد الوطني وذلك لما لها من دور في تعبئة مدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات وبالتالي تحقيق أعلى العوائد. حيث أبرزنا مفهوم البورصة وتم عرض أنواع البورصة كذلك تعرضنا إلى أهم الوظائف التي تؤديه هذه الأخيرة في الاقتصاد، كذلك معرفة الأعضاء التي تتكون منها البورصة وأهم المرتكزات التي تقوم عليها بالإضافة على المسؤوليات المنوطة بها.

ثم قمنا بعرض لكفاءة السوق المالية وذلك من اجل معرفة أداء السوق حيث توصلنا إلى انه لا بد من أن تعكس أسعار الأوراق المالية كافة البيانات والمعلومات المتاحة في السوق حتى يكون السوق كفاء.

كما تعرضنا إلى الشروط اللازمة لكي يكون السوق كفاء، كما عرضنا إلى أنواع الكفاءة وإبراز الفرق بين هذه الأنواع، كذلك مختلف صيغ الكفاءة حيث تمثل هذه الصيغ في ثلاثة صيغ صيغة الضعيفة والصيغة لشبه القوية والصيغة القوية.

وأخيرا تعرضنا إلى المؤشرات التي يمكن أن تقيس كفاءة السوق المالية حيث تكمن في خمسة مؤشرات.

كما تعرضنا في هذا الفصل إلى عرض مجموعة من الأسواق المالية العربية كذلك واقع هذه الأسواق وعوامل تطوير وتنشيط هذه الأسواق وذلك بهدف العرف على أداء الأسواق المالية العربية.

وأخيرا تعرضنا إلى تأثير العولمة المالية على أسواق رأس المال باعتبار أن العولمة المالية لها تأثيرات وانعكاسات على الأسواق العربية نتيجة التطورات والإصلاحات التي تحدث في العالم واندماج الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية وتنقل حركة رؤوس الأموال فيما بينها.

## الفصل الثالث

### الدراسة التطبيقية

**تمهيد:**

لقد تطرقنا من خلال الفصلين السابقين إلى الإطار النظري للأسواق المالية موضحنا أهم الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية وذلك من خلال الفصل الأول، أما الفصل الثاني فكان في مجمله على تأثير العولمة المالية على كفاءة الأسواق المالية معرفنا بكفاءة الأسواق ، البورصة، و العولمة المالية.

سنحاول من خلال هذا الفصل القيام بالدراسة التطبيقية، وذلك من خلال الإلمام بمختلف الجوانب النظرية لسوق عمان المالي، كما سوق نقوم بدراسة اختبار مدى كفاءة سوق عمان المالي عند المستوى الضعيف مستخدمنا بذلك أهم الاختبارات المطبقة. ( اختبار الاستقرارية، اختبار ديكي فولر **DF** ، اختبار فليبس **PP** ، اختبار التوزيع الطبيعي، اختبار **BDS** )، على أسعار أسهم الشركات والمعبر عنها بمؤشر السوق للفترة الممتدة ( من **01** جانفي **2005** إلى **31** ديسمبر **2009** ).

كما سنحاول القيام بدراسة قياسية لبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية ( معدل التضخم، معدل الفائدة ومعدل الناتج المحلي الإجمالي)، بدلالة مؤشر سوق عمان المالي أي دراسة نوع العلاقة بين هذه المتغيرات ومؤشر السوق ومدى تأثيرها عليه. وذلك من خلال نماذج الاقتصاد القياسي، حيث تتمثل العينة في **80** مشاهدة شهرية خلال الفترة **01** جانفي إلى غاية **31** ديسمبر **2005**.

## المبحث الأول: نبذة حول سوق عمان المالي

لقد تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999، كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

حيث تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكونة من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة، وتتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، واللذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.

إذن نجد بورصة عمان تلزم بتوفير العدالة والشفافية والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعاقل، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال، وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات مع المعايير العالمية.

حيث تقوم بورصة عمان كذلك بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة، ومراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات، كما قامت بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.

كما تقوم بورصة عمان كذلك بإقامة علاقات تعاون مع البورصات العالمية وإبرام اتفاقيات معها، والمشاركة في الندوات والمؤتمرات العالمية، حيث تمثل عضو فاعل في اتحاد البورصات العربية، واتحاد البورصات الأوروبية والاتحاد الدولي للبورصات، والمنظمة الدولية للهيئات الأوراق المالية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> [www.ase.com.jo/ar/](http://www.ase.com.jo/ar/) تاريخ الاطلاع 2011/07/11



## المطلب الأول: الإطار التنظيمي لسوق عمان للأوراق المالية

سنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على مجموعة من النقاط لسوق عمان للأوراق المالية:

### أولاً: الرؤية

يعتبر سوق عمان مالي متقدم ومتميز تشريعياً وتقنياً وذلك على المستوى الإقليمي والعالمي ومرتبياً إلى أحدث المعايير العالمية في مجال الأسواق المالية مما يوفر بيئة جاذبة للاستثمار.

### ثانياً: الرسالة

يقوم سوق عمان المالي بتوفير سوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية وتأمين بيئة قوية وآمنة لتداول الأوراق المالية لتعميق الثقة بسوق الأوراق المالية.

### ثالثاً: الأهداف

تهدف بورصة عمان إلى:

- خلق بيئة استثمارية آمنة؛
- تطوير عمليات وأساليب تداول الأوراق المالية في البورصة؛
- تطبيق أحدث المعايير العالمية؛
- زيادة وعي كافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية؛
- الشفافية والمصداقية في تعاملات البورصة.

### رابعاً: النظرة المستقبلية

سوف تعمل بورصة عمان على تحقيق مساعيها ومشاريعها التي تهدف إلى التطوير المستمر من أجل المحافظة على الدور البارز الذي تحتله بورصة عمان بين أسواق المنطقة.

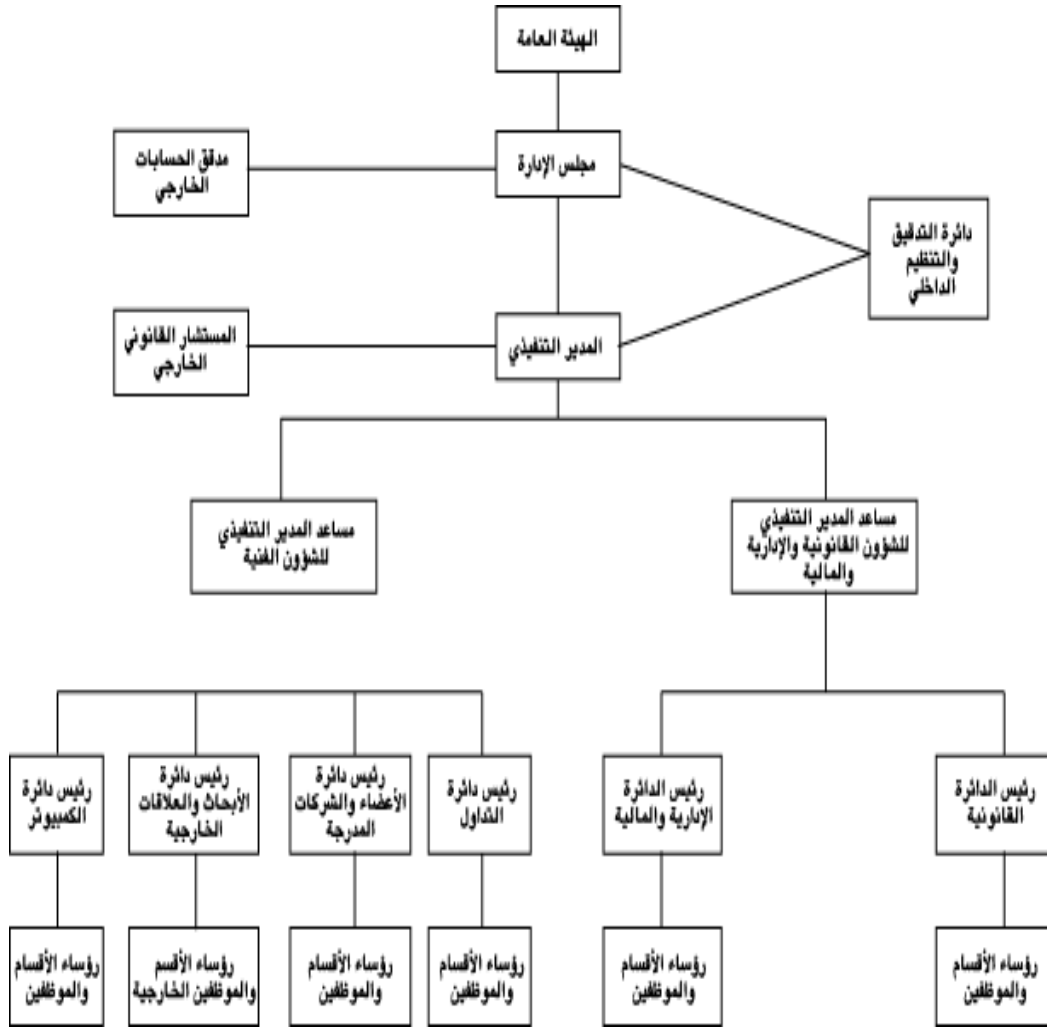
حيث ستعمل على إنجاز مايلي:

- تأسيس المركز المالي الوطني الأردني، وسوف ينظم المركز المالي كل من بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية، ومكاتب الوسطاء، وقاعة الجمهور، ومكان البنوك بالإضافة إلى معهد متخصص للخدمات ذات الصلة بسوق رأس المال؛
- تحديث البنية التقنية للبورصة ؛
- احتساب أرقام قياسية جديدة؛
- تبنت بورصة عمان استراتيجية تسويقية و تثقيفية؛
- استحداث أدوات مالية جديدة.

خامسا: الهيكل التنظيمي لبورصة عمان:

لبورصة عمان هيكل تنظيمي مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي لبورصة الأردن



Source : <http://images.jordan.gov.jo>.

12/02/201

## المطلب الثاني: الواقع العملي لسوق عمان المالي

بعد ما تعرضنا في المطلب السابق إلى الإطار التنظيمي لسوق عمان المالي، فإننا سوف نحاول من خلال هذا المطلب الإلمام بمختلف الجوانب العملية لسوق عمان المالي.

### أولاً: إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية

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

ونتيجة لذلك فإنه ظهرت سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما أدى بالحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته. كذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب.

ولقد دعت خطط التنمية الاقتصادية إلى إنشاء هذا السوق، حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و 1976 وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات تبين حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين.

فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تم بموجبه تشكيل لجنة تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/03/16، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ، كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/01/01، وكان القانون قد حدد أهداف السوق وذلك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني وتنظيم إصدار الأوراق المالية.

حيث أوكل لهذا السوق القيام بدورين أساسيين هما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال، والقيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية.

### ثانياً: الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني

لقد تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق رأس المال تقوم على أساس ما يتم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية، وذلك تعزيزاً لنمو القطاع الأهلي وتوسيع وتنويع قاعدة الاقتصاد الأردني وسعيًا للارتقاء إلى المعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية، حيث تمثل أهم ملامح التوجه في إحداث تغييرات مؤسسية في سوق رأس المال واستخدام أنظمة التداول والتسوية والتقاص الالكترونية وإزالة كافة معوقات الاستثمار وتقوية الرقابة على سوق رأس المال وصولاً إلى أعلى مستوى من الشفافية وتحقيق سلامة التعامل مع الأوراق المالية بما يتناسب مع التوجه العمولة والانفتاح الخارجي.

وبالتالي تم إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة نحل محل سوق عمان المالي وهي:

- هيئة الأوراق المالية؛
- بورصة عمان/ سوق الأوراق المالية؛
- مركز إيداع الأوراق المالية.

### 1- هيئة الأوراق المالية:

تهدف هذه الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وهي البورصة ومركز إيداع الأوراق المالية، كما تهدف إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات التي تصدرها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين.

كما نجد أن هذه الهيئة تتمتع باستقلال مالي، مما يعزز من دورها المستقبلي الذي يمكنها من تحقيق أهدافها وذلك من بكفاءة عالية، ونجد لهذه الهيئة مجلس مفوضين يتكون من خمسة أعضاء، حيث يقوم هذا المجلس بإعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية والموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة والمركز، كذلك منح التراخيص وتحديد العمولات التي تتقاضاها شركات الخدمات المالية وأعضاء المركز، كذلك

اعتماد المعايير المحاسبية والمعايير الواجب توفرها في مدققي الحسابات المؤهلين للتدقيق على الجهات الخاضعة لرقابتها.

## 2- بورصة عمان:

لقد تولت بورصة عمان مهامها كمؤسسة مستقلة إداريا وماليا في 11/03/1999 ولا تهدف إلى الربح وكجهة مصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية.

لقد جاء إصدار قانون الأوراق المالية لعام 1997 في الأردن وذلك بهدف إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني ليواكب الأسواق المالية الدولية، ويكمن الطابع الأساسي في هذه الهيكلة في فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي حيث كان يقوم بمهدين الدورين معا.

حيث تم تأسيس بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية كمؤسستين مستقلتين تدران من قبل القطاع الخاص.

## 2- مركز إيداع الأوراق المالية:

لقد تم إنشاء هذا المركز بتاريخ 10/05/1999، وذلك من أجل الحفاظ على ملكية الأوراق المالية ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية أثمان الأوراق المالية بين الوسطاء، حيث يتمتع هذا المركز بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري ولا يهدف إلى الربح ويدار من قبل القطاع الأهلي.

### ثالثا: البنية التشريعية

لقد قامت بورصة عمان منذ إنشائها بإصدار مجموعة من الأنظمة والتعليمات اللازمة لضمان تحقيق البورصة لأهدافها ومهامها على مستوى عال من الكفاءة والعدالة، ولقد قامت البورصة مؤخرا بمراجعة وتنظيم كافة أنظمتها وتعليماتها لمواكبة التطورات الدولية بما يضمن كفاءتها وزيادة الثقافة وحماية المستثمرين فيها.

### رابعا: النظام الداخلي للسوق:

يتضمن مجموعة من الأحكام تتعلق بشكل الهيئة العامة للبورصة ومجلس إدارتها ومديرها التنفيذي إضافة إلى التزامات الأعضاء وإجراءات التفتيش عليها وفرض عقوبات على المخالفين لأحكام التشريعات.

**خامسا: تعليمات إدراج الأوراق المالية**

لقد تم تحديد الأسواق التي يتم فيها عد أول الأوراق المالية، كما حددت شروط الإدراج في هذه الأسواق. كذلك متطلبات إدراج السندات ووحدة الاستعمال فيها بالإضافة إلى تنظيم عملية إدراج الأوراق المالية غير الأردنية في بورصة عمان.

**\* تعليمات تداول الأوراق المالية:**

تضمنت إجراءات تداول الأوراق المالية في البورصة من خلال نظام التداول الإلكتروني ومعايير السلوك المهني لأعضاء البورصة وكافة الأمور الإدارية والتنظيمية المتعلقة بالتداول الإلكتروني.

**\* تعليمات صندوق ضمان الوسطاء الماليين:**

تم بموجب هذه التعليمات إنشاء صندوق ضمان الوسطاء الماليين يهدف إلى تغطية أي عجز نقدي لدى الوسطاء المشترين أو أي عجز في رصيد الأوراق المالية المباعة لدى الوسطاء فتح عن تداول أي ورقة مالية في البورصة.

**\* تعليمات الإفصاح:**

صدرت البيانات والتعليمات الواجب على البورصة الإفصاح عنها كما تبين المعلومات والبيانات والسجلات التي تعتبر سرية ولا يجوز الإفصاح عليها إلا من قبل الموظفين المعيّنين.

**سادسا: النظام الداخلي لحل المنازعات في السوق:**

يشمل النظام على آلية واضحة ومحددة لحل النزاعات بين أعضاء البورصة (الشركاء الوساطة المالية) وبينهم وبين عملائهم عن طريق التحكيم.

**سابعا: أنواع الأسواق المتداولة في السوق:**

تم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات وذلك من خلال سوقين الأول والسوق الثاني، حيث يتم تقسيمها حسب معايير السيولة والربحية للشركات.

\* شروط إدراج أسهم الشركات في السوق الأول ؛

- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين عن (100%) من رأس المال المدفوع؛
- مضي عام كامل على إدراج أسهم الشركات في السوق الثاني؛
- أرباح صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين على الأقل خلال آخر ثلاث سنوات؛
- لا تقل الأسهم الحرة في الشركة عن:

\* (05%) إذا كان رأس المال (50) مليون دينار فأكثر؛

\* (10%) إذا كان رأس المال أقل من (50) مليون دينار.

- عدد مساهمي الشركة (100) مساهم فأكثر.

- لا يقل عدد أيام تداول الشركة عن (20%) من عدد أيام التداول الكلي خلال السنة المالية، وان يتم التداول بـ (10%) على الأقل من الأسهم الحرة للشركة خلال نفس الفترة.

### المطلب الثالث: التطورات المتعلقة بأداء سوق عمان المالي

بعد ما قمنا بالتعرض إلى الإطار التنظيمي والواقع العملي لسوق عمان المالي في المطلبين السابقين، فإننا نحاول في هذا المطلب التعرض للتطورات المتعلقة بأداء السوق.

أولاً: الأداء

#### 1 - المؤشر:

لقد سجل المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لبورصة عمان ارتفاعاً بلغت نسبته 1.3 في المائة ، و ذلك بنهاية الربع الثاني من عام 2009 مقارنة بالربع السابق ليصل الى 407.7 نقطة ، و بالمقارنة مع الربع الثاني من عام 2008 انخفض المؤشر بنسبة بلغت 28.2 في المائة.



**2 - القيمة السوقية:**

لقد سجلت القيمة السوقية ارتفاعاً و ذلك في نهاية الربع الثاني من عام 2009 و ذلك بنسبة 4.98 في المائة لتبلغ 34.337 مليار دولار مقارنة مع 32.709 مليار دولار في نهاية الربع الأول من العام الجاري. و بالمقارنة مع الربع الثاني من عام 2008 انخفضت القيمة السوقية بنسبة 39.8 في المائة.

**3 - أحجام التداول:**

لقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الثاني من عام 2009 بنسبة 19.1 في المائة لتبلغ نحو 4.622 مليار دولار مقابل نحو 3.881 مليار دولار خلال الربع السابق ، و ارتفع متوسط التداول اليومي من 62.6 مليون دولار إلى 73.4 مليون دولار ، و ارتفع كذلك معدل دوران السهم من 11.9 في المائة إلى 13.5 في المائة.

**4 - عدد الأسهم المتداولة:**

لقد ارتفع عدد الأسهم المتداولة و ذلك خلال الربع الثاني من عام 2009 بنسبة 14.6 في المائة ليبلغ 1777.8 مليون سهم مقارنة مع حوالي 1551 مليون سهم تم تداولها خلال الربع السابق ، و نتيجة لذلك ارتفع المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة من 25 مليون سهم إلى 28.22 مليون سهم.

