

جامعة 08 ماي 1945

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية

قياس كفاءة البورصة - حالة سوق الأسهم السعودي -

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية

تخصص: مالية المؤسسات

إشراف: الأستاذ (ة):

* مريم عبد الله

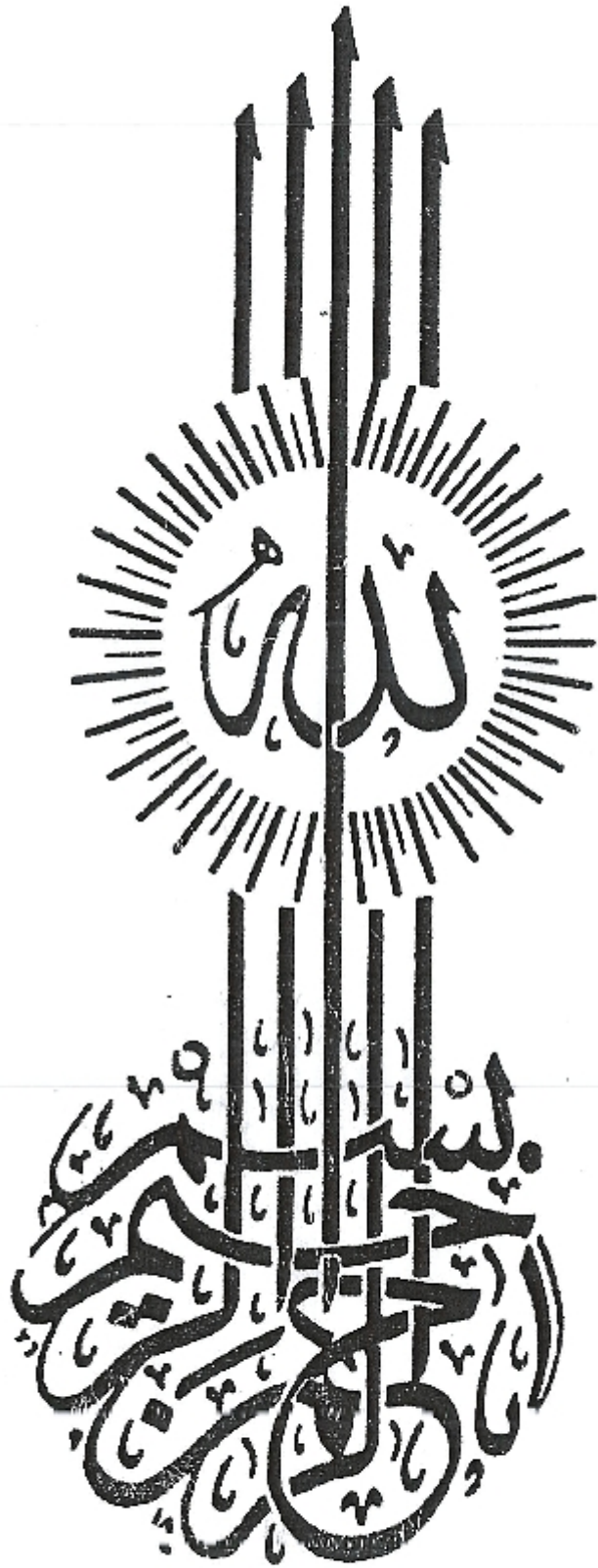
إعداد الطالبات:

❖ حفياني امته

❖ براهيمية ريمة

❖ ملوكي حنان

الموسم الجامعي 2009/2010



كلمة شكر وتقدير

"ربي أوزعني أن أشكر نعمتك علي و علي والدي"

الحمد لله و الشكر لله الذي وفقنا لإتمام هذا العمل...

نتوجه بأيات الشكر وخالص الثناء الي كل الأساتذة علي ما قدموه إلينا

من أنوار أضاءت درب مشوارنا الدراسي.

ونخص بالذكر من امتدت أيديها لاحتضان ما أنجزناه،مراجعة منها و

تمحيصا و إشرافنا... "الاستاذة مريم حديلة".

كما نتقدم بالشكر الي الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة علي الملاحظات

القيمة المقدمة حول هذا البحث المتواضع.

و ما من سبيل في آخر هذه الكلمة سوى أن نشكر كل من ساعدنا من

قريب أو من بعيد، في السر و العلن، ولو بكلمة.....

أمنه

ريما

حنان

إهداء

قال تعالى: "لئن شكرتم لأزيدنكم". والحمد لله

أهدي ثمرة عملي هذا الى حبيبي رسول الله صلى الله عليه وسلم، الذي كان
السبب بعد الله لبلوغ هذه المرحلة لقوله صلى الله عليه وسلم: "من سلك طريقا
يلتمس فيها علما سهل الله له طريقا الى الجنة". جعلها الله مأوانا جميعا انه على كل
شيء قدير.

الى قرة العين، التي من جعلت الجنة تحت قدميها، الى التي حرمت نفسها و
أعطتني، ومن نبع حنانها سقتني، الى تلك المرأة العظيمة "أمي العنونة".

الى رمز العطاء... الى الذي يتعب كثيرا من أجل راحتني... وأضنى حياته من أجل
تعليمي... الى ذلك الرجل الكريم "أبي العزيز".

الى من جمعهم معي ظلمة الرحم، الى من يعيش في ظل وجودهم أملي إخوتي
وأخواتي.

الى أبناء أخواتي وأزواجهن، وإلى كل الأهل و الأقارب.

الى من رايتها العلم، شعارها التضحية، الى قدوتي في الحياة، الى من غفرت زلاتي
و سامحتني رغم أخطائي، الى من إذا رسخت كل عمري في مدحها لما وفيت بعقها
علي، الى أستاذتي العزيزة الغالية "مريم حديلة".

الى من جمعني بمن مشعل العلم حديقاتي العزيزات.

الى كل طالب علم.

الى بلدي العبيد الجزائر.

امسة

الفهرس

أ	..... المقدمة العامة
	..... I - مدخل الى البورصة
1	..... مقدمة الفصل
2	..... I-1 / ماهية البورصة
2	..... I-1-1 / النشأة و التطور التاريخي
3	..... I-1-2 / مفهوم البورصة
3	..... I-1-2-1 / تعريف البورصة
4	..... I-1-2-2 / وظائف بورصة الأوراق المالية
7	..... I-1-2-3 / شروط الدخول إلى البورصة
7	..... I-1-3 / الأدوات المالية المتداولة في البورصة
7	..... I-1-3-1 / الأسهم
14	..... I-1-3-2 / السندات
18	..... I-1-3-3 / المشتقات المالية
27	..... I-2 / الأطراف المتدخلة في البورصة و آليات التعامل فيها
27	..... I-2-1 / الأطراف المتدخلة في البورصة
27	..... I-2-1-1 / الوسطاء
30	..... I-2-1-2 / الجمهور

- 30المستثمرون التأسيسيون/3-1-2-I
- 30المؤسسات الصناعية و التجارية/4-1-2-I
- 31الدولة/5-1-2-I
- 32نظام تشغيل البورصة/2-2-I
- 32صالة التداول/1-2-2-I
- 33الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة/2-2-2-I
- 33طرق التداول بالبورصة/3-2-2-I
- 33الهيئة المشرفة على إدارة البورصة/4-2-2-I
- 34العمليات التي تتم في البورصة/3-2-I
- 34عمليات الإصدار/1-3-2-I
- 35الأوامر و تكاليف تنفيذها/2-3-2-I
- 41بعض العمليات الأخرى التي تتم في البورصة/3-3-2-I
- 43تحديد الأسعار في البورصة/4-3-2-I
- 49المؤشرات و أشكال التحليل/3-I
- 49مؤشرات بورصات الأوراق المالية/1-3-I
- 49تعريف مؤشر البورصة/1-1-3-I
- 50استخدامات المؤشرات/2-1-3-I

51	..... / 3-1-3-I / كيفية بناء المؤشرات
56	..... / 2-3-I / التحليل الأساسي
57	..... / 1-2-3-I / تعريف التحليل الأساسي
57	..... / 2-2-3-I / المدخل البديلة للتحليل الأساسي
75	..... / 3-3-I / التحليل الفني
75	..... / 1-3-3-I / تعريف التحليل الفني
76	..... / 2-3-3-I / فلسفة التحليل الفني
77	..... / 3-3-3-I / نظرية داو Daw Theory
79	..... / 4-3-3-I / أدوات التحليل الفني لمؤشر السوق
83	..... / 5-3-3-I / أدوات التحليل الفني لسعر السهم
90	..... خلاصة الفصل

II - كفاءة البورصة.....

92	..... مقدمة الفصل
93	..... / 1-II / نظام المعلومات
93	..... / 1-1-II / تعريف نظام المعلومات و عناصره
93	..... / 1-1-1-II / تعريف المعلومة و خصائصها
96	..... / 2-1-1-II / تعريف نظام المعلومات

96	..... عناصر نظام المعلومات / 3-1-1- II
97	..... مصادر الحصول على المعلومات / 2-1- II
97	..... المصادر الداخلية / 1-2-1- II
98	..... المصادر الخارجية / 2-2-1- II
102	..... الجهات المهتمة بالمعلومات / 3-1- II
102	..... المقرضون / 1-3-1- II
103	..... المستثمرون / 2-3-1- II
103	..... الموظفون / 3-3-1- II
103	..... العملاء / 4-3-1- II
103	..... الجهات الحكومية / 5-3-1- II
103	..... مراقبو الحسابات / 6-3-1- II
103	..... الإدارة / 7-3-1- II
104	..... علاقة المعلومات بالبورصة / 4-1- II
106	..... فرضية كفاءة البورصة / 2- II
106	..... الخلفية التاريخية لظهور نظرية الكفاءة / 1-2- II
110	..... مفهوم كفاءة البورصة و متطلباتها / 2-2- II
110	..... مفهوم كفاءة البورصة / 1-2-2- II

- 114متطلبات كفاءة البورصة^(١٤) / 2-2-2-II
- 117أهمية البورصة الكفاءة و شروط قيامها / 3-2-II مطلوبة
- 118أهمية البورصة الكفاءة / 1-3-2-II
- 118شروط قيام البورصة الكفاءة / 2-3-2-II
- 1125مؤشرات كفاءة البورصة / 4-2-II مطلوبة
- 125حجم السوق / 1-4-2-II
- 126سيولة السوق / 2-4-2-II
- 126درجة التقلبات مؤشر عدم الاستقرار في الأسعار / 3-4-2-II
-المردودية
- 126درجة التركيز / 4-4-2-II
- 126كفاءة تسعير الأصول / 5-4-2-II
- 127الميكسل المؤسسي التنظيمي / 6-4-2-II
- 127مستويات كفاءة البورصة و العوامل التي تضعفها / 3-II
- 128المستوى الضعيف للكفاءة / 1-3-II
- 128تعريف المستوى الضعيف للكفاءة / 1-1-3-II
- 129اختبارات الصيغة الضعيف للكفاءة / 2-1-3-II
- 135المستوى الشبه القوي للكفاءة / 2-3-II مطلوبة
- 135تعريف المستوى الشبه قوي للكفاءة / 1-2-3-II

137	...../ 2-2-3-II /اختبارات الصيغة الشبه قوية لنظرية الكفاءة.....
142	...../ 3-3-II /المستوى القوي للكفاءة.....
142	...../ 1-3-3-II /تعريف المستوى قوي للكفاءة.....
143	...../ 2-3-3-II /اختبارات الصيغة القوية للكفاءة.....
152	...../ 4-3-II /العوامل التي تضعف الكفاءة.....
152	...../ 1-4-3-II /حالة الذعر في السوق.....
152	...../ 2-4-3-II /إطلاق الإشاعات.....
152	...../ 3-4-3-II /فشل آلية التصويت.....
153	...../ 4-4-3-II /الممارسات غير الأخلاقية.....
153	...../ 5-4-3-II /أثر عدم تماثل المعلومات على البورصة.....
157	.....خلاصة الفصل.....

III-دراسة تطبيقية حول كفاءة سوق الأسهم السعودي.

159	.....مقدمة الفصل.....
160	...../ 1-III /الإجراءات المنهجية الدراسة التطبيقية.....
160	...../ 1-1-III /مبررات اختيار البورصة.....
161	...../ 2-1-III /مبررات اختيار الفترة الزمنية.....

162	.....III-1-3/ المناهج المتبعة.....
162	.....III-1-3-1/ المنهج التاريخي.....
163	.....III-1-3-2/ المنهج الوصفي التحليلي.....
163	.....III-1-3-3/ المنهج الإحصائي.....
163	.....III-1-4/ أدوات التحليل.....
163	.....III-1-4-1/ الملاحظة وجمع المعلومات وعرضها ووصفها.....
164	.....III-1-4-2/ وضع الفرضية.....
164	.....III-1-4-3/ اختبار الفرضية.....
164	.....III-1-4-4/ استخلاص النتائج.....
164	.....III-1-5/ متغيرات الدراسة.....
164	.....III-1-5-1/ المتغيرات الكمية.....
165	.....III-1-5-2/ المتغيرات النوعية.....
165	.....III-1-6/ أسباب اختيار متغيرات الدراسة.....
166	.....III-2/ نشأة و تطور كفاءة سوق الأسهم السعودي.....
167	.....III-2-1/ الإطار التشريعي (القانوني) لسوق الأسهم السعودي.....
168	.....III-2-1-1/ نظام السوق المالي.....
173	.....III-2-1-2/ اللوائح التنفيذية لسوق الأسهم السعودي.....

179	..... III-2-2 / الإطار التنظيمي (المؤسسي) لسوق الأسهم السعودي
179	..... III-2-2-1 / البنية التنظيمية لسوق الأسهم السعودي
183	..... III-2-2-2 / أنظمة التداول في السوق الأسهم السعودي
189	..... III-2-3 / مؤشرات تطور أداء سوق الأسهم السعودي
190	..... III-2-3-1 / تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي
195	..... III-2-3-2 / تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودي
213	..... III-3 / استكشاف مستويات كفاءة سوق الأسهم السعودي
213	..... III-3-1 / قطاعات السوق محل الدراسة
215	..... III-3-2 / اختبار الصيغة الضعيفة
215	..... III-3-2-1 / اختبار معامل الارتباط الذاتي
217	..... III-3-2-2 / اختبار انجاري المتابعة
219	..... III-3-3 / اختبار مستوى الصيغة الشبه قوية
237	..... III-3-4 / تحليل النتائج
241	..... توصيات لتحسين كفاءة السوق السعودي
243	..... الخاتمة العامة
	..... قائمة المراجع
	..... الملحق

قائمة الجداول:

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	الفرق بين الأسهم و السندات.	17
2-1	مزايا و عيوب العقد الآجل.	24
3-1	أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة.	24
4-1	أوامر الشراء (الطلب).	46
5-1	أوامر البيع (العرض).	46
6-1	تحديد الأسعار.	47
1-2	خلق مجموعة من السلاسل التاريخية إنطلاقا من سلسلة واحدة.	130
2-2	سجل الأوامر لشركة X .	145
3-2	تعديل سجل الأوامر للشركة X بدخول أمر جديد حسب الإمكانية الأولى.	146
4-2	تعديل السجل الأوامر للشركة X بدخول أمر جديد حسب الإمكانية الثانية.	147
5-2	تعديل سجل الأوامر للشركة X بدخول أمر جديد حسب الإمكانية الثالثة.	148
1-3	تطور الأداء السنوي لسوق السعودي خلال الفترة 1985-2009.	193
2-3	تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2000-2009.	197
3-3	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة	199

	2000-2010.	
200	تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي للفترة (2000-2009).	4-3
203	درجة التمرکز للشركات العشرة الأكبر حجماً في السوق السعودي لعام 2009 (قياساً بحجم قيمة التداول).	5-3
206	عدد الإعلانات التي نشرت في موقع تداول بحسب نوع الإعلان في عامي 2009 و 2008 .	6-3
207	عدد الإعلانات التي نشرت في موقع تداول مقسمة بحسب ربع السنة لعامي 2009 و 2008.	7-3
208	القوائم المالية (الربع سنوية) التي ورد عليها تحفظات و التي لم يرد عليها تحفظات في عامي 2009-2008.	8-3
208	الشركات المدرجة في السوق المالي التي التزمت الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة و التي لم تلتزم بحسب متطلبات حوكمة الشركات في عامي 2009 و 2008.	9-3
215-214	هيكلية قطاعات السوق محل الدراسة .	10-3
216	معامل الارتباط الذاتي للعوائد.	11-3
229-220	تصنيف الإعلانات حسب النوع (سارة، غير سار).	12-3
221-220	1-قطاع المصارف و الخدمات المالية.	
223-222	2-قطاع الصناعات البتر و كيمياوية.	
224	3-قطاع الاتصالات و تقنية المعلومات.	
226-225	4-قطاع التأمين.	
228-227	5-قطاع الزراعة و الصناعة الغذائية.	
229	6-قطاع التطوير العقاري.	

قائمة الأشكال:

الصفحة	العنوان	الرقم
21	أنواع حق الخيار.	1-1
27	أنواع عقود المبادلة.	2-1
41	خضوات تنفيذ الأوامر.	3-1
48	التمثيل الهندسي لعملية تحديد الأسعار.	4-1
58	الإطار العام للتحليل الأساسي للأوراق المالية.	5-1
63	دورة الأعمال.	6-1
77	وجهة نظر الفنيين في الكيفية التي تتغير بها الأسعار.	7-1
78	الكيفية التي تتغير بها الأسعار في ظل نظرية داو.	8-1
84	القوة النسبية للسهم.	9-1
85	خريطة المستويات المساعدة و المقاومة.	10-1
87	خريطة الرأس و الأكتاف.	11-1
88	المتوسعات المتحركة.	12-1
97	التغذية العكسية.	1-2
108-107	منحنى فعلي و آخر مصطنع لقيم داوجونز الصناعي خلال 52 أسبوعا.	2-2
107	أ- مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة (إقبال أيام الجمعة للفترة 12-30-56 / 28-12-55).	
108	ب- منحنى مصطنع لنفس الفترة (1956-12-28 / 1955-12-30)	
109	التغيرات الحقيقية و المصطنعة الأسبوعية لأسعار الأسهم على مدى 52 أسبوعا.	3-2
109	أ- منحنى فعلي للتغير في قيمة دوجانز لمتوسط الصناعة (إقبال أيام الجمعة) للفترة: 1956/12/28-1/6.	
109	ب- منحنى مصطنع للتغير في قيمة دوجانز (إقبال أيام الجمعة) للفترة:	

	.1956/12/28-1955/12/30	
122-121	تغير سعر السهم في ظل السوق الكاملة و السوق الكفأةة.	4-2
121	أ- تغير سعر السهم عند وصول المعلومات السارة.	
122	ب-تغير سعر السهم عند وصول المعلومات غير السارة .	
132	اتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية وفقا لتقنيات التصفية.	5-2
138	تغير أسعار الأسهم نتيجة عملية الاشتقاق.	6-2
154	أثر عدم تماثل المعلومات على البورصة.	7-2
193	حركة المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1985-2009.	1-3
217	المجاري المتتابعة ل 12 سهما.	2-3
236-230	تتبع مجرى أسعار اغلاق الشركات محل الدراسة خلال الفترة 2010/04/06-2010/01/06	3-3
230	أقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات.	
231	ب- قطاع المصارف والخدمات المالية.	
232	ج- قطاع الصناعات البتر وكيماوية.	
233	دقطاع التأمين.	
234	ه-قطاع الزراعة والصناعة الغذائية.	
235	و- قطاع التطوير العقاري.	
236	تطور الأداء اليومي للمؤشر العام لسوق الأسهم السعودي "تاسي" خلال الفترة الممتدة من 2010/01/06 الى 2010/04/06.	4-3

المقدمة العامة

1/ أهمية الدراسة :

أضحى موضوع البورصة منذ عقد التسعينات من القرن العشرين من المواضيع التي استحوذت على اهتمامات الدول المتقدمة و النامية على حد سواء ، سيما في ظل التحولات الاقتصادية الدولية الراهنة وأمام تعاظم حركة رؤوس الأموال الدولية ، ويعزى اهتمام الدول النامية بالبورصات الى عدم تمكنها - بعد درج من الزمن - من تحيئة المناخ الملائم لجذب الموارد المالية اللازمة لتمويل مشاريعها التنموية ضمن آلية التمويل عن طريق الاقتراض من المؤسسات والمراكز المالية الكبرى ، مما أدى على عدم قدرة الأفراد في الدول على توفير رؤوس الأموال الضرورية . و قد استدعى هذا الوضع ضرورة البحث عن بدائل تمويلية غير تقليدية .

وتؤدي البورصة دورا متنامي الأهمية في دعم معدلات النمو الاقتصادي من خلال اضطلاعها بمهمة تعبئة المدخرات المحلية و الأجنبية و توجيهها نحو الاستخدامات الأكثر مرد ودية ، وقد تنامي هذا الدور المفصلي مع مرور الزمن الى الحد الذي أصبحت البورصة تكتي ب "دماغ" النظام الاقتصادي في تنمية القطاع الحقيقي ودعم جانب العرض في الاقتصاد الوطني ، في وقت أصبحت فيه الاقتصاديات المعاصرة أكثر من أي زمن مضى تتصف بكثافة التمويل وتعقد عملياتها المالية .

بيد أن تعداد مزايا البورصات لا يعدم القول أن كل البورصات في مختلف الاقتصاديات تسهم بنفس الدرجة من الكفاءة من ترشيد الموارد المالية ، فما تؤديه بورصة ما على درجة من الكفاءة و التنظيم من أدوار في الحياة الاقتصادية لا يمكن مقارنتها بمستوى الدور الذي تؤديه البورصات في الدول الناشئة، و التي تزال في المراحل الأولى على مسار التنمية و الإصلاح الاقتصادي.

إزاء ذلك أصبحت مسألة زيادة لرفاه الاقتصادي من خلال تبني خيار التمويل عن طريق البورصة تتوقف على الكفاءة السوقية و دورها في تنمية و تخصيص الاستثمارات ، إذ عمليا لا يمكن أن تؤدي البورصة الدور المنوط بها ، إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة Efficiency التي تسهم في التقييم الحقيقي للشركات المدرجة و لأوراقها المالية المتداولة ، ذلك التقييم الذي يتم بناء عليه اتخاذ القرار الاستثماري كمحصلة عن تحليل مستفيض للمعلومات والبيانات المتاحة لجمهور المستثمرين . فضلا عن ذلك فان كفاءة البورصة بشكل المتفتح لمجموع النظرات المالية ، و الأعمال المتعلقة بتفسير و تسعير الأصول المالية.

و إذا كانت الكفاءة نفتتسي أن تسهم في أسعار الأوراق المالية في السوق المالية على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد الى المتعاملين يكون من شأنها تغيير نظرهم الى الشركة المصدرة للأوراق المالية ، فان هذه الحقيقة و بكل ما تثيره من اهتمام، تفرض واقعا يرهن مسار التنمية في الدول النامية بعمليات البورصات الكفاءة و يطالبها

بضرورة الإسراع في إصلاح منظومتها المالية والإعلامية، لأن التماطل في ذلك من سيرتب عليه تكلفة باهظة لا مبرر لها وأي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي إلى انخفاض كفاءة البورصة، وينعكس بصورة مباشرة على سعر السهم في البورصة، ونتيجة لذلك يتحقق الابتعاد بين سعر السهم في البورصة وبين القيمة الحقيقية لهذا السهم.

ولقد تأكدت صحة هذه الفكرة بشكل قاطع خلال عقد التسعينات حينما أخذت التدفقات النقدية تنحى منحى تصاعدياً نحو البورصات الكفأة، نظراً للمزايا التنافسية التي تحظى بها منظومة مالية وتشريعية وإفصاح مالي صارم.

ومن هذا المنطلق، فإن الحقائق المذكورة آنفاً قد غدت انطبغاً سائداً عند أغلب البلدان النامية وصناع القرار في المملكة العربية السعودية خاصة، والتي سعت سنطاتها المالية في مرحلة مبكرة إلى بناء قطاع مالي منظم لخدمة الاقتصاد الوطني. وفي هذا السياق شهدت الساحة المالية للمملكة السعودية تطورات تشريعية وتنظيمية عديدة مع مطلع 2003، ميزها صدور المرسوم الملكي الذي نص على التأسيس الرسمي لسوق الأسهم السعودي وتعيين الجهات الوصية على إدارتها، إلى جانب إصدار العديد من اللوائح التنظيمية الداعمة لعمل سوق الأسهم السعودي والمعالجة لأوجه قصوره، وهذا بهدف تحسين مستوى الكفاءة.

2/ إشكالية الدراسة:

تلعب البورصة دوراً رئيسياً في التنمية الاقتصادية من خلال تحويل مدخرات الأفراد والشركات إلى استثمارات مجدية، ويبحث أصحاب هذه المدخرات دائماً عن بورصة تتميز بدرجة عالية من المصداقية والشفافية والكفاءة والسيولة والإفصاح للقوائم المالية، والتي من خلالها يمكن التأكد من أن مدخراتهم تحقق العوائد المدروسة.

ولتتمكن من الإحاطة بالموضوع بجميع جوانبه، قمنا بطرح الإشكالية التالية:

كيف يتم تقييم كفاءة البورصة؟

وإثراء للموضوع ندرج أسئلة فرعية يتم الإجابة عليها في ليه:

1 لماذا تحظى فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة السوقية بتأييد معظم الدراسات التطبيقية دون غيرها من الفرضيات؟ وهل أن إمكانية بلوغ البورصة مستوى الكفاءة الكاملة حالة مثالية؟

2 كيف يعمل السوق السعودي؟ وما هو مستوى كفاءته؟

3 إلى أي مدى ساهمت التطورات التشريعية والمؤسسية في تفعيل كفاءة وأداء سوق الأسهم السعودي؟

4 ما هي التصورات والاقتراحات المطلوبة لدعم كفاءة سوق الأسهم السعودي؟

3/فرضيات الدراسة:

للإجابة عن هذه التساؤلات سيتم من خلال هذه الدراسة اختبار الفرضيات التالية:

- 1 يمكن إثبات فرضية كفاءة البورصة من خلال إثبات السير العشوائي للأسعار و عدم إمكانية التنبؤ بناها على الأسعار التاريخية مما ستكون عليه الأسعار في المستقبل و كذلك بمدى انعكاس المعلومة على الأسعار.
- 2- يتميز سوق الأسهم السعودي بمستوى كفاءة شبه قوية في التعامل مع المعلومات و البيانات المالية عن الأسهم المتداولة فيها.
- 3-تساعد تطورات مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودي على تفسير التغيرات الحاصلة في البورصة خلال 2009-2000.

4/أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف هذه الدراسة في:

- عرض نموذج متطور للبورصات العربية.
- تحديد الوسائل الكفيلة بمعالجة النقص في كفاءة البورصة وخاصة الناجمة عن المخالفات المحاسبية و المالية.
- الإلمام بنظرية البورصة الكفاءة باعتبارها مطلباً ضرورياً و شرطاً أساسياً لأي محاولة لفهم آلية عمل البورصات، كونها ستظل محور النقاش في المراحل المقبلة.
- اختبار مدى كفاءة سوق الأسهم السعودي في التعامل مع المعلومات المتاحة عن الشركات المدرجة، وذلك من خلال تقييم مدى توافر المقومات الكاملة للكفاءة.

5/حدائة البحث في الوقت الحاضر:

يعتبر موضوع هذه الدراسة من المواضيع الاقتصادية الحديثة خاصة بالنسبة للدول العربية، و التي منها المملكة العربية السعودية. و لذلك سنركز على أهمية الموضوع في الوقت الحاضر، لا سيما بالنسبة للطلبة والباحثين و السلطات الحكومية لتدعيم تطوير كفاءة البورصة على أسس سليمة و بطريقة فعالة. و كذلك بالنسبة لعادة الناس من أجل نشر ثقافة مالية و استثمارية و التعرف أكثر على عالم البورصة.

6/ المناهج المتبعة و أدوات جمع و تحليل البيانات :

بالنظر إلى طبيعة الدراسة المتمحورة حول اختبار مدى كفاءة سوق الأسهم السعودي بإبعادها المختلفة يفقد اقتضى الأمر استخدام المنهج التاريخي لتعرف على مراحل نشأة و تطور كل من الكفاءة و البورصة و سوق الأسهم السعودي، كما سوف نعتد على المنهج الوصفي التحليلي لمراجعة المادة العلمية المستقاة من مختلف المراجع و الدوريات العلمية المتخصصة في مجال البورصة ، كما سيتم استخدام المنهج الإحصائي لتغطية محاور الدراسة التطبيقية حيث سيتم استخدام مجموعة من النماذج الإحصائية و الرياضية لاختبار مؤشرات تطور^{سوف} الأسهم السعودي و قياس مدى كفاءتها .

وإلى جانب ذلك اعتمدنا من خلال الدراسة التطبيقية على تجميع قدر معتبر من البيانات و المعلومات التي تتعلق بأسعار و إعلانات الشركات المدرجة محل الدراسة ، و كذلك تشمل البيانات في قدر من المعلومات الأولية حول القيم السوقية و عوائد الاسهم المتداولة، أحجام التداول لفترات متعددة، أحجام الإصدارات الأولية، أحجام الناتج المحلي الخام و غيرها من البيانات ذات الصلة بالموضوع، و ذلك من أجل متابعة تطور كفاءة سوق الأسهم السعودي .