**5 - عدد الشركات المدرجة:**

لقد كان عدد الشركات المدرجة في بورصة الأردن متزايد وذلك خلال الأعوام الخمسة ( 2005 - 2009 )، حيث في عام 2005 كان عدد الشركات المدرجة 195 شركة موزعة على أربع قطاعات ( قطاع البنوك، قطاع التأمين، قطاع الخدمات، قطاع الصناعة). وفي عام 2009 أصبح عدد الشركات المدرجة 272 شركة.

**ثانياً: تطورات ذات علاقة بنشاط السوق**

نتناول هنا بعض المتغيرات التي لها تأثير على أداء السوق:<sup>2</sup>

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الثالث، العدد السابع والأربعون، 2006 .

**1- الناتج المحلي الإجمالي:**

تشير التقديرات الأولية إلى أن من المتوقع أن يسجل الناتج المحلي الإجمالي معدل نمو حقيقي يتجاوز نسبة 6.7 في المائة خلال العام الجاري، وهو أقل من معدل النمو الذي سجله خلال العام الماضي والذي وصل إلى نحو 7.7 في المائة، ويعزى ذلك إلى الظروف الخارجية المتمثلة في ارتفاع أسعار النفط ومشتقاته وتراجع قيمة المنح الخارجية.

**1- التضخم:**

تشير التقديرات إلى أن معدل التضخم قد شهد استقراراً نسبياً خلال الربع الثالث من هذا العام، وذلك بعد الزيادة التي طرأت على أسعار المحروقات وانعكاساتها على أسعار باقي السلع والخدمات خلال الربع الثاني.

**2- التطورات النقدية و المصرفية:**

تظهر البيانات نمو السيولة المحلية بنسبة 9.3 في المائة خلال عام 2009، لتصل إلى 20013.3 مليون دينار في نهاية ديسمبر 2009، كما تظهر الميزانية المجمعة للمصارف الأردنية ارتفاعاً لموجودات هذه المصارف خلال العام بنسبة 7.3 في المائة ليصل إلى 31950.9 مليون دينار في نهاية ديسمبر. كما نما الائتمان المقدم للقطاع الخاص بنسبة طفيفة خلال العام بلغت 1.3 في المائة ليصل إلى 12674.4 مليون دينار في نهاية ديسمبر 2009.

**3- الأزمة المالية:**

لقد قام البنك المركزي بتخفيف آثار الأزمة المالية وذلك من أجل تعزيز وتيرة النمو الاقتصادي وذلك بتخفيض سعر إعادة الخصم الذي وصل إلى 4.75 في المائة، وسعر إعادة الشراء إلى 4.5 في المائة وذلك في نهاية عام 2009<sup>3</sup>.

**4- معدل الفائدة:**

لقد قام البنك المركزي الأردني بتخفيض سعر الفائدة لودائع ليلة واحدة إلى نمو 2.50 في المائة، كما تم تخفيض الاحتياطي الإلزامي على الودائع لدى البنوك الخاصة بالعملة المحلية والأجنبية إلى 7 في المائة من 9 في المائة،

<sup>3</sup> صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الرابع، العدد الستون، 2009.

كذلك شهد متوسط سعر الفائدة بين البنوك انخفاضا ليصل إلى 2.645 في المائة في نهاية ديسمبر 2009 مقابل 3.150 في المائة في نهاية الربع الثالث من العام نفسه.

### 5- الميزان التجاري:

لقد شهد الميزان التجاري الأردني انخفاضا بنسبة 14.8 في المائة ليصل إلى نحو 5.5 مليار دينار خلال عام 2009، مقارنة بنحو 6.4 مليار دينار خلال عام 2008 ويرجع ذلك إلى تراجع الواردات بأكثر من تراجع الصادرات. حيث سجلت الواردات الإجمالية انخفاضا خلال العام بلغ 17.1 في المائة ليعكس التراجع في فاتورة النفط ليصل إلى نحو 10.0 مليار دينار، أما الصادرات الإجمالية فقد انخفضت بنسبة 19.4 في المائة لتصل إلى 4.5 مليار دينار مقابل 5.6 مليار خلال عام 2008.

### المبحث الثاني: دراسة كفاءة سوق عمان المالي عند المستوى الضعيف

نحاول من خلال هذا المبحث دراسة مدى كفاءة سوق عمان المالي وذلك عند المستوى الضعيف، حيث يمكن ذلك من خلال دراسة سلوك الأسعار اليومية لأسهم الشركات المدرجة في السوق، والمعبر عنها بمؤشر السوق، وذلك خلال الفترة ( 01 جانفي 2005 إلى غاية 30 ديسمبر 2009)، مما يعطينا 1304 مشاهدة يومية.

وتندرج تحت هذه الدراسة الإشكالية التالية والتي نحاول من خلال هذه الدراسة الإجابة عنها والمتمثلة في:

- هل يعتبر سوق عمان المالي كفئا عند المستوى الضعيف ؟

و للقيام بهذه الدراسة لا بد أن نتطرق إلى النقاط التالية:

- دراسة إحصائية وصفية للسلسلة سعر السوق IP؛
- اختبار اللوغار تم لسلسلة سعر السوق ( المردودية)، وذلك باستخدام عدة اختبارات معروفة في دراسة الاستقرار؛

- اختبار التوزيع الطبيعي وهذا بواسطة أهم الاختبارات الإحصائية ( jarque-Bera, )

Skewness, Kurtosis

- اختبار استقلالية المشاهدات (BDS).

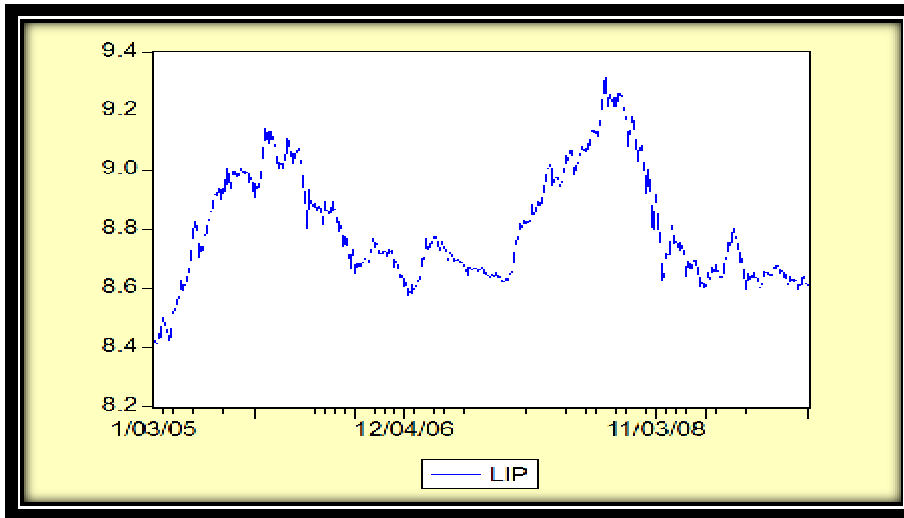
### المطلب الأول: الدراسة الإحصائية الوصفية للسلسلة IP :

تتكون السلسلة سعر السوق محل الدراسة من 1304 مشاهدة يومية ممتدة من 2005/01/02 إلى 2009/12/30 باعتبار يومي الجمعة والسبت يومي عطلة ( 05 مشاهدات في الأسبوع). وذلك بمتوسط 6804.35 نقطة حيث سجلنا أكبر قيمة 11116.70 نقطة، وأقل قيمة 4422.50 نقطة ، بينما يقسم هذه السلسلة مستوى وسيطي 6309.200 ، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري 1359.178 نقطة، أي بنسبة تجانس 19%<sup>4</sup>.

### المطلب الثاني: دراسة الاستقرار للمردودية:

تكون السلسلة الزمنية مستقرة إذا تذبذبت حول وسط حسابي ثابت مع تباين مستقل عن الزمن ، وفي هذا الجانب نحاول إجراء هذا الاختبار على المردودية بإدخال اللوغاريتم على السلسلة السابقة IP، لنتحصل على السلسلة LIP والممثلة بواسطة المنحنى التالي.

الشكل رقم ( 3 - 2 ): التغيرات اليومية لسعر السوق في الفترة ( 2005 - 2009 )



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات الدراسة.

<sup>4</sup> تمثل هذه النسبة معامل الاختلاف ( CV ) للسلسلة IP.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن منحنى المردودية  $LIP$  يأخذ شكل متزايد مع الزمن  $t$  مما يوضح لنا أن تغيرات المردودية لها اتجاه عام موجب بدلالة الزمن  $t$ ، وهذا يعطينا فكرة حول إمكانية عدم استقرارها وهذا ما سنختبره في الآتي.

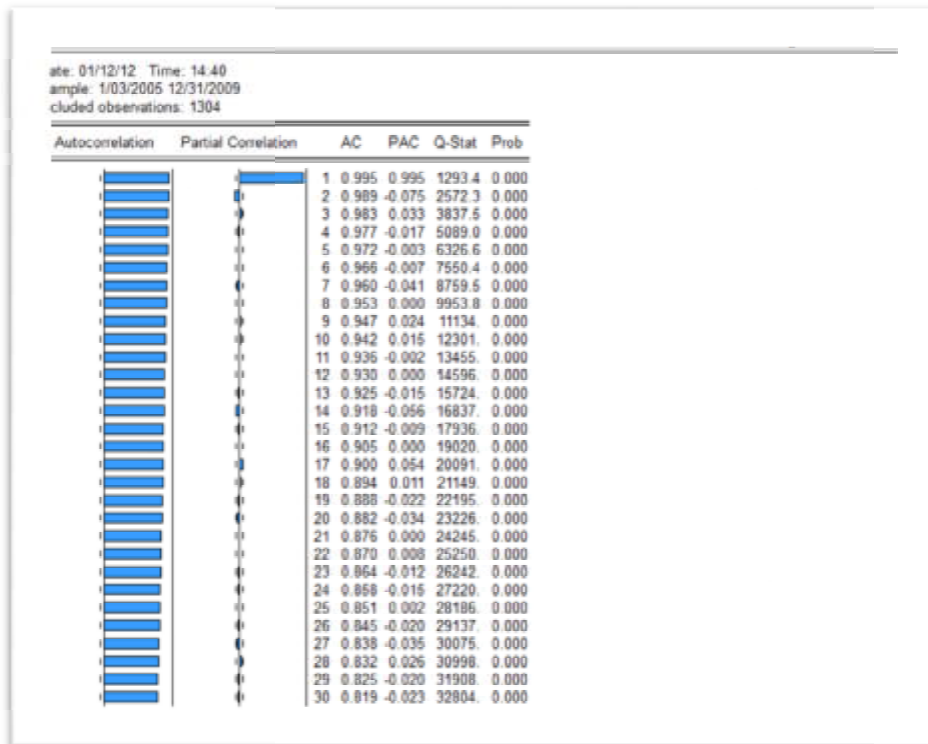
و من أجل ذلك توجد عدة اختبارات إحصائية أهمها:

## 2-1 - اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي:

تكون السلسلة  $LIP$  مستقرة إذا كانت معاملات دالة الارتباط لا تختلف معنويًا عن الصفر. والشكل التالي يوضح لنا دالة الارتباط الذاتي للسلسلة  $LIP$ .

نلاحظ من خلال الشكل التالي أن معاملات الارتباط الذاتي كلها خارج مجال الثقة، مما يعني أن السلسلة ليست مستقرة، ومن أجل اختبار معنوية معاملاتها ذات الفجوات أقل من 30 نستعمل اختبار  $Ljung-Box$ ، حيث توافق الإحصائية المحسوبة ( $LP$ ) لهذا الاختبار آخر قيمة للعمود  $\emptyset = 32804$ .

الشكل رقم (3-3): دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي للسلسلة  $LIP$  خلال الفترة (2005 - 2009).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاستعانة بمعطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews 3.1.

نستعمل هذه الإحصائية في اختبار المعنوية الكلية لمعاملات دالة الارتباط الذاتي حسب الفرضيتين التاليتين:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 : P_1 = P_2 = P_3 = \dots = P_{30} = 0 \\ H_1 : \text{au moins } P_i \neq 0 \quad (i: 1 \dots \dots \dots 30) \end{array} \right.$$

من أجل ذلك نقارن  $LB$  بالقيمة الجدولة المستخرجة من جدول كاي تربيع بدرجة حرية 30 ومستوى معنوية 5%.<sup>5</sup>

$$\chi_{0.05}^2 = 43.373$$

حيث أن القيمة الجدولة تساوي:

لدينا  $LB$  أكبر من القيمة الجدولة ومنه نرفض  $H_0$  فرضية انعدام معاملات دالة الارتباط الذاتي ونقبل  $H_1$  فرضية عدم انعدام معاملات دالة الارتباط الذاتي، أي أن معاملات دالة الارتباط تختلف عن الصفر. مما يوضح عدم استقرار السلسلة  $LIP$ .

## 2-2 - اختبار ديكي - فولر (Dickey-Fuller (DF) test :

تعمل هذه الاختبارات على البحث في الاستقرار أو عدمها لسلسلة زمنية ما، وذلك بتحديد مركبة الاتجاه العام، سواء كانت تحديدية (*déterministe*) أو عشوائية (*Stochastique*).

لعرض هذا الاختبار نبدأ بالنموذج التالي الذي يسمى بنموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى ( $AR(1)$ ،

$$y_t = y_{t-1} + u_t$$

والذي يكتب من الشكل:

حيث  $u_t$ : حد الخطأ العشوائي، والذي يفترض فيه: وسط حسابي يساوي الصفر، تباين ثابت، وقيم غير مرتبطة (عندئذ يسمى حد الخطأ أو التشويش الأبيض).<sup>6</sup>

يعتبر هذا الاختبار من أهم الاختبارات كشف الاستقرار، بالإضافة إلى ذلك فهو يدلنا على أبسط طريقة لجعل السلسلة  $LIP$  مستقرة ويعتمد هذا الاختبار على تقدير ثلاثة نماذج خطية التالية:

$$\Delta lip_t = \lambda lip_{t-1} + \mu_t \quad (1 - 3)$$

<sup>5</sup> أنظر الملحق رقم (01) جدول كاي تربيع.

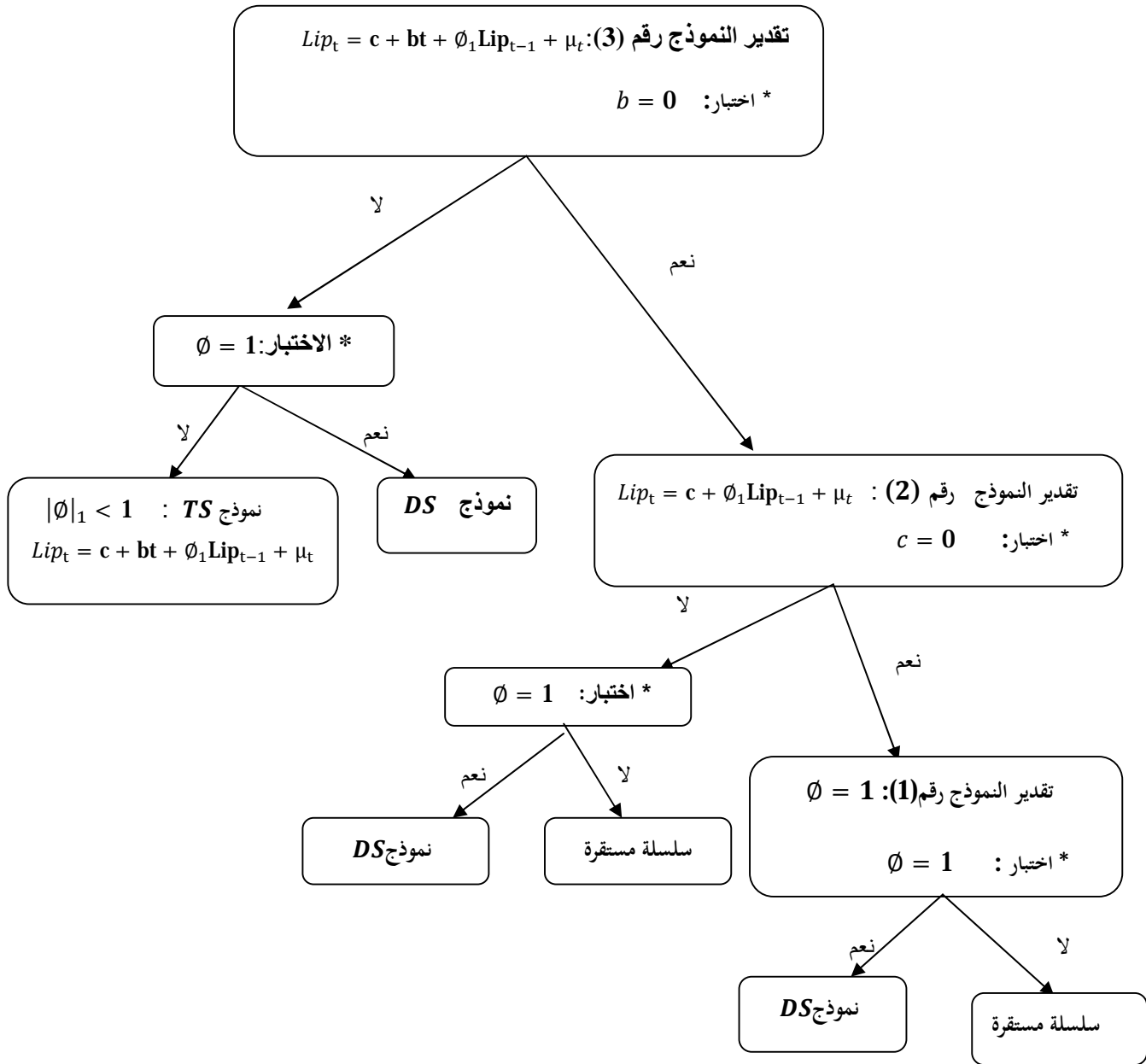
<sup>6</sup> سعيد هتهات، دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2006، ص: 142.

$$\Delta lip_t = \lambda lip_{t-1} + c + \mu_t \quad (2 - 3)$$

$$\Delta lip_t = \lambda lip_{t-1} + c + bt + \mu_t \quad (3 - 3)$$

من أجل إجراء هذا الاختبار بصورة منهجية واضحة نتبع المخطط الآتي الذي يبين لنا مراحل اختبارات الجذر الأحادي:

الشكل رقم (3 - 4): إستراتيجية مبسطة لمراحل الجذر الأحادي



Source :REGIS BOURBONNAIS , Econométrie ,6<sup>e</sup> édition , dunod, Paris, 2005 , p :234.adapté.