7/ الدراسات السابقة:

إن موضوع قياس كفاءة البورصة موضوع حديث ، ولا يزال البحث في بدايته خاصة في الدول العربية ، إذ لا توجد كتب متخصصة فيه أو على الأقل هي نادرة الوجود ، إلا أن هناك بعض البحوث و الدراسات تناولت جانب من جوانب هذا الموضوع نذكر منها:

1- دراسة Bachelier (1900): قام بدراسة حركة الأسعار في الأسواق الفرنسية ، وذلك للوصول على شهادة الدكتوراه الذي أثبت أنه لا يوجد ترابط في أسعار السلع لفترات متتالية، أي أن الأسعار تتبع حركة عشوائية .

2- دراسة Candale (1953): قام بتتبع التغيرات المتتالية للأسعار في سوق بريطاني ، و أثبت أنه لا يوجد ارتباط بين هذه التغيرات .

3- دراسة M.F.Osborn & H.V.Roberts (1959): قاما بإكمال دراسة Candale وذلك على مؤشر داو جونز.

ولقد أثبتت معظم هذه الدراسات أن التغيرات في أسعار الأسهم كانت مسقلة عن بعضها البعض، وأن التكهن بها مستحيل، ولا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من طرف مستثمرين معينين على حساب مستثمرين آخرين ، أي لا يمكن تسجيل اتجاه عام لتطور الأسعار في البورصة ، وهو ما يؤكد عشوائية تلك الأسعار .

4- دراسة Fama (1965): قام بدراسة معامل الارتباط بين 30 قيمة لمؤشر داو جونز المعطاة أسبوعياً بين 1957-1962، وذلك باستخدام معامل الارتباط الذاتي، حيث توصل إلى أن معامل الارتباط الذاتي ضعيف، أي أن السوق كفاء من الشكل الضعيف.

5- دراسة Jensen (1978): قام انطلاقاً من دراسة أخرى لـ Fama و Blume على مؤشر داو جونز خلال الفترة 1957-1962 باستخدام طريقة التصفية، حيث وجد أنه مرشح بنسبة 5% قد حقق أرباحاً (قبل خصم تكاليف التعامل)، لكن بعد خصمها كانت خسارة إذا ما قورنت بنتيجة القاعدة المتمثلة في اشتري واحتفظ، النتيجة الأخيرة أثبتت الشكل الضعيف للكفاءة، الذي فرض ضرورة رفض شرط غياب تكلفة المعاملات.

6- دراسة رجال فيروز (2004): من خلال دراستها لنيل شهادة الماجستير تحت موضوع " أثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية " قامت باختبار المستوى الشبه القوي لكفاءة بورصة الجزائر، وذلك من خلال قياس مدى سرعة انعكاس المعلومات العامة المعلنة في بعض وسائل الإعلام على أسعار أسهم عينه من الشركات المسجلة، حيث كانت النتيجة سلبية.

8/ التوثيق العلمي:

في سبيل حصر جوانب الموضوع واثراء الدراسة اعتمدنا على البحث المكتبي الذي ساعد على تغطية الجوانب النظرية للموضوع من خلال مجموعة من الكتب باللغة العربية والفرنسية، والتي تعرضت لجانب من جوانب الموضوع بصفة كلية أو جزئية أو بصفة مباشرة أو غير مباشرة، وكذا مجموعة من الأبحاث العلمية و المجلات المتخصصة لنظرية الكفاءة، وعدد من الرسائل العلمية بالإضافة إلى العديد من مواقع الانترنت.

9/ شرح بعض المصطلحات:

فيما يلي سنتعرض لتعريفات وشرح بعض المتغيرات والمصطلحات الواردة في المذكرة:

البورصة: تعرف البورصة علمياً أنها السوق الثانوي وهي السوق الذي تجري فيه عمليات شراء وبيع الأوراق المالية وتحديد أسعارها، وتبادل انتقال ملكيتها في القاعة. لكن تجدر الإشارة إلى أن لفظ البورصة في المذكرة قد استخدم للدلالة على السوق المالي تقسّمه السوق الأولي (سوق الإصدارات) والسوق الثانوي.

المؤشر العام للأسعار: المؤشر هو عبارة عن تغير رسملة العينة في الوقت الحاضر مقارنة برسمتها في سنة الأساس معدلة بمختلف التغيرات التي طرأت على الشركات التي تدخل أسهمها في تكوين المؤشر.

التحليل الأساسي: هو ذلك النوع من التحليل الذي ينصرف إلى ظروف الشركة، إضافة إلى ظروف الصناعة التابعة لها و الظروف الاقتصادية.

التحليل الفني: هو التحليل الذي يعنى بدراسة السجل انماضي للتغير في السعر الذي يباع به السهم.

الحركة العشوائية للأسعار: تعني أن التغير في السعر من يوم الى آخر لا يسير في غط معين يمكن تتبعه (البورصة الكفاءة).

البورصة الكفاءة: هي السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية المعلومات المتاحة عن الشركة المصدرة لها.

الصيغة الضعيفة لفرضية الكفاءة: و تعني أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم، وعلى حجم التعاملات التي جرت عنيه في الماضي.

الصيغة الشبه قوية لفرضية الكفاءة: و تعني بأن أسعار الاسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار الاسهم ،بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور، أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات.

الصيغة القوية لفرضية الكفاءة: وتعني بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة و الخاصة،

10/محتويات الدراسة:

لمعالجة هذا الموضوع و الإحاطة به ارتأينا تقييم عملنا الى ثلاث فصول متبوعة بخاتمة تلخص النتائج الكلية

للدراسة، و عمليا سيتم في:

الفصل الأول: تناول الإطار النظري للبورصة من حيث مفهومها، وظائفها فضلا عن إبراز المتدخلين في البورصة والية التعامل فيها و مؤشراتهما وكذا التطرق الى كل من التحليل الفني و الأساسي .

الفصل الثاني: تناول هذا الفصل نظرية كفاءة البورصة من خلال استعراض نظام المعلومات وكذا متطلبات الكفاءة ، و مؤشراتهما و صيغها.

الفصل الثالث: و بذلك يشكل هذين الفصلين سبيلا للتطرق الى الفصل الثالث الذي قسم الى ثلاثة مباحث، خصص المبحث الأول منه لمنهجية الدراسة أما المبحث الثاني استعرضنا فيه تطورات سوق الأسهم السعودي لأحدث فترة وذلك، باستعراض مؤشرات أدائها وأهم الإصلاحات و مراحل تطورها، أما المبحث الثالث فقد خصص لاختبار مدى كفاءة سوق الأسهم السعودي باستخدام أدوات القياس الشائعة في هذا المجال ،على أن تختم الدراسة بملاحظات ختامية تتضمن ملخصا عن نتائج البحث و مضامينه في مجال السياسة العامة الموجهة لتطوير كفاءة سوق الأسهم السعودي، تلمسا لتصور الأوضاع المثلى المنشودة في المرحلة المقبلة.

11/ صعوبات الدراسة:

خلال فترة إنجازها لهذا البحث، سواء في جانبه النظري أو التطبيقي صادفنا جملة من المصاعب، فعلى مستوى الجانب النظري نظرا لحدثة الموضوع الذي تناولناه فإن المراجع نادرة نسبيًا، أما في الجانب التطبيقي فقد وجدنا بعض النقص في المعلومات و الإحصائيات التي كانت ستثري البحث، مثل تعذر الحصول على معطيات الحساب مؤشر التذبذب، وتتبع مستويات المخاطر، بالإضافة إلى عدم التمكن من تتبع أداء المحترفين مثل صناديق المعاشات لغرض قياس المستوى القوي للكفاءة.

I - مدخل الى البورصة .

I-1 / ماهية البورصة.

I-2 / الأطراف المتدخلة في البورصة و آليات التعامل فيها.

I-3 / المؤشرات و أشكال التحليل.

مقدمة:

يحتل موضوع البورصة حيزاً مهماً في الأدب الاقتصادي المعاصر، خاصة بعد أن شهدت تطوراً مهماً، وازدادت أهميتها الاقتصادية سواء في البلدان المتقدمة أو النامية، فقد ارتفعت قيمة الحافظة الاستثمارية في الأسهم العالمية على سبيل المثال إلى عشرة أضعاف ما كانت عليه خلال أقل من عشرة سنوات، فتجاوزت 10 تريليون دولار بنهاية عقد الثمانينات، كما ارتفعت قيمة إجمالي المعاملات الدولية بالأسهم إلى عشرين ضعفاً لتصل إلى 1.5 تريليون عام 1990 .

إن أهمية هذه الأرقام تعكس أهمية دراسة بورصة الأوراق المالية وحركة الأسعار فيها، وصولاً إلى فهم أعمق لطبيعة عمل هذه البورصات و علاقتها بحركة الاقتصاد ككل، خاصة أن الاستقرار في هذه البورصات ذو راجع للاستقرار الاقتصادي على المستوى المحلي والعالمي.

و في هذا السياق تبرز أهمية دراسة البورصة وكيف يتم تتبع مؤشر الأسعار واستخدام أساليب التحليل المالي فيها، كون الأخيرة تعمل على ترشيد القرارات التي سيتم اتخاذها على مستوى البورصة.

1-1/ ماهية البورصة:

محاولة معرفة البورصة و الإلمام بها ارتأينا أنه لا بد من الإشارة إلى النشأة و التطور التاريخي لها، مفهومها و كذا وظائفها ، و ذلك فيما يأتي:

1-1-1/ النشأة و التطور التاريخي¹ :

ربما يعود أول سوق مالي منظم إلى العهد الروماني في القرن الثاني قبل الميلاد. و بعد إهيار الإمبراطورية الرومانية لم تظهر الأسواق المالية مرة أخرى إلا بعدها بألف عام تقريبا ،وعلى بعد مئات من الكيلومترات إلى الشمال. وحتى القرن الرابع عشر أصدرت "الدول المدن" مثل "جنوة" و "البندقية" صكوك مديونية لتثبيت حقوق النبلاء الذين استدان منهم للإتفاق على حملتها العسكرية، و بحلول القرن الخامس عشر كانت قد ظهرت أسواق مالية حكومية في فلورنسا و جنوا و بيزا و فيرونا.

في تلك الأثناء في أوروبا الغربية كانت الأسواق المتقلبة قد أصبحت موقعا للمتاجرة في الأصول المالية، و لاسيما في أصول الشركات العامة في مجال التجارة في الموارد الطبيعية مثل: شركات المناجم. و بحلول القرن السادس عشر كانت هذه الأسواق المالية قد بدأت تستقر في مواضع محددة و دائمة. وأصبحت مدينة "أنطويرب" البلجيكية. وهي المدينة التي لم تكن ظروفها التاريخية ترشحها للعب دور العاصمة الاقتصادية للبلاد، كما يقول "سميث" قد أصبحت موطننا لأول بورصة دائمة.

وتعبر كلمة "بورصة" نفسها إلى الاجتماعات التجارية التي كانت تعقد في فندق قريب من "بروج" و BRuge ، كان يملكه أحد أفراد عائلة "فان دربورص" Van derburse .

ويقول البعض: إن الاجتماعات كانت تعقد أمام الفندق أو أمام بيت هذه العائلة، و كان شعار هذا الفندق عبارة عن ثلاثة أكياس للنقود، أو ثلاثة Pyses ومن ثم جاء الاسم "بورصة".

وشينا فشيئا انتقل مركز التجارة إلى الشمال ثم الغرب، حيث انتقل أولا إلى مدينة "أمستردام" التي افتتحت سوقها المالي الجديد في عام 1610. و بعد ذلك انتقل مركز التجارة عبر القنال الإنجليزي، ليستقر في لندن. وفي تسعينات القرن السابع عشر، ازداد النشاط التجاري في المقاهي و الحانات المحيطة ب"زقاق الصياغة" Exchange Alley (والقرب من المكان الذي تم فيه تأسيس بنك إنجلترا Bank of england)، وفي هذا المكان بدأ مصطلح "سهم - stock" يستخدم لأول مرة، و يقال أن الكلمة تم اشتقاقها من القضبان الخشبية أو العصي التي كان يشيع استخدامها لتمثيل الديون الحكومية، حيث كان التاجر يعلم على عصاه بعلامة كلما سددت الحكومة له قسطا من أقساط الدين المستحق له. وكانت سوق لندن هذه سوقا دولية. إذ كانت المعلومات المتعلقة بها تصل إلى موانئ الدول القريبة أسرع من وصولها إلى مدن البر الرئيس في إنجلترا

¹ - مرجعين هما:

* حسن حمدي: دليلك إلى البورصة و الإستثمار، دار الكتاب، ط1، مصر، 2003، ص.ص. 9-11.

* صلاح السيد حردة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة و منظمة الإنشعاع الفنية، ط1، مصر، 2000، ص. 10.

مثل مانشيستر. ومع كبر حجم الإمبراطورية البريطانية و اتساع نطاق نفوذها في العالم كبرت سوق لندن بسرعة كبيرة، حتى إنه في عام 1720 تجاوزت قيمة الأموال المستثمرة في هذه السوق 500 مليون جنيه استرليني، وهو رقم يعادل مئة ضعف قيمته قبل ذلك بخمسة و عشرين عاما.

أما في بلجيكا نفسها، بند المنشأ لكلمة بورصة، فقد تم تأسيس بورصتها في عام 1801 بعد نابليون، ثم أصدر مستشار الجمهورية آنذاك مرسوما بإنشاء " سوق مالية في بروكسل في مقاطعة الديك".

أما بورصة نيويورك فترجع جذورها إلى أكثر من مئتي عام، عند ما قامت حكومة مدينة نيويورك في عام 1792 بتوقيع " اتفاقية بتونوود" مع ممارسة الأسهم و التجار.

وكان يتم فتح المزاد على الأوراق المالية كل يوم ابتداء من الظهيرة، بحيث يفوز بالصفقة من يقدم أعلى سعر، فإذا رسا المزاد على احد التجار كان يدفع لطيفة البورصة عمولة مقابل كل سهم أو سند يتم بيعه. و قبل توقيع هذه الاتفاقية، كان التاجر الذي يرغب في بيع أسهمه إما أن يقوم بالإعلان في الصحف المحلية عن رغبته في البيع، أو ينشر الخبر بين معارفه و أصدقائه. بعد ذلك راحت الفكرة كثيرا و لقت قبولا واسعا بين التجار و المستثمرين، خصوصا بعدما رأوا أن النظام الجديد للإستثمار في الأسهم لن يقيد التاجر بأسهم شركة معينة و الإقتصار على ما تدره عليه هذه الأسهم من عوائد و أرباح. و بعد قرون من الممارسة و التجديد و الابتكار في آليات هذه السوق و طرق العمل فيها، أصبحت بورصة نيويورك أهم و أشهر البورصات العالمية.

I-1-2/ مفهوم البورصة:

ستعرض إليه من خلال :

I-1-2-1/ تعريف البورصة:

يمكن تعريف بورصة الأوراق المالية على أنها :

"المكان الذي يتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا و شراء، و التي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من أسهم و سندات السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد لنورقة المالية وقت البيع و الشراء، سواء تمت هذه المعاملات المالية من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة"¹.

كما تعرف على أنها:

"المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من حوزة المدخرين و إنسيابها إلى حوزة المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية (أسهم أو سندات أو شهادات) و حصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية، الأمر الذي يترتب عليه تحويل المدخرات النقدية إلى أوراق مالية (استثمارات مالية) أو العكس و بمعنى آخر أن

¹ - أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار فضاء الحديثة، مصر، 2007، ص. 121.

البورصة هي حلقة الوصل بين المدخرين و المقترضين أو الإطار الذي يجمع بين البائعين و المشترين للأوراق المالية¹.

و تعرف أيضا:

" هي سوق منظمة يجمع فيها البائعون و المشترين في مواعيد محددة لعقد و تبادل صفقات بيع و شراء حقوق الثروة، سواء كانت حقوق ملكية كالأسهم أو حقوق دين كالسندات و القروض"².

و هناك من يعرفها وفقا لقانون البورصة كما يلي:

"ينص قانون البورصة على اعتبارها شخصية اعتبارية عامة تتولى إدارة أموالها و تكون لها أهلية التقاضي، و هي تخضع لرقابة حكومية متمثلة في مندوب للحكومة يتواجد في البورصة و تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين و اللوائح؛ و حضور جميع اجتماعات لجان البورصة المختلفة، وله حق الاعتراض على قراراتها إذا صدرت مخالفة للقوانين أو اللوائح أو الصالح العام"³.

تعريف آخر: تعرف البورصة بأنها "الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي و مشتري الأصول المالية بغرض تسيير عمليات التداول"⁴.

من خلال المفاهيم السابقة للبورصة يمكن القول بأن البورصة سوق يتعامل بالأوراق المالية أسهما و سندات، و الأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة. ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع و شراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم، فإنه يتكون من عدد من التجار و السماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره و يتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة.

ب I-1-2-2/ وظائف بورصة الأوراق المالية:

تؤدي البورصة وظيفتها التمويلية و الاستثمارية بشكل عام من خلال قيامها بتسيير مهمة انتقال الموارد المالية من المقترضين إلى المقترضين، أو من قبل الذين لديهم فائض مالي إلى الذين لديهم عجز مالي، الأمر الذي يترتب عليه زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني و بالتالي زيادة دخول الأفراد و من ثم زيادة درجة الرفاهية في المجتمع، و بشكل أكثر تفصيلا يمكن حصر أهم وظائف البورصة بتقسيمها إلى قسمين رئيسيين هما⁵:

¹ لنسب محمود الشواربة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار والي، ط1، عمان 2008، ص. 45.

² مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009، ص. 11.

³ صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص. 12.

⁴ بوكستاني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة ليل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة الجزائر، 2006-2005، ص. 14.

⁵ العديد من المراجع:

* مصطفى كمال طه و شريف مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص. 15-21.

* حسن محمدي، مرجع سابق، ص. 17-20.

* فؤاد محمود الشواربة، مرجع سابق، ص. 59.

أ- الوظائف الرئيسية.

ب- الوظائف الثانوية.

أولاً- الوظائف الرئيسية:

تعتبر تلك الوظائف الركيزة الأساسية التي لو عجزت البورصة عن القيام بها فإنها بذلك تكون قد فقدت أهم وأبرز أسباب قيامها واستمرارها، وتلك الأسباب هي التي قصدها و رغب فيها المتعاملون الأوائل في الأوراق المالية والتي كانت من أهم مقدمات بل و مقومات قيام وإنشاء بورصات الأوراق المالية و هي كالآتي:

1- إتاحة الفرصة لبورصة مستمرة للأوراق المالية كوسيلة لإمكان استرداد المستثمر لمذخراته:

و ذلك لأن دوافع و أسباب الاستثمار و الادخار هي المحرك الأساسي و الأبرز لعمليات التداول في البورصة و هذه الدوافع غير محددة بزمن معين و لكنها تخضع لظروف الحياة ذاتها و متطلباتها و احتياجاتها.

2- تحقيق أسعار توازنية للأوراق المالية:

فإذا كانت البورصة مبنية على أسس راسخة و متينة، سيتم تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها بصورة واقعية و على أساس من المعرفة الكافية و درجة عالية من العدالة.

ويحدث ذلك حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية من خلال المفاوضات أو المزايمة (المزاد العلني)، و هي الطريقة التي تعكس بصورة دقيقة رؤى المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا للظروف السائدة في السوق، و إنما على ما تقوم بنشره الشركات و الجهات الاقتصادية المختصة من بيانات تتعلق بأداء الشركات و صكوكها و أرباحها و المراكز المالية التي حققتها، و بذلك كله، إن يكون سعر الورقة المالية غير واقعي أو مبالغ فيه. و سيمثل في هذه الحالة أفضل الأسعار بالنسبة للبائعين (أي أعلى سعر للطلب)، و بالنسبة للمشتري كذلك (أدنى سعر للمعرض)، و بهذا فإن أسعار هذه الأوراق تصبح أسعارا توازنية.

ثانيا - الوظائف الثانوية:

1- تفادي التقلبات العنيفة للأسعار:

قد يحدث أن تهبط الأسعار نتيجة للدورات الاقتصادية المعتادة أو الموسمية و غالبا ما تكون مؤقتة ولكن قد يكون هناك بعض المسرفين في تشاؤمهم الذين يضغطون على السوق و يزيدون من حدة الهبوط و العكس صحيح في حالة التفاؤل.

و تؤدي البورصة وظيفة هامة هنا سواء عن طريق المتخصصين في إحداث التوازن بالشراء في حالة هبوط الأسعار بدون مبرر أو بالبيع في حالة إرتفاع الأسعار.

2- سلامة تقييم المشروعات و حسن توجيه المدخرات:

أن الأسعار التي يتم التعامل بها تتم عن حقيقة قيمة المشروعات التي تتداول أوراقها و هذا يؤدي إلى اتجاه المستثمرين بمدخراتهم إلى المشروعات الأكثر ربحية سواء على المدى القصير أو المدى الطويل و يساعد ذلك على سهولة الحصول على التمويل اللازم للمشروعات الجديدة أو القائمة.

3- إتاحة المجال لاستثمارات طويلة و قصيرة الأجل:

قد يشتري المستثمر أسهم الشركات للاحتفاظ بها فيكون الاستثمار طويل الأجل أو لإعادة بيعها مرة أخرى في مدة قصيرة فتكون قصيرة الأجل.

و يستطيع المستثمر أن ينوع استثماراته ما بين طويلة و قصيرة الأجل معتمدا على أن البورصة لا تسمح بقيد الشركة إلا بعد التأكد من نجاح هذه الشركات و تقدم ما يثبت ذلك، بالإضافة إلى استمرار رقابتها على أداء هذه المشروعات.

4- زيادة النشاط التجاري:

يحتاج النشاط التجاري إلى التمويل قصير و متوسط الأجل، و في الإمكان الحصول على تلك القروض بضمان الأوراق المالية التي تتمتع بالسيولة العالية و استقرار الأسعار، و بالتالي فإن وجود البورصة يؤدي إلى توسيع رقعة النشاط التجاري.

5- مؤشر للحالة الاقتصادية:

أن البورصة هي مرآة و انعكاس لمدى نجاح السياسات الاقتصادية و المالية، و تشير الأرقام القياسية للأسعار في البورصة إلى ما سوف تكون عليه الحالة الاقتصادية.

كما أنها من عوامل التنبؤ بالمشروعات المطلوبة و وقتها المناسب، كما أن البورصة من أبرز وأهم الجهات التي تتيح التعرف على مدى ملائمة التشريعات المالية و الاقتصادية و ردود الأفعال تجاه تلك التشريعات.

6- إتاحة الفرصة أمام استثمارات متفاوتة في درجة المخاطرة:

أهداف الاستثمار تختلف من شخص لآخر حسب الظروف المحيطة بالمستثمر، فهدف الأمان يؤدي إلى اتجاه المستثمر إلى اختيار السندات أو الأسهم الممتازة، بينما يوجد من هم أكثر تحوطا و الراغبين في دخل سنوي ثابت من عوائد الاستثمار، و يتجهون إلى الاستثمار في أسهم الشركات المستقرة و ذات السمعة المالية الممتازة.

أما الذين لديهم القدرة على تحمل نسبة عالية من المخاطر فهم يتجهون إلى الاستثمار في الأسهم التي من المنتظر أن تحقق معدلات عالية من النمو.

7- نشر الوعي المالي و الاستثماري:

معظم قوانين سوق المال و البورصات تلزم الشركات أن تنشر كافة البيانات المالية دوريا على الجمهور لزيادة المعلومات لديهم عن الشركات المتداولة.

كما توجد طبقة من المستثمرين قد تعودوا على تحمل مخاطر الاستثمار نتيجة للعمليات التي يبرمجونها، بالإضافة إلى أن البورصات نفسها وكذلك السماسرة يعملون على تنمية الوعي الاستثماري لدى الجمهور، من خلال البرامج التي تتعرض للموضوعات الاقتصادية مع محاولة تبسيطها و تيسيرها.

I-1-2-3/ شروط الدخول إلى البورصة:

تتطلب عملية دخول الشركات و المؤسسات الاقتصادية إلى البورصة جملة من الشروط منها ما يتعلق بالجانب المالي، و منها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما يجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، و من بورصة إلى أخرى داخل نفس البلد(الدولة).

لكن على العموم يمكن تلخيص الشروط المتعلقة ببورصة نيويورك في النقاط التالية¹ :

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.
- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور (المنافسين) المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20 % إلى 25 % حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في البورصة و ذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.
- أن يكون قد مر على تأسيسها أو نشاطها أكثر من ثلاث سنوات.
- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في البورصة مع توزيع الأرباح خلالها.
- تكوين ملف الدخول و إيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي لشركة، و تقييم نشاط المؤسسة و آفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى البورصة.
- تقييم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

I-1-3/ الأدوات المالية المتداولة في البورصة:

وسيتم التطرق إلى دراسة الأوراق المالية من أسهم و سندات و مشتقات مالية وهي تمثل السلعة التي يتم تداولها في سوق المال.

I-1-3-1/ الأسهم:

تعد من أهم الأدوات المالية المتداولة في البورصة، وبخصوصها سوف نتناول ما يلي:

¹ - P. Moumier. Les marches boursiers, Verreuil, paris, 3eme édition ; 1997, P.P.28-29

أ- مفهوم الأسهم:

تعرف الأسهم على أنها رأسمال المكتتب من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهمتهم المالية و يحدد ملكيتهم للشركة، و بالتالي فإن كلا من الرأسمال المعلن و الرأسمال الفعلي و الرأسمال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للسهم¹.

ويعرف السهم على أنه: "حق المساهم في شركة الأموال وهو النصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري"².

وبصفة عامة فالسهم هو حصة من رأسمال شركة المساهمة. فحملة السهم هم شركاء في الدخل الصافي و رأس مال الشركة التي تصدر الأسهم، و كذلك شركاء في تحمل ما يسفر عنه المركز المالي لشركة سواء ربح أو خسارة، و أهم ما يميز مثل هذا النوع، أن حصة الأسهم لا يحصلون على دخل، لأن السهم يمثل الحصة التي يقدمها الشريك في رأس المال.

ب- قيم الأسهم:

للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي³:

* القيمة الاسمية للسهم:

هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، و منصوص عليها في عقد التأسيس، و من أهم وظائف هذه القيمة تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

* القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية:

وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، و تحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية و المالية و النقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة و السندات المستحقة، و من ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، و يمكن اعتماد الصيغة الآتية، لاحتساب القيمة الدفترية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأسمال} + \text{الاحتياطات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

و تشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة⁴.

¹ - در الأرومورة، الإصدار في الأمارة، الثالثة، دار سناء، ط1، عمان، 2003، ص. 92.

² - محمود طهون، البورصة، دار حومة، الجزائر، 1999، ص. 21.

³ - محمد صالح الخناوي و جمال فريد مصطفى و جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص. 190.

⁴ - مرجع نفسه، ص. 191.

* القيمة السوقية:

وهي قيمة الأسهم في البورصة، حيث تحدد بعوامل العرض والطلب في البورصة (توزيعات الشركة، مركزها المالي، مدى نجاحها، الظروف الاقتصادية و السياسية السائدة، كمية الأسهم المعروفة، حجم الطلب عليها، المضاربات على الأسهم في البورصات)¹.

ج- أنواع الأسهم:

و تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

• الأسهم العادية:

هي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيتها، و تطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية².

ويعرف كذلك السهم العادي بأنه أداة ملكية ذا صفة مالية قابلة للتداول، يعطي الحق لحامله بدمه الجهة المصدرة له بالموصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصة برأسمال الشركة و التبتة بشهادة السهم³.

- خصائص الأسهم العادية:

1- حق الملكية: حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، و أن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.

2- إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام، وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة هؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم.

3- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنه لا يحق لهم في المقابل مضابلية الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتهما، و بذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.

4- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة و التدخل في سياسات الشركة و إجراءاتها الإدارية، و يتفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي، كما يحق لهم على الأقل نظريا مراقبة العمليات الجارية.

- أنواع الأسهم العادية:

توجد عدة أنواع من الأسهم العادية⁴:

¹ - رسمية قريظ: أسواق المال، الدار الجامعة، مصر، 1999، ص. 19.

² - هو خيار معروف، مرجع سابق، ص. 23.

³ - أوف نود التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المنصور، ط1، عمان، 2004، ص. 30.

⁴ - محمد عبد البورصيات: أسواق المال، أدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص. 39.

أ- نوع الحصة التي تدفع لحامل السهم:

أسهم نقدية تدفع قيمتها نقداً، و أسهم عينية عندما تأخذ شكل حصص عينية في رأسمال الشركة كوجودات لشركة قائمة، و تعتبر الأسهم العينية و النقدية أسهم رأس مال الشركة لأنها وحدها التي تمثل رأس المال.