وفق هذه المنهجية نقوم بتقدير النماذج الثلاثة السابقة:

**1- تقدير النموذج رقم (03):**

$$\Delta lip_t = \lambda lip_{t-1} + c + bt + \mu_t \quad (4-3)$$

يبين الجدول التالي نتائج تقدير المعادلة:

**الجدول رقم (3 - 1): نتائج تقدير النموذج رقم (03):**

ADF Test Statistic	-2.183463	1% Critical Value*	-3.9702	
		5% Critical Value	-3.4157	
		10% Critical Value	-3.1298	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LIP)				
Method: Least Squares				
Date: 01/12/12 Time: 15:04				
Sample(adjusted): 1/04/2005 12/31/2009				
Included observations: 1303 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIP(-1)	-0.004702	0.002154	-2.183463	0.0292
C	0.043058	0.019023	2.263472	0.0238
@TREND(1/03/2005)	-2.27E-06	1.09E-06	-2.084955	0.0373
R-squared	0.006595	Mean dependent var	0.000170	
Adjusted R-squared	0.005067	S.D. dependent var	0.014767	
S.E. of regression	0.014730	Akaike info criterion	-5.595616	
Sum squared resid	0.282049	Schwarz criterion	-5.583708	
Log likelihood	3648.544	F-statistic	4.315155	
Durbin-Watson stat	1.709778	Prob(F-statistic)	0.013556	

**المصدر:** من إعداد الطالبة اعتمادا على البرنامج الإحصائي **EvIEWS 3.1**.

من خلال الجدول أعلاه يمكننا اختبار الفرضيات التالية:

• اختبار الفرضية  $(H_0 : p = 0)$ :

لدينا من خلال النتائج أعلاه أن الإحصائية المحسوبة لمعامل الاتجاه العام تساوي  $(-2.08)$  وهي أقل بالقيمة المطلقة من القيمة الجدولة  $(2.78)$ .<sup>7</sup> ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$  أي أن معامل الاتجاه العام يختلف معنويا عن الصفر.

<sup>7</sup> أنظر الملحق رقم (02) جدول ديكي فولر.



• اختبار فرضية الجذر الأحادي ( $H_0 : \lambda=0$ ):

لدينا الإحصائية المحسوبة (-2.18) أقل بالقيمة المطلقة من القيمة الجدولة (-3.97، -3.41، -3.12) عند مستويات معنوية (1%، 5%، 10%) على التوالي ومنه نقبل فرضية وجود جذر أحادي في السلسلة، في هذه الحالة فإن السلسلة  $LIP$  هي سلسلة غير مستقرة من نوع ( $DS$ )، أي النماذج التي تبرز عدم استقرار عشوائية، ويمكننا أن تستقر عن طريق الفروقات.

- نموذج ( $DS$ ) (Differncy Stationary):

وجدنا في السابق أن سلسلة المردودية تتميز بعدم استقرار عشوائية ، وتأخذ الشكل:

$$Lip_t = Lip_{t-1} + B + \varepsilon_t \quad (5-3)$$

ويمكن جعل هذه السلسلة مستقرة باستعمال في كل الفروقات من الدرجة الأولى ثم الثانية.

$$(1 - B)^d Lip_t = \beta + \varepsilon \quad (6-3)$$

حيث:

$B$ : معامل التأخير

$\beta$ : ثابت

$d$ : درجة الفروقات

ونستعمل غالبا في هذه السلاسل الفروقات من الدرجة الأولى ( $d = 1$ ) وتكتب من الشكل:

$$(1 - B)Lip_t = \beta + \varepsilon \quad (7-3)$$

وتأخذ هذه النماذج شكلين:

$\beta = 0$  : يسمى النموذج  $DS$  بدون مشتق ويكتب من الشكل:

$$Lip_t = Lip_{t-1} + \varepsilon_t \quad (8-3)$$

**Random Walk Model** وبما أن  $\varepsilon$  تشويش أبيض فإن هذا النموذج يسمى نموذج المشي العشوائي وهو كثير الاستعمال في دراسة الأسواق المالية.

$\beta \neq 0$  يسمى النموذج  $DS$  بالمشتق ويكتب من الشكل:

$$Lip_t = Lip_{t-1} + \beta + \varepsilon_t \quad (9-3)$$

§ إجراء الفروقات من الدرجة الأولى على سلسلة المردودية  $Lip$ :

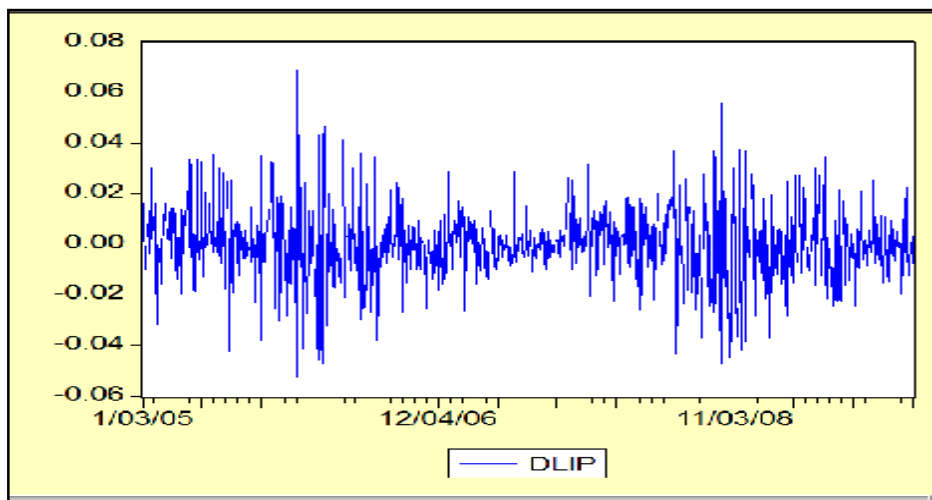
من أجل إزالة مركبة الاتجاه العام العشوائية للسلسلة  $Lip$  تجري الفروقات من الدرجة الأولى للسلسلة  $Lip_t$  لتتحصل على السلسلة  $DLip_t$  وفق المعادلة التالية:

$$DLip_t = Lip_t - Lip_{t-1} \quad t = 2 \dots \dots \dots 1304$$

و فقا لهذه الصيغة يمكن أن نحسب 1303 مشاهدة للسلسلة  $DLip_t$ <sup>8</sup> والمثلة بالرسم التالي.

نلاحظ من الشكل أسفله أن المنحنى يأخذ شكل موازي لمحور الفواصل مما يبين لنا مبدئيا غياب التغير المنتظم في الاتجاه العام للسلسلة  $DLip$  بدلالة الزمن.

الشكل رقم (3 - 5): التمثيل البياني للسلسلة  $DLip_t$  بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات الدراسة.

<sup>8</sup> إن إجراء الفروقات من الدرجة الأولى يفقد السلسلة المشاهدة الأولى.

§ اختبار الإستقرارية (DF) :

نحاول في هذا الاختبار كشف وجود جذر وحدوي في السلسلة  $DLip$  وفق المنهجية بالاعتماد على تقدير النماذج التالية:

$$\left\{ \begin{array}{l} \Delta lip_t = \lambda lip_{t-1} + \mu_t \quad (10 - 3) \\ \Delta lip_t = \lambda lip_{t-1} + c + \mu_t \quad (11 - 3) \\ \Delta lip_t = \lambda lip_{t-1} + c + bt + \mu_t \quad (12 - 3) \end{array} \right.$$

1- تقدير النموذج رقم (03):

$$\Delta lip_t = \lambda lip_{t-1} + c + bt + \mu_t$$

بالاستعانة ببرنامج **Eviews** كانت لدينا نتائج التقدير التالية:

الجدول رقم (3 - 2): تقدير النموذج (03) لاختبار  $DF$  على السلسلة  $DLip_t$

ADF Test Statistic	-31.19340	1% Critical Value*	-3.9702	
		5% Critical Value	-3.4157	
		10% Critical Value	-3.1298	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DLIP)				
Method: Least Squares				
Date: 01/16/12 Time: 11:23				
Sample(adjusted): 1/05/2005 12/31/2009				
Included observations: 1302 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIP(-1)	-0.856189	0.027448	-31.19340	0.0000
C	0.001289	0.000812	1.588005	0.1125
@TREND(1/03/2005)	-1.77E-06	1.08E-06	-1.642406	0.1007
R-squared	0.428265	Mean dependent var	-9.68E-06	
Adjusted R-squared	0.427385	S.D. dependent var	0.019298	
S.E. of regression	0.014603	Akaike info criterion	-5.612859	
Sum squared resid	0.277014	Schwarz criterion	-5.600943	
Log likelihood	3656.971	F-statistic	486.5163	
Durbin-Watson stat	1.977112	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البرنامج الإحصائي **Eviews 3.1**

### § اختبار الفرضية ( $H_0 : b = 0$ ):

من خلال الجدول أعلاه لدينا الإحصائية المحسوبة ( $t_s = -1.642$ ) وهي أقل من القيمة الجدولة والتي تساوي ( $t_t = 2.78$ ) المستخرجة من جدول ديكي فولر.<sup>9</sup> ومنه فإننا نقبل الفرضية  $H_0$  ، بمعنى أن معامل الاتجاه العام  $b$  لا يختلف معنويًا عن الصفر، كما يظهر هذا أيضًا من خلال القيمة الاحتمالية  $\text{prob} = 0.10$  وهي أكبر من  $0.05$  .

### 2- تقدير النموذج رقم (02):

$$\Delta lip_t = \lambda lip_{t-1} + c + \mu_t \quad (13-3)$$

بالاستعانة ببرنامج Eviews كانت النتائج التالية:

### الجدول رقم (3 - 3): تقدير النموذج (02) لاختبار $DF$ على السلسلة $DLip_t$

ADF Test Statistic	-31.12988	1% Critical Value*	-3.4382	
		5% Critical Value	-2.8642	
		10% Critical Value	-2.5682	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DLIP)				
Method: Least Squares				
Date: 01/16/12 Time: 11:32				
Sample(adjusted): 1/05/2005 12/31/2009				
Included observations: 1302 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIP(-1)	-0.853723	0.027425	-31.12988	0.0000
C	0.000133	0.000405	0.329173	0.7421
R-squared	0.427078	Mean dependent var	-9.68E-06	
Adjusted R-squared	0.426637	S.D. dependent var	0.019298	
S.E. of regression	0.014613	Akaike info criterion	-5.612321	
Sum squared resid	0.277589	Schwarz criterion	-5.604376	
Log likelihood	3655.621	F-statistic	969.0697	
Durbin-Watson stat	1.977560	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على البرنامج الإحصائي Eviews 3.1 .

<sup>9</sup> أنظر الملحق رقم (02).

### § اختبار الفرضية ( $H_0: C = 0$ ):

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة المحسوبة تساوي ( $t_S = 0.32$ ) ، وهي أقل من القيمة المحدولة (  $t_t = 2.52$  ) ، كذلك القيمة الاحتمالية تساوي  $0.7450$  وهي أكبر من مستوى المعنوية  $0.05$  . ومنه نقبل الفرضية  $H_0$  أي أن الثابت لا يختلف عن الصفر عند مستوى معنوية  $5\%$  . في هذه الحالة ننتقل إلى تقدير النموذج الأول.

### 3- تقدير النموذج رقم (01):

$$\Delta lip_t = \lambda lip_{t-1} + \mu_t \quad (14-3)$$

بالاستعانة ببرنامج Eviews تحصلنا على النتائج التالية:

### الجدول رقم (3-4): تقدير النموذج الأول لاختبار $DF$ للسلسلة $DLip_t$

ADF Test Statistic	-31.13882	1% Critical Value*	-2.5673
		5% Critical Value	-1.9396
		10% Critical Value	-1.6157
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.			
Augmented Dickey-Fuller Test Equation			
Dependent Variable: D(DLIP)			
Method: Least Squares			
Date: 01/16/12 Time: 11:37			
Sample(adjusted): 1/05/2005 12/31/2009			
Included observations: 1302 after adjusting endpoints			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
DLIP(-1)	-0.853620	0.027413	-31.13882
R-squared	0.427030	Mean dependent var	-9.68E-06
Adjusted R-squared	0.427030	S.D. dependent var	0.019298
S.E. of regression	0.014608	Akaike info criterion	-5.613773
Sum squared resid	0.277612	Schwarz criterion	-5.609801
Log likelihood	3655.566	Durbin-Watson stat	1.977585

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews 3.1 .

### § اختبار فرضية وجود جذر وحدوي ( $H_0 : \lambda = 0$ ):

لدينا القيمة المحسوبة لاختبار ديكي فولر ( $t_S = -31.13882$ ) ، بالقيمة المطلقة أكبر من القيمة المحدولة (  $-2.56$  ،  $-1.93$  ،  $-1.61$  ) ، عند مستويات معنوية على الترتيب ( $1\%$  ،  $5\%$  ،  $10\%$  ) ، ومنه نرفض

الفرضية  $H_0$  ونقبل فرضية عدم وجود جذر وحداي ومنه يكون لدينا شروط كافية لاستقرار السلسلة  $.DLip_t$

### 2-3 - اختبار فيليبس وبيرون (1988) le test de phillips et perron

يعتمد هذا الاختبار إلى تصحيح غير معلمي لإحصائيات ديكي - فولر، وذلك من أجل الأخذ بعين الاعتبار الأخطاء المرتبطة، فهو يسمح بإلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية، حيث اعتمد فيليبس وبيرون نفس التوزيعات المحدودة لاختباري  $ADF$  و  $DF$ .<sup>10</sup>

نريد في هذا الجانب التأكد من استقرارية السلسلة  $DLip_t$  بإجراء هذا الاختبار إضافة إلى اختبار  $DF$  و الذي يأخذ بعني الاختبار الأخطاء ذات التباينات الغير متجانسة عن طريق تصحيح غير معنوي لإحصائيات اختبار  $DF$  وفي هذا الاختبار يشترط حساب عدد التأخيرات.

$$L = 4 \left( \frac{n}{100} \right)^{\frac{2}{9}} = 4 \left( \frac{1303}{100} \right)^{\frac{2}{9}} \simeq 7$$

والجدول التالي يبين النتائج المتحصل عليها بعد تقدير النموذج الثالث ثم الثاني ثم الأول (أنظر الملحق رقم 04).

من خلال الجدول التالي وبعد التصحيح الغير معلومي لـ  $PP$  نرفض وجود جذر وحدوي في السلسلة  $DLip_t$  بحكم أن القيم المحسوبة في النماذج الثلاثة أكبر من القيم الحرجة عند مستويات معنوية (1%، 5%، 10%) ومنه فإن السلسلة  $DLip_t$  حسب اختبار  $PP$  مستقرة.

<sup>10</sup> هنتاه السعيد، مرجع سابق، ص: 146.

الجدول رقم (3 - 5): نتائج اختبار  $PP$  للسلسلة  $DLip_t$ الفرضية  $H_0$ : السلسلة  $DLip_t$  تحتوي على جذر أحادي

عدد التأخيرات يساوي 07.

القيمة الحرجة			إحصائية pp	اختبار Phillips et Perron
% 10	% 5	% 1		
- 1.61	- 1.93	- 2.56	- 31.0786	النموذج (1)
- 2.56	- 2.86	- 3.43	- 31.06508	النموذج (2)
- 3.12	- 3.41	- 3.97	- 31.10880	النموذج (3)

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا البرنامج الإحصائي Eviews 3.1 .

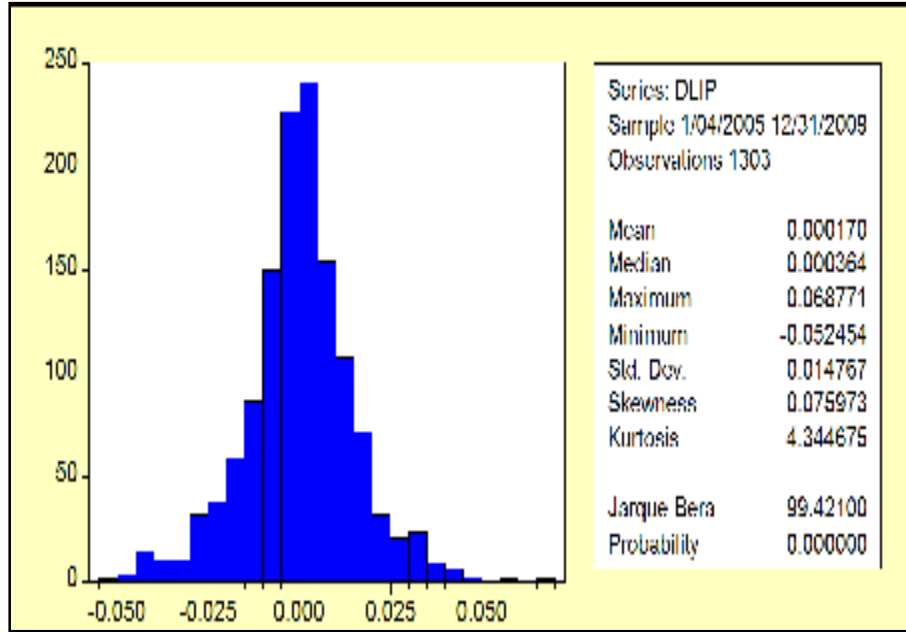
## 3-4 - اختبارات التوزيع الطبيعي

سنحاول في هذا الجانب اختبار ما إذا كانت السلسلة  $DLip_t$  تحمل خصائص التوزيع الطبيعي ويمكننا ذلك بالاستعانة باختبارات (S. K. Ja).

## 3-4-1 - اختبارات (Skewness kortosis)

يمكننا اختبار فرضيتي التناظر والتسطح باستعمال اختباري  $K.S$  على الترتيب. حيث الشكل التالي يبين نتائج معاملات التوزيع الطبيعي للسلسلة  $DLip_t$ .

الشكل رقم ( 3 - 6 ): نتائج معاملات التوزيع الطبيعي للسلسلة  $DLip_t$



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews 3.1 .

- اختبار **Skewness** :

نحاول في هذا الاختبار اختبار الفرضية  $H_0 : V_1 = 0$  وهي فرضية تمثل فرضية التناظر.

لدينا من خلال الجدول السابق أن إحصائية  $K.S$  تساوي  $(-0.0759)$  وهي أقل من  $1.96$  ومنه نقبل الفرضية  $H_0$  أي ان السلسلة  $DLip_t$  متناظرة.

- اختبار **kurtosis** :

في هذا الاختبار نقوم باختبار فرضية التسطح الطبيعي  $V_2 = 0$  .

- لدينا من خلال الجدول أن القيمة الإحصائية  $k$  تساوي  $4.34$  أكبر من  $1.96$  ومنه نرفض الفرضية

$H_0$  أي نرفض فرضية التسطح الطبيعي للسلسلة  $DLip_t$ .

ويمكن أن نجمع بين الاختبارين بإجراء اختبار التوزيع الطبيعي Jarque- Bera .



**3-4-2 - اختبار jarque- Bera :**

نحاول في هذا الاختبار اختبار فرضية العدم  $H_0$ .

$DLip_t$ : ذات توزيع طبيعي.

لدينا من خلال الجدول أن قيمة المحسوبة للاختبار  $S = 99.42$  تقارن هذه القيمة بالقيمة المستخرجة من

جدول كي تربيع بدرجة حرية (2) ومستوي معنوية 5%.  $\chi^2_{0.05} = 5.99$

ومنه نجد أن القيمة المحسوبة ( $S = 99.42$ ) هي أكبر من القيمة المستخرجة من جدول كي تربيع (5.99)

وبالتالي نرفض الفرضية  $H_0$  أي أن السلسلة  $DLip_t$  لا تتبع التوزيع الطبيعي بمستوى معنوية 5% وهذا

راجع إلى عدم وجود تسطح طبيعي وفق ما وجدناه في اختبار  $k$ .

**3-5- اختبار BDS Non parametric BDS Test**

اقترح (1987) Brock , Dechert and Scheinkman اختبارا غير معلمي يعتمد على تكامل

الارتباط لـ Grassbege et Procaccia ، يعتبر هذا أكثر قوة من اختبار Mizrach عندما يكون

حجم العينة يفوق 1000 مشاهدة، نختبر الفرضية القائلة بأن السلسلة مستقلة ومتماثلة التوزيع

**independently and identically distributed** ضد فرضية الارتباط الخطي وغير الخطي.<sup>11</sup>

بالاستعانة بمعطيات الدراسة كانت لدينا النتائج التالية:

من خلال نتائج الجدول التالي يتضح لنا أن إحصائية BDS أكبر تماما من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي

1.96 وذلك عند مستوى معنوية 5% ، أي أننا نرفض فرضية استقلالية المشاهدات ، ففي هذه الحالة فإن

حركة أسعار السوق تظهر كنتيجة لصدمة عابرة وهذا يعني أن سعر السوق قابل للتنبؤ على المدى القصير،

وبالتالي يعتبر سوق عمان غير كفاء عند المستوى الضعيف لأن أسعار السوق لا تتبع نموذج السير العشوائي في

كل الأبعاد. وبالتالي فإننا نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ .

<sup>11</sup> شحخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، ط1، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2012، ص: 223 .

كذلك استنادا إلى نتائج الاختبارات التي تم استخدامه في الدراسة فإنه تم التوصل إلى أن السلسلة ليس بها جذر وحدوي مما يدل على استقرار السلسلة، والذي يعني أن الأسعار لا تتحدد عشوائيا و بالتالي فإن سوق عمان المالي غير كفء عند المستوى الضعيف. والجدول التالي يوضح لنا النتائج:

### الجدول رقم ( 3 - 6): نتائج اختبارات BDS

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.	
2	0.038058	0.002469	15.41487	0.0000	
3	0.067397	0.003919	17.19978	0.0000	
4	0.086975	0.004660	18.66265	0.0000	
5	0.097278	0.004852	20.05099	0.0000	
6	0.100165	0.004673	21.43442	0.0000	
7	0.097094	0.004277	22.70042	0.0000	
8	0.091995	0.003776	24.36430	0.0000	
9	0.085425	0.003245	26.32890	0.0000	
10	0.077478	0.002730	28.37560	0.0000	
Raw epsilon	0.0204487				
Pairs within epsilon	1193915.0	V-statistic	0.7032093		
Triples within epsilon	1.193E+09	V-statistic	0.5390465		
Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))...
2	450525.00	0.531938	595208.00	0.702766	0.493879
3	350229.00	0.414154	594108.00	0.702546	0.346756
4	278954.00	0.330377	593067.00	0.702395	0.243402
5	225909.00	0.267966	591963.00	0.702167	0.170688
6	185011.00	0.219793	590867.00	0.701948	0.119627
7	152019.00	0.180877	589766.00	0.701721	0.083782
8	126407.00	0.150635	588666.00	0.701494	0.058640
9	105978.00	0.126486	587638.00	0.701352	0.041060
10	88898.000	0.106265	586708.00	0.701325	0.028787

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews 5.0 .

### المبحث الثالث: نمذجة قياسية لمؤشر السوق بدلالة بعض المتغيرات الاقتصادية

من خلال هذا المبحث سوف نحاول الاستفادة من الأساليب الإحصائية التي توفرها لنا نظرية الاقتصاد القياسي في كتابة التغيرات الشهرية لمؤشر سوق عمان خلال الفترة 2005-2009، شهريا كمتغير تابع بدلالة مختلف المتغيرات الاقتصادية المفسرة له (سعر الفائدة، معدل التضخم، الناتج المحلي الإجمالي).

#### المطلب الأول: تقديم النموذج القياسي الأولي المقترح لمؤشر سوق عمان المالي

فيما يلي نحاول إلقاء نظرة إحصائية وصفية على متغيرات الدراسة، ثم كتابة العلاقة بين مؤشر السوق و كلا من (سعر الفائدة، معدل التضخم، الناتج المحلي الإجمالي) على شكل معادلات رياضية خطية تسمح بتقدير التأثير النسبي لكل من هذه المتغيرات على مؤشر السوق. والجدول التالي يبين لنا إجمالي البيانات الشهرية لكل متغيرات الدراسة. (انظر الملحق رقم 03).

#### 1-1 - دراسة إحصائية وصفية لمتغيرات الدراسة

تتكون السلسلة (tin,inf) من 60 مشاهدة شهرية ممتدة من جانفي 2005 إلى ديسمبر 2009، حيث بلغت قيمة مؤشر سوق بورصة الأردن خلال هذه الفترة 3489.865 نقطة، وكانت نصف قيم هذا المؤشر 3292.500 نقطة (قيمة الوسيط)، وانحراف معياري يقدر بـ 663.8996 أي بتشتت نسبي 19.02 %<sup>12</sup> وقد سجلنا أكبر قيمة للمؤشر بـ 4772.300 نقطة وذلك خلال شهر جوان من عام 2008 ويمكن أن نرجع ذلك إلى ارتفاع أسهم بعض الشركات وذلك بارتفاع أسهمها علميا مما يساهم في زيادة أرباح هذه الشركات، وزيادة الطلب عليها من قبل المستثمرين، بينما كانت أقل قيمة لمؤشر السوق في شهر ديسمبر من عام 2006 وذلك بـ 2534.000، يمكن إرجاع هذا الانخفاض إلى انخفاض الرقم القياسي لأسعار أسهم بعض القطاعات الموجودة والجدول التالي يبين لنا هذه البيانات.

<sup>12</sup> تعبر هذه النسبة عن معامل الاختلاف  $CV = \frac{\sigma}{\bar{x}} \times 100$

الجدول رقم (3-7): متغيرات الدراسة

	Tin3	inf	Ind
Mean	6.633333	107.3517	3489.865
Median	6.500000	104.0000	3292.500
Maximum	8.500000	124.7000	4772.300
Minimum	4.500000	91.70000	2534.000
Std. Dev.	1.225148	10.38118	663.8996
Skewness	0.094080	0.157305	0.354835
Kurtosis	1.896526	1.553129	1.882687
Coefficient de variation	18.46%	9.67%	19.02%
Jarque- Bera	3.132646	5.481043	4.380047
Probability	0.208812	0.064537	0.111914
Observations	60	60	60

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات الدراسة.

### 1-2-2- الصيغة الإحصائية للنموذج الأولي المقترح لمؤشر خلال الفترة (2005 - 2009):

في مايلي تقديم بسيط للكتابة الرياضية للنموذج القياسي الممثل لتغيرات مؤشر سوق عمان المالي.

#### 1-2-1- الكتابة الرياضية الخطية للمعادلة الإجمالية لمؤشر السوق:

بفرض وجود علاقة خطية بين التغيرات الشهرية لمؤشر السوق عمان المالي خلال الفترة 2005 - 2009، بدلالة كل من المتغيرات ( سعر الفائدة، معدل التضخم)، حيث يمكن كتابة المعادلة التالية:

$$Ind_i = \beta_0 + \beta_1 Tin_i + \beta_2 Inf_i + \varepsilon_i \quad (15 - 3)$$

حيث:

$Ind_i$ : مؤشر السوق (متغير تابع).

$\beta_0, \beta_1, \beta_2$ : معاملات النموذج القياسي.

$Inf_i, Tin_i$ : معدل الفائدة ومعدل التضخم (متغيرات مستقلة).

$i$ : المشاهدات (الأشهر).

$n$ : عدد المشاهدات.

$\varepsilon_i$ : حد الخطأ.

ويتم إدراج  $\varepsilon_i$  في المعادلة لعدة أسباب منها:

- وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر في مؤشر السوق غير مدرجة في المعادلة؛
- إمكانية حدوث أخطاء في القياس وتجميع البيانات؛
- لعدم وجود علاقة خطية تامة في الواقع لمؤشر السوق بدلالة كل من (سعر الفائدة، معدل التضخم).

لدينا :

$$i = 1 \dots \dots \dots 60$$

ومنه يمكننا نشر المعادلة (3-15) حسب المشاهدات كمايلي:

$$\left. \begin{aligned} i=1 &\Rightarrow Ind_1 = \beta_0 + \beta_1 Tin_1 + \beta_2 Inf_1 + \varepsilon_1 \\ i=2 &\Rightarrow Ind_2 = \beta_0 + \beta_1 Tin_2 + \beta_2 Inf_2 + \varepsilon_2 \\ i=3 &\Rightarrow Ind_3 = \beta_0 + \beta_1 Tin_3 + \beta_2 Inf_3 + \varepsilon_3 \\ &\vdots \\ &\vdots \\ i=60 &\Rightarrow Ind_{60} = \beta_0 + \beta_1 Tin_{60} + \beta_2 Inf_{60} + \varepsilon_{60} \end{aligned} \right\} (A)$$

نسمي جملة المعادلات السابقة (A) التمثيل الخطي لتغيرات كل شهر لمؤشر السوق وذلك بدلالة كل من معدل الفائدة ومعدل التضخم.

### 1-2-2 - الكتابة المصفوفية للنموذج القياسي لمؤشر السوق

من أجل تسهيل عملية تقدير المعادلة الخطية لمؤشر السوق، يمكن كتابة جملة المعادلات السابقة (A) على الشكل المصفوفي التالي:

$$Ind = X\beta + \varepsilon \quad (16 - 3)$$

حيث تمثل  $X, \beta, \varepsilon$  مصفوفات من الشكل التالي:

$$Ind = \begin{pmatrix} Ind_1 \\ Ind_2 \\ Ind_3 \\ \vdots \\ \vdots \\ \vdots \\ Ind_{60} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 3095.100 \\ 3240.600 \\ 3566.00 \\ \vdots \\ \vdots \\ \vdots \\ 2534 \end{pmatrix} \quad (60 \times 1)$$

$$X = \begin{pmatrix} 1 \\ 1 \\ 1 \\ \vdots \\ \vdots \\ \vdots \\ 1 \end{pmatrix}$$

$$\beta = \begin{pmatrix} \beta_0 \\ \beta_1 \\ \beta_2 \end{pmatrix} \quad (3 \times 1), \quad \varepsilon = \begin{pmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \vdots \\ \vdots \\ \varepsilon_{60} \end{pmatrix} \quad (60 \times 1)$$

تمثل المصفوفات  $X, Ind$  معطيات الدراسة، أما المصفوفة  $\beta$  هي المطلوب تقديرها، وبالنسبة للمصفوفة  $\varepsilon$  هي حد الخطأ وغير محددة.

### 1-2-3 - تقدير النموذج الأولي الخطي لمؤشر سوق عمان المالي:

في هذه المرحلة نرمي إلى تقدير النموذج الأولي الخطي لمؤشر سوق عمان المالي من خلال إيجاد قيم  $\beta_1, \beta_2, \beta_0$  ، وأحسن طريقة لذلك طريقة المربعات الصغرى العادية (Mco) التي ترمي إلى تصغير أكثر ما يمكن مجموع مربعات بواقي التقدير  $e_i$ .<sup>13</sup>

$$\text{Min} \sum e_i^2 \Leftrightarrow \text{Min} \sum (ind_i - \widehat{ind}_i)^2$$

### 1-3-2-1- إيجاد معاملات بواسطة المربعات الصغرى

يكون النموذج المقدر بواسطة المربعات الصغرى من الشكل:

$$\widehat{IND}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 TIN_i + \hat{\beta}_2 INF_i \quad (17-3)$$

حيث تسمى  $\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2$  مقدرات طريقة المربعات الصغرى ويتم حسابها وفق العلاقة التالية:

$$\hat{\beta} = \begin{pmatrix} \hat{\beta}_0 \\ \hat{\beta}_1 \\ \hat{\beta}_2 \end{pmatrix} = (X'X)^{-1} X'Ind \quad (18-3)$$

حيث:

$(X'X)^{-1}$ : هو معكوس المصفوفة  $X'X$ .

$X'$ : هو منقول المصفوفة  $X$ .

بالاستعانة ببرنامج **Eviews** كانت لدينا النتائج التالية:

من خلال الجدول التالي يمكننا كتابة المعادلة المقترحة الإجمالية لمؤشر سوق بورصة الأردن خلال الفترة 01 جانفي 2005 إلى 31 ديسمبر 2009 على الشكل التالي:

$$\widehat{Ind}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 Tin_i + \hat{\beta}_2 Inf_i \quad (19-3)$$

<sup>13</sup>  $e_i$  هي أخطاء مقدرة وتعتبر عن الفرق بين القيمة الحقيقية لمؤشر السوق في الشهر  $i$  والقيمة المقدرة لمؤشر السوق بواسطة النموذج.

$$\widehat{Ind}_i = 5307.09 + 43.0887Tin_i - 19.59026Inf_i \quad (20-3)$$

الجدول رقم (3-8): نتائج معادلة الإجمالية لمؤشر السوق بدلالة المتغيرين معدل الفائدة ومعدل التضخم

Dependent Variable: IND				
Method: Least Squares				
Date: 02/09/12 Time: 10:19				
Sample: 2005:01 2009:12				
Included observations: 60				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5307.090	1186.440	4.473120	0.0000
TIN3	43.08874	72.50873	0.594256	0.5547
INF	-19.59026	8.557209	-2.289328	0.0258
R-squared	0.118115	Mean dependent var	3489.865	
Adjusted R-squared	0.087171	S.D. dependent var	663.8996	
S.E. of regression	634.3034	Akaike info criterion	15.79164	
Sum squared resid	22933422	Schwarz criterion	15.89636	
Log likelihood	-470.7492	F-statistic	3.817129	
Durbin-Watson stat	0.168616	Prob(F-statistic)	0.027813	

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على البرنامج الاحصائي Eviews 3.1.

### 1-2-3-2 - تفسير المعاملات المقدرة:

يمكن من خلال قيم  $\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2$  تقدير الأثر النسبي لكل من معدل التضخم وسعر الفائدة على مؤشر السوق.

لدينا:

$\hat{\beta}_1 = 43.08$  : بمعنى أنه عند زيادة معدل الفائدة بـ 1% فإن مؤشر السوق يزيد بـ 43.08 نقطة

تقريبا مع ثبات معدل التضخم. (توجد علاقة طردية بين مؤشر السوق ومعدل الفائدة).

$\hat{\beta}_2 = -19.59$  : بمعنى عند زيادة معدل التضخم بـ 1% مع ثبات سعر الفائدة فإن مؤشر السوق

سوف ينخفض بـ 19.59 نقطة مما يدل هنا على أنه هناك علاقة عكسية بين مؤشر السوق ومعدل التضخم.



$\hat{\beta}_0 = 5307.09$   $\hat{\beta}_0$  هي القيمة المقدرة لمؤشر السوق عند انعدام معدل التضخم وسعر الفائدة (تعتبر أكبر قيمة محققة لمؤشر السوق).

### 1-3-3 - الدراسة الإحصائية للنموذج المقدر:

في الدراسات القياسية لا يكفي تقدير النموذج واستخراج المعادلة في قياس العلاقة بين مؤشر سوق بورصة الأردن وكل من معدل التضخم وسعر الفائدة، لذلك لا يمكن اعتماد هذه المعادلة إلا بعد تشخيص القوة الإحصائية لها، وذلك عبر مجموعة من النقاط:

- \* اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة ( وذلك بواسطة اختبار ستودنت؛
- \* اختبار جودة التوثيق ( وذلك بواسطة معامل التحديد؛
- \* اختبار المعنوية الكلية للنموذج ( بواسطة اختبار فيشر)؛
- \* اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء ( بواسطة إحصائية دارين واتسون  $(DW)$ ).

### 1-3-1 - اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة:

يمكن استخدام توزيع ستودنت لاختبار المعنوية الإحصائية لمقدرات المعالم  $\beta_0, \beta_1, \beta_2$  ، حيث تعتبر هذه الخطوة ضرورية لاختبار وجود دلالة إحصائية لتأثير كل من معدل التضخم وسعر الفائدة في الواقع على مؤشر السوق.

- المعنوية الإحصائية لـ  $(\beta_1)$ : يمكن اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة من خلال وضع الفرضيتين التاليتين:

$$H_0 : \beta_1 = 0$$

$$H_1 : \beta_1 \neq 0$$

يمكننا قبول إحدى الفرضيتين ورفض الأخرى نعتد على اختبار ستودنت.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن القيمة المحسوبة  $t_S$  والتي تساوي **0.59** وهي أقل من القيمة الجدولة  $t_t$  والتي تساوي **1.96**. كذلك لدينا القيمة الاحتمالية تساوي **0.55** وهي أكبر من مستوى المعنوية **0.05** ، وبالتالي فإننا نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$ . أي أن  $\beta_1$  لا تختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي لا توجد دلالة إحصائية لمعامل سعر الفائدة في معادلة مؤشر السوق عند مستوى **5%** .

• المعنوية الإحصائية لـ  $(\beta_2)$ :

$$H_0 : \beta_2 = 0$$

$$H_1 : \beta_2 \neq 0$$

بنفس الطريقة السابقة نقوم بمقارنة القيمة المحسوبة مع القيمة الجدولة وذلك من خلال الجدول السابق، حيث نجد أن القيمة المحسوبة  $t_S$  والتي تساوي **2.28** مع القيمة الجدولة  $t_t$  والتي تساوي **1.96** . إذ نلاحظ أن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولة، كما نلاحظ كذلك بالنسبة للقيمة الاحتمالية فإنها تساوي **0.02** و مستوى المعنوية **0.05** وبالتالي هي أقل من مستوى المعنوية، وهذا يعني أننا نرفض الفرضية  $H_0$  و نقبل الفرضية  $H_1$ . وبالتالي فإن  $\beta_2$  تختلف عن الصفر وبالتالي توجد دلالة إحصائية لمعامل معدل التضخم في معادلة مؤشر السوق عند مستوى معنوية **5%** .

• المعنوية الإحصائية لـ  $(\beta_0)$ :

$$H_0 : \beta_0 = 0$$

$$H_1 : \beta_0 \neq 0$$

نجد أن لـ  $(\beta_0)$  دلالة إحصائية ، وذلك من خلال القيمة الاحتمالية فهي أقل من مستوى المعنوية **0.05** ، كذلك بالنسبة للقيمة المحسوبة  $t_S$  والتي تساوي **4.47** وهي أكبر من القيمة الجدولة  $t_t$  والتي تساوي **1.96** ، ومنه نقبل الفرضية  $H_1$  ونرفض الفرضية  $H_0$  مما يعني هذا أن هناك دلالة إحصائية لمؤشر السوق عند مستوى معنوية **5%** .

### 1-3-2 - اختبار جودة التوفيق:

يستخدم معامل التحديد في اختبار جودة التوفيق للنموذج المقترح ويعرف بنسبة التغير الإجمالي في مؤشر السوق خلال الفترة (2005 - 2009) الذي يفسره الانحدار المتعدد على المتغيرين معدل الفائدة ومعدل التضخم. من خلال قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) والتي تساوي 0.118115 فإن المعادلة المقدرة تفسر لنا 11.8% من التغيرات الإجمالية لمؤشر السوق في الفترة (2005 - 2009).