ب- من حيث الشكل:

يمكن تقسيمها إلى:

• أسهم اسمية:

وهي التي يسجل اسم حاملها على الصك و يمكن مالك السهم بيعه إلى مستثمر آخر على أن يسجل اسم المالك الجديد في جدول يسميه جدول التنازلات، و يسجل في دفاتر الشركة.

• أسهم لحاملها:

يتم التداول على هذا النوع دون اسم المالك على وجه الصك، و يتم التداول فيها عن طريق التسليم من يد إلى آخر.

• أسهم ذاتية:

تصدر لإذن شخص معين أول مرة، يتم تداولها بالتظهير و يشترط بأن تكون قيمتها الاسمية مدفوعة بالكامل عند التداول.

- أنواع الأسهم العادية الجديدة:

إلى جانب الأسهم العادية القديمة ظهرت أنواع أخرى من الأسهم العادية في صورة جديدة¹:

• الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

هي أسهم تصدرها الشركات، حيث ترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالشركة، على سبيل المثال أصدرت شركة جنرال موتورز أسهم أطلق عليها الفئة F، حيث ربطت الشركة التوزيعات التي تحصل عليها هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم نظم المعلومات الالكترونية بالشركة.

• الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية تخصم بعد خصم الضريبة، ولكن في السنوات الأخيرة أفرزت بعض التشريعات الضريبية في بعض الدول مجاز خصم الأرباح الموزعة قبل خصم الضريبة.

• الأسهم العادية المخصصة:

لا يحق لحملة الأسهم العادية الرجوع إلى الشركة لاسترداد قيمتها في حالة انخفاض قيمتها في السوق، فإذا أراد التخلص منها يقوم بعرضها للبيع، و في حالة الإفلاس ليس هناك ضمان لاسترداد قيمة الأسهم، لأنه في

¹ - محمد صالح المنلاوي وجمال إبراهيم، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2002، ص.35.

بعض الدول أظهرت عكس ذلك، أي استحدثت أسهم عادية تعطي الحق لحاملها بالمطالبة بالتعويض في حالة انخفاض سعرها في السوق، وتحدث مخاطر التعويض للخسائر فقط، إذا كانت القيمة السوقية أقل من مستوى القيمة المحددة للتعويض، وإذا تجاوز الحد انشأ إليه، فلن يتعرض المستثمر إلى أي خسارة أي لا يوجد أقصى للأرباح، أما الخسائر فهي محدودة¹.

• الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية، وإن كانت الملكية في حالة الأسهم الممتازة تختلف عن الملكية التي تنشأ عن الأسهم العادية، نظراً لتمتع الأسهم الممتازة ببعض الحقوق الأخرى التي لا يتمتع بها حامل السهم العادي مثل²:

- إمكانية تحويل الأسهم الممتازة إلى أوراق مالية أخرى.

- الأولوية في الحصول على أرباح قبل حملة الأسهم العادية.

يعرف السهم الممتاز بأنه: "أداة مالية مهجنة تجمع بين صفات أداة المديونية (السند) وأداة الملكية (السهم العادي). و الحق لحامله الحصول على عائد محدد سنوياً إما بنسبة من القيمة الاسمية أو مبلغ محدد بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم"³.

- خصائص الأسهم الممتازة:

تتميز الأسهم الممتازة بالخصائص التالية⁴:

1- يحدد العائد بنسبة ثابتة من قيمة الأداء من الأرباح المحققة، فمثلاً حددت هذه النسبة في الهند 14% وذلك بعد اقتطاع الضرائب والالتزامات القانونية الأخرى، وأحياناً تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الأرباح بالإضافة إلى مشاركتهم في الحصص الموزعة.

2- لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية في الحصول على توزيعات الأرباح القابلة للصرف و ذلك قبل أصحاب الأسهم العادية.

3- وهناك فترات محددة للاحتفاظ بالأسهم الممتازة و ذلك عكس الأسهم العادية التي تستمر حقوقها حتى نهاية الشركة (التصفية).

4- تضمن الشركة حقوق أصحاب الأسهم الممتازة بوجودها الاستثمارية غير أن هذه الضمانات لا تخص أصحاب الأسهم العادية، وهكذا فإن الأسهم الممتازة أقل أحياناً من السندات و أكثرها من الأسهم العادية.

¹- المرجع نفسه، ص. 35.

²- جمال فريد مصطفى، والسيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق و المؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص. 77.

³- أرشد نواز التميمي، مرجع سابق، ص. 66.

⁴- محمد عبد الجواد، الاستثمار في الأوراق المالية: الأسهم و السندات، دار حامد، طه عمان، 2006، ص. 101.

5- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشح أو الترشح لعضوية مجلس الإدارة للشركة، أو المشاركة في المجلس العمومي، أو التدخل في قرارات أو في شؤون الإدارة المختلفة.

- أنواع الأسهم الممتازة:

توجد عدة أنواع للأسهم الممتازة و تصنف حسب¹:

أ- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح و غير مجمعة الأرباح:

و تعني الأسهم مجمعة الأرباح أن عدم كفاية أرباح السنة هذه لا يسقط حق حملتها، بل تجمع مع السنة اللاحقة و هكذا، أما الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح فتعني أن عدم كفاية الأرباح في السنة لا يسقط حق حملتها في تلك السنة.

ب- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء و غير القابلة للاستدعاء:

الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء تجمع بين خصائص الأسهم العادية و السندات، من ناحية يمكن ردها وفقا كما هو مكتوب في نشرة الاكتتاب، وهي خاصية الدين (سند) و من ناحية أخرى لا تواجه أية مشاكل عند سداد توزيعات الأرباح، أو الفوائد في حالة الإشهار بالإفلاس، وهي خاصية من خصائص الأسهم و عادة ما يحدد لهذا النوع ربح سنوي ثابت و تكون مجمعة الأرباح.

ج- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح و غير المشاركة في الأرباح:

تتميز الأسهم المشاركة في الأرباح بزيادة معدلها في توزيع الأرباح بزيادة أرباح الشركة، أما الأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح بحساب معدل الأرباح السنوية سواء سنتت أرباح مرتفعة أو متوسطة أو صغيرة.

د- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية و غير القابلة للتحويل:

أحيانا تعطى للأسهم الممتازة حق التحويل إلى أسهم عادية وفقا للأوضاع المقررة في نشرة الاكتتاب، و كذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية في الأرباح الموزعة عالية نسبيا، مقارنة بعوائد الأسهم التي يحملونها، و قد يجري هذا التحويل بنسبة محددة مسبقا، مثل حصتين للأسهم العادية مقابل حصة للأسهم الممتازة.

- اتجاهات جديدة في شأن الأسهم الممتازة:

كما ذكرنا سابقا، أن تطوير و تحسين كفاءة الأدوات المالية في عملية التمويل و رفع فاعلية تسويق الأوراق المالية، و بالتالي البورصة، تقف وراء التحديث الدائم في هذه الأدوات و من أهم التحديثات في الأسهم الممتازة²:

¹ - زياد رمضان و مروان شوط، الأوراق المالية، الشركة العمومية المتحدة، مصر، 2008، ص. 102 - 104.

² - ص. 101، 102، 103، 104، 105، مرجع سابق، ص. 101.

أ- أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة:

وهي ثابتة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم، ظهرت في الـ و.ج.أ لأول مرة عام 1982، حيث أن التوزيعات ترتبط بمعدل العائد على نوع سندات الخزينة، على أن يجري تعديل على تنصيب كل سهم من الأرباح مرة كل ثلاثة أشهر على حسب التغيرات التي تطرأ على معدل تلك الأسهم، حيث يجب أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية للسهم و كذلك أن لا تزيد عن 15.5%.

ب- الأسهم الممتازة:

وهي التي تعطي كعروض لحامل السهم العادي عند تخفيض القيمة السوقية للسهم، وفي هذه الحالة يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في سعر السهم. بالإضافة إلى الأسهم العادية بأنواعها و الأسهم الممتازة بأنواعها هناك نوعين آخرين هما:

1- أسهم التمتع:

القاعدة أنه لا يجوز رد قيمة السهم ما دامت الشركة قائمة و مستمرة في نشاطها، إلا أنه في بعض الأحيان قد تضطر الشركة إلى ذلك قبل انقضاء أجلها، كما في حالة استغلال منحج أو محجر أو حق امتياز استغلال مرفق عام لمدة محدودة، ففي هذه الحالة تخشى الشركة عدم إمكانية رد قيمة الأسهم عند نهاية المدة، كما أنها لا تحتاج إلى الأموال المتراكمة لاستمرار تناقص المصادر الضيعة أو قرب انتهاء حقوق الامتياز، ففي هذه الحالة تقوم الشركة باسترداد قيمة السهم بالتدريج و ذلك بأسهلها سويًا من المريق القرعة، و تعطي حامل السهم المستهلك سهم تمتع يتولى التمتع بكافة الحقوق المترتبة على السهم العادي، و ذلك عدا استرداد القيمة الاسمية عند التصفية حيث سبق له صرفها و يشرك في فائض التصفية.

2- أسهم حصص التأسيس و أسهم حصص الأرباح:

تمنح بعض الشركات أسهماً يطلق عليها أسهم حصص التأسيس، كمكافأة للمؤسسين الذين تكبدوا مشاق التأسيس، و أسهم يطلق عليها أسهم حصص الأرباح لمن قدموا خدمات غير عادية لشركة أو حقوق استغلال أو براءات اختراع.

ولا يعتبر حاملو هذه الأسهم من ملاك الشركة، و إنما لهم الحق في الحصول على نسبة من الأرباح لا تتجاوز 10% من الباقي بعد توزيع حصة أولى لباقي المساهمين و لا تحمل قيمة اسمية، و تصدر في صورة أسهم اسمية يتم تداولها بالطرق التي تقررها قوانين التداول أو لحاملها حيث يتم تداولها بالمناولة تطبيقاً مبدأ الحيازة في المنقول (سند الملكية).

من خلال ما سبق ذكره يمكن استخراج الفرق بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة في العناصر التالية¹.

يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على أرباح.

¹ - زياد رمضان، الاستثمار المادّي و الحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1998، ص.29.

- ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت.
- عائد السهم الممتاز ثابت و لا يتأثر بمستوى وضع الشركة.
- حامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي.
- للإدارة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها خاصة عندما يتعلق الأمر بانخفاض أسعار الفائدة كثيرا.
- لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحتجزة للشركة، لذلك فإن قيمته الاسمية تساوي قيمته الدفترية.
- الحق في الحصول على الأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية لحملة الأسهم الممتازة.

I-1-3-2/ السندات:

بالإضافة إلى الأسهم يوجد نوع آخر من الأدوات المالية ألا وهو السندات .

أ- تعريف السندات:

تمثل السندات: "صكوك دين مالمكها، وهي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز(المقرض) و وحدات الفائض (المقرض)» لذلك فهي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى سند¹.
و تعرف كذلك على أنها: "جزء من قرض و يصدر لحامله"².

ومنه نستخلص أن السندات هي: صك قابل للتداول تصدره الشركة أو شخص معنوي، و يتعلق بقرض طويل الأجل و يصدر في شكل شهادة اسمية بقيمة موحدة، فهو يعبر عن علاقة بين طرفين أحدهما خالق السند و يعتبر مدين، و الآخر مكتتب في السند و يعتبر الدائن، و بالتالي يترتب عليه التزامات و حقوق.

ب- أنواع السندات:

تنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن التمييز بين السندات وفقا للمعايير التالية³:

ب1- أنواع السندات حسب الجهة المصدرة:

حسب هذا المعيار يمكن أن تصنف السندات إلى نوعين رئيسيين وهما:

● سندات عامة:

وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، شركات القطاع العام أو القطاع الخاص و الخواص و هذا بهدف تحقيق مايلي:

- تغطية العجز في الميزانية العامة.
- الإشراف على مهنشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها.
- تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد لضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد.

¹ - محمود اندافر، الاسواق المالية: مؤسسات أوراق، بورصات، دار الشؤون، ط1، عمان، 2007، ص.103.

² - ضياء محمد، مرجع سابق، ص.32.

³ - بكساني وشيد، مرجع سابق، ص.62-63.

- التحكم في الأزمات الاقتصادية، وخاصة في فترة التضخم، حيث تلجأ الدولة إلى إصدار سندات حكومية للتقليل من حجم السيولة المتداولة، و في حالة الكساد تقوم بشراء السندات و الزيادة في السيولة العامة و ذلك بهدف تحقيق التوازن الكلي.

● سندات خاصة:

وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، و التي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد، و بالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، ومن أهم مميزاتا أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية و بالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

ب2- أنواع السندات حسب طريقة السداد:

يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد.

● سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها:

حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.

● سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها:

وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

ب3- أنواع السندات حسب الحقوق و الامتيازات المقدمة لمالكها :

و يمكن أن نميز بين:

● سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:

و تتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، و هذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا حققت الشركة معدلات نمو عالية.

● سندات ذات علاوة:

لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، و المقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

ب4- أنواع السندات حسب معدل العائد:

نميز نوعان و هما:

● سندات المعدل الثابت:

هذا النوع من السندات يقدم عائدا مائلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، و هذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لأنه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

• سندات ذات المعدل المتغير:

في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في السوق، أو حسب معدل التضخم، و في غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

ب5- أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة:

و تنفرع إلى:

• سندات عادية:

لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.

• سندات الدخل:

هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، و ما تحققه الشركة من نتائج حسنة، و بالتالي فإن المستثمر

لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً.

ب6- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة:

هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة و هما:

• سندات مضمونة:

من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالترويض، كأن ترهن عقاراتها، أو بعضها و هذا ما يعطي لأصحاب السندات، حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالتزامات إيجابهم.

• سندات غير مضمونة:

الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على

الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

ج- خصائص السندات:

للسندات خصائص نذكر منها¹:

- يعتم السند مستند دين لحامله عموماً الجهة المقترضة، و لا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة و تصريف شؤونها.
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحاً أو تحملت خسائر، و لا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، و يترتب العجز عن دفعها إفلاس الشركة.
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.

¹ - محمد عبد الحميد رمضان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي، الإسكندرية، 1996، ص 291.

- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، و ذلك بحصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة.
 - بالإضافة إلى خصائص أخرى للسندات و هي :
 - تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، و بقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لما عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.
 - كلما كانت فترات التسديد أطول و أسعار الفوائد أدنى، فإن السندات تحمل مخاطر أكثر.
 - إن الفترة الطويلة للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علما بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.
 - إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائله يكون أكبر من انخفاض هذا السعر لارتفاع العائد المذكور.
 - وهناك العديد من الفروقات بين الأسهم و السندات سنلخص أهمها في الآتي:
- جدول رقم (1-1): الفرق بين الأسهم و السندات.

السندات	الأسهم
- السند هو دين على الشركة.	- السهم هو جزء من رأسمال الشركة.
- ربح السند ثابت و لا يتأثر بالخسارة .	- حامل السهم شريك في الشركة بقدر رأسماله.
- حامل السند ليس له الحق في المراقبة .	- ربح السهم يتغير حسب نشاط الشركة و قد تكون هناك خسارة.
- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	- حامل السهم نه الحق في الرقابة و إدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
- عند الخسارة حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع ذلك.	- لا يسترد حامل السهم رأسماله إلا بالبيع في البورصة عن عقد تصفية الشركة و لا يشترط أن: *أن يكون ما تدفعه هو ما يسترده و هو قابل للزيادة أو النقصان.
	*عند الخسارة و تصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد كافة الديون.

المصدر: محمد صالح الحنوي، مرجع سابق، ص.60.

I-1-3-3/ المشتقات المالية:

بالإضافة إلى أدوات الملكية و أدوات الدين، يختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في البورصة، لا يمكن اعتبارها أسهم و لا سندات، لأنها تجمع بين صفاتهما و خصائصهما معا. و نظرا لتداول هذه الأدوات بمختلف أشكالها يتم وفق صورتين، إما عمليات آجلة أو عمليات عاجلة: أدى هذا إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها المشتقات.

أ- تعريف المشتقات:

تعرف الأدوات المالية المشتقة على: " أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأهمل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة و عقود الخيارات و غيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة¹." و تعرف كذلك: " المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد و لكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول. و كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد و التدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري²."

ب- أنواع المشتقات:

للمشتقات المالية عدة أنواع:

ب1- الخيارات:

تنامت أسواق الخيارات بشكل خاص بعد عام 1983، و أصبحت تشكل جزءا مهما من عمليات البورصة في الوقت الحاضر، بدأ التعامل بها عام 1970 في أسواق المال الأمريكية ثم بدأت كسوق ثانوي منظم عام 1973 في سوق شيكاغو.

و يقصد بالخيارات أنها عقود تعطي الحاملها الحق في شراء أو بيع عددا من الأدوات المالية (عادة تكون 100) بسعر محدد و بفترة محددة (عادة تتراوح بين ثلاثة أو تسعة أشهر)³. و تعرف أيضا: " عقود الخيار مثل ورقة مالية ذات سمعة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، يطلق عليه الخيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد و يسمى الخيار الأوروبي بسعر اتفاق عليه مقدما⁴."

¹ - احمد صالح عطية، مشاكل الراجعة في أسواق المال: الدار الجامعية، مصر، 2003، ص. 211.

² - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، ط1، القاهرة، 2005، ص. 59.

³ - عاطف وليم ندرروس، السياسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص. 79.

⁴ - منير إبراهيم هدي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، متذلة المعارف، مصر، 1999، ص. 129.

ويضمن عقد الخيار لحامله حقا و ليس التزاما، أي أن حامل عقد الخيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ، فإن اختيار حامل عقد الخيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزماً¹.

يتضح من مضمون عقد الخيارات أن خاصية الرهان تمثل الطبيعة الأساسية للخيارات لاحتوائها على عنصر المضاربة لاسيما للطرف الذي يحرم الخيار أي البائع، حيث أن عملية تحرير الخيارات لا تتضمن أي إصدار فعلي للسهم العادي، فهي تنحصر بتداول الأسهم عند تنفيذ و ممارسة الخيار، و بصفة عامة الخيارات هي عبارة عن عقود يمنح بموجبها مصدر الخيار لحامل العقد الحق دون الالتزام بشراء أو بيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد في خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد، ويمنح هذا الحق في مقابل مبلغ من المال أو علاوة الخيار، تدفع لمصدر الخيار و يطلق علم السعر بمبلغ التنفيذ أو الممارسة.

تصنيف الخيارات:

تصنف الخيارات إلى نوعين²:

• خيارات الاستدعاء (شراء):

هي الخيارات التي تعطي الحق لحاملها بشراء عدد محدد من الأسهم العادية (100 سهم) بسعر محدد يسمى سعر الضريبة الممارسة، خلال مدة محددة مسبقاً، حيث لا يترتب على حاملها أي إلزام وله الحرية في ممارسة الخيار من عدمه، ولكن يمثل إلتزاما على محرر الخيار يتضمن تجهيز المشتري بالأسهم المتفق عليها بالسعر المحدد بالعقد و خلال فترة صلاحية الخيار، و يتم تنفيذ الخيار إذا كان سعر السوق أكبر من سعر الضريبة.

• خيارات الطرح (البيع):

وهي عقود تعطي الحق لحاملها ببيع عدد من الأسهم العادية (100 سهم) إلى محرر الخيار (مثلا الجهة المصدرة للسهم موضوع العقد) طبقا لسهم المتفق عليه و خلال مدة صلاحية الخيار. ويتبين مما تقدم أن ممارسة الخيارات أمرا مرهوناً برغبة المستفيد من الخيارات و توقعاته، إذ يركز المستثمر اهتماماته بالخيارات، أما أن يجنب محافظته من الخسائر الكبيرة أو الحد منها.

أنواع عقد الخيار:

يمكن تقسيم حقوق الخيار كما يلي³:

¹ - زياد رمضان، مرجع سابق، ص. 91.

² - أرشد، نواز الصبيح، مرجع سابق، ص. 72-73.

³ - "المعجم الحديث"، وآخرون، للإلتزام، الأسهم و السندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003/ 2004، ص. 245.

1- حق الخيار الأوروبي:

هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاه العقد.

2- حق الخيار الأمريكي:

هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق تم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد و تاريخ انتهائه.

3- حق خيار الشراء:

يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق الخيار) شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لشرر حق الخيار.

4- حق خيار البيع:

يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق الخيار) بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار.

5- حق الخيار المزدوج (المختلط):

هو عقد يجمع بين خيار البيع و خيار الشراء و بمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون شاريا للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها ، و ذلك رهن بمصلحة الشاري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شاريا و إذا انخفضت كان بائعا، ومع تعاطم المخاطرة التي تتعرض لها بائع الخيار، فلا غرور أن يتقاضى ضعف ثمن شراء خيار البيع أو خيار الشراء.

6- حق الخيار المغطى:

هو حق خيار شراء أو بيع أو هما معا، يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

7- حق الخيار غير المغطى:

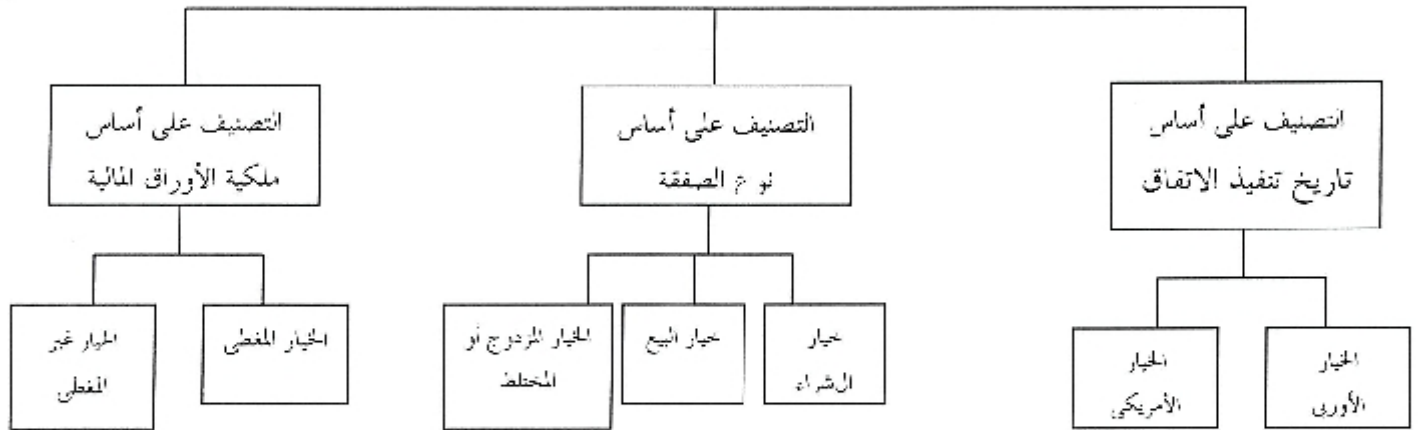
هو حق خيار شراء أو بيع أو هما معا، لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

من خلال ما سبق نستنبط ميزتين لعقود الخيارات:

- تحقيق العوائد من فروقات الأسعار عند تقلبها في فترات قصيرة.
- التحوط من تقلبات السوق، و بالتالي تستخدم الخيارات لتجاوز أو لتخفيف مخاطر السوق ، و يتحقق هذا الهدف باستمرار أسعار محددة للخيارات يمكن عندها البيع و الشراء.

و الشكل التالي يوضح أنواع الخيارات السابقة:

شكل رقم (1-1): أنواع حق الخيار.



المصدر: محمد صالح الخناوي وآخرون، مرجع سابق، ص. 245.

ب2: العقود المستقبلية:

وهي عقود تعطي حاملها الحق في شراء أو بيع سلعة معينة أو ورقة مالية بسعر يحدد وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية؛ على أن يتم استلامها أو تسليمها في تاريخ لاحق في المستقبل، وعلى أن يلتزم كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، أما في صورة نقدية، أو في صورة أوراق مالية، و ذلك لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزامات المترتبة عليه.

ولقد كان ظهور العقود المستقبلية أولاً في مجال السلع الزراعية في القرن التاسع عشر، و كانت وليدة حاجة المزارع من ناحية، و الصناعي الذي يستعمل الموارد الزراعية من ناحية أخرى إلى ضمانات تضمن للمزارع بيع محصوله بسعر معقول، وللصناعي ما يحتاج إليه من مواد زراعية بسعر مناسب¹.

تعرف العقود المستقبلية على أنها: "عقود قانونية يجري ترتيبها في أسواق منظمة لتؤكد تعهدا بالتسليم إلى المشتري أو بالاستلام من البائع، و ذلك لكمية و نوعية ما تم الاتفاق عليهما في أصل استثماري معين في وقت و مكان محددين في المستقبل، و تجري كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم"².

إذن العقد المستقبلي يجري الترتيب له من خلال البورصة، وهو اتفاقية بين مشتري و بائع على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق، ووجه الخلاف بين هذا العقد و العقد الآجل، أنه بينما يكون السعر ثابتاً في العقد الآجل طول مدة العقد، فإن العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية و يتم تعديل قيمتها وفقاً لسعر التسمية.

¹ - حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، ط1، عمان، 2002، ص. 179.

² - هونيار معروف، مرجع سابق، ص. 152.

و يستفاد من ذلك أن التسويات النقدية الحقيقية تتم بصفة يومية بين المشتري و البائع استجابة لعمليات التسويات اليومية.

● خصائص العقود المستقبلية:

من أهم الخصائص ما يلي¹:

- انصفة الأساسية للعقود المستقبلية تتمثل في أن الالتزام بالتنفيذ يتم مستقبلا و لكن بشروط يتم الاتفاق عليها في الوقت الحاضر.
- أن العقود المستقبلية متجانسة و متماثلة، مما يسهل فهمها و التعامل بها، وقد ترتب على ذلك، أن أصبح حجم التعامل اليومي فيها كبيرا جدا.
- لا تتم المتاجرة بالعقود المستقبلية بين البنوك، بل تتم في الأسواق المالية التي حددت مواصفاتها، و أوقات المتاجرة بها، و مواعيد الاستلام و التسليم.
- نظرية شروط التعاقد أي لا تختلف العقود عن بعضها البعض و تخضع لرغبات المتعاقدين من حيث الحجم، المدة، و صفات العقد و جودته.
- هذه العقود قابلة للتداول و هذا يؤدي إلى تحرير المتعاقدين اما بالتسليم أو الاستلام (وهذا راجع إلى أنه يتم التعامل بها في الأسواق المنطلعة).
- لا يدفع هذا العقد مبلغا كليا و إنما يودع تأمينا لا يتجاوز 20% من القيمة الكلية.
- هدف المتعاملين بهذا العقد ليس الحصول على الأصل المتعاقد عليه و إنما استعماله للتقيل من المخاطرة، أو يستعمل للمضاربة أو المراهنه على محض اتجاهات السعر، و في خلاف ذلك يتم اللجوء إلى السوق الغير رسمية.

● ميكانيزم التعامل بالعقود المستقبلية:

و يتم ذلك كما يلي²:

- 1- فتح حساب لدى شركة الوساطة.
- 2- نظرا لارتفاع المخاطرة في العقود المستقبلية فإن العميل مطالب من خلال بورصة العقود المستقبلية بإيداع مبلغ تأمين \$ 5000، و يوقع على إقرار يتناول المخاطر التي يمكن أن يتعرض إليها و غالبا ما تطلب الشركة أكثر من هذا المبلغ.
- 3- يقوم العميل بإعطاء الأمر لشركة الوساطة بالشراء أو البيع.
- 4- تقوم شركات الوساطة بالاتصال بممثليها ببورصة العقود، و الذي يتوجه مباشرة إلى القاعة التي يتم التعامل فيها عند تنفيذ أمر التعديل.

¹ - حسن بن هاني، مرجع سابق، ص. 180.

² - محمد عبد الحميد رشوان، المنشآت المالية، مرجع سابق، ص. 217.

5- تقوم شركة الوساطة بإخبار الشركة بتنفيذ الأمر ومن ثمة تقوم الشركة بالاتصال بالعميل ليقرر عملية التعاقد.

6- ثم يأتي إدور غرفة المقاصة التي تعد كضمان لكل عملية تعاقد، حيث تلزم الوفاء بالتزامات، حيث تضمن له الشاري بالوفاء و تقوم بتسجيل جميع المعلومات.

• العقود الآجلة:

يقصد بالعقود الآجلة أو الأمامية: "تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلع محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ، وفي مثل هذه العقود قد ينص على دفع قيمة العقد وقت الاتفاق، كما ينص على دفع جزء صغير على أن يؤجل الباقي حتى تاريخ التسليم¹". ومن الأمثلة على العقود الآجلة عقود الإقراض لشراء العقارات و عقود التصدير و الاستيراد، ففي هذه العقود يحدد الطرفين النوعية (تاريخ الاستحقاق و معدل الفائدة في حالة القروض، و الجودة أو الرتبة في حالة السلع) كما يحدد الكمية و طريقة و مكان التسليم و كيفية تسوية العقد.