### 1-3-3 - اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

يمكن اختبار المعنوية الكلية للانحدار باستخدام نسبة التباين المفسر إلى نسبة التباين غير المفسر ويتبع هذا توزيع فيشر، بدرجات حرية ( $k-1$ )، ( $n-k$ )، حيث  $n$  هو عدد المشاهدات و  $k$  هي عدد المعاملات المقدرة.<sup>14</sup> وذلك وفق الفرضيتين التاليتين:

$$H_0 : \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = 0$$

$$H_1 : \beta_0 \neq 0 \quad \text{يوجد على الاقل } j = 0,1,2$$

يمكن قبول أو رفض إحدى الفرضيتين وذلك بمقارنة القيمة المحسوبة لاختبار فيشر بالقيمة الجدولة لهذا الاختبار، أو بمقارنة القيمة الاحتمالية (prob) مع مستوى المعنوية 5%.

لدينا من خلال الجدول السابق أن القيمة المحسوبة تساوي 3.817 والذي يمكن مقارنتها بالقيمة الجدولة لاختبار فيشر بدرجات حرية  $k-1=2$  و  $n-k=57$  عند مستوى معنوية 5%،<sup>15</sup> حيث نجد أن القيمة المحسوبة والتي تساوي 3.817 أكبر من القيمة الجدولة ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ . أي أن المعامل المقدرة لها معنوية إجمالية كلية، و أن قيمة  $R^2$  لها دلالة إحصائية.<sup>16</sup> هذا يدل على المعنوية الكلية للنموذج المقترح لمؤشر السوق.

<sup>14</sup> دومينيك سالفاتور، ملخصات شوم نظريات ومسائل في الاحصاء والاقتصاد القياسي، ط5، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، مصر، 2001، ص: 168.

<sup>15</sup> أنظر الملحق رقم (04) من جدول فيشر.

<sup>16</sup> يمكن استنتاج نفس النتيجة وذلك بمقارنة القيمة الاحتمالية prob (0.02) بمستوى معنوية 0.05.

### 1-3-4 - دراسة الارتباط الذاتي للأخطاء دارين واتسون ( $DW$ ):

#### 1-4-3-1 - اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

من بين أهم المشاكل التي تواجه القياسيين في تقديرهم نماذج هي مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء الذي يؤدي إلى أخطاء معيارية متحيزة إلى أسفل وبالتالي إلى اختبارات إحصائية خاطئة ويكون هذا المشكل عندما يكون حد الخطأ الفترة الزمنية مرتبطة طردياً مع حد الخطأ في الفترة الزمنية سابقة عليها.

ويمكن اختبار وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء من عدمه من الدرجة الأولى باستخدام اختبار درين واتسون ( $DW$ )، وذلك بعد استخراج القيمة المحسوبة لهذا الاختبار والتي تساوي ( $DW = 0.168616$ ).

الشكل رقم (3 - 7): مناطق القبول والرفض لاختبار دارين واتسون



المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على المعطيات.

نقوم باستخراج كل من قيم  $d_1$  و  $d_2$  من جدول دارين واتسون.<sup>17</sup>

من خلال الشكل أعلاه نجد أن قيمة  $d_1$  والتي تساوي 1.51 و  $d_2$  والتي تساوي 1.65، حيث تمثل قيمة دارين واتسون ( $0.168616$ ) أقل من الحد الأدنى ( $d_1 = 1.51$ )، مما يدل على وجود ارتباط ذاتي موجب من الدرجة الأولى.

يعتبر اختبار دارين واتسون من أهم الاختبارات الشائعة المستخدمة في اكتشاف الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى حسب الشكل:

$$\varepsilon_t = p\varepsilon_{t-1} + V_t \quad V_t \sim N(0, \sigma^2)$$

حيث يهدف إلى اختبار الفرضيات التالية:

<sup>17</sup> انظر الملحق رقم (05) جدول دارين واتسون.

$$H_0: p = 0$$

$$H_1: p \neq 0$$

حيث تمثل  $p$  معامل الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى.

إن وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى يؤثر سلباً على المربعات الصغرى العادية من حيث<sup>18</sup>:

- القيم المقدرة للمعاملات سوف تكون متحيزة؛

- تباين القيم المقدرة لا يكون أقل مما يمكن.

وينشأ هذا المشكل من عدة أسباب منها مايلي:

\* إغفال بعض المتغيرات التفسيرية التي يمكن أن تؤثر في مؤشر السوق بورصة الأردن؛

\* الصياغة الرياضية الخاطئة للنموذج؛

\* عدم دقة البيانات.

ومن خلال قيمة دارين واتسون ( $DW = 0.168616$ ) أقل من الحد الأدنى لقيمتي جدول دارين واتسون

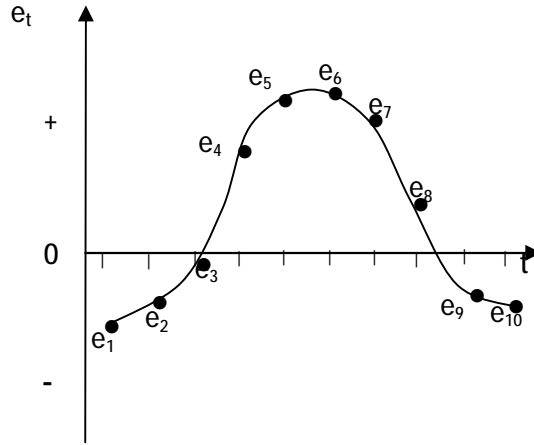
(الشكل السابق) ، حيث يتبين لنا وجود ارتباط ذاتي موجب بين الأخطاء وفي هذه الحالة تكون معظم القيم

المقدرة المتتابة للحد الخطأ  $e_i$  لها نفس الإشارة الجذرية كما في الشكل التالي<sup>19</sup>:

<sup>18</sup> هنتاه سعيد، مرجع سابق، ص: 126.

<sup>19</sup> REGIS BOURBONNAIS, OP-CIT, P :121.

الشكل رقم (3 - 8): الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى موجب



Source : REGIS BOURBONNAIS,OP-CIT,P :121.

1-4-3-1 - معالجة الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى:

لدينا النموذج القياسي المقترح لمؤشر سوق البورصة من الشكل:

$$\hat{IND}_i = 5307,09 + 43,0887Tin_i - 19,59026Inf_i$$

ويمكن معالجة مشكل الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى من خلال طريقتين هما طريقة الفرق العام وطريقة الفرق الأول،<sup>20</sup> حيث سنحاول تطبيق طريقة الفرق العام وذلك لإزالة الارتباط الذاتي للأخطاء وذلك حسب الخطوات التالية:

أ - تقدير معامل الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى:

هناك عدة طرق لتقدير معامل الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى لكن سوف نقتصر على طريقة واحدة وهي تقدير معامل الارتباط الذاتي ( $P$ ) من إحصائية دارين واتسون.

$$P = (2 - DW)/2 = (2 - 0.168616)/2 = 0.915692$$

$$P = 0.915692$$

<sup>20</sup> هتهات سعيد، مرجع سابق، ص: 128.

ب - حساب قيم الفروق الأولى للمتغيرات  $Ind, Tin, Inf$  وفق معادلة الفرق العام التالية:

$$(YInd_i - PInd_{t-1}) = \beta_0 (1 - p) + \beta_1 (Tin_i - pTin_{t-1}) + \beta_2 (Inf_i - pInf_{t-1}) + \varepsilon_i \quad (22-3)$$

ولتسهيل الحسابات نقوم بتحويل البيانات باستعمال قيمة  $p$  المقدرة من قيمة  $DW$  حسب العلاقات التالية:

$$\left. \begin{aligned} AInd_i &= Ind_i - pInd_{i-1} \\ ATin_i &= Tin_i - pTin_{i-1} \\ AInf_i &= Inf_i - pInf_{i-1} \end{aligned} \right\} \quad \forall i: 2 \dots \dots \dots 60$$

حيث:  $p = 0.915692$

لتحصل في مايلي على المتغيرات الثلاثة التالية:

$AInd_i$ : قيم مؤشر السوق المصححة في الشهر  $i$ .

$ATin_i$ : قيم معدل الفائدة المصححة في الشهر  $i$ .

$AInf_i$ : قيم معدل التضخم المصححة في الشهر  $i$ .

و لتجنب ضياع المشاهدة الأولى في عملية إيجاد الفروق نقدر قيمتها المصححة في المتغيرات الثلاثة بالشكل التالي:

$$AInd_1 = Ind_1 \sqrt{1 - p^2} = 3095.100 \sqrt{1 - (0.915692)^2} = 1243.8612$$

$$ATin_1 = Tin_1 \sqrt{1 - p^2} = 4.75 \sqrt{1 - (0.915692)^2} = 1.9089337$$

$$AInf_1 = Inf_1 \sqrt{1 - p^2} = 92.40 \sqrt{1 - (0.915692)^2} = 37.133784$$

لنتحصل فيما بعد على 60 مشاهدة لكل من المتغيرات  $AInd, ATin, AInf$  ( أنظر الملحق رقم 07 القيم الجديدة المحولة).

### ج - تقدير النموذج الأولي باستعمال القيم المصححة:

حسب الطريقة المستعملة في تصحيح مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء فإنه سوف نحاول في ما يلي تقدير النموذج الأولي السابق و لكن في هذه المرة باستخدام القيم المصححة أي الخدار  $AInd_i$  على  $ATin_i$  و  $AInf_i$ ، و هذا ما تبينه النتائج التالية:

جدول رقم (3 - 9): نتائج تقدير نموذج مؤشر السوق بعد تصحيح مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء

Dependent Variable: AIND				
Method: Least Squares				
Date: 10/02/11 Time: 09:19				
Sample: 2005:01 2009:12				
Included observations: 60				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1732.671	263.7257	6.569976	0.0000
ATIN	-57.20943	22.01737	-2.598377	0.0119
AINF	-9.944516	2.165863	-4.591481	0.0000
R-squared	0.343303	Mean dependent var		302.0423
Adjusted R-squared	0.320261	S.D. dependent var		274.4442
S.E. of regression	226.2691	Akaike info criterion		13.73003
Sum squared resid	2918268.	Schwarz criterion		13.83475
Log likelihood	-408.9010	F-statistic		14.89902
Durbin-Watson stat	1.729553	Prob(F-statistic)		0.000006

المصدر: من إعداد الطالبة بالاستعانة ببرنامج **Eviews 3.1**.

من خلال الجدول أعلاه نستنتج صيغة النموذج الأولي لمؤشر السوق بعد تصحيح مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء:

$$AInd_i = 1732.671458 - 57.20942673ATin_i - 9.94AInf_i \quad (23-3)$$

• دراسة إحصائية للنموذج المصحح:



يمكن من خلال الجدول السابق ملاحظة بوضوح النقاط الايجابية والقوة الإحصائية للنموذج المقدر من خلال عدة نقاط:

### ü المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة:

نلاحظ أن القيم المحسوبة لاختبار ستودنت ( $t_s = 6.569976, -2.598377, -4.591481$ ) أكبر بالقيمة المطلقة من القيمة الجدولة **1.96** ، كما نلاحظ أن القيم الاحتمالية ( **0، 0.0119، 0** ) أقل من مستوى المعنوية **0.05** . ومنه فإن المعاملات المقدرة لكل من الثابت ومعامل المعدل الفائدة المصحح ومعامل معدل التضخم المصحح على التوالي تختلف معنوياً عن الصفر.

### ü جودة التوفيق:

من خلال قيمة معامل التحديد  $R^2$  يتبين أن هذا النموذج يفسر **34%** من التغيرات الكلية لمؤشر سوق بورصة الأردن بعد إجراء فروق من الدرجات الأولى وهي نسبة جيدة في الحالات التطبيقية.

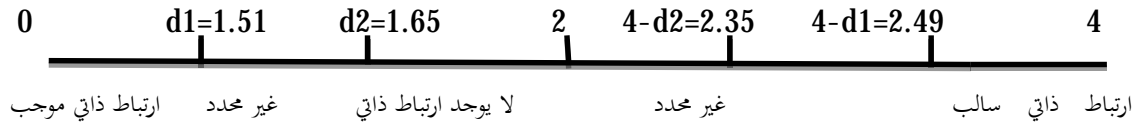
### ü المعنوية الكلية للمعالم المقدرة:

يمكن استعمال اختبار فيشر وذلك لاختبار الدلالة الإحصائية للنموذج المقدر حيث أن القيمة المحسوبة تساوي ( $F_C = 14.89$ ) أكبر من القيمة الجدولة بدرجات حرية **2** و **57** ومستوى معنوية **5%** والتي تساوي **3.17** ومنه فإنه نقبل فرضية أن المعالم المقدرة تختلف معنوياً عن الصفر وأن قيمة  $R^2$  لها دلالة إحصائية (  $R^2 \neq 0$  ).

### ü اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

من خلال قيمة دارين واتسون ( $DW = 1.729553$ ) نلاحظ أنه لا يوجد ارتباط ذاتي وذلك لأنها أكبر من الحد الأعلى  $d_2 = 1.65$  مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى. والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (3 - 9): مناطق القبول والرفض لاختبار دارين واتسون



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات الدراسة

### ملاحظة:

في حالة ما إذا بقي مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء قائما بعد تصحيحه فإنه يعاد معالجته بنفس الطريقة السابقة بإجراء الفروقات من الدرجة الأولى على القيم المصححة  $AInd, ATin, AInf$  حتى يتم معالجة هذا المشكل.

### نتيجة:

من خلال النقاط السابقة يتبين لنا القوة الإحصائية و نجاعة النموذج المقدر في تفسير تغيرات مؤشر سوق بورصة الأردن بدلالة كل من معدل الفائدة ومعدل التضخم ويمكن أن نلاحظ هذا من خلال نسبة التطابق بين السلسلة الأصلية لقيم مؤشر السوق المصححة  $AIND (Actual)$  مع القيم المقدرة لهذا المؤشر بواسطة النموذج السابق  $(Fitted)$ . الموضحة في الشكل أسفله.

ومن خلال ذلك يمكننا استعمال هذا النموذج في الكثير من الجوانب:

1- قياس الأثر النسبي لكل من معدل الفائدة و معدل التضخم على مؤشر السوق؛

2- التنبؤ بمستويات مؤشر السوق في المدى القصير وذلك بتعويض قيم معدل الفائدة ومعدل التضخم بعد تصحيحهما  $(ATin, AInf)$  في المعادلة للفترة المستقبلية لتحصل على قيمة مؤشر السوق المصحح  $AInd$  ومن ثم على  $Ind$ .

### مثال:

لدينا المعطيات المستخدمة في التقدير متوقفة في 31-12-2009 فإذا أردنا تقدير قيمة مؤشر السوق في شهر جانفي 2010.

(  $Ind_{1/2010}$  )، فإننا نعوض مستوى معدل الفائدة ومعدل التضخم المصححين لشهر جانفي 2010 )  
 $(AInf_{1/2010}$ ،  $ATin_{1/2010}$  )، في المعادلة السابقة لتحصل على قيمة مؤشر سوق بورصة الأردن  
 المصحح في شهر جانفي 2010،  $AInd_{1/2010}$ :

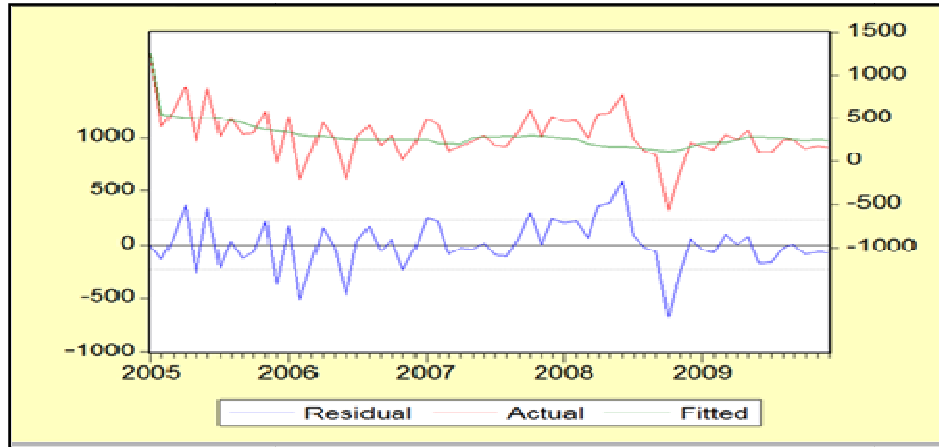
$$AInd_{1/2010} = 1732.67 - 57.209ATin_{1/2010} - 9.9445AInf_{1/2010} \quad (24-3)$$

ومنه فإن قيمة مؤشر السوق المتوقعة في شهر جانفي 2010 هي:

$$AInd_{1/2010} = Ind_{1/2010} - Ind_{12/2009} \quad (25-3)$$

وهكذا يمكن استنتاج قيم مؤشر السوق في شهر فيفري بنفس الطريقة وذلك باستعمال معطيات شهر جانفي السابق، إذ أن هذه القيم التنبؤية يمكن أن تساعد متخذي القرار في رسم سياسات البورصة على المدى القريب من حيث أداء السوق.

الشكل رقم ( 3 - 10 ):التطابق ما بين السلسلة الأصلية لقيم مؤشر السوق المصححة وقيم مؤشر السوق المقدر



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews 3.1 .

المطلب الثاني: الكتابة الرياضية لمعادلة مؤشر السوق بدلالة الناتج المحلي الإجمالي:

سنحاول في مايلي كتابة المعادلة الرياضية لمؤشر السوق وذلك بدلالة الناتج المحلي الإجمالي وهذا بفرض علاقة خطية بين التغيرات الربع سنوية لمؤشر السوق خلال الفترة (2005-2009) و الناتج المحلي الإجمالي.

حيث تكتب المعادلة كمايلي:

$$Ind_i = \beta_0 + \beta_1 Pib_i + \varepsilon_i \quad (25-3)$$

حيث:

$Ind_i$ : مؤشر السوق (متغير تابع).

$\beta_0, \beta_1$ : معالم النموذج.

$Pib_i$ : الناتج المحلي الإجمالي (متغير مستقل).

$\varepsilon_i$ : حد الخطأ.

**1-2 - تقدير النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى:**

$$\widehat{Ind}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 Pib_i \quad (26-3)$$

بالاستعانة بمعطيات الدراسة تحصلنا على النتائج التالية:

من خلال الجدول أسفله يمكننا كتابة المعادلة المقترحة لمؤشر سوق بورصة الأردن بدلالة الناتج المحلي الإجمالي للفترة (2005-2009) كمايلي:

$$\widehat{Ind}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 Pib_i \quad (27-3)$$

$$\widehat{IND}_i = 4643.158 - 0.346661 PIB_i \quad (28-3)$$

الجدول رقم (3 - 10): نتائج مؤشر السوق بدلالة معدل الناتج المحلي الإجمالي

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 02/09/12 Time: 11:04
Sample: 2005:1 2009:4
Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4643.158	535.4804	8.671015	0.0000
PIB1	-0.346661	0.155881	-2.223883	0.0392
R-squared	0.215538	Mean dependent var		3489.865
Adjusted R-squared	0.171956	S.D. dependent var		655.6696
S.E. of regression	596.6390	Akaike info criterion		15.71514
Sum squared resid	6407605.	Schwarz criterion		15.81471
Log likelihood	-155.1514	F-statistic		4.945654
Durbin-Watson stat	0.797146	Prob(F-statistic)		0.039194

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البرنامج الإحصائي **EvIEWS 3.1**.

### تفسير المعاملات المقدرة:

يمكن من خلال قيم  $\hat{\beta}_0$ ,  $\hat{\beta}_1$  تقدير الأثر النسبي للنتائج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق.

حيث نلاحظ من خلال قيمة  $(\hat{\beta}_1 = 0.346661)$ ، أي عند زيادة الناتج المحلي الإجمالي بـ 1% فإن مؤشر السوق ينخفض بـ 0.346 نقطة وبالتالي نجد أن هناك علاقة عكسية الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر السوق.

$(\hat{\beta}_0 = 4643.158)$ : تعبر عن قيمة مؤشر السوق عند انعدام معدل الناتج المحلي الإجمالي.

### 2-2- الدراسة الإحصائية للنموذج المصحح:

من خلال هذا الجانب سنحاول القيام بقياس العلاقة بين مؤشر سوق بورصة الأردن ومعدل الناتج المحلي الإجمالي وذلك بتشخيص القوة الإحصائية وهذا عبر مجموعة من النقاط:

### 2-3-1- اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة:

من أجل اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة فإننا سوف نقوم باستخدام توزيع ستودنت وهذا من أجل اختبار وجود دلالة إحصائية لتأثير الناتج المحلي الإجمالي في الواقع على مؤشر السوق. ويمكن اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة كمايلي:

#### • المعنوية الإحصائية لـ $(\beta_0)$ :

نعمد هنا على اختبار ستودنت وذلك من أجل قبول أو رفض إحدى الفرضيتين التاليتين:

$$H_0 = \beta_0 = 0$$

$$H_1 = \beta_0 \neq 0$$

نلاحظ من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة المحسوبة (  $t_s = 8.67$  ) وهي أكبر من القيمة الجدولة (  $t_t = 1.734$  )<sup>21</sup> بمعنى نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$ .

كذلك نجد القيمة الاحتمالية تساوي الصفر (0) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05) وبالتالي فإننا نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$ . بمعنى أن  $\beta_0$  تختلف عن الصفر و بالتالي توجد دلالة إحصائية لمؤشر السوق عند 5 %.

#### • المعنوية الإحصائية لـ $(\beta_1)$ :

بنفس الطريقة السابقة نقوم باختبار الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: \beta_1 = 0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

من خلال الجدول نجد أن القيمة المحسوبة (  $t_s = 2.223$  )، وهي أكبر من القيمة الجدولة (  $t_t = 1.734$  )، بمعنى اننا نقبل الفرضية  $H_1$  ونرفض الفرضية  $H_0$ .

كما نجد القيمة الاحتمالية تساوي (0.03) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وبالتالي فإننا نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي أن  $\beta_1$  تختلف عن الصفر مما يدل هذا على أنه توجد هناك دلالة إحصائية لمعامل معدل الناتج المحلي الإجمالي في معادلة مؤشر السوق عند 5 %.

#### 2-3-2 - اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج فإننا نستخدم اختبار فيشر وهذا لاختبار الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$$

$$H_1: \beta_0 \neq 0 \quad \text{ou} \quad \beta_1 \neq 0$$

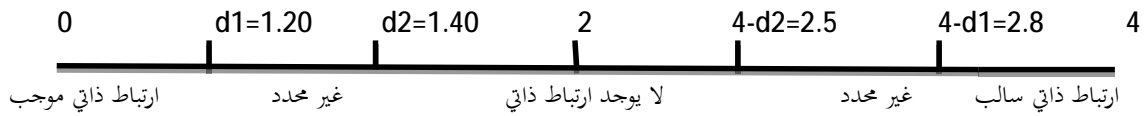
<sup>21</sup> هذه القيمة مستخرجة من جدول ستودنت بدرجات حرية n-k تساوي 18 ومستوى معنوية 5 %. أنظر الملحق رقم (06).

من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة المحسوبة لاختبار فيشر ( $F_S = 4.94$ )، وهي أكبر من القيمة المحدولة ( $F_t = 4.41$ )، كذلك نلاحظ أن القيمة الاحتمالية ( $\text{prob} = 0.039$ ) وهي أقل من مستوى المعنوية ( $0.05$ ). وبالتالي فإننا نقبل الفرضية  $H_1$  ونرفض الفرضية  $H_0$  مما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج وقيمة  $R^2$  تختلف عن الصفر.

### 3-3-2 - اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

لاختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء أو عدم وجوده فإننا نستخدم في ذلك اختبار دارين واتسون وذلك من خلال استخراج قيمته.

الشكل رقم (3 - 11): مناطق القبول والرفض لاختبار دارين واتسون



المصدر: إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات الدراسة.

نلاحظ من خلال قيمة دارين واتسون ( $DW = 0.797$ )، وتعتبر هذه القيمة أقل من الحد الأدنى 1.20  $d_1 =$  مما يدل على وجود ارتباط ذاتي موجب من الدرجة الأولى وهذا ما يوضحه الشكل السابق.

ويعتبر الارتباط الذاتي أحد المشاكل الثلاثة المعروفة في تقدير النماذج القياسية إضافة إلى مشكل التعدد الخطي ومشكل عدم تجانس التباين.

و لمعالجة مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء نتبع طريقة الفرق العام كما في المرة السابقة.

أ - تقدير معامل الارتباط الذاتي:

يمكن من خلال إحصائية دارين واتسون تقدير قيمة ( $p$ ) وذلك وفق العلاقة التالية:

$$p = (2 - DW) / 2 = (2 - 0.797146) / 2 = 0.601427$$

$$p = 0.601427$$

ب - حساب قيم الفروق الأولى لمتغيرات النموذج *Ind, Pib*:

نقوم بحساب قيم الفروق وذلك حسب العلاقة التالية:

$$(Ind_i - pInd_{i-1}) = \beta_0(1 - p) + \beta_1(Pib_i - pPib_i) + \varepsilon_i \quad (29-3)$$

$$\forall i: 2 \dots \dots \dots 20$$

$$AInd_i = Ind_i - pInd_{i-1} \quad (30-3)$$

$$APib_i = Pib_i - pPib_{i-1} \quad (31-3)$$

حيث:  $p = 0.601427$

ولتجنب ضياع المشاهدات نقوم بتقدير قيمة الفروق المصححة بالشكل التالي:

$$AInd_i = Ind_i \sqrt{1 - p^2} = 3300.567 \sqrt{1 - (0.601427)^2} = 2636.9146$$

$$APib_i = Pib_i \sqrt{1 - p^2} = 1919.600 \sqrt{1 - (0.601427)^2} = 1533.62173$$

ج- تقدير نموذج مؤشر السوق بدلالة الناتج المحلي الإجمالي باستعمال القيم المصححة:

من خلال العلاقات السابقة يمكن إيجاد قيمة 20 قيمة مصححة لكل من مؤشر السوق والناتج المحلي الإجمالي،

وذلك وفق الجدول التالي:

الجدول رقم (3 - 11): نتائج تقدير نموذج مؤشر السوق والناتج المحلي الإجمالي باستعمال القيم

المصححة

Dependent Variable : AIND				
Method : Least Squares				
Date : 10/09/11 Time : 12 :01				
Sample : 2005 :1 2009 :4				
Included observations : 20				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3972.678	542.3057	7.325532	0.0000



APIB	-0.151176	0.164518	-0.918903	0.3703
R-squared	0.044808	Mean dependent var	3492.821	
Adjusted R-squared	-0.008258	S.D. dependent var	651.4614	
S.E. of regression	654.1458	Akaike info criterion	15.89918	
Sum squared resid	7702320.	Schwarz criterion	15.99875	
Log likelihood	-156.9918	F-statistic	0.844382	
Durbin-Watson stat	0.668341	Prob(F-statistic)	0.370297	

المصدر: إعداد الطالبة بناء على البرنامج الإحصائي **EvIEWS 3.1**.

$$AInd_i = \beta_i$$

وكانت نتائج التقدير كمايلي:

من خلال قيمة داربن واتسون (  $DW = 0.66$  ) نلاحظ أنه يوجد ارتباط ذاتي موجب ، وبعد القيام بالتصحيح عدة مرات متتالية لمتغيرات النموذج إلا أنه لم يتم إزالة هذا المشكل، مما يوضح إمكانية توظيف هذا النموذج فقط في قياس العلاقة بين مؤشر السوق والنتاج المحلي الإجمالي لسوق عمان المالي دون التنبؤ بقيمة  $Ind_i$ .

### خلاصة الفصل:

يعد سوق عمان المالي من الأسواق العربية القوية و الأكثر تنظيماً، حيث شهد هذا السوق مجموعة من التطورات وذلك في السنوات الأخيرة ونمو اقتصادي وذلك من خلال نمو بعض القطاعات مثل قطاع الخدمات وقطاع الإنتاج، كذلك من حيث عدد الشركات فنجدها في تزايد خلال الأعوام ( 2005 - 2009 )، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة 272 شركة وذلك خلال عام 2009 .

من خلال هذا الفصل فقد قمنا بدراسة مدى اختبار كفاءة سوق عمان المالي عند المستوى الضعيف، وذلك بتطبيق مختلف الاختبارات المستخدمة في ذلك ( اختبار الاستقرارية، اختبار ديكي فولر DF ، اختبار فليس PP ، اختبار التوزيع الطبيعي، اختبار BDS )، على سلسلة أسعار أسهم الشركات المدرجة والمعبر عنها بمؤشر السوق خلال الفترة الممتدة ( 01 جانفي 2005 إلى غاية 31 ديسمبر 2009 )، واستنادا إلى النتائج المتحصل عليها ، توصلنا إلى أن سوق عمان المالي يتميز بعدم وجود جذر وحدوي مما أدى استقرار السلسلة، ومن ثم فإن الأسعار لا تتحرك عشوائياً، وبالتالي فإن سوق عمان المالي سوق غير كفء عند المستوى الضعيف.

كما قمنا بدراسة العلاقة ما بين بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية والمتمثلة في ( معدل الفائدة، معدل التضخم والنتاج المحلي الإجمالي ) على مؤشر السوق، وذلك بهدف معرفة مدى تأثير كل متغير من هذه المتغيرات على مؤشر السوق ومعرفة نوع العلاقة بين هذه المتغيرات ومؤشر السوق.

من خلال النتائج التي توصلنا إليها وجدنا أن هناك بعض المتغيرات التي لها تأثير على مؤشر السوق، بالنسبة لمعدل التضخم كان له تأثير كبير على مؤشر السوق أكثر من تأثير معدل الفائدة. مما يدل هذا على أن هناك

دلالة إحصائية لمعدل التضخم على مؤشر السوق، أما بالنسبة لمعدل الفائدة لا توجد دلالة إحصائية على مؤشر السوق.

كذلك بالنسبة للنموذج المقترح لمؤشر السوق بدلالة المتغيرين معدل الفائدة ومعدل التضخم وبعد تصحيح النموذج وإجراء الفروقات من الدرجة الأولى توصلنا إلى أن هذا النموذج مقبول إحصائياً. وذلك لوجود دلالة إحصائية كلية للنموذج، كذلك وجدنا أن معامل التحديد يساوي **34%** ، أي أن هذه المتغيرات تؤثر بهذه النسبة على مؤشر بورصة الأردن والنسبة الباقية تتحكم فيها متغيرات أخرى وتعتبر هذه النسبة جيدة في الحالات التطبيقية.

كذلك من خلال إحصائية فيشر وجدنا أن الإحصائية المحسوبة لاختبار فيشر أكبر من الإحصائية الجدولة. كما يساعد هذا النموذج في التنبؤ على المدى الطويل.

بالنسبة لمعدل الناتج المحلي الإجمالي وبعد بناء النموذج المقترح لمؤشر السوق بدلالة الناتج المحلي الإجمالي توصلنا إلى أنه هناك تأثير لمعدل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق، أي هناك دلالة إحصائية لمعدل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق. كما نستطيع القول أن هذا النموذج مقبولاً إحصائياً، وذلك لوجود دلالة إحصائية كلية للنموذج. كذلك من خلال إحصائية فيشر وجدنا أن الإحصائية المحسوبة أكبر من الإحصائية الجدولة ومعامل التحديد  $R^2$  يختلف عن الصفر. ولكن لا نستطيع التنبؤ بهذا النموذج أي يقيس العلاقة بين مؤشر السوق ومعدل الناتج المحلي الإجمالي فقط.



# الخاتمة

لقد عالجت هذه الدراسة المعنونة — تقييم كفاءة أداء الأسواق المالية بورصة الأردن نموذجاً موضوعاً ذو أهمية كبرى وذلك من أجل مواكبة التطورات وهذا من قيام هذه الأسواق بتحسين كفاءتها وتطوير أدائها، حيث تلعب هذه الأسواق المالية دوراً هاماً في الاقتصاد و ذلك من خلال الدور الذي تقوم به في حشد المدخرات و توجيهها نحو الاستثمارات مما يعمل هذا على دعم الاقتصاد الوطني.

كما تعتبر البورصة حلقة وصل بين المستثمرين و أصحاب رؤوس الأموال و ذلك بتوجيهها نحو الاستثمارات و تداولها في الأسواق.

لقد حاولنا من خلال هذه الدراسة التعرض إلى ثلاثة فصول تمثلت في فصلين نظريين و فصل تطبيقي ، و قد تعرضنا في الفصل الأول إلى الإطار النظري للأسواق المالية و ذلك من خلال التعرض إلى الجوانب النظرية لها و ذلك من تعريفات و تقسيمات و وظائفها ، و أهم الأدوات المالية المتداولة فيها، كما تعرضنا إلى التحليلين اللذين يعتمدان في الأسواق المالية، كذلك مدى تأثير الأزمة المالية على هذه الأسواق.

أما الفصل الثاني فكان يخص تأثير العولمة المالية على كفاءة الأسواق المالية، وذلك من خلال التعرض إلى أهم جوانب البورصة، ثم كفاءة الأسواق المالية وذلك من الجانب النظري، كذلك قمنا بالتعرض لمفهوم العولمة المالية ومدى تأثيرها على كفاءة الأسواق المالية .

أما الفصل الثالث فكان لعرض الدراسة التطبيقية، حيث تم فيه التعرض للجوانب النظرية لبورصة الأردن، كذلك حاولنا دراسة اختبار كفاءة سوق عمان المالي عند المستوى الضعيف وذلك بتطبيق مختلف الاختبارات المستخدمة في ذلك.

كما قمنا من خلال هذا الفصل بدراسة أداء بورصة الأردن من خلال القيام بدراسة قياسية لمتغيرات الدراسة والتي تتمثل في بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية ( معدل الفائدة، معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي) كمتغيرات مستقلة ومؤشر السوق كمتغير تابع، وذلك بهدف دراسة العلاقة بين هذه المتغيرات والمتغير التابع ، مع معرفة نوع العلاقة ومدى تأثير هذه المتغيرات على المتغير التابع.

وبعد إتمام الدراسة خلصنا إلى مجموعة من النتائج :

1- من خلال الدراسة وجدنا أن أسعار أسهم الشركات لا تسير عشوائياً، وذلك حسب الاختبارات المطبقة في ذلك على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي والمعبر عنها بمؤشر السوق خلال الفترة ( 2005-2009)، ومن ثمة توصلنا إلى أن سوق عمان المالي غير كفء عند المستوى الضعيف. وبالتالي نكون قد أجبنا على الإشكالية الثانية.

- 2- تختلف درجة تأثير كل من المتغيرات الاقتصادية الكلية ( معد الفائدة، معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي)، من متغير لآخر. حيث تساعد هذه المتغيرات على تفسير التغيرات التي تحصل على مؤشر السوق بورصة الأردن . وقد اجبنا على الفرضية الثالثة.
- 3- وجدنا أن لمعدل التضخم تأثير ذو معنوية إحصائية، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية لمعدل التضخم على مؤشر السوق عند مستوى معنوية 5%. ومنه فإننا قد أجبنا على الفرضية الرابعة.
- 4- هناك تأثير لمعدل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق، أي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية لمعدل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر البورصة عند مستوى معنوية 5%. وهذا ما اجبنا عليه من خلال الدراسة.
- 5- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لمعدل الفائدة على مؤشر السوق، بمعنى لا يوجد تأثير لمعدل الفائدة على مؤشر السوق. وقد اثبتنا هذا من خلال الدراسة.

كما توصلنا كذلك إلى أن النموذج المقترح لمؤشر السوق وذلك بدلالة معدل الفائدة ومعدل التضخم مقبول إحصائياً وذلك بعد تصحيح النموذج وإجراء الفروقات من الدرجة الأولى، وهذا لوجود دلالة إحصائية كلية للنموذج، كما أن معامل التحديد  $R^2$  يساوي 34 %، وهي تمثل نسبة جيدة في الحالات التطبيقية. أي أن هذه المتغيرات تؤثر بنسبة 34% على مؤشر سوق بورصة الأردن في حين النسبة الباقية تتحكم فيها متغيرات أخرى. كذلك من خلال إحصائية اختبار فيشر حيث وجدنا أن الإحصائية المحسوبة لاختبار فيشر أكبر من الإحصائية الجدولة لهذا الاختبار. مما يدل هذا على قبول النموذج إحصائياً. كما يمكن استعمال هذا النموذج في التنبؤ بالقيم المستقبلية.

بالنسبة لمعدل الناتج المحلي الإجمالي وبعد بناء النموذج المقترح لمؤشر السوق بدلالة الناتج المحلي الإجمالي توصلنا إلى أنه هناك تأثير لمعدل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق، أي هناك دلالة إحصائية لمعدل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق. كما نستطيع القول أن هذا النموذج مقبولاً إحصائياً، وذلك لوجود دلالة إحصائية كلية للنموذج. كذلك من خلال إحصائية فيشر وجدنا أن الإحصائية المحسوبة أكبر من الإحصائية الجدولة ومعامل التحديد  $R^2$  يختلف عن الصفر. ولكن لا نستطيع التنبؤ بهذا النموذج أي يقيس العلاقة بين مؤشر السوق ومعدل الناتج المحلي الإجمالي فقط.

#### توصيات وأفاق البحث:

وجدنا أن الأسواق المالية تسعى إلى تطوير بورصاتها وتشكيل نظام مالي سليم وهذا من خلال تحسين كفاءتها وأدائها وهذا من أجل مواكبة التطورات في ظل الانفتاح والعولمة.

من خلال النتائج المتوصل إليها خلال هذه الدراسة نقترح مجموعة من التوصيات :

- 6- على المستثمرين إدراك أهمية المعلومات المتاحة لديهم والمتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي مما يساعد هذا على تحسين كفاءة السوق.
- 7- على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي أن تعمل على الإفصاح عن كافة المعلومات وإتاحتها لجميع المستثمرين المتعاملين في السوق وبدون تكاليف.
- 8- زيادة الوعي الاستثماري مما يساعد على تشجيع الاستثمارات.
- 9- تنوع الأدوات المالية مما يساعد المستثمر في عمالية اختيار الاستثمار في الأوراق التي يرغب بها، مما يساعد هذا على زيادة عدد المستثمرين في السوق.
- 10- على سوق عمان المالي اخذ بعين الاعتبار معدل الناتج المحلي الإجمالي، وذلك لأن عند زيادة معدل الناتج المحلي الإجمالي ينخفض مؤشر السوق وبالتالي انخفاض الأسعار والعوائد.
- 11- وجدنا أن كلما ارتفع معدل التضخم كلما انخفض مؤشر سوق البورصة، ومن هنا يظهر تأثير السياسات المالية والنقدية في تحديد أسعار البورصات، لذلك على الدولة التحكم في الاتجاهات التضخمية للأسعار كالحد من التوسع النقدي. كما انخفاض معدل التضخم مع ارتفاع مؤشر السوق قد يساعد على تحسين أداء السوق.