و يعرف العقد الآجل بأنه: "اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين"². و يكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية و أحد عملائها من المنشآت، و لا يتم تداوله في البورصات عادة.

وقد تكون الأصول موضع التعاقد سلعية كالبن و النفط و الذهب و الماشية، أو مالية كالسندات و الودائع و العملات الأجنبية، و لا يتضمن الالتزام المشار إليه الدفع الفوري لقيسة العسفة، و إنما دفع مبلغ أولي لإثبات جدية التعاقد بأنها عملية شراء و بيع فعلية و نهائية و قانونية، ولكنها مؤجلة التنفيذ الفعلي إلى موعد محدد في المستقبل.

كما عرفها صندوق النقد الدولي بمقتضى العقد الآجل، يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقيا أم ماليا، بكميات معينة وفي تاريخ معين و بسعر متفق عليه³.

وبصفة عامة نجد أن العقود الآجلة هي عقود غير قابلة للتداول، تعطي لحاملها الحق و الالتزام الكامل معا لترتيب معادلة على أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا، مع تحديد السعر مسبقا أيضا، وهنا يظهر سعران أحدهما يعرف بسعر التسليم، الذي هو السعر السائد، و الأخر بالسعر الآجل، حيث يتساوى السعران وقت التعاقد.

إلا أن السعر الأول يكون ثابتا و السعر الثاني يكون قابلا للتغيير، و تتميز العقود الآجلة بعدم تداولها في الأسواق حيث لا يوجد لديها سوق ثانوية.

¹ - مرجع نفسه، ص. 217.

² - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص. 12.

³ - محمد عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص. 218.

- مزايا و عيوب العقد الآجل:

هناك العديد من المزايا و العيوب للعقد الآجل:

جدول رقم (1-2): مزايا و عيوب العقد الآجل:

المزايا	العيوب
1- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية.	1- لا يخضع لنظم السوق المنظمة.
2- حجم العقد المرن.	2- العقد قد يصعب إلغاؤه.
3- موعد التنفيذ مرن.	3- قد تتضمن شروط جزائية.
4- وقت التعامل غير محدد بوقت معين.	4- مخاطرة اتئمانية كبيرة.
5- لا يتطلب وجود الهامش.	

المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية و أدواتها: الوراق للنشر و التوزيع، ط1، عمان 2008، ص.83.

- أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة:

و الجدول التالي يوضح ذلك:

جدول رقم (1. 3): أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة:

العقود المستقبلية	العقود الآجلة
- عقود غير شخصية.	- عقود شخصية.
- عقود نمطية موحدة من حيث قيمتها و تواريخ التسليم.	- عقود غير نمطية تحد شروطها باتفاق و تراضي الطرفين.
- تتيح وجود سوق ثانوي.	- عدم وجود سوق ثانوي لها.
- يجد المضاربون فرصة لتحقيق الأرباح.	- لا يجد فيها المضاربون مكان لهم.
- يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار.	- يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد.
- يمكن تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق.	- تتم تسوية العقد في تاريخ الاستحقاق.
- يتحقق الربح أو الخسارة يوميا عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.	- يتحقق الربح و الخسارة في تاريخ التسليم.

المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص.83.

ج- عقود المبادلات:

تمثل عقود المبادلات أحد أدوات تغطية المخاطر ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر سعر الفائدة و تعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة من أكثر هذه الأدوات استخداما.

و تعرف عقود المبادلة بأنها: "سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية،...)"، و عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيارات، كما أن المنتحصات أو المذفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ و لذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ¹.

كما تعرف بأنها: "التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد"².

أنواع عقود المبادلة:

● عقود مبادلة أسعار الفائدة:

تعرف بأنها: "مبادلة أسعار فائدة محددة من طرف آخر لتزوم بدفع أسعار فائدة بمستويات مختلفة"³. وهذا النوع بدوره ينقسم إلى⁴:

- عقود مبادلة الفائدة الثابتة بفائدة عائمة: تسمى المبادلة الأساسية و يطلق عليها أيضا بمبادلة الفانيلا الخفيفة.
- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير و غير مقيد: وهي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير و في نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا (CAP).
- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير و مقيد: هي عقود و مبادلات تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير و لكنها في نفس الوقت محدد بسقف أو حد معين.
- عقود مبادلة مختلفة: تنطوي على اتخاذ موقف طويل الأجل، عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير و غير مقيد و في نفس الوقت اتخاذ موقف قصير الأجل، أي عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير مقيد.

● عقود مبادلة العملات:

عرفت، مبادلة العملات بأنها: "مبادله تدفق نقدي لعملة معينة مقابل تدفق نقدي بعملة أخرى و بسعر تصريف محدد مسبقاً"⁵.

¹ - محمد صالح الخناوي و خالد فريد مصطفى و جلال إبراهيم، مرجع سابق، ص. 299-322.

² - هاشم فوزي عباس العبادي، مرجع سابق، ص. 86.

³ - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص. 15.

⁴ - المرجع نفسه، ص. 86-89.

⁵ - محمد عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص. 220.

ومنه فان عقود مبادلة العملات عبارة عن اتفاق بين طرفين لشراء مبالغ محددة من العملات الأجنبية من بعضها البعض ،حسب الأسعار الآتية و يبيع نفس المبالغ لكل منهما في وقت محدد في المستقبل، و يتم تحديد سعر العملات عند إبرام العقد و بموجب هذه الأسعار يتم احتساب تدفق الأموال بينهما و غالبا ما تكون الأسعار آتية و خلال سريان العقد يدفع كل طرف للأخر فائدة العملات التي استلمها، حيث تحسب الفائدة لكلا العملتين بإحدى الطرق التالية:

- على أساس ثابت لكلا العملتين.
- على أساس متغير لكلا العملتين.
- على أساس ثابت لعملة مقابل سعر متغير لعملة أخرى.

● عقود مبادلة البضائع:

عقد مبادلة البضائع يتم وفق الخطوات الآتية¹:

1- يرغب البائع أو المنتج في سعر محدد أي ثابت للمنتجات أو البضائع ،لذلك يقوم بالتعاقد مع أحد الأطراف التي ترتب له عقد مبادلة عادة بنك، و في هذه الحالة يقوم البنك بدفع السعر المحدد للبائع خلال الفترة المتفق عليها.

2- بعد الفترة المتفق عليها يقوم البائع بدفع متوسط أسعار السوق للمنتجات(البضاعة للبنك).

3- على الجانب الأخر يرغب المشتري في دفع سعر محدد ثابت للمنتجات ،و بالتالي يقوم بالترتيب مع البنك لعقد مبادلة، على أن يقوم المشتري بدفع السعر المتفق عليه والمحدد سابقا للبنك، وذلك بعد الفترة المتفق عليها.

4- يقوم البنك بدفع متوسط أسعار السوق للبضاعة و المشتري، و ذلك بعد الفترة المتفق عليها.

5- يقوم البائع ببيع البضاعة في السوق بالسعر الجاري.

6- يقوم المشتري بشراء البضاعة من السوق بالسعر الجاري.

وفي هذه الحالة يكون كل من الطرفين المشتري و البائع قد حددا السعر الذي يرغب فيه كل منهما، أما الخسائر أو الأرباح الناتجة من اختلاف هذه الأسعار الجارية عن الأسعار الجارية في السوق سوف يتحمل عبؤها البنك القائم بترتيب عقد المبادلة ،و تتمثل أرباح البنك في الهامش بين السعر الذي حدده البائع و السعر الذي حدده المشتري.

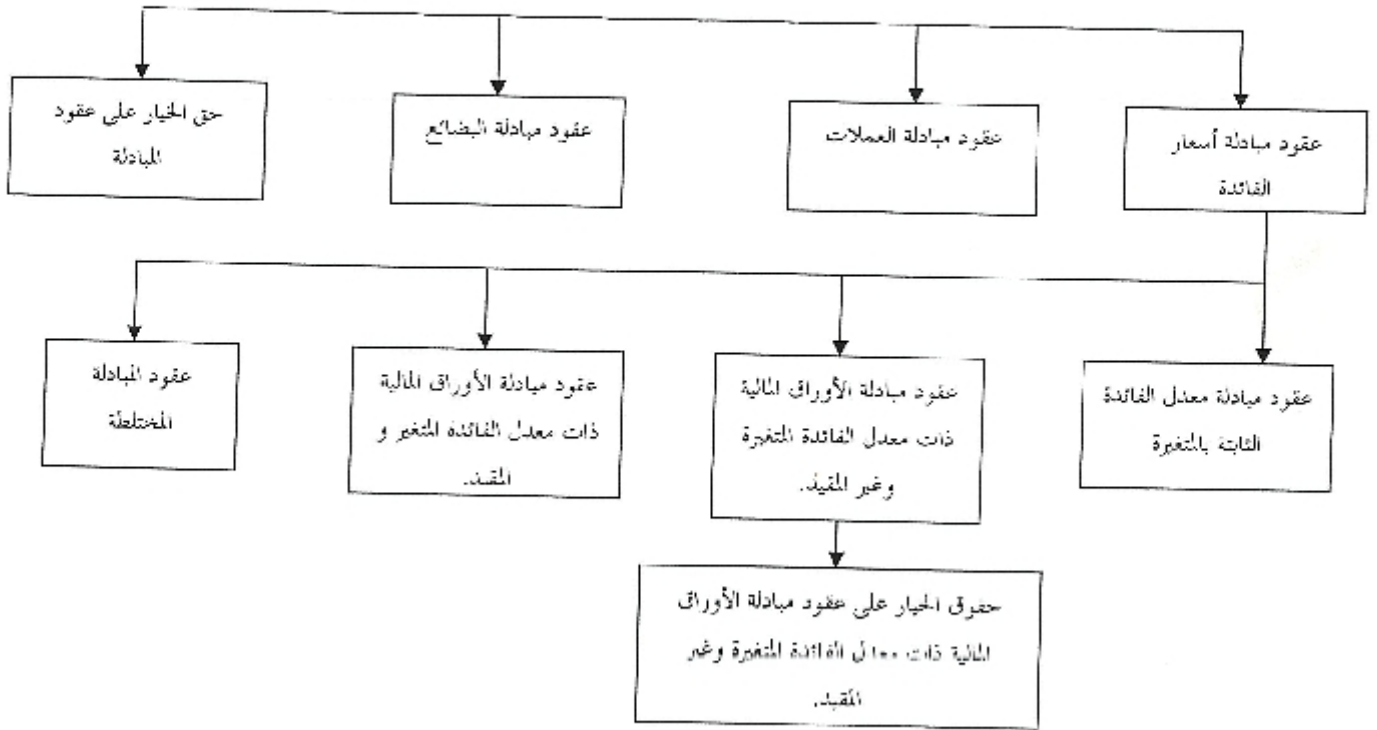
● حق الخيار على عقود المبادلة:

تعرف بألها: "حقوق خيار على المبادلة وقد تكون هذه الحقوق حقوق خيار بيع أو حقوق خيار شراء"². ويوضح الشكل رقم(1-2) أهم أنواع عقود المبادلة.

¹- المرجع نفسه،ص.220 .

²- طارق عبد العال حماد،المشتقات المالية: مرجع سابق،ص.215.

شكل رقم (1-2): أنواع عقود المبادلة



المصدر: محمد صالح الحناوي ونحال فريد مصطفى و جلال ابراهيم العبد، مرجع سابق، ص.300.

I-2 / الأطراف المتدخلة في البورصة و آليات التعامل فيها:

يتم التعامل في البورصة من طرف مجموعة من الفئات، بحيث يتم هذا التعامل من خلال مجموعة من الآليات، و فيما يأتي سنتعرض إلى كل من الأطراف المتدخلة و كذا آليات التعامل.

I-2-1 / الأطراف المتدخلة في البورصة:

يمكن تجميع الأطراف المتدخلة في البورصة فيما يأتي:

I-2-1-1 / الوسطاء:

تكون هذه الفئة العمود الفقري لأية بورصة على اعتبارها طرفا مساعدا و منشطا في حسن سيرها بتنفيذ

أوامر المستثمرين من بائعين و مشتريين¹.

¹ جبار حفرفة، إنارة و تنظيم البورصة، الجزء الثالث، دار هومة، ط1، الجزائر، 2006، ص.5.

ويمكن تقسيم الوسطاء إلى ما يلي¹:

أ- السماسرة (سماسرة العمولة) **Brokers**:

تمت غالبية التعاملات في الأوراق المالية بواسطة شركات تعمل في مجال الوساطة و السمسرة، فهي تعتبر وكيلا عن المستثمرين.

إذن فالسمسار هو الشخص ذو الكفاءة والخبرة المختص في شؤون الأوراق المالية من بيع و شراء مقابل حصوله على العمولة من البائع و المشتري معا. وهو أيضا شخص يحمل عضوية البورصة و يعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة الكبيرة كما قد يعمل تاجر لحسابه الخاص.

ب- سمسرة الصالة **Floor Brokers**:

و يطلق عليهم أيضا سمسرة السماسرة وهم الأشخاص الذين يعملون لحساب السماسرة الوكلاء نتيجة لتزايد أحجام التعامل، كما يطلق عليهم سمسرة العامة.

و أيضا يعرفون أنهم سمسرة السمسرة فهم لا يعملون لحساب بيت سمسرة بعينه بل يقدمون الخدمة لمن يطلبها ووجودهم بينهم في التقليل من إمكانية حدوث اختناق في المعاملات.

ج- تجار الأوراق (التجار المسجلون) **Realers**:

يعرفون أيضا بالمضاربين فهم يقومون بالتجار في الأوراق المالية لحسابهم الشخصي و ينتهزون فرص سائحة للبيع أو للشراء داخل صالة السوق على أمل تحقيق الربح، و عادة ما يحتفظون بمخزون من الأوراق المالية لمدة قصيرة. كما يطلق عليهم صناع السوق² "Market Makers" مما يعني أن معظم الشركات تقوم بعمليات السمسرة و تجارة الأوراق المالية و بذلك تتحمل المخاطر الناتجة عنها، بينما يعمل السمسار لحساب الغير مقابل عمولة دون تحمل أية مخاطرة.

د- المتخصصون **Specialists**:

هم الذين يتخصصون في بيع و شراء ورقة محددة أو مجموعة أوراق مالية معينة، و يقومون بدور التاجر أو السمسار في نفس الوقت، و عملهم يكون بالطريقة التي تضمن الأداء المنتظم و المستمر للبورصة؛ حيث يمكن القول أن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيديهم (و نظرا لخطورة هذا الدور فإن شروط عضويتهم عادة ما تتسم بقدر كبير من التشدد)، بحيث أن المتخصص في الورقة المالية هو محتكر لها، إذ

¹ العديد من المراجع أهمها:

* عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص. 32-33.

* محمد عبد محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، النور الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص. 9.

* فيصل محمود الشوايرة، مرجع سابق، ص. 61.

* ريهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية القاهرة، 2000، ص. 130-131.

* ماهر إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص. 73-75.

² يقصد بصناع السوق أولئك الذين يتعاملون في الأوراق المالية بعبارة و شراء و يحتفظون لديهم بمخزون منها لتلبية طلبات الزبائن، و بالتالي تحدد أسعار الأوراق المالية

بوساطتهم.

له أولوية الإطلاع على أوامر البيع أو الشراء للورقة أو الأوراق المالية التي يتخصص فيها، كما يقوم بتخفيض هامش الربح لجذب المتعاملين في حالة زيادة العرض على الطلب أو العكس و هذا حفاظا على استقرار التعامل داخل البورصة. و كما أنهم يقومون بعمليات البيع و الشراء للأوراق المالية لحسابهم الخاص لتحقيق أرباح من وراء ذلك فإنهم ينسبون أحيانا إلى المضاربين، و نظرا لخطورة هذا الدور فإن شروط عضويتهم عادة ما تتسم بقدر كبير من التشدد.

أ- مهام الوسطاء:

و تتمثل مهام الوسطاء فيما يأتي¹:

- ✓ تنفيذ أوامر الزبون من بيع و شراء للأوراق المالية المختارة من طرف هذا الأخير دون إبداء رأيه حول تلك الأوراق و إتمام الصفقة حتى النهاية.
- ✓ تسيير المحفظة المالية كلية؛ على أن يقدم الزبون أو المستثمر المعني كافة المعلومات عن الصفقات المرمنة، قيمة المحفظة و الأرباح المحصلة و غيرها من المعلومات بصفة دورية.
- ✓ مناقشة مزايا و عيوب الشركات التي يريد الزبون الاستثمار في أوراقها كأن يشتري، يحتفظ أو يبيع أسهمها أو التخلي عن نوع معين من الأوراق الموجودة في محفظته؛ أي إعطائه مجموعة من الإرشادات و النصائح.

ب- أهمية الوسطاء:

تظهر أهمية الوسيط بالنسبة للمستثمر الذي يلجأ للوساطة لإتخاذ قراراته الاستثمارية في العديد من المظاهر أهمها²:

- ✓ توفير المعلومات التي يحتاجها المستثمر بتكلفة أقل مهما لو بحث عنها بمفرده، و ذلك لما يتمتع به الوسطاء من معرفة جيدة و تخصص و إلمام بتقنيات و مجالات التحليل المالي و غيره.
- ✓ تخفيض تكلفة المعاملات، حيث يقوم الوسطاء بجمع الكثير من الصفقات و دفع المصاريف عنها بصورة مشتركة، و هذا ما يشجع المستثمر على اللجوء إلى الوسيط.
- ✓ تمكين كل مستثمر بجهد الاستثمار في ورقة مالية سعرها مرتفع جدا من الاستثمار فيها، خاصة و أن للوسطاء الحق في إصدار أوراق "غير مباشرة" بقيمة اسمية منخفضة و يبيعها للمستثمرين.
- ✓ التخصص الدقيق في نوع معين من العمليات المالية، أو في التعامل في ورقة مالية معينة، مما يجعل المستثمرين يلجئون إليها للاستفادة من خبراتهم.

¹ - مرجع سابق ص: 549-495.

* منو إبراهيم حندي، مرجع سابق، ص: 549-495.

* جبار محفوظ، مرجع سابق، ص: 32-5.

² - محمد صالح الحناوي و السيدة عبد الفتاح، المؤسسات المالية: البورصة و البنوك التجارية، دار الجامعة، الإسكندرية، 1998، ص: 34-55.

ج- المتآمرون "Manipulators":

تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار و توجيه السوق صعودا و هبوطا بوسائل مصنعة بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية بالسوق أعلى أو أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض و الطلب العادية. و يتميز هؤلاء بتوافر الموارد الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، و يستفيد هؤلاء من اختراقهم من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

و للمضاربة و ظائف يمكن إنجازها في العناصر التالية:

- معادلة العرض بالطلب أي تحقيق التوازن.
- العمل على موازنة الأسعار و عدم تقلبها.
- التشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح.

I-2-2 / نظام تشغيل البورصة:

يشترط في البورصة أن يتم التداول، و التعامل بالأوراق المالية المسجلة فيها، و ذلك داخل صالة التعامل عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، و ذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدة التعامل و وحدات لتغيير الأسعار، و تحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، و تتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات و الكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، و غيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المعاملين.

من خلال ما سبق يتضح أن مكونات نظام التشغيل بالبورصة يتكون من¹:

I-2-2-1 / صالة التداول:

و هي المكان المخصص للتداول، و هناك أكثر من بديل في هذا المجال. و هما نظام الصالة الواحدة للتداول، و نظام التداول باستخدام الحاسبات الالكترونية و الوحدات الطرفية. و يتميز نظام القاعدة الواحدة بتوفر الفرصة الكافية لسلامة عملية التداول. فأسعار الأسهم الناتجة عن عمليات التداول في ظل هذا النظام تمثل أسعار التوازن، حيث يكون كامل العرض و كامل الطلب لهم في لحظة ما ممثلا في أي عملية تداول بالبورصة و يعيب هذا النظام أن المعلومات يمكن ضبطها فقط بعد انتهاء و تنفيذ الصفقات، أما النظام الالكتروني للتداول فيعتمد على ضبط التعامل غير المسموح به من خلال البرامج الجاهزة و التدفق المستمر للمعلومات عن كافة عمليات التداول بالبورصة و سهولة هذا النظام عمليات المتابعة الفورية لعمليات التداول في كافة الأوراق المالية بكافة وقائعها من حيث حجم التعامل و تطور الأسعار و غيرها من معلومات. و نظرا لارتباط كافة الوسطاء بهذا النظام فإنه يساعد على ضبط الممارسات السيئة أو غير المسموح بها و إيقاف التعامل في

¹ - مرجعين هما:

* صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص.ص. 31-34.

* محمد أحمد الحضري، كيف تعمل البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر و التوزيع، ط1، مصر، 1999، ص.ص. 55-56.

حالة وجود شك في ورقة معينة إلى أن يتم التأكد من سلامة الصنفقة و بالتالي يسهل إتباع هذا النظام من مهمة تطبيق قوانين و لوائح السوق.

I-2-2-2/ الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة:

وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، و يمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، و يمكن أن يكون الوسيط منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

فالوسيط من النفاعيين الرئيسيين في البورصة، فهو من أهم صناع السوق ، فهو المحرك الرئيسي للنشاط للأوراق المالية بذاتها، و بالتالي فهو أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة. كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة، فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوية، و يوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال النصائح و المشورة و الرأي و الرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل.

ومن هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، بالدوافع و الأسباب التي تكمن وراء تقلباته، و أن يكونوا ملمين بقواعده و توازناته من خلال التحصيل العلمي و الخبرة المكتسبة في مجال سوق المال.

I-2-2-3/ طرق التداول بالبورصة:

يتم التوصل إلى تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع و المشتري عن طريق الوسطاء من خلال أحد الطريقتين التاليتين:

• طريقة المفاوضة "Négociation":

وفي ظل هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض و أسعار الطلب نك و سيطه، ثم يتم التفاوض بين البائع و المشتري للوصول إلى اتفاق على سعر التنفيذ، و تمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

• طريقة المزايمة "Auctioning":

وفي ظل هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري. هذا و يتم الإعلان عن الأسعار علنا، و ينتهي التداول بعدد صفقة الأوراق المالية و التي يتحتم تسويتها بالتسليم الفعلي و تظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

I-2-2-4/ الهيئة المشرفة على إدارة البورصة:

وهي محور نظام التشغيل السليم، فهي تقوم على تطبيق قوانين البورصة التي تنظم الأمور المتعلقة بكل من صيانة التداول و الوسطاء و طرق التداول بالإضافة إلى الآتي:

الاقتصاد الوطني بصورة مباشرة أو بصورة غير مباشرة. عملية الإصدار لأي شركة مسجلة في البورصة تمر بمرحلتين¹:

أ- مرحلة الإصدار في السوق الأولية:

حيث تقوم هيئة المصدرة للأوراق المالية باختيار الورقة أو الأوراق التي ترى أنها مناسبة، كما تختار الوقت المناسب لذلك وجميع الظروف التي من شأنها أن تساعد على إنجاح عملية الإصدار. وعليه فإذا ما اختارت الأسهم كوسيلة لزيادة رأسمالها، سواء بإدخال مساهمين جدد أو بيع أسهم جديدة لحملة الأسهم القدامى، تكون المؤسسة قد قررت رفع رأسمالها الخاص. أما إذا اختارت السندات كوسيلة للتمويل فتكون قد قررت زيادة ديونها طويلة الأجل. هذه المرحلة قصيرة جدا مقارنة بحياة الشركة، لهذا تعتبر السوق الأولية امتداد للبورصة.

ب- مرحلة التداول:

تبدأ مباشرة بعد عملية الإصدار و لكن تتم في البورصة، الهدف من هذه المرحلة هو توفير السيولة للأدوات المالية المصدرة. ولو لا هذه المرحلة لما قبل المدخرون بهذه الطريقة من طرق الاستثمار، إذ قد يحتاجون في أية لحظة لأموالهم المستعملة في شراء أوراق أخرى أفضل من حيث المرودية أو لأي غرض آخر؛ الأمر الذي جعل مرحلة التبادل من أهم مراحل الإصدار، حيث تتيح البورصة خلالها لحملة الأسهم و السندات و غيرها من الأدوات المالية فرصة بيعها و الحصول مرة أخرى على سيولة، بما في ذلك المبلغ الأصلي المستثمر و مبلغ من الأرباح أو الفوائد.

I-2-3-2 / الأوامر و تكاليف تنفيذها:

بتطور وسائل الاتصال أصبح من الممكن لأي مستثمر أينما وجد على سطح الأرض، معرفة تطور أسعار الأوراق المالية في أي بورصة عبر العالم و في أي لحظة زمنية. كما أصبح بإمكانه عقد الصفقات مع مختلف المستثمرين دون تحمل مصاريف النقل، و عليه فقد أتاحت البورصة فرصة اللقاء بين هؤلاء المتعاملين، حيث تعتبر السرعة في تنفيذ أوامر الشراء و البيع فيها من المؤشرات الدالة على حسن تسييرها و تنظيمها.

أ- تعريف الأوامر:

تعرف بأنها: "عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي، بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في البورصة، و تختلف أوامر الشراء و البيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، و هذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر و مدة صلاحية الأمر، و تعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأمر"².

¹ - حبر محفوظ: إدارة و تنظيم البورصة، مرجع سابق، ص. 73 - 75.

² - شعون شعون، مرجع سابق، ص. 65.

و بصورة عامة تحتوي الأوامر على بعض المعلومات نذكر أهمها فيما يلي¹ :
اسم الورقة المراد الاستثمار فيها، عدد الأوراق المراد التعامل بها، نوع و طبيعة الصفقة (بيع أو شراء)، نوع السوق (حاضرة- آجلة)، مدة صلاحية الأمر، سعر الصفقة و طبيعته (محدد، غير محدد).
هناك مفهومان أساسيان لطريقة التسجيل لتحديد أسعار الأوراق المالية هما² :

1- طريقة التسجيل الثابت:

و تتمثل في جميع كافة أوامر الشراء و أوامر البيع دفعة واحدة للخروج بسعر التوازن لكن ورقة انطلاقا من قوى العرض و الطلب التي تتلاقى في لحظة معينة، و يتم تداول الأوراق المالية بسعر واحد طوال الحصة.

2- طريقة التسجيل المستمر:

تتمثل هذه الأخيرة في تحديد سعر التوازن لكافة الأوراق المالية في كل لحظة من لحظات فترة التعامل في البورصة. حيث أن تدفق أوامر البيع و أوامر الشراء من شأنه أن يحرك قوى العرض و الطلب استمرارا، مما يسمح بتحديد الأسعار في كل لحظة على مدى فترة التداول.

ب-أنواع الأوامر:

تختلف أوامر البيع و الشراء للأوراق المالية باختلاف سعر ووقت التنفيذ أو كليهما معا، بالإضافة إلى الخصوصيات التي قد يشترطها المستثمر، و عليه يمكن تقسيم الأوامر إلى الأقسام التالية³ :

ب1- أنواع الأوامر غير المحددة لسعر التنفيذ:

تنقسم هذه الأوامر بدورها إلى:

1- أوامر التنفيذ بالسعر الأفضل:

لا يحمل هذا النوع من الأوامر أي اقتراح فيما يتعلق بالسعر الذي تتم به عملية الشراء أو البيع، وإنما يترك ذلك للوكيل أو لشركة البورصة المعنية. و عليه يتم تنفيذ هذا النوع بأول سعر يحدد في البورصة، و بصورة كلية، إذا سلم الأمر قبل بداية التداول. أما إذا سلم أثناء التعامل فإنه ينفذ بالسعر السائد في البورصة في لحظة تسليمه. يصلح هذا النوع من الأوامر بصفة خاصة للتعامل في المنتجات المالية المسجلة بطريقة التسجيل الثابت، لأنه يسمح بتنفيذ الأوامر في أقرب الآجال، أي بمجرد تحديد أول سعر في البورصة و إيجاد الطرف الآخر المسعد لبيع أو شراء للورقة المعنية. كما يمكن تنفيذ الأمر جزئيا إذا لم يجد بعد الوكيل أو الوسيط الطرف الآخر القادر على شراء أو بيع العدد الكامل من المنتجات المالية المعروضة أو المطلوبة بواسطة ذلك الأمر. هذا ما يؤدي إلى تنفيذ العرض أو الطلب بعد مواصلة نشاطات البورصة.

1- أحمد بوزمان، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري- قسنطينة، 2002 - 2003، ص. 96.

2- Paul-jacques le hman, Bourse et marche financier, dunod,paris, 2eme édition, 2005, P.43.

3- جبار محفوض، إدارة وتنظيم البورصة، مرجع سابق، ص. 79.

2- أوامر التنفيذ بسعر السوق:

وفي هذه الحالة يترك العميل للسمسار الحرية في تنفيذ الأمر بأفضل سعر من جهة نظر القائم على تنفيذ الأمر، وفي الغالب يكون ذلك بالتنفيذ بأقرب سعر إلى سعر إقفال الورقة المالية (وهو آخر سعر للورقة عند إقفال جلسة التعامل). و عادة ما تستعمل هذه الأوامر في حالة المنتجات المالية المسجلة بالطريقة المعروفة بطريقة التسجيل المستمر. ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة و ضمان التنفيذ، أما من عيوبه فهي أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند إخطاره به، كما أن عليه قبول السعر السائد في السوق كقضية مسلم بها. وفي الأسواق ذات الكفاءة العالية مثل "بورصة نيويورك"، قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر على أساس أن التغيرات السعرية من حالة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة. أما إذا كانت البورصة التي قدم فيها أوامره غير كفؤة أو أن تعامله قد تم على منتجات مالية غير مطلوبة بكثرة و لا تمتاز بسهولة عالية و بسرعة التغير بفارق كبير في سعرها من فترة لأخرى، فإن هذا التعامل يشكل خطراً على المستثمر¹.

ب2- أنواع الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

تنقسم هذه الأوامر إلى²:

1- الأوامر المحددة:

و يعد السعر المحدد من قبل المستثمر هو الأساس في تنفيذ الطلبية من عندها، ذلك يشار صراحة إلى سعر التنفيذ؛ فعند أمر الشراء المحدد فإن التنفيذ يجري على أساس أقل من سعر التنفيذ المحدد أو مساو له؛ بينما أمر البيع المحدد فيجري تنفيذه بأعلى من سعر التنفيذ المحدد أو مساويا له. لذلك فإن القيام بالتنفيذ من قبل السمسار يرتبط بإعلان سعر يتناسب مع السعر المحدد و في مثل هذه الأوامر لا بد من وجود حدود زمنية، و يمكن للسمسار اللجوء إلى متخصص لتلبية الطلب، أو أن يسجل طلبه لديه للتنفيذ عند الوصول إلى أقل أو مساويا لسعر الشراء المحدد أو أعلى أو مساويا في حالة البيع. نخلص إلى أن الأمر المحدد يتضمن السقف العلوي للشراء و البيع، و بالتالي فإن التأكد من التنفيذ ليس ضرورة كما سيلاحظ في أوامر السوق. و الأوامر المحددة قد تتلاءم و رغبة المستثمر إلا أنها قد تتعد عن الظروف التي يمر بها السوق إذا لم تسند إلى مؤشرات مؤكدة نسبيا.

¹ - مرجع هنا:

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص. 95.

³ - حسن حنفي، مرجع سابق، ص. 24.

² - محمود محمد الناصر، مرجع سابق، ص. 26.

3- أوامر الإيقاف:

و تدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة؛ و يتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشاهبا بذلك للأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لان أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه مختلفا بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين، و يأخذ أمر الإيقاف الشكلين الآتيين¹:

* أمر إيقاف غير محدد:

بعد تحديد سعر الإيقاف ووصول الورقة المالية إليه لابد من التنفيذ حتى و إن تعدها، ففي حالة أمر الإيقاف الخاص بالبيع لا بد للسماح تنفيذ الأمر عند وصول السعر إلى السعر المحدد للإيقاف أو المنخفض عنه، بينما في حالة أمر إيقاف الشراء لابد من التنفيذ عند وصول السعر إلى ما هو محدد للإيقاف أو أعلى منه.

* أمر إيقاف محدد:

و هي أوامر إيقاف تقلل من تأثير ظرف عدم التأكد في سعر التنفيذ عند تجاوزه سعر الإيقاف كما هو في حالة أمر الإيقاف غير المحدد، إذ إن هذا الأمر يتضمن سعرين في الأمر: سعر إيقاف يجري التنفيذ عن الوصول إليه، و سعر محدد لا يجري التنفيذ عند الوصول إليه بعد تجاوز سعر الإيقاف.

ج- الخصوصية المرفقة بالأوامر:

من بين تلك الخصوصيات نذكر مايلي²:

• مدة التنفيذ:

و هي المدة التي تُمنح للسماحة لتنفيذ الأوامر التي صدرت من قبل المستثمرين؛ حيث أن المستثمرين يجدون الزمن المناسب للتنفيذ و حدوده و بما يتفق مع رؤيتهم الاستثمارية أو استشارة المحللين الماليين، لا سيما و أن تغير المعلومات خلال الزمن يعد عنصرا حاسما لصواب القرار الاستثماري.

• حجم الطلب:

يتضمن الأمر حجم طلبية الشراء أو البيع في الأوراق المالية التي يريدتها المستثمر بعدة طرق مستعينا ببعض الخصوصيات منها:

- الكل أولا شيء:

تختم هذه الخصوصية على الوسيط بيع أو شراء العدد المحدد في الأمر كلية؛ و إذا تعذر ذلك يلغي الأمر نهائيا، أي يجب عليه عدم تنفيذ جزءا من الأوامر، أو التسليمات المتعلقة بهذا النوع من الأوامر مستحسلا حرمانها من التخفيضات في مصاريف التعامل أو العمولات؛ و التي عادة ما تربط بعدد الأوراق لكل أمر.

¹ - المرجع نفسه، ص: 251.

² - العنبريون المراجع أهمها:

* جبار محفوظ، إدارة وتنظيم البورصة، مرجع سابق، ص: 85-92.

* محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 248-249.

* أحمد بوران، مرجع سابق، ص: 111-115.

- عدد من الأوراق في كل حصة:

تستعمل هذه الخصوصية عندما يرغب المستثمر في تنفيذ الأمر على دفعات متناسبة مع العدد الكلي الذي يريد شراؤه أو بيعه من الأوراق من جهة و متناسبة مع العدد الإجمالي المتداول في الحالات العادية في البورصة من جهة أخرى، و بذلك يحدد عدد الأوراق الواجب تبادلها في كل حصة.

- عدد من الأوراق خلال عدد من الحصص:

إن هذه الخصوصية لا تحدد العدد الواجب تداوله في كل حصة، و إنما يحدد الأمر عدد الأوراق الكلي الذي يجب على الوسيط شراؤه أو بيعه خلال عدد معين من الحصص.

• ترتيب العمليات:

إن ترتيب عمليات الشراء و البيع المترتبة أو المتتالية يقتضي تحديد بعض الخصوصيات منها:

○ الربط:

إذا قد يسلم المستثمر أمرا يحصل شرط الارتباط ، و يتكون هذا النوع من أمرين: أحدهما أمر بالشراء و الآخر أمر بالبيع لمتوجين ماليين مختلفين يرغب في تنفيذهما في نفس الحصة، كما قد يتم ذلك في بورصتين أو سوقين مختلفين؛ عندئذ يمكن للمستثمر أن يحدد فرقا في السعر¹.

○ التسلسل:

يمكن للمتعامل أن يظب من الوسيط تنفيذ عملية الشراء مثلا قبل البيع أو العكس، كما يمكن للمتدخل في البورصة عدم تحديد الترتيب المتعلق بسليد الأوامر، حيث يبقى على الوسيط تنفيذها ترتيبا حاسما ووصولها إليه.

د- العوامل المؤثرة في أسعار الأوراق المالية محل الأمر:

تتأثر أسعار الأوامر بمجموعة من العوامل تحدث أثناء تنفيذها فتتخفف بمقدار التأثير أو تلغى نهائيا و من بين هذه العوامل²:

- نزع القسيمة: تنخفض قيمة الورقة المالية في البورصة بمبلغ القسيمة بمجرد نزعها.
- نزع حقوق الاكتتاب و التوزيع: يؤدي إلى إلغاء الأوامر التي حدد فيها المستثمر سعر التنفيذ، بينما تبقى الأوامر غير المحدودة السعر صالحة لكن بدون الاكتتاب أو التوزيع.
- تحرير الأوراق: يتأثر سعر تنفيذ الأمر و صيغة التعامل به بكيفية تحرير الأوراق من حيث كونها مسددة كليا أو جزئيا، و في هذه الحالة أيضا يحتفظ بالأوامر غير المحدودة السعر و تلغى الأوامر المحدودة.

¹ - يعني الفرق بين سعري التنفيذ الخاصين بالشراء و هو الذي يحدد ربما أو عكسها. و توجد أوامر شبيهة بالأوامر المرتبطة هي أوامر المراجعة، بحيث تختلف هذه الأخيرة عن الأولى في عدم إرغام الوسيط أو شركة البورصة على تنفيذ عمليتي الشراء و البيع في نفس اليوم أو الحصة.

² - جبار محفوظ، تاتارة ونظرة البورصة، مرجع سابق، ص. 92-93.

هـ - تكاليف الأوامر:

و يمكن تقسيم التكاليف إلى¹:

- تكاليف مباشرة:

و تتضمن ما يلي:

○ عمولة السمسرة: و تمثل ما يدفع للسمسار و غالبا ما يجري ذلك بالتفاوض، علما أنها ترتبط بالعملة المنفذة، و غالبا ما تحدد الأعراف السائدة هذه العمولة لكل صفقة، و كلما ازدادت مرات التعامل انخفضت العمولة.

○ الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع: و يتوقف على ظروف السوق و تعاملات المشتري و البائع.

○ الرسوم المستحقة لإدارة البورصة في حالة البورصات المنظمة، بعض رسوم نقل الملكية و التسجيل.

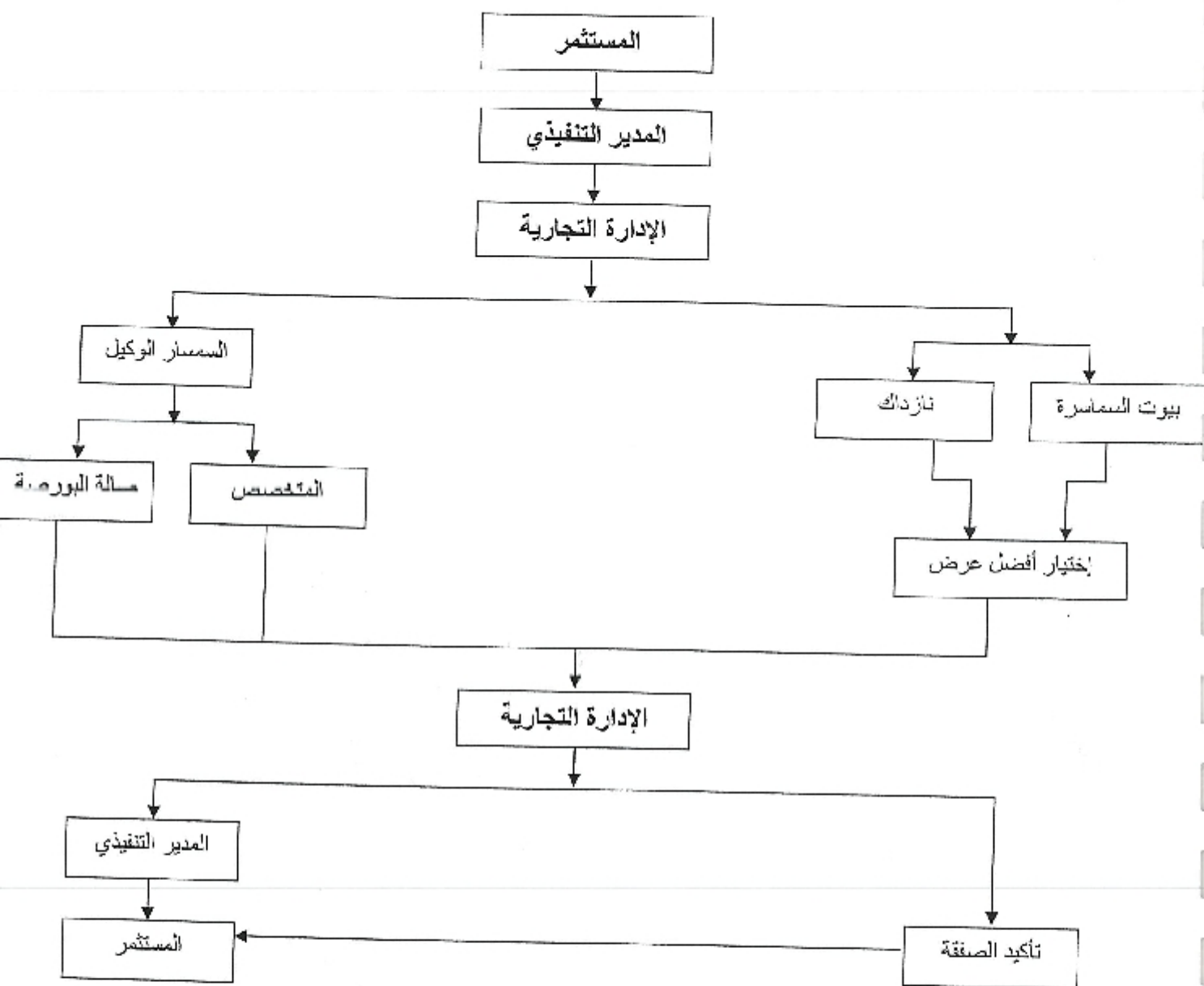
○ الضريبة على هامش الفرق بين سعر الشراء و البيع: و تدعى بضرائب صناع السوق (المتخصصين و التجار) و مجموع هذه الفروقات تدعى بتكاليف المعاملات و هي تكاليف مباشرة، أما التكاليف المباشرة الأخرى فتشمل فرض بعض الزيادات السعرية في حالة تنفيذ أوامر طلبية كسرية، فضلا عن القروض المستخدمة في الاستثمار و الضرائب المفروضة على التوزيعات و الأرباح الرأسمالية التي يحققها على المستثمر.

- تكاليف غير مباشرة:

و هي تكاليف ترتبط بتوسع الاهتمام بتكلفة الفرصة البديلة و التي تحسب على أساس عائد الفرصة البديلة، و قد يكون حسابها صعب نسبيا، إلا أن تقديره ممكن، و لا بد أن يأخذ بالحسبان وصولا إلى التكلفة الحقيقية لتحديد نتائج القرار الاستثماري لصفقة الشراء أو البيع للأسهم.

¹ - محمد محمود النافذ، مرجع سابق، ص. 256-257.

شكل رقم (1-3): خطوات تنفيذ الأوامر



المصدر: من: إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993، ص. 167.

I-2-3-3 / بعض العمليات الأخرى التي تتم في البورصة:

هناك عمليات أخرى يقوم بها المتدخلون في البورصة، نذكر منها¹:

أ- المراجعة "Arbitrage":

هي عملية مزدوجة يقوم بها المستثمر بغرض تحقيق الأرباح، إذ يقوم بعملية الشراء و البيع للاستفادة من

الفرق في السعيرين و هناك ثلاث أنواع من المراجعة:

¹ - جاز عرفة، إدارة وتنظيم البورصة، مرجع سابق، ص. 104-113.

- مراجعة مكانية:

حيث يشتري من البورصة التي يكون فيها سعر الورقة منخفضا و يبيع في بورصة أخرى بسعر أعلى.

- مراجعة زمنية:

حيث يراجع المستثمر على نفس الورقة و في نفس البورصة و لكن على فترتين مختلفتين، أي يمكنه أن يشتري فوراً و يبيع بالأجل محققاً ربحاً.

- مراجعة الحوافظ المالية:

يقوم بالعملية على منتوجين مختلفين بغرض تحقيق الربح نتيجة شراء نوع معين من الأوراق و يبيع نوع آخر محققاً ربحاً.

ب- العروض العامة للشراء و التبادل و البيع:

هي عمليات مالية قديمة نوعاً ما، نذكر منها ما يلي:

- العروض العامة للشراء:

هي محاولة متعامل ما ضم شركة إليه برضى أو بعدم رضى مسيرها بالاتصال المباشر بالمساهمين، على أن يدفع لهم نقداً قيمة تفوق قيمة ما يجوزهم من أسهم مقارنة بما لو قاموا ببيعها في البورصة.

- العروض العامة للتبادل:

إذ يعرض على مساهمي شركة ما تبادل الأسهم التي يجوزهم مقابل أسهم و سندات شركة أخرى و ليس مقابل مبلغ من النقود.

و عادة ما تكون قيمة ما يقدمه من أسهم أو سندات يفوق و ربما بكثير قيمة السهم الذي يحملونه، و قد يقدم لهم مثلاً سندات قابلة للتحويل إلى أسهم أو غيرها من المنتوجات المالية التي من الممكن أن يحققوا من وراء استبدالها أرباحاً أعلى نسبياً، و هذا ما يجلبهم نحو العرض.

- العروض العامة للبيع:

هي عملية مالية يتم بمقتضاها تخلي مساهم في شركة مسجلة في البورصة عن عدد معين من الأسهم للجمهور، بما في ذلك المؤسسات التي ترغب في الاستثمار في الأوراق المالية بسعر محدد مسبقاً. و هناك نوعان من العروض العامة للبيع العادية و الاسمية، فالاسمية تحمل اسم المستثمر، سواء كانت فرداً أو مؤسسها، هذا يتيح للإدارة معرفة المساهمين في الشركة، حيث من السبب تسيير ملايين الأوراق المالية الاسمية بتكاليف غالباً ما تكون أعلى. أما العروض العادية لا تحمل اسم المالك أو المستثمر و بذلك يكون تسييرها أسهل.

ج- عمليات التأجيل و التغطية:

هي عمليات مالية جديدة نسبياً ناتجة عن تعامل المستثمر في المنتوجات المالية و الإبداعات المالية الحديثة.

I-2-3-4 / تحديد الأسعار في البورصة:

تم هذه العملية بعدة تقنيات و على عدة مراحل:

أ- تقنيات التعامل و التسعير:

هناك العديد من تقنيات التسعير التي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية ، و هذا بهدف تسهيل المبادلات كمًا و نوعًا و أهمها نذكره فيما يلي¹:

➤ التعامل بالماناداة "Cotation à la crie":

تم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة و عقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض، و في هذه الطريقة يتم تمرير كافة الأوراق المقيدة واحدة واحدة². و نظرا لكثرة المتعاملين المتدخلين في البورصة، فإن المقابلات الشفوية أصبحت تتم بين الوكلاء أو ممثلي الوسطاء الماليين (ممثلي شركات البورصة)، حيث يستعمل هؤلاء إشارات باليد و الذراع للتعبير عن طبيعة الصفقة و عن عدد الأوراق محل الصفقة و غيرها من المعلومات، و بالوصول إلى سعر معين للورقة يقوم المسعر بتسجيله على صبورة معدة خصيصا لهذا الغرض في انتظار تغير هذا السعر لتغير العرض و الطلب، و هكذا. من أهم مزايا هذه الطريقة الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

➤ التعامل بالأدراج "Cotation par casier":

تم بطريقة كتابية إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة و توضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة و تركز كل المعاملات هناك، و يوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة، و بذلك يصبح كل وسيط (شركة بورصة) متخصصا في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها و تحديد أسعارها. في بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ، و يضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة، و يحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

➤ التعامل بالصندوق "Cotation par boîte":

يكمن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء و البيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة، و بعد ذلك تفحص و تحصى تلك الأوامر و يحدد على أساسها سعر التوازن. يتم اللجوء إلى هذه الطريقة في حالات استثنائية كالعروض العامة للشراء و البيع أو التبادل، أو عندما يتعلق

¹ - مرجع نفسه، ص. 114-134.

² - بمجرد الوصول إلى سعر توازن أول للورقة الأولى يتم تسعير الثانية و هكذا حتى آخر ورقة يتم التعامل فيها بهذه الطريقة.

الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي، كتطبيق انحراف في السعر يختلف عن الانحراف العادي مثلا.

➤ التعامل بالمقابلة "Cotation par opposition":

هذا النوع من الطرق يقع بين الطريقة الشفوية و الطريقة الكتابية، حيث أخذت إيجابياتهما و تسجل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين و إتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات، و تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجعة أو الموازنة.

بفضل التقدم التكنولوجي تطورت طرق التعامل و التسعير، بحيث أن معظم البورصات في الدول المتقدمة جهزت بوسائل الإعلام و أصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب الذي يعالج و يعطي سعر التوازن، و يغيره كلما تغيرت ظروف السوق هذا و دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله. مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض و الطلب إلى البورصة. بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذين يحتم لهم أن يكمنوا طرفا في الصفقات كلما قل العرض أو الطلب و ذلك بتوفيرهم للأوراق التي قل عرضها أو شرائهم للأوراق التي قل الطلب عليها، الشيء الذي يوفر السيولة لكافة الأدوات المتداولة و تنشيط البورصة.

ب- كيفية تحديد الأسعار:

يتم تحديد الأسعار في البورصة كما يلي¹:

● كيفية تحديد سعر ورقة مالية:

لدينا:

- المستثمر الذي يرغب في شراء ورقة مالية معينة بالسعر الأفضل هو في الحقيقة مستعد لشرائها بالسعر المرتفع.

- المستثمر الذي يريد شراء نفس الورقة بسعر محدود، هو مستعد لشرائها بسعر أقل من ذلك.

- المستثمر الذي يرغب في بيع نفس الورقة السابقة بسعر محدود، هو مستعد لبيعها بأكثر من ذلك.

- المستثمر الذي يريد بيع نفس الورقة بالسعر الأفضل، هو مستعد لبيعها بسعر و لو منخفض.

انطلاقا من هذا تجمع أوامر البيع و أوامر الشراء الخاصة بكل منتج مالي، و تقابل العرض بالطلب و يحدد السعر التوازني الذي يتم بيع و شراء الأوراق الأولى به في انتظار تغير كميات العرض و الطلب، و تغير السعر طبقا لتلك المعطيات، و تبعا لطريقة التسعير المستمر يتم تحديد أسعار أخرى للمنتوجات المالية كلما وردت أوامر شراء و بيع طوال مدة التعامل في البورصة. و في حالة ما تعذر تساوي العرض و الطلب في نقطة معينة و تقاربا فقط عندئذ يحدد الفرق بين العرض و الطلب، أي الأوامر المحددة بسعر

¹ - مرتبت عنيدة، محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة قزلة، 2004، ص.ص. 34-36.

التوازن تنفذ جزئيا و تعرف بأنها اقتربت من السعر (Cours Touché): يجب تأكيد حقيقة بقتنع و يحمل بها كافة المتعاملين في البورصة هي أن السعر المحدد بهذه الطريقة في البورصة لا يراجع و لا يرفض من قبل أحد.

يتم تنفيذ الأوامر المقدمة بالسعر الأفضل، سواء أوامر البيع أو أوامر الشراء مع بداية التعامل، بعد ذلك تنفذ الأوامر المحددة لسعر التنفيذ حسب الأولوية، إذ تنفذ أوامر الشراء التي يرغب أصحابها في الشراء بسعر يفوق التوازن قبل غيرها، و من جهة أخرى تنفذ أوامر البيع التي يريد أصحابها البيع بأقل من سعر التوازن قبل غيرها و هكذا...

• العوامل المؤثرة على سعر الورقة المالية:

إن المستثمر يقيم الأصول المالية على أساس ما تدره من أرباح سواء في الأمر القريب أو المتوسط أو البعيد هذا من جهة، و من جهة أخرى تتوقف العوامل المؤثرة على الأسعار على طبيعة الأصول. فإذا كانت أسهبا فإن أرباحها تتأثر أساسا بوضع المؤسسة ماضيا، حاضرا، ومستقبلا خاصة الأرباح باعتبارها مصدر حصول المساهمين على عوائد أسهمهم، من تلك العوامل المرتبطة بالمؤسسة نذكر :

✓ النتائج المسجلة في السنوات السابقة ممثلة بالتدفقات النقدية الداخلية و معدلات الخصم المطبقة عليها.

✓ توقعات المستثمرين.

✓ معدل النمو للمؤسسة.

✓ مبالغ الأرباح الموزعة.

✓ نسبة التمويل الذاتي.

✓ تطور رقم الأعمال.

✓ المردودية و خاصة مضاعف السهم¹، ان الذي يعتبر بمثابة مقياس لثقة المستثمرين في شركتهم، كما يعتبر مقياسا جيدا لسعر السهم المعني، إذ كلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما ارتفع سعر السهم، و غيرها من العوامل المتصلة بالمؤسسة.

بالإضافة إلى هذه العوامل هناك بعض العوامل الخارجية التي تؤثر على السعر منها: الظروف الاقتصادية السائدة بما في ذلك القوانين الضريبية، الحروب و التوترات السياسية المحتملة في المنطقة المعنية، الانتخابات والاضطرابات و ظروف القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه المؤسسة، خاصة فيما يتعلق بالتطور التكنولوجي و مدى إقبال الزبائن على شراء منتجاتها.

أما إذا تعلق الأمر بالسندات فإن العامل الأكثر تأثيرا على أسعارها هو سعر الفائدة، باعتبار أن المستثمر في هذه الأدوات المالية يحصل في الغالب على فائدة ثابتة. لهذا فإنه يقيس مدى نجاحه في ذلك الاستثمار بما

¹ - النسبة بين سعر السهم و عائد و المعروف بالرمز (P.E.R) حيث تساوي: $\frac{\text{سعر السهم}}{\text{ربح لكل سهم}}$ = $\frac{\text{ربح البورصة للمؤسسة}}{\text{الربح الإجمالي الصافي}}$

يقدمه السوق من فوائد على الأموال الموظفة في شتى المجالات والأدوات المالية، كما تتأثر أيضا بقرارات السلطات الضريبية، المالية و السياسية، الحالة الاقتصادية للدولة المعنية من تضخم و بطالة و ببطء النمو، كما تتأثر بظروف المؤسسة المصدرة.

إن للوسطاء الماليين دور أساسي في تحديد الأسعار، التقريب بين الباعة و المشترين بتنفيذ أوامره، توفير السيولة لمختلف الأدوات المالية و غيرها من العمليات، و ذلك بالتعاون مع السلطات المالية و هياكل تسيير البورصة.

و لتبسيط الضوء أكثر على كيفية تسعير الأوراق المالية في البورصة نقدم المثال التالي الذي يوضح لنا هذه العملية أكثر.

لتكن لدينا ورقة مالية ما، و نريد تحديد سعرها في بداية حصة من حصص البورصة على افتراض أنه وصلت الأوامر التالية بخصوص تلك الورقة.

جدول رقم (1-4) أوامر الشراء (الطلب):

السعر: د ج	عدد الأوراق	رقم الأمر
بالسعر الأفضل	800	210
502.5	200	211
501	500	212
500	1500	213
498.5	1800	214
497	2000	215

المصدر: جبار محفوظ، إدارة وتنظيم البورصة، مرجع سابق، ص. 127.

جدول رقم (1-5) أوامر البيع (العرض):

السعر: د ج	عدد الأوراق	رقم الأمر
بالسعر الأفضل	100	370
497	500	371
498.5	600	372
499	800	373
500	1000	374
501	1150	375
502.5	1120	376

المصدر: جبار محفوظ، إدارة وتنظيم البورصة، مرجع سابق، ص. 127.

لتحديد سعر التداول يمكن دمج الجدولين السابقين في جدول واحد مع مراعاة طبيعة العلاقة العكسية بين أوامر الشراء (الطلب) و السعر، و طبيعة العلاقة الطردية بين أوامر البيع و السعر، كما يلي:

جدول رقم (1-6): تحديد الأسعار

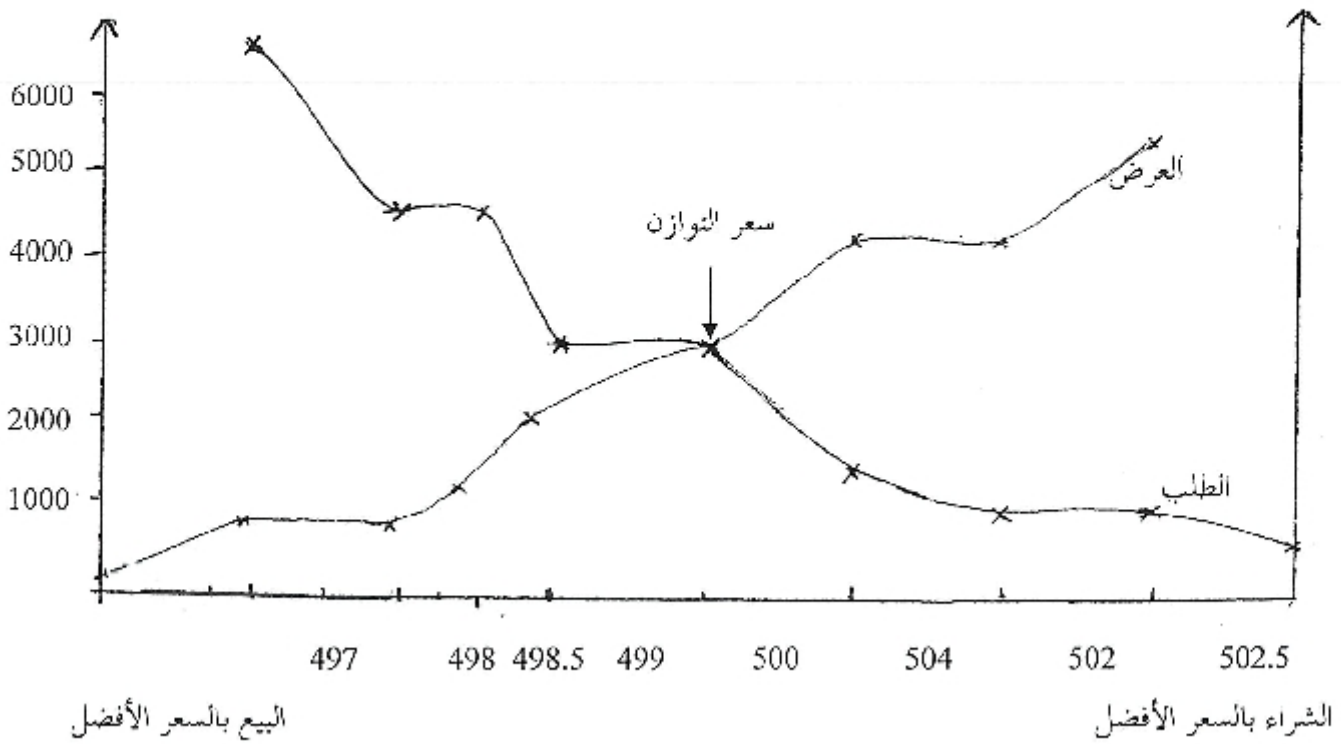
رقم الأمر	العرض (البيع)		السعر	الطلب (الشراء)		رقم الأمر
	عدد الأوراق المعرضة عند كل سعر	العدد المتراكم لأوراق المعرضة		العدد المتراكم لأوراق المطلوبة	عدد الأوراق المطلوبة عند كل سعر	
-	-	-	الأفضل	800	800	210
376	1220	5370	502.5	1000	200	211
-	00	4150	502	1000	00	-
375	1150	4150	501	1500	500	212
374	1000	3000	500	3000	1500	213
373	800	2000	499	3000	00	-
372	600	1200	498.5	4800	1800	214
-	00	600	498	4800	00	-
371	500	600	497	6800	2000	-
370	100	100	الأفضل	-	-	215
-	-	-	-	-	-	-

المصدر: جبار محفوظ، إدارة وتنظيم البورصة، مرجع سابق، ص. 129.