أما بالنسبة لأفاق البحث فإننا نطرح آفاق علمية جديدة تتمثل في:

- 1- دراسة تكامل وكفاءة الأسواق المالية العربية ومقارنتها بالأسواق المتقدمة؛
- 2- تأثير العولمة المالية على أداء الأسواق المالية؛
- 3- تأثير نظرية الوكالة على قيمة المؤسسة؛
- 4- تقييم أداء المحفظة المالية وفق مؤشر الكفاءة؛
- 5- دراسة كفاءة الأسواق المالية وذلك عند المستوى المتوسط .



# قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- الكتب:

- 1- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، ط2، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الدمام، 2005.
- 2- أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 1997.
- 3- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، 2004.
- 4- أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة: التحليل الأساسي، ط 1، دار السحاب للنشر و التوزيع، القاهرة، 2008.
- 5- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض التقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، بدون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 6- أمين عبد العزيز حسين، الأسواق المالية، بدون طبعة، دار قباء الحديثة للطباعة والتوزيع، القاهرة، 2007.
- 7- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000.
- 8- دومينك سالفاتور، ملخصات شوم نظريات ومسائل في الإحصاء والاقتصاد القياسي، ط5، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، مصر، 2001.
- 9- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، ط1، المعتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 10- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط3، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2005.
- 11- \_\_\_\_\_، مروان شموط، الأسواق المالية والنقدية، ط1، الشركة العربية للتسويق والتوريدات، الإسكندرية، 2008.
- 12- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، ط1، دار الриаة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.
- 13- شذا جمال خطيب، صعفر الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، ط1، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008.
- 14- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، ط1، دار الفكر، دمشق، سورية، 2002.

- 15- شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، ط2، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، 1993.
- 16- شيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، ط1، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2012.
- 17- صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية الأهمية الأهداف السبل مقترحات النجاح، ط1، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، 2003.
- 18- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000.
- 19- طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 20- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، ط1، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 21- عبد الغفار حنفي، البورصات أسهم سندات صناديق الاستثمار، بدون طبعة، المكتب العربي الحديث، الأردن، 1995.
- 22- \_\_\_\_\_، ورسمية زكي قريبا قص، الأسواق المالية والمؤسسات المالية بنوك تجارية أسواق الأوراق المالية شركات التأمين، شركات، بدون طبعة، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2004.
- 23- عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، ط1، مركز يزيد الكرك مؤسسة بوابة الجامعة الشمالية، الأردن، 2004.
- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، بدون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 24- النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، ط1، دار وائل للطباعة والنشر، عمان الأردن، 2001.
- 25- عبير محمد علي عبد الخالق، العولمة وأثرها على الطلب الاستهلاكي في الدول النامية مع الإشارة إلى وجهة النظر الإسلامية، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2007.
- 26- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2008.
- 27- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط1، دار شامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008.

- 28- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2008.
- 29- كامل علاوي الفتلاوي، عاطف لاني مرزوق، العولمة ومستقبل الصراع الاقتصادي، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 30- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ج1، ط1، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005.
- 31- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية: الأصول العلمية والتحليل الأساسي، ط1، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن - عمان، 2009.
- 32- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط2، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1997.
- 33- \_\_\_\_\_ ، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، بدون طبعة، الدار الجامعية، 2008.
- 34- جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 35- نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 36- نihal فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، ط1، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 37- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات، ط2، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 38- محمد عوض عبد الجواد ، علي إبراهيم الشديقات ، الاستثمار في البورصة - أسهم - سندات - أوراق مالية ، ط1 ، دار حامد للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، 2006.
- 39- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2005.
- 40- مصطفى كمال طه ، بورصة الأوراق المالية ، ط 1 ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2009.
- 41- منير إبراهيم هندي، إدارة المنشأة المالية، بدون طبعة، منشأة المعارف، الإسكندرية مصر، 1994.

- 42- \_\_\_\_\_ ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ط ، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993.
- 43- \_\_\_\_\_ ، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير، بدون طبعة، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 1995.
- 44- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- 45- هيفاء عبد الرحمن ياسين التكريتي، آليات العولمة الاقتصادية وآثارها المستقبلية في الاقتصاد العربي، ط1، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 46- وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، عمان، 2009.
- البحوث الجامعية
- 47- جابلة صبرينة، آليات تفعيل السوق المالي الجزائري، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
- 48- الجودي صاطوري، اثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، 2005.
- 49- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد السابع والعشرون، مارس 2004.
- 50- رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، باتنة، 2007.
- 51- سعيد هتهات، دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2006.
- 52- محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، الجزائر، 1999.

- 53- هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودورها فى اتخاذ القرار فى إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة الدكتوراه فى علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
- رابعا: المؤتمرات والملتقيات العلمية
- 54- بباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل فى المشتقات المالية، الملتقى العلمى الدولى حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف، 2009.
- 55- حبابه عبد الله، اقتصاد المشاركة آلية لحماية الاقتصاد الوطنى من الأزمة المالية، ملتقى الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف، 2009.
- 56- دريد ال شبيب، عبد الرحمان الجبورى، أهمية تطوير هيئة الرقابة مع الأوراق المالية يرفع كفاءة السوق المالى، المؤتمر العلمى الرابع، الريادة والإبداع الاستراتيجيات الأعمال فى مواجهة تحديات العولمة، الأردن، 2005.
- 57- رميدى عبد الوهاب، سماي على، العولمة المالية وأثارها على اقتصاديات الدول النامية، الملتقى الدولى سياسات التمويل وأثارها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، 2006.
- 58- صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثانى، جامعة محمد خضير، بسكرة، 2002.
- التقارير:
- 59- صندوق النقد العربى، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الثالث، العدد السابع والأربعون، 2006.
- 60- صندوق النقد العربى، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الرابع، العدد الستون، 2009.
- 61- محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية، أسبابها جذورها وتبعاتها الاقتصادية، المؤتمر الدولى حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادى الغربى الإسلامى، جامعة الجنان، طرابلس لبنان، 2009.
- 62- محمد العربى ساكر، غانم عبد الله، موقع الدول العربية من العولمة المالية - إشارة خاصة لحالة الجزائر، الملتقى الدولى سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خضير، بسكرة، 2006.

- 63- مرابط ساعد، بلميهوب أسماء، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2006.
- 64- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد السابع، بسكرة، 2010.
- 65- ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية، الأسباب الآثار وسياسات مواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2009.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

- LES LIVRES :

- 66- Aimé Scannavino, les marché Financiers Internationaux, édition, Dunod, Paris, 1999.
- 67- Bertrand Jacquillat et Bruno Solnik, Marchés Finance : gestion de portefeuilles et des risques, édition, Dunod, paris, 1990.
- 68- Dov Ogien, Pratique des Marchés Financiers, 2<sup>e</sup> édition, Dunod, Paris, 2007.
- 69- Gearges Depallens, Gestion Financiere de l'entreprise, 5<sup>e</sup> édition, Sirey, Paris, 1974.
- 70- Jean Barreau, Jacqueline Delehay, Florence Delahaye, Gestion Financière, 13<sup>e</sup> édition, Dunod, Paris, 2004.
- 71- Narjess Boubakri, Yoser Gadhoun, Imed chkir, Maher Kooli, Les Principes de la Finance d'entreprise, éditeur, gaetan morin, canada, 2005.
- 72- Philipe gillet, les marché financiers efficient, édition, economica, paris, 1999.

73- PIERRE RAMAGE, Finance de Marché, édition, danger, paris, 2002.

74- Regis Bourbonnais, Econométrie, 6<sup>e</sup> édition, Dunod, Paris, 2005.

- ARTICLES :

75- Eugent Fama, Efficient capital Markets: AReviewof- Theory and Empirical work, Journal of finance 25,no,2,May 1970.

- RAPPORTS

76- Joel Priolon, Les Marchés Financiers, Paris, INAP-G, Nombre, 2004.

- مواقع الانترنت:

<http://www.moheet.com/show.news.uspx?nid=764868pg>.

[http:// www.khayma.com/essendes/ economie.htm](http://www.khayma.com/essendes/economie.htm).

[http:// citgsoft.ibda3.org/t3223\\_topic..](http://citgsoft.ibda3.org/t3223_topic..)

<http://www.ahram.org.eg/archive/2004/9/13/FACE5.HTM>.

[www.ase.com.jo/ar](http://www.ase.com.jo/ar).

























محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية، أسبابها جذورها وتبعاتها الاقتصادية، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي الإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس لبنان، 2009، ص:04.

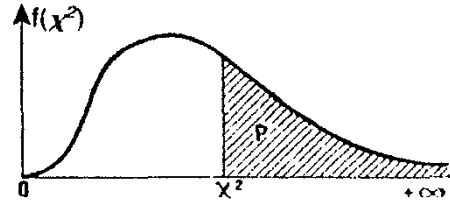
<sup>1</sup> ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية، الأسباب الآثار وسياسات مواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2009، ص: 03.

<sup>1</sup> خبابه عبد الله، اقتصاد المشاركة آلية لحماية الاقتصاد الوطني من الأزمة المالية، ملتقى الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف، 2009، ص:04.

# قائمة الملاحق

## ملحق رقم 01: توزيع كاي تربيع

3. TABLE DE LA LOI DE CHI-DEUX  
Valeurs de  $\chi^2$  ayant la probabilité  $P$  d'être dépassées



$\nu$	$P = 0,90$	0,80	0,70	0,50	0,30	0,20	0,10	0,05	0,02	0,01
1	0,0158	0,0642	0,148	0,455	1,074	1,642	2,706	3,841	5,412	6,635
2	0,211	0,446	0,713	1,386	2,408	3,219	4,605	5,991	7,824	9,210
3	0,584	1,005	1,424	2,366	3,665	4,642	6,251	7,815	9,837	11,345
4	1,064	1,649	2,195	3,357	4,878	5,989	7,779	9,488	11,668	13,277
5	1,610	2,343	3,000	4,351	6,064	7,289	9,236	11,070	13,388	15,086
6	2,204	3,070	3,828	5,348	7,231	8,558	10,645	12,592	15,033	16,812
7	2,833	3,822	4,671	6,346	8,383	9,803	12,017	14,067	16,662	18,475
8	3,490	4,594	5,527	7,344	9,524	11,030	13,362	15,507	18,168	20,090
9	4,168	5,380	6,393	8,343	10,656	12,242	14,684	16,919	19,679	21,666
10	4,865	6,179	7,267	9,342	11,781	13,442	15,987	18,307	21,161	23,209
11	5,578	6,989	8,148	10,341	12,899	14,631	17,275	19,675	22,618	24,725
12	6,304	7,807	9,034	11,340	14,011	15,812	18,549	21,026	24,054	26,217
13	7,042	8,634	9,926	12,340	15,119	16,985	19,812	22,362	25,472	27,688
14	7,790	9,467	10,821	13,339	16,222	18,151	21,064	23,685	26,873	29,141
15	8,547	10,307	11,721	14,339	17,322	19,311	22,307	24,996	28,259	30,578
16	9,312	11,152	12,624	15,338	18,418	20,465	23,542	26,296	29,633	32,000
17	10,085	12,002	13,531	16,338	19,511	21,615	24,769	27,587	30,995	33,409
18	10,865	12,857	14,440	17,338	20,601	22,760	25,989	28,869	32,346	34,805
19	11,651	13,716	15,352	18,338	21,689	23,900	27,204	30,144	33,687	36,191
20	12,443	14,578	16,266	19,337	22,775	25,038	28,412	31,410	35,020	37,566
21	13,240	15,445	17,182	20,337	23,858	26,171	29,615	32,671	36,343	38,932
22	14,041	16,314	18,101	21,337	24,939	27,301	30,813	33,924	37,659	40,289
23	14,848	17,187	19,021	22,337	26,018	28,429	32,007	35,172	38,968	41,638
24	15,659	18,062	19,943	23,337	27,096	29,553	33,196	36,415	40,270	42,980
25	16,473	18,940	20,867	24,337	28,172	30,675	34,382	37,652	41,566	44,314
26	17,292	19,820	21,792	25,336	29,246	31,795	35,563	38,885	42,856	45,642
27	18,114	20,703	22,719	26,336	30,319	32,912	36,741	40,113	44,140	46,963
28	18,939	21,588	23,647	27,336	31,391	34,027	37,916	41,337	45,419	48,278
29	19,768	22,475	24,577	28,336	32,461	35,139	39,087	42,557	46,693	49,588
30	20,599	23,364	25,508	29,336	33,530	36,250	40,256	43,773	47,962	50,892

Lorsque  $\nu > 30$ , on peut admettre que la quantité  $\sqrt{2} \chi^2 - \sqrt{2\nu - 1}$  suit la loi normale réduite.

Exemple :

Calculez la valeur de  $\chi^2$  correspondant à une probabilité  $P = 0,10$  de dépassement lorsque  $\nu = 41$ . À l'aide de la table 1, on calcule, pour  $P = 0,10$ ,  $x = 1,2816$ .

$$D'où : \chi^2 = \frac{[x + \sqrt{2\nu - 1}]^2}{2} = \frac{1}{2} [1,2816 + \sqrt{82 - 1}]^2 = \frac{1}{2} (10,2816)^2 = 52,85.$$

Source : REGIS BOURBONNAIS, Économétrie, 6<sup>e</sup> édition, Dunod, Paris, 2005, p : 340.

## ملحق رقم 02: جدول ديكي - فولر

7. TABLES DE DICKEY-FULLER<sup>1</sup>

Modèle [1] sans tendance et sans terme constant

Modèle [2] sans tendance et avec terme constant

Modèle [3] avec tendance et avec terme constant

Tables de la distribution du  $t_{\phi_1}$ 

Nombre observations $n$	Probabilités							
	0,01	0,025	0,05	0,10	0,90	0,95	0,975	0,99
25	-2,66	-2,26	-1,95	-1,60	0,92	1,33	1,70	2,16
50	-2,62	-2,25	-1,95	-1,61	0,91	1,31	1,66	2,08
100	-2,60	-2,4	-1,95	-1,61	0,91	1,29	1,64	2,03
250	-2,58	-2,23	-1,95	-1,62	0,89	1,29	1,63	2,01
500	-2,58	-2,23	-1,95	-1,62	0,89	1,28	1,62	2,00
$\infty$	-2,58	-2,23	-1,95	-1,62	0,89	1,28	1,62	2,00
25	-3,75	-3,33	-3,00	-2,63	-0,37	0,00	0,34	0,72
50	-3,58	-3,22	-2,93	-2,60	-0,40	-0,03	0,29	0,66
100	-3,51	-3,17	-2,89	-2,58	-0,42	-0,05	0,26	0,63
250	-3,46	-3,14	-2,88	-2,57	-0,42	-0,06	0,24	0,62
500	-3,44	-3,13	-2,87	-2,57	-0,43	-0,07	0,24	0,61
$\infty$	-3,43	-3,12	-2,86	-2,57	-0,44	-0,07	0,23	0,60
25	-4,38	-3,95	-3,60	-3,24	-1,14	-0,80	-0,50	-0,15
50	-4,15	-3,80	-3,50	-3,18	-1,19	-0,87	-0,58	-0,24
100	-4,04	-3,73	-3,45	-3,15	-1,22	-0,90	-0,62	-0,28
250	-3,99	-3,69	-3,43	-3,13	-1,23	-0,92	-0,64	-0,31
500	-3,98	-3,68	-3,42	-3,13	-1,24	-0,93	-0,65	-0,32
$\infty$	-3,96	-3,66	-3,41	-3,12	-1,25	-0,94	-0,66	-0,33

Tables de la distribution des  $t_c$  et  $t_b$ 

$n$	Modèle [2]			Modèle [3]					
	Constante $c$			Constante $c$			Tendance $b$		
	1 %	5 %	10 %	1 %	5 %	10 %	1 %	5 %	10 %
100	3,22	2,54	2,17	3,78	3,11	2,73	3,53	2,79	2,38
250	3,19	2,53	2,16	3,74	3,09	2,73	3,49	2,79	2,38
500	3,18	2,52	2,16	3,72	3,08	2,72	3,48	2,78	2,38
$\infty$	3,18	2,52	2,16	3,71	3,08	2,72	3,46	2,78	2,38

Source :BOURBONNAIS,op.cit, p : 344.