من الجدول نلاحظ تساوي الكميات المطلوبة و الكميات المعروضة التي تساوي 3000 عند سعر التوازن 500 دج حيث أنه كلما قل السعر عن هذا الحد فإن الطلب يزداد و العرض يقل و العكس صحيح، وإن تنفيذ الأوامر يبدأ بالأوامر ذات السعر الأفضل (201، 370) اللذان ينفذان بمجرد تحديد سعر التعامل الأول ثم تنفيذ الأوامر المحدودة الأسعار. بالنسبة لأوامر الشراء يبدأ تنفيذ الأوامر 211، 212، 213 على التوالي لأن أصحابها قبلوا الشراء بسعر يفوق السعر المحدد، و بالنسبة للبيع يبدأ تنفيذ الأوامر رقم 371، 372، 373، 374، على التوالي لأن الأمرين مستعدون للبيع بأقل من السعر المحدد، بعد ذلك يصل مجموع الأوراق المطلوبة و المعروضة إلى 3000 ورقة مالية يمكن تبادلها.

و يمكن تمثيل النتائج السابقة هندسياً.

شكل (1-4): التمثيل الهندسي لعملية تحديد الأسعار.



من الشكل نلاحظ أن دالة الطلب تتناسب عكسيا مع السعر، بينما تتناسب دالة العرض طرديا معه.

ج- عملية تسديد مبالغ الصفقات:

تختلف كيفية سداد المعاملات التي تتم في البورصة من بلد لآخر و من بورصة لأخرى، من نوع معين من الأوراق لنوع آخر، كما تتوقف على طبيعة الصفقة في حد ذاتها¹.

على العموم تحدد وثائق الصفقة، كيفية التسديد من قبل المشتري و وقت تسليم الأدوات المالية الصفقة من طرف البائع إذا كان لها وجود مادي. و يمكن حصر عمليات التسديد و ما يقابلها من تسليم للأوراق في نوعين أساسيين، الأول نقدي كامل حيث يتم سداد الصفقات نقدا و بصورة كلية². الثاني يتمثل في أسلوب التسديد النقدي الجزئي، في هذه الحالة فإنه مطلوب من المشتري أن يسدد جزءا من مبلغ الصفقة نقدا، على أن يسدد الباقى بواسطة فروض، و من أهم مميزات هذا النوع من الصفقات طابع الرفح المالي الذي يصاحبها، مما في ذلك إرتفاع مستوى انعائد نتيجة ارتفاع مستوى المخاطر في مثل هذه المعاملات.

و نظرا لكثرة الصفقات و استحالة تسديدها يدويا، فقد قامت معظم البورصات الكبرى في العالم بإنشاء أجهزة آلية تقوم بإتمام عمليات التسديد آليا، بسرعة فائقة.

¹ - أي هل هي من لصفقات الصوره أو التسديد الشوري (البورصات الفرنسية) أو الأجلة (البورصات الأمريكية).

² - أي المبلغ الكلي للصفقة في اليوم المتفق عليه عند عقد الصفقة.

I-3/ المؤشرات و أشكال التحليل:

تعتبر مؤشرات بورصات الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق المالي، سواء كان هذا التحليل مبنياً على أساس مدخل التحليل الأساسي أو على أساس مدخل التحليل الفني، لهذا سنتعرض إلى هذين النوعين من التحليل بعدما يكون لنا عرض لمؤشرات بورصات الأوراق المالية.

I-3-1/ مؤشرات بورصات الأوراق المالية:

إن الأهمية الأولى لمؤشرات بورصات الأوراق المالية تظهر في مفهومها الذي يشير إلى أنها تعكس أداء البورصة، كذلك لأن لها انطلاقة من عدة استخدامات تختلف باختلاف الأوراق المالية المكونة لها، وكذا طرق بنائها.

I-3-1-1/ تعريف مؤشر البورصة:

تعددت التعاريف المقدمة لمؤشر البورصة، يمكن ذلك:

- يمثل مؤشر البورصة قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية، تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس للتغيرات الزمنية (السلاسل الزمنية) أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين (مقطع) والحاصلة في البورصة، لذلك فمؤشرات البورصة مرجعية معلوماتية للمستثمرين وصناع القرار على حد سواء فضلاً عن الباحثين¹.

- "مؤشر البورصة هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في البورصة، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق (البورصة)، ويمثل مؤشر البورصة مقياساً شاملاً لاتجاه السوق سواء لأعلى أو لأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها"².

- "يعتبر مؤشر البورصة أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة بصورة مستمرة ومنتظمة"³.

- "يمثل مؤشر البورصة تطور قيمة عينية من الأصول المسجلة، ووظيفته الأولى عكس أداء السوق"⁴.

- "مؤشر البورصة هو أداة إحصائية تعبر عن تطور مكان مالي، لمنطقة جغرافية أكثر أو أقل اتساعاً، أو لقطاع نشاط اقتصادي، يتصف بمواد أولية ونفس أسلوب التسيير (النمو، القيمة، الصعر) لأجل مساعدة المستثمر على تتبع تغيرات السوق"⁵.

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص. 298.

² - عماد صالح الخواوي و جلال إبراهيم العيد، مرجع سابق، ص. 251.

³ - بوكسافي رشيد، مرجع سابق، ص. 112-113.

⁴ - Erwan Le Saout, Introduction aux marchés financiers, 2^{ème} édition, Economica, Paris, 2008, P: 177.

⁵ - Philippe Bertrand Jean -- Luc Prigent, Gestion de portefeuille, Economica, Paris, 2006, P. 68.

و بصورة عامة مؤشرات البورصة هي بناءات (قيم إحصائية) باستخدام أسعار القيم التمثيلية المتعلقة بالبورصة، سواء كانت لعينة تتعلق بقطاع معين، أو تتعلق بمعظم قيم السوق. و في هذا الصدد يوجد نوعان من المؤشرات¹:

✓ المؤشر العام:

و هو مؤشر يمثل السوق كلها بمختلف أنشطتها خلال فترة معينة، و بالتالي ينبغي أن يشمل المؤشر معظم إن لم نقل كل القيمة المتداولة في هذه السوق، لكي يتسنى له عكس حالتها بكل وفاء، مثال على هذه المؤشرات نجد "مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة" و "مؤشر ستاند أند بور 500".

✓ المؤشر الخاص:

يشمل هذا النوع من المؤشرات عدد محدد من القيم، مركزا في الغالب على قياس الحالة التي عليها قطاع أو صناعة معينة دون سواها، و من أمثلته: مؤشر "داو جونز لصناعة النقل" و "مؤشر ستاند أند بور لصناعة الخدمات العامة".

I-3-1-2/ استخدامات المؤشرات:

نظرا لأن مؤشرات البورصات تعتبر بارومتر لقياس درجة الاقتصاد بصفة عامة و البورصة بصفة خاصة، و لاختلاف المؤشرات من بورصة إلى بورصة و من قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلاف اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات، و من بين استخدامات المؤشرات نذكر²:

- متابعة أداء المحافظ الاستثمارية:

يعكس التغيير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة، و بالتالي حتى تعكس أداء مؤشر أسهم أداء المحافظ الاستثمارية المالية المتنوعة تنوعا جيدا، فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالبورصة و يعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوقع بالسوق، و بالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها و بين العائد السوقي، و إذا رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكنه أن يكون محفظة استثماراته تكافئ محفظة الاستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر، أي يعتمد مؤشر السوق كمعلم (Benchmark) في تسيير محفظته المالية.

¹ - منير إبراهيم هندي، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 129.

² - العديد من المراجع:

* بوكسان رشيد، مرجع سابق، ص. 114.

* منير إبراهيم هندي، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 130-131.

- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات (أي الحالة التي ستكون عليها السوق):

يشير ريلي و فرنسيس انه إذا أمكن للمحلل الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية و بين التغيرات التي تطرأ على المؤشرات وهو ما يشار إليه عادة بالتحليل الأساسي، فإنه يمكن التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل، مما يؤدي إلى اتخاذ القرار السليم في التوقيت السليم، هذا و يضيف أنصار التحليل الفني أن إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق، فيكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، و إذا ما توصل المحلل إلى ذلك النمط، فيمكنه التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق و التي في ضوءها تتخذ القرارات.

- تقدير مخاطر المحفظة:

إذ يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر لمحفظة الأوراق المالية، أو ما يمكن أن يطلق عليه بالمخاطر ذات الصبغة العامة، و تقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة ومعدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.

- الحكم على أداء المديرين المخترفين:

وفقاً لفكرة التنوع الساذج يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية عشوائية تعادل تقريباً معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المخترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية، و الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع، يكون لزاماً عليه أن يحقق عائداً جيداً، الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة. كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق الذي تنشط فيه.

- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشرات البورصات المحلية لمؤشرات البورصات الدولية، و سوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجم عنه زيادة في الاستثمارات الأجنبية.

I-3-1-3 / كيفية بناء المؤشرات:

إن الأسهم التي تدخل في تقييم مؤشرات البورصة تختار بعناية من طرف لجنة خبراء، بحيث تتيج لهذا المؤشر أن يعكس الحالة التي عليها البورصة المستهدف قياسها، ولهذا رغم وجود العديد من المؤشرات لأسعار الأسهم، وعلى الرغم من التفاوت بين تلك المؤشرات في طبيعتها فإن جميعها تقوم على ثلاثة أسس هي¹ : عينة ملائمة، تحديد واضح للأوزان لكل مفردة داخل العينة، طريقة واضحة وبسيطة لقيمة المؤشر.

¹ - مرجع نفسه، ص.ص 132-134.

أ- ملائمة العينة:

يقصد بالعينة في هذا الصدد مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وهذه العينة يجب أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب: الحجم و الاتساع و المصدر.

1- الحجم:

إن القاعدة العامة أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر، كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا لحالة السوق، لكن هذا لا يعني أن المؤشرات المحسوبة على عينة صغيرة لا تقل كفاءة، و مثال ذلك "مؤشر داوجونز" لتوسط الصناعة".

2- الاتساع:

و يقصد به مدى تغطية العينة المختارة للقطاعات المختلفة في السوق، فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل، ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشأة في كل صناعة أو قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني، دون أن يكون هناك تحيزا لفئة معينة من المنشآت (المنشآت الكبيرة مثلا داخل الصناعة أو القطاع)، و طبعا لو أن المؤشر خاص بصناعة معينة، حينئذ تقتصر العينة على عدد من المنشآت المكونة لتلك العينة و المختارة دون تحيز.

ب- طرق حساب مؤشرات البورصة:

بعدما جرى عرض الأسس العامة لحساب مؤشرات البورصة، نعرض مختلف طرق حساب مؤشرات البورصة، انطلاقا من المبادئ العامة لحساب مؤشرات الأسعار، ثم طرق تقدير مؤشرات البورصة حسب الأوزان النسبية لمفردات العينة:

ب1- المبادئ العامة:

في التطبيق توجد ثلاثة من المؤشرات الشاملة المستخدمة حتى تلخص تطور الأسعار و هذه المؤشرات هي¹: مؤشر لاسبير، مؤشر باش، ومؤشر فيشر.

• مؤشر لاسبير l'indice de laspeyers :

هو الرقم القياسي المرجح بكميات فترة الأساس، حيث يستوجب مؤشر لاسبير ترجيح يؤسس على عناصر فترة الأساس، هذا الأساس يشكل المرجح الذي يقارن المؤشر خلال كل فترة حياته و يتكون مؤشر لاسبير من Π أصبل عند الزمن t حيث:

$$L(P)_{t/0} : \text{مؤشر لاسبير يحسب بالطريقة التالية:}$$

¹ - مرجعين هما:

* سعيد هنتات، دراسة اقتصادية قياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصري رابح - ورقلة -

2005، ص. 222.

* ERWAN-le saut, op.cit, P.178.

$$L(P)_{t/0} = \sum_{i=1}^n C_i^t \times \frac{P_i^t}{P_0^t} \quad \text{أو من الأحسن} \quad L(P)_{t/0} = \frac{\sum_{i=1}^n q_i^t \times P_i^t}{\sum_{i=1}^n q_i^t \times P_0^t}$$

حيث: q_i^t عدد الأصول i عند الزمن 0 (البعض يعتبر أن هذه الكمية ليست متغيرة عبر الزمن، وفي حالة العكس تجري عملية التحكيم).

P_0^t و P_i^t : تمثلان على الترتيب سعر الأصل i في الزمن 0 و t .

C_0^t : تشير إلى الجزء من رسملة السنة المرجع للأصل i في المؤشر ويمكن كتابته كما يلي:

$$C_0^t = \frac{q_0^t \times P_0^t}{\sum_{i=1}^n q_i^t \times P_0^t}$$

مؤشر لاسبير إذن هو بمثابة مثال عن المتوسط الحسابي حيث الكمية الأولية تكون ثابتة ووحدها الأسعار هي التي تتغير عبر الزمن t .

• مؤشر باش *l'indice de Pasch*:

أما بشأنه هو يقترب من معدل المتوسط الحسابي المرجح (une moyenne harmonique pondérée) عن كميات الزمن الجارية، حيث يمكن حساب مؤشر الأسعار ل "باش" المكون من n أصل في الزمن t حيث $P(p)_{t/0}$ بالطريقة التالية:

$$P(p)_{t/0} = \sum_{i=1}^n \frac{q_i^t \times P_i^t}{q_i^t \times P_0^t}$$

حيث: $P(p)_{t/0}$: مؤشر باش.

q_i^t : عدد الأصول i في الزمن t .

P_0^t و P_i^t : تمثلان على الترتيب سعر الأصل i في الزمن 0 و t .

• المؤشران لاسبير و باش يؤديان (في ماعدا استقرار الكمية الأولية الأساس) إلى نتائج مختلفة، لهذا طرح

المؤشر فيشر الذي يتوافق مع المتوسط الهندسي لمؤشري لاسبير و باش، هذا الذي يسمح بتجنب الانحرافات محتملة تدخل عند ترجيح أوزان عميقة التغير.

مؤشر فيشر يكتب كما يلي: $F(p)_{t/0}$:

$$F(p)_{t/0} = \sqrt{L(p)_{t/0} \times P(p)_{t/0}}$$

حيث: $F(p)_{t/0}$: مؤشر فيشر.

$L(p)_{t/0}$: مؤشر لاسبير.

$P(p)_{t/0}$: مؤشر باش.

ب2- طرق تقدير مؤشرات البورصة:

بصورة عامة يناسب مؤشر البورصة للمقارنة بين قيمة عند الزمن t و قيمة عن زمن الأصلي للمؤشر المعدلة (الحكمة) بمعامل، للحصول على تواصل و استمرار المؤشر بلحظة الاحتمالات المعلومة على أصل، مثل توزيع أو تخصيص أسهم مجانية أو عمليات على رأسمال، أو بكل بساطة تغيرات العينة التي تحسب بحساب المؤشر.

إن ترجيح أسعار التقييم يمكن أن يكون محقق بمختلف الطرق: فالبعض يأخذ بالترجيح على أساس الأسعار، والبعض بالترجيح على أساس تساوي الأوزان، أو على أساس رسملة البورصة أو الترجيح على أساس التعويم، والنحو إلى طريقة وأخرى يمكن أن يقود إلى توقعات مختلفة الأداء.

• المؤشر المرجح على أساس أسعار الأسهم الفردية: (الترجيح على أساس الأسعار - Ia

(pondération par les prix

يعد سعر السهم المعبر الرئيسي عن مساهمة المنشأة في بناء محفظة المؤشر، وبالتالي فإن وزن السهم إلى إجمالي المحفظة هو عبارة عن سعر السهم السوقى إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر¹.
و على هذا فإن المؤشر المرجح على أساس الأسعار هو حصيلة حساب الوسط الحسابي لأسعار الأسهم التي يتكون منها مؤشر البورصة، إلا أن أي زيادة في سعر السهم هو إرتفاع في تطور المؤشر مهما كانت رسملته في البورصة حيث²:

$$I_t = I_0 \times \frac{\sum_{i=1}^n P_{i,t}}{K \times P_{i,0}}$$

حيث I_0 : مؤشر البداية المستوى المبدئي للمؤشر، عادة يؤخذ مباشرة 100.

$P_{i,0}$: سعر الأصل في زمن البداية لدخوله المؤشر.

$P_{i,t}$: هو سعر الأصل عند الزمن t .

K : معامل تحكيم (تعديل) لأجل تصحيح المؤشر من عملية على الأصول أو تغير تكوين المؤشر.

ومن أمثلة المؤشرات المرجحة على أساس السعر³: مؤشر داوجونز الصناعي و مؤشر نكاي لبورصة اليابان.

• المؤشر المرجح على أساس تساوي الأوزان: P'equipondération

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر أي معامل الترجيح، و يتم حساب هذا المعامل على أساس سعر السهم، و الذي يعادل مقلوب سعر السهم، و من

¹ - محمود الداغر، مرجع سابق، ص. 303.

² - ERWAN le seut, op.cit, p.p. 179-181.

³ - بركمان رشيد، مرجع سابق، ص. 119 - 124.

ثم فإن الوزن المتساوي للأسهم يساوي سعر السهم في معامل الترجيح، وهي طريقة نادرة جدا في الاستخدام، كما أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم¹.

- المؤشر المرجح على أساس رسملة البورصة (أساس القيمة):

La pondération par la capitalisation bousier

يشير إلى مبدأ منهجي معتدل، من خلال أن أهمية المؤسسة المسجلة في البورصة يجب أن تكون محفوظة في المؤشر، فالمؤسسات التي تظهر في المؤشر تكون مرجحة من خلال رسملتها في البورصة، أي من خلال القيمة السوقية لأسهمها الكلية (السعر X الكمية) و المؤشر يحسب كما يلي²:

$$I_t = I_0 \sum_{i=1}^n \frac{Q_{i,t} \times P_{i,t}}{K_i \times CB_0}$$

حيث I_0 : يشير إلى المستوى المبدئي للمؤشر.

$Q_{i,t}$: عدد الأصول المقبولة عند تقييم الأصل i في الزمن t

$P_{i,t}$: سعر الأصل عند الجلسة t .

CB_0 : تتعلق برسملة البورصة عند الزمن المرجعي (الأساس).

K_i : معامل التحكيم (التعديل) لأجل تصحيح رسملة البورصة الأصلية في حالة عمليات على الأصول، أو تغير بتكوين المؤشر بسبب الاشتقاق أو الاندماج مثلا.

ومن أمثلة المؤشرات المبينة على أساس رسملة البورصة³: ستاند أندبور 500، تويكس، فاينشال تايمز 100.

- الترجيح على أساس رسملة البورصة المعمومة:

: La pondération par la capitalisation flottante

منذ زمن قصير ترك الترجيح على أساس رسملة البورصة مكانه للرسملة المعمومة⁴، و تعوم الأصل يتعلق بعدد الأسهم الحساسة كونها متداولة في السوق، و التعوم يمكن أن يكون محدود من خلال حيازة من طرف الجمهور في السوق المالي، كما أن معظم المؤسسات المنتظمة (المرتبعة) من رسملة البورصة مرتفعة، إضافة إلى أن وزنها يكون مرتفع في المؤشر، و يمكن كتابة المؤشر المرجح على أساس الرسملة المعمومة كما يلي⁵:

$$I_t = I_0 \times \sum_{i=1}^n \frac{F_{i,t} \times P_{i,t}}{K_{i,flot_0}}$$

¹ - ميو، بر، اشم هندي، أسواق الأ، أي الثالثة، مرجع سابق، ص. 261.

² - ERWAN le saut, op. cit, p. 180-181.

³ - بوكساني رزيد، مرجع سابق، ص. 219 - 225.

⁴ - ERWAN le saut, op. cit, p. 180-181.

⁵ - Philippe Bertrand jeun-luc prigent, op, cit, p. 70.

حيث F_{ij} : تتعلق بعدد الأصول الحقيقية في التداول.

رسملة البورصة المعومة تؤخذ بحساب إجمالي الأسهم المقبولة في سعر القيمة منقوصة من العناصر التالية:

- رقابة ذاتية: أسهم الشركة محازة من طرف شركات مراقبة في صورة قانون تجارة، لا تكون مأخوذة في الحسابات.
- أسهم محازة من طرف مؤسسين (*fondateurs*) يمارسون تأثير على التسيير و مراقبة في صورة قانون تجارة، لا تكون مأخوذة في الحسابات هي كذلك.
- أسهم محازة من طرف دولة معينة بمشاركات مباشرة و أيضا بمشاركات عن طريق تجمعات جماهيرية، و مشاركات محازة من طرف شركات نفسها مراقبة من طرف الدولة.
- الأسهم المرتبطة بعقود المساهمات التي تشير إلى أسهم مأخوذة في إطار عقد مساهمين لمؤسسات غير مقيمة، اتفاقات مساهمين مشار إليها في التقارير السنوية.
- كميات كبيرة هيكلية تتعلق بأسهم محازة من طرف أشخاص معنوية (خارج الدولة و المؤسسين) تمارس رقابة بصفة قانون تجاري.
- مشاركات بأكثر 5 % من مجموع حقوق التصويت للمصدر ماعدا إذا كانت محازة من طرف منظمات التنقيط أو صناديق التقاعد. و من أمثلة المؤشرات المرجحة على أساس الرسملة المعومة يوجد مؤشر 40 CAC الفرنسي.

I-3-2 / التحليل الأساسي:

يستخدم المستثمرون أكثر من طريقة لاختيار الأوراق المالية، فبغلاف الاختيار العشوائي يوجد المدخل الفني و المدخل الأساسي¹ ، حيث يقوم التحليل الأساسي على افتراض أن السوق كفاء بالمستوى الضعيف للكفاءة و أنه لا يمكن تحقيق ربح غير عادي، من خلال دراسة المعلومات التاريخية كما أنه لا يمكن أيضا الاعتماد فقط على المعلومات من داخل الأوراق المالية- أسعار الأوراق المالية وأحجام التعامل- بل يجب بجانب ذلك دراسة معلومات كثيرة خارجية على مستوى الظروف الاقتصادية و ظروف الصناعة التي تنتمي لها الشركة مصدرة الأوراق المالية ثم تحليل ظروف الشركة و ذلك لتحديد القيمة الحقيقية (*intrinc value*) للورقة المالية ومقارنتها مع القيمة السوقية لاتخاذ قرار الشراء من عدمه حيث يجب شراء الورقة المالية لو كانت قيمتها الحقيقية أكثر من قيمتها السوقية ، حيث تكون الورقة مسعرة بأقل مما يجب *under valued* و بالعكس يجب عدم شراء الورقة أو بيعها لو كانت القيمة السوقية أكبر من قيمتها الحقيقية (*over valued*) و إذا كان أصحاب التحليل الأساسي يرون أن السوق كفاء بالشكل الضعيف إلا أنهم يرون

¹ - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002م، ص4.

أن السوق غير الكفاء بالشكل نصف القوي و بالشكل القوي لأنهم قادرون على التنبؤ و اكتشاف الأسهم ذات الخلل السعري و تحقيق أرباح غير عادية منها¹.

I-3-2-1/ تعريف التحليل الأساسي:

يعرف التحليل الأساسي بأنه: "تحليل البيانات و المعلومات الاقتصادية و المالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المؤسسة، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، و تمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المؤسسة"².

I-3-2-2/ المدخل البديلة للتحليل الأساسي:

يميل الكثير من المحللين إلى أن تكون نقطة البداية في التحليل الأساسي هي الظروف الاقتصادية العامة و أن تكون النهاية هي تحليل ظروف المنشأة ذاتها، وهو ما يطلق عليه بمدخل التحليل الكلي فالجزئي أو التحليل من أعلى إلى أسفل وفي المرحلة الأولى من هذا التحليل يكون التركيز على الظروف الاقتصادية بهدف التعرف على التغيرات المحتملة و تأثيرها على البورصة، يتبع ذلك تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواعدة أما بسبب الظروف التي يحتمل أن تسود في المستقبل التي يكون لها تأثير على الصناعة، و في الخطة الأخيرة يأتي التحليل على مستوى المنشأة، الهدف منه معرفة أفضل المنشآت داخل الصناعة الواحدة التي يوصي الخلل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها.

وفي المقابل هناك مدخل بديل تكون فيه نقطة البداية فيه هي تحليل ظروف المنشآت الفردية، يتبعه تحليل الصناعة أو القطاع الذي تتبعه المنشأة و لذا تكون الخطة الأخيرة هي تحليل الظروف الاقتصادية التي في ظلها تمارس الصناعات المختلفة نشاطها، هذا التحليل يطلق عليه مدخل التحليل الجزئي فالكلي لكن أي المدخلين أكثر ملائمة؟

لا يعتقد فرنش وجود إجابة محددة على مثل هذا السؤال، ذلك أن هناك من يعتقد أن المدخل الأول هو الأكثر ملائمة فمجرد معرفة الصناعة تكون قد قطعنا نصف الطريق نحو الهدف المرجو، و يبقى البحث عن أفضل منشأة داخل الصناعة كشف عنها التحليل، هو أيسر، و على الجانب الآخر هناك من يعتقد أن المدخل الثاني هو الأكثر ملائمة، على أساس إتباع المدخل الأول قد يؤدي إلى تخطي منشأة يكون فيها الاستثمار مربح لظروفها الخاصة المتميزة عن المنشآت الأخرى التي تعمل معها في ذات الصناعة، و أن الصناعة ذاتها استبعدت في المرحلة الثانية من التحليل.

لكن ما يؤخذ على هذا المدخل أن ظروف المنشأة المختارة قد تكون ملائمة، ولكن ظروف الصناعة التي تنتمي إليها و التي تترك أثرها في النهاية على المنشأة ذاتها تكون غير ملائمة³.

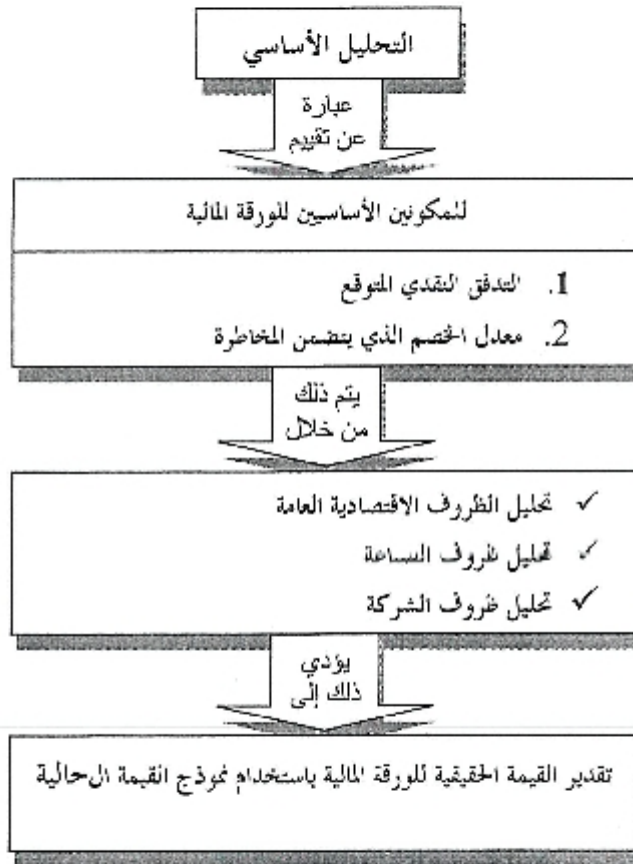
¹ - محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص.36-37.

² - www.finance.yahoo.com/!q?s

³ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص.159-162.

و إذا كان لكل مدخل سماته فالواقع العملي يشير إلى أن كل منهما مكمل للآخر فعادة ما يتم تحليل ظروف الصناعة و الظروف الاقتصادية في ذات وقت تحليل ظروف المنشآت الفردية ،و إذا ما اتضح انسجام نتائج المحللين تزداد الثقة في إمكانية الاعتماد على النتائج في اتخاذ قرارات الاستثمار؛ وفي بحثنا هذا سوف نتبع مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل (مدخل الأول) حيث نبدأ أولاً بتحليل الظروف الاقتصادية يتبعه تحليل ظروف الصناعة؛ ثم ظروف المنشأة و ذلك بتوضيح الإطار العام للتحليل الأساسي الذي يمكن تلخيصه أولاً في الشكل التالي:

شكل رقم (1-5): الإطار العام للتحليل الأساسي للأوراق المالية.



المصدر: محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص. 39.

أ-تحليل الظروف الاقتصادية:

من المعروف به أن للظروف الاقتصادية العامة تأثير على مستوى أسعار السوق ،و في هذا الصدد هناك جملة من المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي تحظى باهتمام المحللين في مقدمتها السياسة المالية و السياسية النقدية للدولة، إضافة إلى المعلومات المتاحة عن التضخم و عن حجم الناتج الوطني¹.

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص.62.

1- السياسة النقدية :

البنك المركزي يدير السياسة النقدية للبلاد من خلال عدة أدوات، عمليات بيع و شراء السندات الحكومية و أدوات الخزينة من خلال السوق المفتوحة، و سعر الفائدة الذي يقرض به البنوك و المعروف بسعر الخصم، و أخيراً متطلبات الاحتياطي القانوني من البنوك، و البنك المركزي يستخدم تلك الأدوات للتأثير على المعروض النقدي الذي يشتمل على : البنكوت و الودائع الجارية لدى البنوك و هناك دراسات عديدة أثبتت أن هناك علاقة إرتباطية وثيقة بين السياسة النقدية و بين مستوى أسعار الأوراق المالية¹.

ففي دراسة لفريدمان و شوارتز كشفتنا عن وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود و بين مستوى النشاط الاقتصادي، و ذلك على أساس أن زيادة المعروض من النقود يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الأمر الذي شجع على الاستثمار، و يؤدي بالتبعية إلى زيادة الإنتاج و انخفاض نسبة البطالة؛ التي عادة ما تنعكس على مستوى الطلب على المنتجات، و نظراً للتأثير الإيجابي المحتمل لتلك الأحداث على أرباح منشآت الأعمال، فإنه يمكن إلى الادعاء بأن ارتفاع مستوى أسعار الأسهم هو المحصلة النهائية لزيادة المعروض من النقود².

أما تخفيض المعروض من النقود من خلال التشديد في الائتمان، يزيد تكلفة التمويل لدى المنشآت مما يقلل الطلب على إنتاجها إذا كانت تعتمد تسعيرها على أساس التكلفة، و بالتالي يتسبب في هبوط أرباحها و انخفاض كذلك معدل نموها و كذا توزيعاتها، كما أن التشديد في الائتمان ينتج عنه قيام الأفراد بزيادة معدل العائد المطلوب، على استثمارات حقوة الملكية، فإذا كان من الممكن للمستثمرين كسب المزيد من خلال أدوات الدين عما كان ممكناً قبل الزيادة في أسعار الفائدة، فإنهم يطلبون عوائد أعلى على استثمارهم و هكذا فإن هناك ضغط على المصدرين لدفع أسعار الأسهم إلى الانخفاض خاصة و أن سعر السهم يتحدد بالتوزيعات و معدل العائد المطلوب و معدل النمو حيث قيمة السهم تتحدد كما يلي³ :

$$V = \frac{D_0(1+g)}{K - g}$$

حيث V : قيمة السهم .

D_0 : توزيعات الأرباح المدفوعة في الوقت الحالي.

g : معدل نمو أرباح و توزيعات الشركة.

K : معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين على الأسهم.

¹ - محمد عبدو محمد مصطفى، مرجع سابق، ص. 43 - 44.

² - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 164 - 165.

³ - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 15 - 16.

أ2- السياسة المالية:

الحكومة تستخدم أدوات السياسة المالية ممثلة في الضرائب و الإنفاق الحكومي للتأثير على الطلب الإجمالي و النشاط الاقتصادي مما يكون له تأثير على أسعار الأوراق المالية¹.

بالنسبة للضرائب لها تأثيرها على سوق الأوراق المالية، يمكن أن يتجلى في أنه إذا ما لجأت الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة المؤسسات و الأفراد، هذا من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على الأرباح الصافية للمؤسسات و زيادة دخل المستهلكين و منشآت للأعمال، مما يؤدي إلى زيادة الطلب الإجمالي، وهو ما يترتب عليه بالتبعية إرتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة، غير أن لتخفيض معدل الضريبة آثاره السلبية التي تتمثل في تقييد موارد موازنة الدولة، مما يضطر الحكومة إلى التمويل بالعجز أي إصدار المزيد من أوراق البنكنوت، و هو ما يتسبب عادة في حدوث التضخم، و تأمل الحكومة أن يكون التأثير الإيجابي لتخفيض الضريبة و المتمثل في زيادة أرباح الشركات و المؤسسات أكثر من التأثير السلبي، و المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح و الناجم عن حدوث التضخم؛ و إذا ما حدث ذلك تكون النتيجة المتوقعة اتجاه صعودي في حركة أسعار الأسهم؛ أما إذا ما حدث العكس و كانت الآثار سلبية لتخفيض الضريبة أكثر من تأثيرها الإيجابي حينئذ يتوقع أن تنحى الأسعار نحو الهبوط². نتيجة تجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة التي تحدث عجزاً في الموازنة؛ قد تسده الحكومة من خلال بيع أوراق مالية للجمهور تنافس الأوراق المالية الأخرى، أو تستلف من البنوك فيقصد المعروض النقدي.

وبالعودة مرة أخرى إلى السياسة المالية للدولة، بعرض الوجه الآخر لها؛ و الذي هو الإنفاق الحكومي .

إذا ما قررت الحكومة تخفيض الإنفاق على مشروعات البنية الأساسية، فإن ذلك قد يحمل في طياته انخفاضاً في إيرادات و أرباح بعض الصناعات. و نظراً لأن ربحية المنشأة محدد أساسي للسعر الذي يباع به السهم في السوق، فإنه يصبح إلزام على المحلل حصر الصناعات التي تأثرت منشأهما بقرارات تخفيض الإنفاق، و حتى يتسنى له التركيز عليها في المرحلة الثانية أي مرحلة تحليل ظروف الصناعة³.

أ3- معدل التضخم:

من المفترض أن يكون للتقارير الشهرية عن معدل التضخم أثرها على أسعار الأوراق المالية المتداولة، فالمعلومات عن إرتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلاً، من شأنها أن تترك أثراً عكسياً على الأسعار، و ذلك نسبين أحدهما مباشر و الآخر غير مباشر؛ يتمثل في أن التقارير المالية عن معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل؛ و هو ما يعني إرتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية و انخفاض قيمتها بالتبعية، أما السبب غير المباشر فمرجعه النظام الضريبي الذي تتم في ظلّه المحاسبة على

¹ - محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص 45، 46.

² - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 162 - 166.

³ - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 22.

أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلا من تكلفة إحلالها، ففي فترة التضخم يتوقع أن يسفر ذلك عن انخفاض القيمة لأرباح المنشأة، و انخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية، ذلك أن قيمة قسط الإهلاك قد تكون أقل مما ينبغي أن تكون عليه، مما يزيد من حجم الوعاء الضريبي، و يؤدي إلى تحصيل ضرائب على أرباح صورية، و ما ينطبق على الأصول الثابتة ينطبق كذلك على المخزون في ظل اتباع سياسة الوارد أولا الصادر أولا.

وهناك سبب آخر غير مباشر، فقد يسود اعتقاد بين المتعاملين بأن زيادة حدة التضخم قد تدفع بالبنك المركزي إلى الحد من عرض النقود، مما يترتب عليه انخفاض في التدفقات النقدية لمنشآت الأعمال بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستوى أسعار أسهمها في السوق، و حتى إذا لم تتخذ أي خطوة تجاه المعروض من النقود، وفي الوقت الذي صاحب فيه التضخم زيادة طلب المنشآت لمزيد من الموارد المالية، فإن هذا من شأنه أن يؤدي إلى إرتفاع معدل الفائدة و انخفاض القيمة السوقية للأسهم بالتبعية¹.

وبصفة خاصة فإذا توقع حدوث تضخم، فإنه على المستثمرين أن يتجنبوا الأوراق المالية الحساسة تجاه سعر الفائدة و أدوات الدين طويلة الأجل التي تدفع فوائد ثابتة، و أن يشتروا الاستثمارات قصيرة الأجل (مثل أدوات الخزينة) التي ترتفع عوائدها ارتفاعا طرديا مع معدل التضخم. كذلك من المرغوب فيه أن يقتني المستثمر الأصول التي تستفيد من بيعة تضخمية، فأسعار العقارات و غيرها من الأصول تميل للارتفاع في فترات التضخم و لذلك فإن المستثمر قد يسعى للتحويل من الأصول المالية إلى الأصول المادية الملموسة، و هناك بعض الأسهم العادية يمكن أن تلائم البيئة التضخمية، فالشركات التي تمتلك كميات كبيرة من الموارد المادية (مثل البترول و المعادن و الأرض) تزدهر في فترات التضخم ذلك لأن أصولها تزيد مع الزيادة العامة للأسعار و القيمة الحقيقية لهذه الأصول عادة ما يتم إنحفاؤها عن المستثمرين، لأن المنشآت تقيد الأصول في ميزانيتها العمومية بسعر التكلفة و ليس بالقيمة السوقية الجارية، و مع ذلك فإن أسعار الأسهم العادية لتلك الأصول قد ترتفع بارتفاع تكلفة إحلال الزيادات في هذه الأصول، كما على المستثمر أن يتعد عن اقتناء الأدوات ذات العائد الثابت و التزامات الديون طويلة الأجل. و العكس يحدث في توقع حدوث انكماش. و الإستراتيجية التي تحقق الأمان تصبح اقتناء الأصول السائلة قصيرة الأجل مثل الودائع في البنوك بحيث أن الانكماش يزيد القوة الشرائية للنقود، و مع ذلك فإن الانكماش يكون مصحوبا بغيوط في أسعار الفائدة و إرتفاع أسعار السندات، و من ثم فإن البيئة لانكماشية تحمل من التزامات الدين أطروا الأجل استثمارات، حماية خاصة النوع الممتاز منها، و قد بصاحب الانكماش حدوث حالات إفلاس كبيرة حيث تصبح المنشآت عاجزة عن الوفاء بالتزاماتها المالية، و بالتالي تكون الإستراتيجية الأمثل للمستثمر اقتناء السندات الصادرة من الحكومة و المنشآت الصناعية الكبيرة، لأن قيمة السندات سوف ترتفع حيث أسعار الفائدة الهابطة تصاحب الانكماش إذا عجزت المنشآت عن خدمة الدين.

¹ - منير إبراهيم هندي، أساليب الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 166 - 163.

و نفس التأكيد على الجودة ينطبق على الاستثمارات الموظفة في الأسهم العادية، نظرا لأن الكثير من المنشآت سوف تتعرض لانخفاض الطلب على منتجاتها و صعوبة تحصيل احسانات المدنية و هبوط في هوامش الربح ومنه فإن أسهم منشآت عديدة قد تكون استثمارات رديئة في فترة الانكماش، ومع ذلك فإن الانكماش قد يخلق فرص شراء ممتازة إذا ما انخفضت أسعار الأسهم بدرجة كافية¹.

4- سعر الصرف:

نحن الآن في مرحلة متقدمة من العولمة، زاد معها تأثير المتغيرات الاقتصادية العالمية على الاقتصاديات المحلية لاسيما مع ما واكب ذلك من تطبيق اتفاقيات الجات وزيادة المنافسة، وكذا تطبيق آليات السوق الحر من خلال الخصخصة، كل ذلك أدى إلى زيادة أهمية سعر الصرف كأحد المتغيرات الاقتصادية الأساسية المؤثرة على أسعار الأوراق المالية. فيجب مع المحلل المالي دراسة اتجاهات سعر الصرف و تقلباتها و تأثير ذلك على أسعار الأوراق المالية بصفة عامة، و على الصناعات ذات الارتباط بالتصدير أو الاستيراد بصفة خاصة، حيث تتأثر أكثر من غيرها، هذا مع ملاحظة أن هناك عدة عوامل اقتصادية هي التي تؤدي إلى تقلب أسعار الصرف مثل: سعر الفائدة، معدل التضخم، معدل النمو، تدخل البنك المركزي بأدوات السياسة النقدية، القيود المفروضة على التجارة الدولية مثل نظام الحصص و التعريف الجمركية.

فيجب على المحلل المالي، دراسة تأثير هذه العوامل على سعر الصرف، ثم تأثير سعر الصرف على أسعار الأوراق المالية خاصة إذا كان هناك تعامل في سوق حاضرة و سوق مستقبلية، إن تقلب سعر الصرف يؤثر على قدرة الدول على الاستيراد و التصدير و بالتالي يؤثر على النشاط الاقتصادي للدول و الذي بدوره يؤثر على البورصة ، و لقد ظهر ذلك جليا في الأزمة التي واجهت دول شرق آسيا نهاية 1997 و 1998².

5- حجم الناتج المحلي الإجمالي:

يشير بروس و رولي إلى أن تأثير التقارير عن حجم الناتج القومي يمكن أن يكون لها اثر إيجابي. فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي: يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم و يؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها³.

حيث أن معرفة مصدر النمو في الاقتصاد الوطني و الناتج المحلي الإجمالي أمر هام بالنسبة للمحلل للأوراق المالية لاختيار قطاعات معينة أو صناعات معينة للاستثمار فيها ، و لتكوين محفظة أوراق مالية سليمة، كما أنه يمكن تقسيم مصادره (الإنفاق الاستهلاكي، الإنفاق الاستثماري، الإنفاق الحكومي، الفرق بين الاستيراد والتصدير) إلى مصادر فرعية للحصول على تنبؤات تفصيلية على الظروف الاقتصادية.

¹- طارق عبد العال، محاد التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 29-31.

²- محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص. 48.

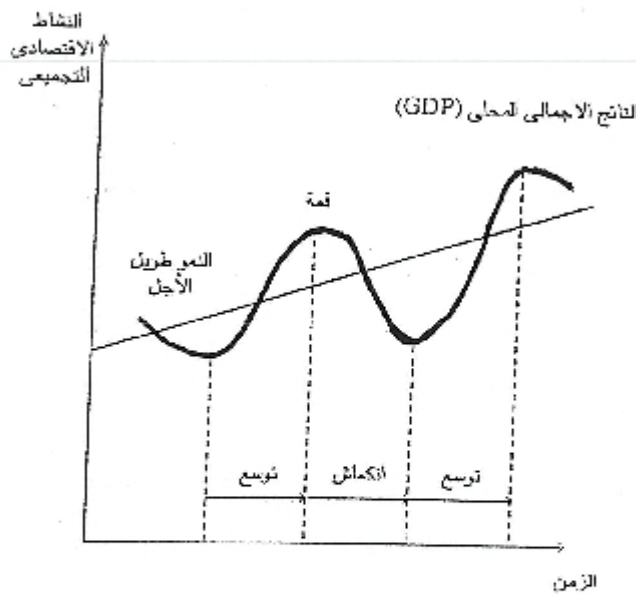
³- منير إبراهيم هنادي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 166.

أ6- النمو الاقتصادي:

إن التنبؤ بالنمو الاقتصادي الحقيقي يعتبر من المهمات الأساسية للمحلل المالي الذي يؤمن بالتحليل الأساسي، وهنا يجب عليه التمييز بين توقعات في الأجل الطويل و التوقعات في الأجل القصير، حيث أن النمو الاقتصادي في الأجل الطويل يتأثر بعوامل العرض مثل: التكنولوجيا المتاحة، التدريب المتاح للعمالة، انوارد الاقتصادية المتاحة، حوافز التوسع الاقتصادي، أما النمو الاقتصادي في الأجل القصير فيتأثر بعوامل لطلب مثل السياسة النقدية، التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف، اتجاهات المستهلكين، السياسة المالية، و اهتمام المحلل ينصب على التغيرات في عوامل العرض و الطلب السابق ذكرها؛ و ليس قيمها لأننا نتحدث عن النمو؛ و التقلبات في عوامل العرض و الطلب في الأجل الطويل تحدث تقلبات في الناتج الإجمالي الحقيقي وهذه التقلبات تعرف بدورة الأعمال، كما هي موضحة في الشكل رقم (1- 6) وهي عبارة عن فترات توسع و فترات انكماش للنشاط الاقتصادي التجميعي مقاس بالناتج الإجمالي المحلي الحقيقي حيث الخط المستقيم الصاعد لأعلى عبر الزمن يمثل النمو طويل الأجل.

في النشاط الاقتصادي التجميعي خلال فترة معينة يحدث توسع حتى يصل الاقتصاد الوطني إلى قمة معينة ، و أحيانا ينكمش حتى يصل إلى قاع معين، و يمكن القول بأن الاقتصاد في حالة توسع بعد نقطة قاع و قبل نقطة قمة، و العكس يكون في حالة انكماش، وهكذا تكون هناك دورة للنشاط الاقتصادي بين توسع و انكماش، ولأن هناك علاقة وثيقة بين نشاط أسواق المالية و بين دورة الأعمال، فعلى المحلل المالي إعطاء اهتمام للتنبؤ بدورة الأعمال بدقة لاتخاذ القرار السليم.

شكل رقم (1- 6): دورة الأعمال.



المصدر: محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص 51.

هذا و هناك عدة مؤشرات و أدوات يمكن أن نستخدمها لتحليل المالي للتنبؤ بالظروف الاقتصادية إلى من أمثتها: متوسط عدد ساعات العمل لكن عامل في مجال التصنيع أسبوعياً، متوسط عدد مطالبات تأمين البطالة أسبوعياً، قيمة الأوامر الجديدة التي تتلقاها المصانع إنتاج مواد خام أو سلع استهلاكية، مؤشر توقعات المستهلكين عن دورة الأعمال خلال فترة قادمة، مؤشر بورصة الأوراق المالية، قيمة تأسيس منازل جديدة و تصاريح بناء المعروض النقدي، التغير في أسعار المواد الخام التي يتغير الطلب عليها مع تغير الظروف الاقتصادية، أداء البائعين، صافي التغير في المخزون و الأصول السائلة. هذا وقد استطاعت المؤشرات السابقة التنبؤ بالكساد الذي حدث في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1990، 1991¹.

إن من السهل إدراك أهمية هذه المؤشرات، فحدوث هبوط في متوسط ساعات التصنيع الأسبوعية، و الطلبات الجديدة للسلع و المواد و الآلات، و عدد المنشآت الجديدة و تراخيص انشاء يشير إلى أن النشاط الاقتصادي سوف يتراجع، كذلك فإن الزيادة في المخزون يعني أن البضاعة راكدة و لا تباع، و المؤشرات السابقة هي مؤشرات ترتبط بمستوى نشاط الأعمال ولكن ما يحدث في الأسواق المالية تعتبر أيضاً مؤشرات نسبية، و هي تشمل عرض النقود، و الأصول السائلة الكلية، و التغيرات في أسعار الأسهم، و الأحداث التي تجري في أسواق الأسهم و السندات تسبق التغيرات التي تطرأ على النشاط الاقتصادي، مع العلم أنه من ناحية أخرى هناك مشكلة أمام تحليل المالي حيث أن مؤشرات البورصة تدخل في التنبؤ بالحالة الاقتصادية (مع المؤشرات أخرى)، و التي بدورها تؤثر على البورصة و الأوراق المالية، فإذا تنبأ المستثمرون بحدوث هبوط أسعار الفائدة أو زيادة مكاسبهم و هوائدهم فإن شراء الأوراق المالية سوف يرفع الأسعار و يملل العوائد، و للأسف هذه الأحداث تقع قبل حدوث تغيرات في الاقتصاد، و بالتالي فالمستثمر يكون مضطراً إلى استخدام المؤشرات الاقتصادية لتحسين توقيت استثماراته بحلول الوقت الذي تصبح المؤشرات فيه متاحة وربما تكون أسعار الأوراق المالية قد تغيرت بالفعل².

ب-تحليل ظروف الصناعة:

عادة ما ينصرف تحليل ظروف الصناعة إلى مسألتين أساسيتين هما: تعريف الصناعة و تصنيف الصناعة، والوقوف على الاعتبارات أو الجوانب الأساسية التي يتركز عليها التحليل.

ب1- تعريف و تصنيف الصناعة:

قبل القيام بتحليل ظروف الصناعة ينبغي أولاً تعريف الصناعة ذاتها، و تحديد موقعها بالنسبة لباقي الصناعات، و بالنسبة لتعريف الصناعة عادة ما ينصرف تعريفها إلى طبيعة المنتج الذي تقدمه، ثم مصدر المنافسة التي تواجهها، و في ظل تنوع خطوط الإنتاج يصبح تعريف الصناعة على أساس المنتج الذي تقدمه عملية صعبة إلى حد كبير، فهناك منشآت داخل نفس الصناعة تنتج سلعا لا تنتجها منشآت أخرى في ذات الصناعة،

¹ - محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص.ص. 48-50.

² - طارق عبد انعال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 36.

كما قد نجد منشآت تنتمي لصناعة أخرى تنتج سلعا منافسة لما تنتجه الصناعة. ولكي يعالج المحلل مثل هذه المشكلات يصبح لزاما عليه أن يحدد مفهوم للصناعة يختلف باختلاف الهدف الذي يرمي إليه، فلو أنه بصدد التنبؤ بمبيعات صناعة معينة يصبح لزاما على أن يأخذ في الحسبان صناعة منافسة ضمن صناعة أخرى، أما إذا كان الغرض من التحليل مقارنة تكاليف الإنتاج عليه أن ينصرف إلى تكاليف الإنتاج في نفس الصناعة¹. ولا يقتصر دور المحلل في هذه المرحلة على تعريف الصناعة بل ينبغي على تصنيفها حسب كيفية تأثرها بالدورات الإنتاجية و في هذا الصدد يمكن تصنيفها إلى²:

*** صناعات متنامية:**

تتميز بالنمو المضطرد و معدل يفوق نمو الاقتصاد القومي ككل؛ و عادة ما يرتبط وجود تلك الصناعات بمرحلة تحول تكنولوجية مثل: تصميم أنظمة المعلومات، صناعات مرتبطة بالهندسة الوراثية في الثمانينات و التسعينات.

*** صناعات مرتبطة بالدورات الاقتصادية:**

أي تلك التي تتأثر بشدة بالظروف الاقتصادية السائدة من رواج و كساد، فمبيعاتها تزدهر مع ازدهار و انتعاش الاقتصاد و تنخفض مع موجات الكساد، ومن الأمثلة على ذلك صناعات السلع المعمرة مثل الثلاجات، وأجهزة التلفزيون. و يعزى تذبذب مبيعات تلك الصناعات إلى أن المستهلك خلال فترة الكساد تأجيب قرار شراء تلك السلع إلى أن تتحسن الظروف الاقتصادية و تتحسن حالته المالية بالتحية، أما في حالة الرواج يعتمد إلى شراء وحدات إضافية أو إحلال ما عنده بوحداث أكثر حداثة.

*** صناعات دفاعية:**

وهي صناعات تزدهر إذا ما ازدهر الاقتصاد، غير أنها تكتمش بمعدل أقل من معدل الانكماش الذي يصيب الاقتصاد، ومن الأمثلة على تلك الصناعات: صناعة الأطعمة، الأدوية، الكساء، و تضمين أسهم تلك الصناعات في المحفظة الاستثمارية من شأنه أن يقلل من درجة تذبذب العائد المتوقع، و بالتالي يمكن أن تكون بديلا مقبولا للسندات للمعتقدين بأن الفائدة هي ربا محرم.

*** صناعات متنامية ومرتبطة أيضا بالدورات:**

وهو تصنيف استحدثته بيوت السمسرة و بعض صحف و مجلات المال و الأعمال، ومن الأمثلة على تلك الصناعات صناعة خطوط الطيران، ففي الظروف العادية يتفوق معدل نموها على معدل نمو الاقتصاد الوطني و هو ما يحدث في حالة ظهور أنواع مستحدثة من الطائرات تساهم في تقليل تكلفة السفر و تحقق راحة أكبر.

¹ - مبر إبراهيم هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية: مرجع سابق، ص. 167-169.

² - عماد عبده محمد العسطنى: مرجع سابق، ص. 65-66.

*صناعات متدهورة:

وهي تلك الصناعات الآخذة في الأفول، والتي تتميز بنمو معدل أقل من معدل النمو الاقتصادي الوطني. قد لا يقتصر المحلل على هذا التصنيف بل يقوم بإجراء تصنيف آخر للصناعة حسب مدى تدخل الحكومة في شؤونها، وهو ما قد يناسب المناخ في العالم العربي حيث يمكن تقسيم الصناعات إلى صناعات مملوكة للنقطاع الخاص، صناعات مملوكة للحكومة تصنف كتفرع عنها، كذلك صناعات مملوكة ملكية جزئية، و صناعات مملوكة ملكية كلية. صناعات تخضع لقيود حكومية وأخرى لا تخضع إلى قيود حكومية.

ب2- اعتبارات أساسية في تحليل ظروف الصناعة:

ينبغي أن ينصرف تحليل الصناعة إلى جوانب أساسية هي التطور التاريخي للمبيعات والأرباح، التطور التاريخي لحجم الطلب والعرض على منتجات الصناعة، وظروف المنافسة، طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة، والعلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح¹.

أولاً- التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح:

أول خطوة للتنبؤ بمستقبل الصناعة هو تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح، فمثلاً التغير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر، يساعد المحلل في تحديد المرحلة الحالية والمستقبلية في دورة حياة الصناعة، كما يساعد التحليل التاريخي لهذين المتغيرين في الوقوف على مدى استفادة الصناعة من فترات الازدهار، مدى قدرتها على مواجهة الكساد، فلو أثبتت البيانات التاريخية ضعف قدرة الصناعة في الحالتين، فليس هناك ما يبرر افتراض قدرتها على ذلك في المستقبل، حيث أن مدى الاستقرار في نمو مبيعات الصناعة عبر الزمن له أهمية خاصة، فكلما زادت درجة الثقل في معدل النمو كلما كان ذلك يعني زيادة مخاطر الاستثمار في تلك الصناعة.

ثانياً- حجم الطلب وحجم العرض:

من الجوانب الهامة التي يجب أن يعنى بها التحليل الأساسي، وهو دراسة الطلب والعرض لمنتجات الصناعة، فمن المهم أن يتعرف المحلل المالي على ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة في تزايد أم في هبوط، أم لم يطرأ عليه تغيير، وأيضاً إذا كانت الطاقة المتاحة للصناعة قادرة على تغطية أي زيادة مختلفة في الطلب وإذا ما كانت الطاقة غير كافية، ينبغي للمحلل أن يتعرف على إمكانية الصناعة في تمويل التوسع، وإذا ما تبعت عدم قدرة الصناعة على مواجهة الزيادة في الطلب، فإن هذا يعبر نذيراً بدخول منتجين جدد وهو ما قد يترتب عليه زيادة كبيرة في العرض، واحتدام المنافسة بين المنشآت الصناعية مما قد يترك أثراً سلبياً على ربحيتها وأسعار أسهمها بالتبعية.

¹ - منير إبراهيم هدي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 167-174.

ثالثاً- ظروف المنافسة:

للقوف على ظروف المنافسة في المستقبل لا بد من البحث عن عدم إذا كان هناك موانع تحد من دخول منشآت جديدة أم لا، وهذه الموانع تميز منتجات الصناعة و مزايا مطلقة في التكاليف و مزايا الحجم الكبير. و يقصد بتميز المنتج أن المستثمرين لهم تفضيلاً لهم الخاصة فيما يتعلق بمنتجات المؤسسة المكونة للصناعة، و في مثل هذه الظروف يكون من الصعب على المؤسسة الجديدة التي ترغب في اقتحام صناعة أن تبيع المنتج الذي ينبغي أن يكون متميزاً هو الآخر بسعر يغطي التكاليف التي عادة ما تكون مرتفعة في السنوات الأولى، مما يقلل أرباحها و بالتالي أسعار أسهمها.