ملحق رقم 03: البيانات الشهرية لمتغيرات الدراسة ( مؤشر السوق - معدل الفائدة - معدل التضخم)

السنوات	الشهر	مؤشر السوق	معدل الفائدة	معدل التضخم
2005	جانفي	3095,1	4,75	92,4
	فيفري	3240,6	5,	92,4
	مارس	3566,	5,25	92,8
	أفريل	4142,4	5,25	93,6
	ماي	4032,8	5,5	92,4
	جوان	4534,3	5,5	91,7
	جويلية	4442,6	5,75	93,5
	أوت	4574,5	6,	94,7
	سبتمبر	4507,8	6,5	96,
	أكتوبر	4461,3	7,	96,7
	نوفمبر	4668,1	7,25	96,8
	ديسمبر	4259,7	7,5	96,5
2006	جانفي	4419,7	7,5	100,
	فيفري	3844,	7,75	100,
	مارس	3637,7	7,75	100,
	أفريل	3783,1	8,	100,
	ماي	3716,6	8,25	100,
	جوان	3202,3	8,5	100,
	جويلية	3218,5	8,5	100,
	أوت	3369,4	8,5	100,
	سبتمبر	3279,4	8,5	100,
	أكتوبر	3305,6	8,5	100,
	نوفمبر	3044,4	8,5	100,
	ديسمبر	3013,7	8,5	100,
2007	جانفي	3256,2	8,5	103,5
	فيفري	3408,5	8,5	103,9
	مارس	3247,	8,5	104,2
	أفريل	3155,8	7,25	104,1
	ماي	3133,	7,25	103,7

103,5	7,25	3172,8	جوان		
103,3	7,25	3100,2	جويلية		
103,9	7,25	3022,1	أوت		
105,3	6,75	3108,2	سبتمبر		
106,1	6,75	3447,9	أكتوبر		
106,9	6,75	3443,8	نوفمبر		
108,3	6,75	3675,	ديسمبر		
109,1	6,75	3835,	جانفي		2008
115,7	6,5	3987,9	فيفري		
117,6	6,5	3925,6	مارس		
118,8	6,5	4145,7	أفريل		
118,7	6,5	4363,8	ماي		
119,6	6,5	4772,3	جوان		
121,8	6,5	4629,5	جويلية		
122,9	6,5	4370,7	أوت		
124,7	6,5	4073,8	سبتمبر		
122,9	6,5	3172,1	أكتوبر		
122,3	6,	2767,2	نوفمبر		
118,1	6,	2758,4	ديسمبر		
117,6	6,	2704,	جانفي	2009	
117,4	6,	2616,4	فيفري		
117,1	5,5	2708,2	مارس		
116,8	5,	2736,5	أفريل		
117,	5,	2864,6	ماي		
117,1	5,	2735,2	جوان		
117,5	5,	2618,8	جويلية		
120,	5,	2654,5	أوت		
120,7	5,	2688,2	سبتمبر		
119,7	5,	2615,9	أكتوبر		
120,5	5,	2583,5	نوفمبر		
121,3	4,5	2534,	ديسمبر		



## تابع للملحق 03: البيانات الربع سنوية لمؤشر السوق و معدل الناتج المحلي الاجمالي

السنوات	الشهر	مؤشر السوق	الناتج المحلي الإجمالي
2005	3	3300.567	1919.6
	6	4236.5	2222.8
	9	4508.3	2338.1
	12	4463.033	2444.9
2006	3	3567.333	2394.4
	6	3567.333	2756.
	9	3289.1	2966.4
	12	3121.233	2975.8
2007	3	3303.9	2815.2
	6	3153.867	3089.
	9	3076.833	3332.
	12	3522.233	3359.5
2008	3	3916.167	3488.5
	6	4427.267	3943.7
	9	4358	4506.8

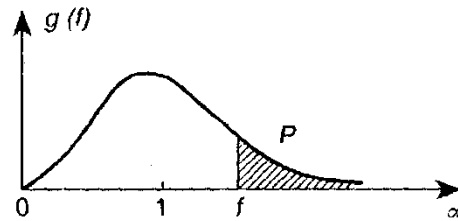
4168.9	2899.233	12	
4020.8	2676.2	3	2009
4393.7	2778.767	6	
4813.4	2653.833	9	
4587.7	2577.8	12	

Source : <http://statisticaldb.cbj.gov.jo/index?action=level4>

ملحق رقم 04: جدول توزيع فيشر

4. TABLE DE LA LOI DE FISHER-SNEDECOR

Valeurs de  $F$  ayant la probabilité  $P$  d'être dépassées ( $F = s_1^2/s_2^2$ )



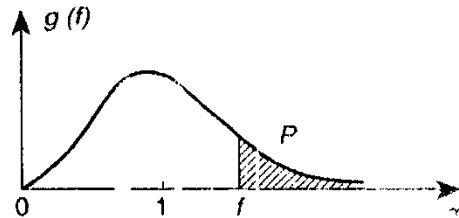
$v_2$	$v_1 = 1$		$v_1 = 2$		$v_1 = 3$		$v_1 = 4$		$v_1 = 5$	
	$P = 0,05$	$P = 0,01$	$P = 0,05$	$P = 0,01$	$P = 0,05$	$P = 0,01$	$P = 0,05$	$P = 0,01$	$P = 0,05$	$P = 0,01$
1	161,4	4052	199,5	4999	215,7	5403	224,6	5625	230,2	5764
2	18,51	98,49	19,00	99,00	19,16	99,17	19,25	99,25	19,30	99,30
3	10,13	34,12	9,55	30,81	9,28	29,46	9,12	28,71	9,01	28,24
4	7,71	21,20	6,94	18,00	6,59	16,69	6,39	15,98	6,26	15,52
5	6,61	16,26	5,79	13,27	5,41	12,06	5,19	11,39	5,05	10,97
6	5,99	13,74	5,14	10,91	4,76	9,78	4,53	9,15	4,39	8,75
7	5,59	12,25	4,74	9,55	4,35	8,45	4,12	7,85	3,97	7,45
8	5,32	11,26	4,46	8,65	4,07	7,59	3,84	7,01	3,69	6,63
9	5,12	10,56	4,26	8,02	3,86	6,99	3,63	6,42	3,48	6,06
10	4,96	10,04	4,10	7,56	3,71	6,55	3,48	5,99	3,33	5,64
11	4,84	9,65	3,98	7,20	3,59	6,22	3,36	5,67	3,20	5,32
12	4,75	9,33	3,88	6,93	3,49	5,95	3,26	5,41	3,11	5,06
13	4,67	9,07	3,80	6,70	3,41	5,74	3,18	5,20	3,02	4,86
14	4,60	8,86	3,74	6,51	3,34	5,56	3,11	5,03	2,96	4,69
15	4,54	8,68	3,68	6,36	3,29	5,42	3,06	4,89	2,90	4,56
16	4,49	8,53	3,63	6,23	3,24	5,29	3,01	4,77	2,85	4,44
17	4,45	8,40	3,59	6,11	3,20	5,18	2,96	4,67	2,81	4,34
18	4,41	8,28	3,55	6,01	3,16	5,09	2,93	4,58	2,77	4,25
19	4,38	8,18	3,52	5,93	3,13	5,01	2,90	4,50	2,74	4,17
20	4,35	8,10	3,49	5,85	3,10	4,94	2,87	4,43	2,71	4,10
21	4,32	8,02	3,47	5,78	3,07	4,87	2,84	4,37	2,68	4,04
22	4,30	7,94	3,44	5,72	3,05	4,82	2,82	4,31	2,66	3,99
23	4,28	7,88	3,42	5,66	3,03	4,76	2,80	4,26	2,64	3,94
24	4,26	7,82	3,40	5,61	3,01	4,72	2,78	4,22	2,62	3,90
25	4,24	7,77	3,38	5,57	2,99	4,68	2,76	4,18	2,60	3,86
26	4,22	7,72	3,37	5,53	2,98	4,64	2,74	4,14	2,59	3,82
27	4,21	7,68	3,35	5,49	2,96	4,60	2,73	4,11	2,57	3,78
28	4,20	7,64	3,34	5,45	2,95	4,57	2,71	4,07	2,56	3,75
29	4,18	7,60	3,33	5,42	2,93	4,54	2,70	4,04	2,54	3,73
30	4,17	7,56	3,32	5,39	2,92	4,51	2,69	4,02	2,53	3,70
40	4,08	7,31	3,23	5,18	2,84	4,31	2,61	3,83	2,45	3,51
60	4,00	7,08	3,15	4,98	2,76	4,13	2,52	3,65	2,37	3,34
120	3,92	6,85	3,07	4,79	2,68	3,95	2,45	3,48	2,29	3,17
$\infty$	3,84	6,64	2,99	4,60	2,60	3,78	2,37	3,32	2,21	3,02

Nota. —  $s_1^2$  est la plus grande des deux variances estimées, avec  $v_1$  degrés de liberté.

Source :BOURBONNAIS,op.cit, p : 341.

5. TABLE DE LA LOI DE FISHER-SNEDECOR (suite)

Valeurs de  $F$  ayant la probabilité  $P$  d'être dépassées ( $F = s_1^2/s_2^2$ )



$v_2$	$v_1 = 6$		$v_1 = 8$		$v_1 = 12$		$v_1 = 24$		$v_1 = \infty$	
	$P = 0,05$	$P = 0,01$	$P = 0,05$	$P = 0,01$	$P = 0,05$	$P = 0,01$	$P = 0,05$	$P = 0,01$	$P = 0,05$	$P = 0,01$
1	234,0	5859	238,9	5981	243,9	6106	249,0	6234	254,3	6366
2	19,33	99,33	19,37	99,36	19,41	99,42	19,45	99,46	19,50	99,50
3	8,94	27,91	8,84	27,49	8,74	27,05	8,64	26,60	8,53	26,12
4	6,16	15,21	6,04	11,80	5,91	14,37	5,77	13,93	5,63	13,46
5	4,95	10,67	4,82	10,27	4,68	9,89	4,53	9,47	4,36	9,02
6	4,28	8,47	4,15	8,10	4,00	7,72	3,84	7,31	3,67	6,88
7	3,87	7,19	3,73	6,84	3,57	6,47	3,41	6,07	3,23	5,65
8	3,58	6,47	3,44	6,03	3,28	5,67	3,12	5,28	2,93	4,86
9	3,37	5,80	3,23	5,47	3,07	5,11	2,90	4,73	2,71	4,31
10	3,22	5,39	3,07	5,06	2,91	4,71	2,74	4,33	2,54	3,91
11	3,09	5,07	2,95	4,74	2,79	4,40	2,61	4,02	2,40	3,60
12	3,00	4,82	2,85	4,50	2,69	4,16	2,50	3,78	2,30	3,36
13	2,92	4,62	2,77	4,30	2,60	3,96	2,42	3,59	2,21	3,16
14	2,85	4,46	2,70	4,14	2,53	3,80	2,35	3,43	2,13	3,00
15	2,79	4,32	2,64	4,00	2,48	3,67	2,29	3,29	2,07	2,87
16	2,74	4,20	2,59	3,89	2,42	3,55	2,24	3,18	2,01	2,75
17	2,70	4,10	2,55	3,79	2,38	3,45	2,19	3,08	1,96	2,65
18	2,66	4,01	2,51	3,71	2,34	3,37	2,15	3,00	1,92	2,57
19	2,63	3,94	2,48	3,63	2,31	3,30	2,11	2,92	1,88	2,49
20	2,60	3,87	2,45	3,56	2,28	3,23	2,08	2,86	1,84	2,42
21	2,57	3,81	2,42	3,51	2,25	3,17	2,05	2,80	1,81	2,36
22	2,55	3,76	2,40	3,45	2,23	3,12	2,03	2,75	1,78	2,31
23	2,53	3,71	2,38	3,41	2,20	3,07	2,00	2,70	1,76	2,26
24	2,51	3,67	2,36	3,36	2,18	3,03	1,98	2,66	1,73	2,21
25	2,49	3,63	2,34	3,32	2,16	2,99	1,96	2,62	1,71	2,17
26	2,47	3,59	2,32	3,29	2,15	2,96	1,95	2,58	1,69	2,13
27	2,46	3,56	2,30	3,26	2,13	2,93	1,93	2,55	1,67	2,10
28	2,44	3,53	2,29	3,23	2,12	2,90	1,91	2,52	1,65	2,06
29	2,43	3,50	2,28	3,20	2,10	2,87	1,90	2,49	1,64	2,03
30	2,42	3,47	2,27	3,17	2,09	2,84	1,89	2,47	1,62	2,01
40	2,34	3,29	2,18	2,99	2,00	2,66	1,79	2,29	1,51	1,80
60	2,25	3,12	2,10	2,82	1,92	2,50	1,70	2,12	1,39	1,60
120	2,17	2,96	2,01	2,66	1,83	2,34	1,61	1,95	1,25	1,38
$\infty$	2,09	2,80	1,94	2,51	1,75	2,18	1,52	1,79	1,00	1,00

Nota. —  $s_1^2$  est la plus grande des deux variances estimées, avec  $v_1$  degrés de liberté.

## ملحق رقم 05: جدول دارين واتسون

6. TABLE DE DURBIN-WATSON  
Risque  $\alpha = 5 \%$ 

n	k = 1		k = 2		k = 3		k = 4		k = 5	
	d <sub>1</sub>	d <sub>2</sub>	d <sub>1</sub>	d <sub>2</sub>	d <sub>1</sub>	d <sub>2</sub>	d <sub>1</sub>	d <sub>2</sub>	d <sub>1</sub>	d <sub>2</sub>
15	1,08	1,36	0,95	1,54	0,82	1,75	0,69	1,97	0,56	2,21
16	1,10	1,37	0,98	1,54	0,86	1,73	0,74	1,93	0,62	2,15
17	1,13	1,38	1,02	1,54	0,90	1,71	0,78	1,90	0,67	2,10
18	1,16	1,39	1,05	1,53	0,93	1,69	0,82	1,87	0,71	2,06
19	1,18	1,40	1,08	1,53	0,97	1,68	0,86	1,85	0,75	2,02
20	1,20	1,41	1,10	1,54	1,00	1,68	0,90	1,83	0,79	1,99
21	1,22	1,42	1,13	1,54	1,03	1,67	0,93	1,81	0,83	1,96
22	1,24	1,43	1,15	1,54	1,05	1,66	0,96	1,80	0,86	1,94
23	1,26	1,44	1,17	1,54	1,08	1,66	0,99	1,79	0,90	1,91
24	1,27	1,45	1,19	1,55	1,10	1,66	1,01	1,78	0,93	1,90
25	1,29	1,45	1,21	1,55	1,12	1,66	1,04	1,77	0,95	1,89
26	1,30	1,46	1,22	1,55	1,14	1,65	1,06	1,76	0,98	1,88
27	1,32	1,47	1,24	1,56	1,16	1,65	1,08	1,76	1,01	1,86
28	1,33	1,48	1,26	1,56	1,18	1,65	1,10	1,75	1,03	1,85
29	1,34	1,48	1,27	1,56	1,20	1,65	1,12	1,74	1,05	1,84
30	1,35	1,49	1,28	1,57	1,21	1,65	1,14	1,74	1,07	1,83
31	1,36	1,50	1,30	1,57	1,23	1,65	1,16	1,74	1,09	1,82
32	1,37	1,50	1,31	1,57	1,24	1,65	1,18	1,73	1,11	1,82
33	1,38	1,51	1,32	1,58	1,26	1,65	1,19	1,73	1,13	1,81
34	1,39	1,51	1,33	1,58	1,27	1,65	1,21	1,73	1,15	1,81
35	1,40	1,52	1,34	1,58	1,28	1,65	1,22	1,73	1,16	1,80
36	1,41	1,52	1,35	1,59	1,29	1,65	1,24	1,73	1,18	1,80
37	1,42	1,53	1,36	1,59	1,31	1,66	1,25	1,72	1,19	1,80
38	1,43	1,54	1,37	1,59	1,32	1,66	1,26	1,72	1,21	1,79
39	1,43	1,54	1,38	1,60	1,33	1,66	1,27	1,72	1,22	1,79
40	1,44	1,54	1,39	1,60	1,34	1,66	1,29	1,72	1,23	1,79
45	1,48	1,57	1,43	1,62	1,38	1,67	1,34	1,72	1,29	1,77
50	1,50	1,59	1,46	1,63	1,42	1,67	1,38	1,72	1,34	1,77
55	1,53	1,60	1,49	1,64	1,45	1,68	1,41	1,72	1,38	1,77
60	1,55	1,62	1,51	1,65	1,48	1,69	1,44	1,73	1,41	1,77
65	1,57	1,63	1,54	1,66	1,50	1,70	1,47	1,73	1,44	1,77
70	1,58	1,64	1,55	1,67	1,52	1,70	1,49	1,74	1,46	1,77
75	1,60	1,65	1,57	1,68	1,54	1,71	1,51	1,74	1,47	1,77
80	1,61	1,66	1,59	1,69	1,56	1,72	1,53	1,74	1,51	1,77
85	1,62	1,67	1,60	1,70	1,57	1,72	1,55	1,75	1,52	1,77
90	1,63	1,68	1,61	1,70	1,59	1,73	1,57	1,75	1,54	1,78
95	1,64	1,69	1,62	1,71	1,60	1,73	1,58	1,75	1,56	1,78
100	1,65	1,69	1,63	1,72	1,61	1,74	1,59	1,76	1,57	1,78

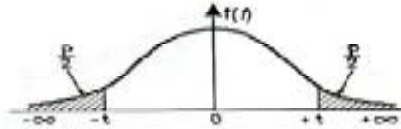
k est le nombre de variables exogènes (constante exclue).  
n est la taille de l'échantillon.

Source :BOURBONNAIS,op.cit, p : 343.

ملحق رقم 06: جدول توزيع ستودنت

2. TABLE DE LA LOI DE STUDENT

Valeurs de  $T$  ayant la probabilité  $P$  d'être dépassées en valeur absolue



$\nu$	$P = 0,99$	0,80	0,70	0,60	0,50	0,40	0,30	0,20	0,10	0,05	0,02	0,01
1	0,158	0,325	0,510	0,727	1,000	1,376	1,963	3,078	6,314	12,706	31,821	63,657
2	0,142	0,289	0,445	0,617	0,816	1,061	1,386	1,886	2,920	4,303	6,965	9,925
3	0,137	0,277	0,424	0,584	0,765	0,978	1,280	1,638	2,353	3,182	4,541	5,841
4	0,134	0,271	0,414	0,569	0,741	0,941	1,190	1,533	2,132	2,776	3,747	4,604
5	0,132	0,267	0,408	0,559	0,727	0,920	1,156	1,476	2,015	2,571	3,368	4,032
6	0,131	0,265	0,404	0,553	0,718	0,908	1,134	1,440	1,943	2,447	3,143	3,707
7	0,130	0,263	0,402	0,549	0,711	0,896	1,119	1,413	1,893	2,355	2,998	3,499
8	0,130	0,262	0,399	0,546	0,706	0,889	1,108	1,397	1,860	2,306	2,896	3,355
9	0,129	0,261	0,398	0,543	0,703	0,883	1,100	1,383	1,833	2,252	2,821	3,280
10	0,129	0,260	0,397	0,542	0,700	0,879	1,093	1,373	1,812	2,228	2,764	3,169
11	0,129	0,260	0,396	0,540	0,697	0,876	1,088	1,363	1,796	2,201	2,718	3,106
12	0,128	0,259	0,395	0,539	0,695	0,873	1,083	1,356	1,782	2,179	2,681	3,055
13	0,128	0,259	0,394	0,538	0,694	0,870	1,079	1,350	1,771	2,160	2,650	3,012
14	0,128	0,258	0,393	0,537	0,692	0,868	1,076	1,345	1,761	2,145	2,624	2,977
15	0,128	0,258	0,393	0,536	0,691	0,866	1,074	1,341	1,753	2,131	2,602	2,947
16	0,128	0,258	0,392	0,535	0,690	0,864	1,071	1,337	1,746	2,120	2,583	2,921
17	0,128	0,257	0,392	0,534	0,689	0,863	1,069	1,333	1,740	2,110	2,567	2,898
18	0,127	0,257	0,392	0,534	0,688	0,862	1,067	1,330	1,734	2,101	2,552	2,878
19	0,127	0,257	0,391	0,533	0,688	0,861	1,066	1,328	1,729	2,093	2,539	2,861
20	0,127	0,257	0,391	0,533	0,687	0,860	1,064	1,325	1,725	2,086	2,528	2,845
21	0,127	0,257	0,391	0,532	0,686	0,859	1,063	1,323	1,721	2,080	2,518	2,831
22	0,127	0,256	0,390	0,532	0,686	0,858	1,061	1,321	1,717	2,074	2,508	2,819
23	0,127	0,256	0,390	0,532	0,685	0,858	1,060	1,319	1,714	2,069	2,500	2,807
24	0,127	0,256	0,390	0,531	0,685	0,857	1,059	1,318	1,711	2,064	2,492	2,797
25	0,127	0,256	0,390	0,531	0,684	0,856	1,058	1,316	1,708	2,060	2,485	2,787
26	0,127	0,256	0,390	0,531	0,684	0,856	1,058	1,315	1,706	2,056	2,479	2,779
27	0,127	0,256	0,389	0,531	0,684	0,855	1,057	1,314	1,703	2,052	2,473	2,771
28	0,127	0,256	0,389	0,530	0,683	0,855	1,056	1,313	1,701	2,048	2,467	2,763
29	0,127	0,256	0,389	0,530	0,683	0,854	1,055	1,311	1,699	2,045	2,462	2,756
30	0,127	0,256	0,389	0,530	0,683	0,854	1,055	1,310	1,697	2,042	2,457	2,750
$\infty$	0,12566	0,25335	0,38532	0,52440	0,67449	0,84162	1,03643	1,28155	1,64485	1,95996	2,32634	2,57582

Nota. —  $\nu$  est le nombre de degrés de liberté.

Tables statistiques ■ 339

Source :BOURBONNAIS,op.cit, p : 339.