رابعاً- طبيعة المنتج و تكنولوجيا الصناعة:

لا بد من تحليل المنتج لمحاولة التعرف على ما إذا كان المنتج قد بلغ مرحلة الإنتاج الكبير أم لا، فمثلاً لو لم يوجد سوق كبير لمنتجات صناعة أجهزة الطباعة و التصوير، لما أمكن تلك الصناعة من إنتاج أجهزة على مستوى عالي من الكفاءة و أسعار منافسة، كذلك تحدد طبيعة المنتج المستوى التكنولوجي، و إذا ما كانت الصناعة تعتمد أكثر على العمالة أو تعتمد أكثر على الآلات، حيث أن الصناعات التي تعتمد على الآلات يكون حجم مبيعات التعادل لها مرتفعاً، مما يجعل للدورات التجارية تأثيراً كبيراً على درجة التذبذب على عائد المؤسسات المكونة للصناعة، هذا فضلاً عن التأثير السلبي الكبير على ربحية المؤسسة في حالة الاضطرابات العمالية بسبب ضخامة الأعباء الثابتة أي تأثير الرفع التشغيلي.

خامساً- تأثير الحكومة:

يقصد بالتأثير الحكومي هذا مدى تدخل الحكومة في شؤون الصناعة و قدرة الحكومة على تنمية علاقات دولية تسهم في النهوض بالصناعة، و من المتوقع بالطبع أن تتفاوت صناعات فيما بينها من حيث درجة تدخل الحكومة، و من الأمثلة على الصناعات التي تتعرض لدرجة عالية من التدخل الحكومي صناعة البتروك، صناعة الأدوية، المرافق العامة التي تزودنا بالمياه و الكهرباء، وهو ما قد يعني في النهاية وضع العقوبات أمام نمو الصناعة بسبب وضع حدود للأسعار أو تعريف الخدمة، كما أن هناك تدخل له صفة إيجابية من خلال تقديم الحكومة مساعدات مالية أو خصم ضريبي لتشجيع الاستثمار، كما قد يأخذ التدخل صورة فرض رسوم جمركية لتحقيق الحماية للصناعات المحلية، بالإضافة كذلك إلى اتفاقات الشراكة التي لها آثار على حجم السوق الأجنبي المتاح أمام صناعات تلك الحكومة.

ج - تحليل ظروف الشركة:

يتم تحليل ظروف الشركة من خلال التعرض إلى تحليل القوائم المالية للمنشأة، المخاطر المتعلقة بعائدها سواء كانت مالية أو مخاطر نشاط، و كذا ربحية سهم المنشأة و تقدير الربحية المستقبلية بناء على ذلك كله، كل هذا يقتضي الحاجة إلى معلومات عن هذه الشركة، يتم الحصول عليها من مصادر مختلفة أهمها بورصة الأوراق المالية.

ج1- الحاجة إلى المعلومات عن الشركة:

توجد علاقة وثيقة بين المنافع التي يحصل عليها أصحاب حقوق الملكية و المخاطر التي يتعرضون لها فرأس المال يتعرض لكافة مخاطر الملكية، وهو الذي يوفر الحماية و الوقاية لرأس المال الممتاز ورأس المال المقرض، و لأن فائدة حقوق الملكية لا يجوز توزيعها إلا بعد تسديد مطالبات الأوراق المالية الممتازة أولاً، و في ظل فرض استمرار المنشأة تتم عملية السداد لفائدة السندات أولاً و يليها أرباح الأسهم الممتازة و أخيراً أصحاب الأسهم العادية. و لذلك تكون الاحتياجات المعلوماتية لأصحاب حقوق الملكية الأكثر شمولاً بين احتياجات كافة مستخدمي البيانات المالية، و أن مصالحهم في المنشأة التي يملكون حصة فيها هي الأعرض؛ لأن حصصهم تتأثر بكافة جوانب و مراحل العمليات و الربحية و الوضع المالي و هيكل رأس المال، و منه يعتمد اتخاذ قرار شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأسهم العادية على تحليل و تقييم موسع و مستفيض للمعلومات المالية و غير المالية، و التي يمكن فيها للمحللين الماليين المحترفين إجراء هذا التقييم، و يتم الحصول على المعلومات المختلفة الخاصة بتلك الشركة من مصادر مختلفة؛ و نظراً لحاجة الموضوع سوف نركز على المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في معظم البورصات العالمية، و التي تنقسم بنورها إلى معلومات عامة، معلومات عن الإدارة، معلومات عن رأس مال الشركة، معلومات مالية، و معلومات عن التطورات الحديثة المتوقعة¹.

● معلومات عامة:

من خلال عرض مختصر لتاريخ المنشأة؛ أهدافها، توقعاتها المستقبلية، ممتلكاتها الرئيسية، موقعها، وظائفها، حجمها، منتجاتها الرئيسية و كذا الجديدة منها، عرض كذلك معلومات عن أنشطة البحوث و التطوير يمثل وصف مختصر للتقدم في تطوير المنتجات الجديدة و عرض معلومات عن العمالة؛ مدى أعدادها، أنواعها؛ عرض معلومات عن مدى الاعتماد على براءات الاختراع و حقوق الامتياز و التي تمثل أهمية أساسية في أعمال المنشأة، نفقاتها الرأسمالية في العام الماضي و كذا المخططة، و معلومات عن المسؤولية الاجتماعية للمنشأة، معلومات عن اتجاه الصناعة الرئيسي و موقف الشركة داخل الصناعة، معلومات عن أي عقد هام أو أي اندماج حديث أو مخطط.

● معلومات عن الإدارة:

وتضم معلومات عن أعضاء مجلس إدارة الشركة، مرتباتهم، حوافزهم، معلومات عن المديرين و مسؤولياتهم و وظائفهم، معلومات عن المتعاملين الرئيسيين مع أعضاء مجلس الإدارة مثل مكاتبهم، السكرتارية و الأمن.

¹ - طارق عبد العال حماد، تحليل مالي و الأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص.ص. 78-99.

• معلومات عن رأسمال الشركة:

تتكون من معلومات عامة عن تمويل رأس المال مع تمييز كل من المساهمين، القيمة عند الإصدار، رأس المال المسدد و الغير المسدد، و عرض قائمة مختصرة بالتغيرات في أسعار الأسهم في السنوات السابقة و أي تغيرات مستقبلية متوقعة، ملخص عن مختلف مجموعات رأس مال الأسهم لقيم كل نوع، أولويات السداد، معلومات عن المساهمين، أعدادهم، أنواعهم، معلومات عن المساهمين الكبار و حجم ملكياتهم، درجة تأثيرهم على الرقابة على أعمال المنشأة، ملخص عن حجم التداول، معلومات عن رأس المال المقترض و المديونية.

• معلومات مالية:

تشمل ملخص تاريخي لتليينات المالية، القوائم المالية المعتمدة (قائمة المركز المالي و قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية أو مصادر الأموال و استخداماتها)، التقارير المؤقتة ربع سنوية أو نصف سنوية، الأحداث اللاحقة لنشر الميزانية، توزيعات الأرباح المسجلة و تتضمن قائمة بالتوزيعات المستقبلية أو سياسية التوزيعات، معلومات عن الاندماج و القوائم الموحدة، معلومات عن الاستثمار في المنشأة، نقطة تعادل الربحية لكل خط إنتاجي رئيسي، و حسب تويب العملاء و المواقع المحلية نقطة التعادل لإيراد المبيعات لكل منتج رئيسي، و حسب تويب العملاء و المواقع المحلية عرض نتائج الشركة في العام الماضي، معلومات عن كل الدعوي القضائية التي يكون أو قد يكون لها تأثير جوهري على الموقف المالي للمنشأة، وكذا عرض شكل و تأثير الظروف التي يتوقع أن تؤدي إلى تغيير في رأس مال الشركة و عرض السياسة المحاسبية الهامة التي استخدمت في إعداد القوائم المالية.

• التطورات الحديثة و المتوقعة:

من خلال نشر معلومات عن اتجاه أعمال المنشأة منذ آخر تاريخ للقوائم المالية، أية معلومات جوهرية ربما تؤثر على القيمة السوقية لأسهم المنشأة، عرض العوامل الرئيسية التي سوف تؤثر على نتائج العام القادم مع تأكيد خاص على التوقعات المالية و التجارية للشركة و التنبؤ كذلك بالربح.

ج2- أدوات تحليل ظروف المنشأة:

في تحليلنا للقوائم المالية سوف نستخدم أكثر أساليب التحليل انتشار¹:

1- تحليل القوائم المالية:

بهدف تحليل القوائم المالية المقارنة إلى الكشف عن التغيرات التي حدثت في البنود الخاصة بتلك القوائم خلال فترة معينة عادة ما تكون سنة، و في هذا الصدد يوجد نوعين من القوائم المالية المقارنة هما:

- قائمة الدخل المقارنة: وهي التي تشمل حسب النظام الأمريكي على كل من حساب الإنتاج و المتاجرة به

¹ - محمد عبد محمد مصطفى، مرجع سابق، ص. 96-98.

(المبيعات و التكاليف و حساب الأرباح و الخسائر، الإيرادات و المصروفات)حسب النظام الانجليزي فقائمة الدخل تعطي معلومات هامة حيث يجب عن ما هي المصادر الأساسية للدخل وهل الإدارة ناجحة في السيطرة على التكاليف.

- الميزانية العمومية المقارنة: يقصد بها تلك الميزانية التي تتضمن مقارنة بنود أكثر من ميزانية مالية في أكثر من سنة مالية لنفس المنشأة أو لمنشآت مختلفة لمعرفة ما إذا كانت تمثل اتجاهها أم أنها تغيرات طارئة.

2-النسب المالية:

هناك عدة مجموعات من النسب المالية وهي¹:

- نسب السيولة: وهي التي تقيس قدرة المنشأة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل مما لديها من نقدية أو أصول أخرى يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة زمنية قصيرة نسبيا، و كما يبدو فإن نسب السيولة تعد مؤشرا لمدي احتمال تعرض المنشأة لمخاطر الإفلاس، التي تنجم عن فشلها عن سدادها عليها من التزامات، و أبرز السيولة نسبة التداول، النسبة التداول السريع و نسبة النقدية و شبه النقدية.
- نسب النشاط: فتقيس كفاءة إدارة الأصول، أي تقيس مدى قدرة الإدارة على توليد المبيعات مما لديها من أصول، و تكشف مقارنة نسب النشاط للمنشأة مع مثيلتها للصناعة، عما إذا كان الاستثمار في الأصول أقل أو أكثر من اللازم. فالاستثمار أكثر من اللازم يمثل موارد مالية معطلة و قد تتكبد المنشأة بسببه بعض التكاليف، كذلك فإن عدم كفاية الاستثمار في الأصول من شأنه أن يضيع على المنشأة فرص تحقيق مبيعات إضافية و في كلتا الحالتين تتأثر الربحية سلبا، و تتأثر معها القيمة السوقية للمنشأة و من الأمثلة على نسب النشاط معدل دوران مجموع الأصول، معدل دوران الأصول الثابتة، معدل دوران الأصول المتداولة، معدل دوران الذمم، معدل دوران المخزون.
- نسب الاقتراض: تقيس المدى الذي ذهبت إليه المنشأة في الاعتماد على الأموال المقرضة في تمويل احتياجاتها، و لهذه المجموعة من النسب تأثير إيجابي و آخر سلبي، و من ثم لا بد أن يعطي لها المستثمر قدرا كافيا من الاهتمام و يأتي التأثير الإيجابي في كون زيادة الاعتماد على القروض تعني انخفاض تكلفة الأموال بسبب الانخفاض النسبي لتكلفة هذا النوع من مصادر التمويل، و أيضا بسبب الوفورات الضريبية المتولدة، على أساس أن فوائد القروض هي من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة. هذا هو التأثير الإيجابي، و من ناحية أخرى قد يترتب عن زيادة نسبة الاقتراض تعرض المنشأة لمخاطر الإفلاس و قد لا تبقى شيء لحملة الأسهم من أموال التصفية، و من الأمثلة على نسب القروض، نسبة القروض على مجموع الأصول، نسبة القروض إلى حقوق الملكية و نسبة هيكل رأس مال.
- نسب التغطية: تقيس قدرة المنشأة على الوفاء بالأعباء الثابتة مثل فوائد القروض و أقساط سداد القروض.

¹ - Stephane Griffiths, Gestion financiere, Edition chihab- eyrolles, Alger, 1996, P.69.

- نسب الربحية: قدرة المنشأة على توليد الأرباح من المبيعات، و كذا قدرتها على توليد الأرباح من الأموال المستمرة في المنشأة و كذا تقيس قدرة الإدارة على الرقابة على تكاليف العمليات، كما تعد مقياس لقدرةها على توليد الأرباح من الأموال التي قيمها الملاك و تلك التي قدمها المقترضين، ومن أبرز نسب الربحية هامش الربح، هامش ربح صافي العمليات و القوة الايرادية، معدل العائد على الاستثمار، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على المتاجرة بالملكية، و لكل مدلولها الخاص.

3- تحليل العائد:

يعد تحليل العائد أمرا بالغ الأهمية لارتباطه المباشر بالأسهم، و يتم دراسة العائد و تحليله من خلال:

- ربحية السهم:

تعد ربحية السهم من أهم النسب التي تقيس العائد و تحسب بالعلاقة¹:

ربحية السهم = صافي الربح بعد الضريبة/المتوسط المرجح لعدد الأسهم.

هذا في رأسمال بسيط، ففي حالات أخرى يتكون رأس المال فيها من أسهم ممتازة، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم و غيرها، وكلها أوراق لها نصيب من الأرباح حال الأسهم العادية، إذن ففي وجود هذه الأوراق فإن ربحية السهم ستخف و ذلك لزيادة في عدد الأسهم (Epsdiluted) و يرى "Didiervitrac" بأنه على المحلل الأساسي أن ينتبه إلى الزيادة المحتملة في عدد الأسهم و تأثيرها السلبي على ربحية السهم، و يعد الحالات التي يزداد بها عدد الأسهم إلى :

- زيادة رأس المال: و ذلك نتيجة لإصدار أسهم جديدة لها الحق في التوزيعات خاصة في حالة عدم زيادة الأرباح بما يوافق الزيادة في رأس المال.
- وجود سندات قابلة للتحويل: تتأثر ربحية السهم عندما يقوم أصحاب السندات بتحويلها إلى أسهم مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم، و بالتالي تتأثر ربحية السهم كما أنه قد يكون لهذه العملية أثر إيجابي، كون أن التحول من السندات إلى الأسهم معناه تحول ديون المؤسسة إلى أموال خاصة، و بالتالي لا يترتب عليها مصاريف (فوائد السندات) و هذا يؤدي إلى زيادة الأرباح.
- وجود صكوك الاكتتاب و الخيارات: و هي أوراق لها نفس التأثير مثل السندات، الخيارات فعادة ما تمنح لمديري المؤسسة و في حالة ممارستهم لحقهم فيؤدي إلى زيادة عدد الأسهم و بالتالي انخفاض قيمة ربحية السهم.

كما أنه توجد حالات تزداد بها ربحية السهم آليا مثل زيادة في صافي الأرباح بنسبة أكبر من عدد الأسهم، أو حالة شراء مؤسسة لأسهمها مما يؤدي إلى تقلص عدد الاسهم المكونة لرأسمال و منه فعلى المحلل الأساسي أو المستثمر أن ينتبأ بالوقت الذي تقوم به المؤسسة أو أصحاب هذه الأوراق بممارسة حقهم.

¹ - Didier vitrac, Tout savoir sur la bourse, Edition GUAUNO, Paris, 2001, P.181.

- مضاعف الربحية:

يعتبر مضاعف الربحية¹ PER أحد مؤشرات قيمة المؤسسة و هو يقيس عدد المرات التي يمكن من خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم بواسطة ربحية السهم، و تستخدم هذه الأداة في المقارنة بين مختلف الأسهم، القطاعات الاقتصادية و حتى المالية و يعطي بالعلاقة²:

مضاعف الربحية = القيمة السوقية للسهم / ربحية السهم

حيث يعتبر PER مرتفع بصفة عامة عن فرصة البيع، في حين أن الاعتماد على PER كوسيلة و حيدة للاستثمار إستراتيجية محفوفة بالمخاطر حيث:

- يتأثر PER بشكل كبير بمستوى الأرباح المعلنة و التي يمكن للمؤسسة أن تتحكم فيها.

- إهمال لدرجة المخاطرة التي تنتمي إليها المؤسسة.

- السعر السوقي عادة ما يعكس معلومات متاحة لكافة المستثمرين، أي استبعاد تحقيق عوائد غير عادية.

و يمكن أن تقسمها إلى عوامل لها تأثير سلبي و عوامل لها تأثير إيجابي على PFR. العوامل التي لها تأثير إيجابي هي: النتائج المتصاعدة، قطاع في نمو، معلومات ذات مصداقية و خيرة، هيكلية ميزانية واضحة، سرعة التداول في البورصة. والعوامل التي لها تأثير سلبي على PER هي: النتائج الثابتة، قطاع في انكماش، معلومات عشوائية، هيكلية مختلفة.

ونظرا لحساسية هذا المؤشر فعلى المستثمر الرشيد أن يقارنه بـ³:

- مقارنة مضاعف السعر بمتوسط المضاعف في القطاع الذي تنتمي له المؤسسة.

- مقارنة مضاعف السعر بمتوسط المضاعف في السوق.

- مقارنة المضاعف بالمضاعف المتوقع في ضوء احتمالات النمو المستقبلي للمؤسسة.

- مقارنة المضاعف بمتوسط المضاعف للسنوات السابقة.

- نسب التوزيعات المدفوعة: **Dividend pay out- ration**

و تحسب هذه النسبة كما يلي⁴:

نسبة التوزيعات المدفوعة = أرباح الأسهم المدفوعة للأسهم العادية / (صافي الربح بعد الضريبة - أرباح الأسهم المتأخرة إن وجدت)

و تقيس هذه النسبة الجزء الموزع لحملة الأسهم العادية و هو يعبر عن مدى سخاء المؤسسة تجاه مساهميها، و تختلف هذه النسبة من قطاع إلى آخر فقد نجد هذه النسبة منخفضة في قطاعات الصناعة لما تحتاجه من تمويل لاستثماراتها، و ترتفع في قطاعات النشاطات المالية و العقارية، فإذا كان المستثمر مضاربا فقد

¹ - price to earning ratio

² - Ibid P.190.

³ - حاسف جمال الدين، استعمال التحليل الأساسي في التبو بأسعار الأوراق المالية، مذكرة ليل شهادة الماجستير، جامعة سطيف، 2004، ص.75.

⁴ - مرجع نفسه، ص.75.

يهتم بالمؤسسات ذات نسبة توزيعات عالية، و إذا كان من كبار المستثمرين فقد يساند الأرباح المحتجزة العالية لإعادة استثمارها و التي تعود عليه بأرباح أكبر.

- نسبة ملكية المؤسسات المالية:

و تقاس بعلاقة التالية¹:

نسبة ملكية المؤسسات المالية = عدد الأسهم المملوكة للمؤسسات المالية / عدد أسهم المؤسسة

و يقصد بالمؤسسات المالية صناديق الاستثمار و شركات التأمين و البنوك و التي توجه جزء من مواردها المالية لشراء الأسهم، و يفضل العديد من المستثمرين شراء أسهم المؤسسات التي تنخفض فيها هذه النسبة. وهذا لأن أسعار أسهم المؤسسات التي ترجع فيها نسبة ملكيته للمؤسسات المالية عادة ما تكون قريبة من قيمتها الحقيقية بسبب كفاءة القرارات الاستثمارية التي تتخذها تلك المؤسسات، و من ثمة لا تتاح للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية ملموسة

- غلة التوزيعات: **dividend Yield**:

وهي تعبر عن المستوى الفعلي لنصيب السهم و يعطى بالعلاقة التالية²:

غلة التوزيعات = نصيب السهم من التوزيعات / القيمة السوقية للسهم

و تتوقف أهمية النسبة وفقا إلى حجم المستثمر فإذا كان من صغار المستثمرين فإنه يفضل شراء الأسهم التي تتسم بارتفاع غلة التوزيعات، أما كبار المستثمرين فإنهم يفضلون شراء أسهم المؤسسات الواعدة حتى ولو كانت الغلة منخفضة.

4- تحليل المخاطرة:

طالما أن القيمة السوقية للسهم تتحدد على ضوء العائد و المخاطرة معا، كان من الضروري على المحلل الأساسي أن يتعرف على حجم المخاطرة التي تتعرض لها المؤسسة، حيث يعرف و يسيّر المخاطرة على أنها "فرصة تكبد أذى أو تلف أو ضرر أو خسارة"³ و هو تعريف لا يختلف فيه اثنان، لكن الجانب الذي يهمنا هو الجانب الكمي أو القياسي للمخاطرة.

- أنواع المخاطرة:

تنقسم المخاطرة إلى نوعين:

* المخاطرة المنتظمة:

تمثل في المخاطر العامة نتيجة التقلبات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية السياسية و الاجتماعية و التي تمس السوق ككل.

¹ - مرجع نفسه، ص. 76.

² - عبد المنعم حنفي: الإدارة المالية مدخل القرارات، دار الجامعة، مصر، 1997، ص. 116.

³ - طارق عبد العال حماد، تحليل العنق و الأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 123.

* المخاطر غير المنتظمة:

و هي المخاطر الخاصة التي تنفرد بها ورقة مالية معينة مثل الأخطاء الإدارية، دعاوي قضائية، التي تسبب في تقلب عوائد المؤسسة و يمكن القضاء على هذا النوع من المخاطر بالتنوع و تنقسم إلى:

✓ مخاطر النشاط:

يقصد بها درجة تذبذب في ربحية المؤسسة نتيجة لتغيير حجم المبيعات، نتيجة لارتفاع حجم التكاليف الثابتة أو ما يسمى بالرفع التشغيلي و يحسب كما يلي¹:

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = 1 + (\text{تكاليف ثابتة} / \text{صافي ربح العمليات})$$

✓ المخاطر المالية:

هي المخاطر التي تنشأ جراء استعمال المؤسسة لمصادر تمويل تدفع تكاليف ثابتة (فوائد) و يسمى بدرجة الرفع المالي و تحسب بالعلاقة التالية²:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \text{صافي ربح العمليات} / (\text{صافي ربح العمليات} - \text{أعباء التمويل الثابتة})$$

❖ التعبير الكمي للمخاطرة:

يتعلق اللفتل بيتا (β) على المعاملات الراجعة لتقلب السوق ككل و التي جاء بها الباحث الأمريكي شارب (Sharp) و الذي خلص أن المخاطرة المرتبطة بأي سهم هي التقلب في عوائده (Volatilité)، و باستخدام الطرق الإحصائية فإننا نجد علاقة ما بين ($R; \Delta i$) حيث R يمثل العائد و Δi التغير في العائد و باستخدام طريقة المربعات الصغرى يمكن إيجاد معادلة الارتباط³:

$$R = \alpha + \beta \Delta i$$

حيث:

R : العائد.

α : ثابت

β : درجة المخاطرة.

Δi : التغير في العائد.

و منه تقول المعادلة السابقة إن، أن هناك علاقة طردية بين R و Δi أي، كلما زاد العائد زاد التذبذب فيه، أي أن تحمل درجة مخاطرة أكبر تعطي عائد أكبر و نلاحظ ما يلي:

* السهم الذي $\beta = 1$ معناه أن العائد عديم التذبذب مقارنة بالسوق و المخاطرة في السهم تساوي المخاطرة في السوق.

¹ - منير إبراهيم هندي، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 197.

² - المرجع نفسه، ص. 199.

³ - عاصف جمال الدين، مرجع سابق، ص. 77-79.

* السهم الذي $I > \beta$ (أقل من الواحد): يعني أن عائد السهم متذبذب بدرجة أقل من السوق و يكون السهم ذو خطورة قليلة.

السهم الذي $I < \beta$ (أكبر من الواحد): يعني أن عائد السهم متذبذب بدرجة أكبر من السوق و ينطوي في هذه الحالة على درجة مخاطرة عالية.

I-3-3/ التحليل الفني:

إن الاستثمار يمكن أن يصبح أكثر سهولة إذا ما استطعنا إيجاد قاعدة تعامل ترشد المستثمر إلى التوقيت الذي يجب أن يقوم فيه بالشراء أو البيع، و التحليل الفني لاختيار الورقة المالية يمكنه ذلك، حيث إذا قمنا بتحليل أداء السوق (أو هذه الأسهم) في الماضي، فإنه يمكن للمستثمر أن يتوقع أداء هذه السوق (أو هذه الأسهم) في المستقبل، لذلك فهو التحليل الذي يقوم على نفي الصيغة الضعيفة لفرضية كفاءة البورصة و التي تنص على أن الأداء السابق ليس له تأثير على الأداء المستقبلي أو قيم السوق، كما أنه يختلف عن التحليل الأساسي في نقاط أهمها أنه لا يشتمل إلا على البيانات السابقة للسوق مثل الأسعار، حجم التداول، المؤشرات الفنية مثل البيع على المكشوف، فهو يدرس السوق نفسه و ليس المتغيرات الاقتصادية و متغيرات الشركة.

I-3-3-1/ تعريف التحليل الفني:

يعرف التحليل الفني في مجال التداول بأنه: "التحليل المختص الذي يستند في مضمونه على الأداء التاريخي لسعر الورقة المالية أو الأصل و تحركاتها خلال فترة معينة من الزمن، و ذلك بهدف التوصل إلى رؤية موضوعية حيال الأداء المتوقع للأصل أو الورقة المالية، بعبارة أخرى يؤس أصحاب التحليل الفني بأن التاريخ يعيد نفسه ما لم تطرأ تغيرات استثنائية تعمل على تغير مسار الأسعار"¹

كما يعرف: "تتحرك البورصة في اتجاهات معينة، تتحدد وفق تغير مدارك و مواقف المستثمرين لمجموعة من الاعتبارات الاقتصادية و المالية و السياسية و السيكولوجية، و التحليل الفني ما هو إلا فن التعرف على التغيرات التي تطرأ على اتجاهات الأسعار في مرحلة مبكرة من الوقت، و ذلك بهدف الاحتفاظ بوضع استثماري يتوافق مع الاتجاه الساري حتى يتحول مسار الأسعار في اتجاه آخر"².

و عليه فإن التحليل الفني يقوم على أساس أن سعر الورقة المالية يعكس جميع التغيرات و الأخبار و الأوضاع الخارجية للورقة المالية و كفاءة عالية

يهدف التحليل الفني بشكل أساسي إلى تحديد المستويات السعرية المناسبة للشراء أو للبيع، أي إمكانية تحديد نقاط الدخول و الخروج بناء على التحليل النفسي للمتداولين، و يستند القائم على التحليل الفني بشكل أساسي على المؤشرات الفنية و الخرائط الفنية للتوصل إلى النتائج المرجوة، و ذلك عبر انتقاء مؤشرات و

¹ - بلين تكتشرز، 2005، ص.7، متوفر على الرابط:

[http:// www.orfailis.com/download/technical_analysis.pdf](http://www.orfailis.com/download/technical_analysis.pdf)

² - عبد المجيد نهيمي، التحليل الفني لأسواق المالية، البلاغ، ط1، القاهرة، 2006، ص.47.

دراسات فنية من بين هذه المؤشرات و الدراسات المعدة، حيث يقوم بناءا عليها بتوطيد قدرته على استنباط دلالات فنية صحيحة تعزز من قراءته المبدئية للخرائط و النماذج الفنية كما هو الحال بالنسبة لتحديد الاتجاه.

I-3-2 / فلسفة التحليل الفني:

في دراسة شاملة قدم روبرت ليفي ملخصا للفلسفة التي يقوم عليها التحليل الفني مؤداه¹:

1- أن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض و الطلب و أن العرض و الطلب تحكمه عوامل متعددة، و من بين تلك العوامل ما يدخل في نطاق اهتمام التحليل الأساسي، و من بينها أيضا ما يتعد عن النطاق مثل مزاج المستثمرين، و التخمين و ما شابه ذلك.

2- يعطي السوق آليا و بصفة مستمرة وزنا لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض و الطلب.

3- أنه باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر فإن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين و تستمر على ذلك لفترة طويلة.

4- إن التغير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس إلى تغير العلاقة بين العرض و الطلب، و أن التغير في تلك العلاقة مهما كانت أسبابه يمكن الوقوف عليه طال الزمن أو قصر من خلال دراسة ما يجري في السوق نفسه.

أما الاعتراض الأساسي على فلسفة التحليل الفني من طرف المحللين الماليين هو في العبارة التي تتعلق في حقيقة الأمر بمدى استجابة أسعار الأسهم لما يطرأ على قوى العرض و الطلب من تغير، فالاعتقاد هو أن اتجاه معين في الأسعار يستمر لفترة طويلة من الزمن يقوم على افتراض أن المعلومات الجديدة التي من شأنها أن تحدث تغير في العلاقة بين العرض و الطلب لا يستجيب لها السوق بسرعة بل عبر فترة زمنية طويلة، أما السبب الثاني فقد يرجع إلى وجود فئة من المستثمرين يحصلون على المعلومات و يجرون عليها التحليل (التحليل الأساسي) و يتخذون على أساسها القرارات الاستثمارية و ذلك قبل غيرهم من المستثمرين، معنى هذا أن أسعار السوق تبدأ في التغير استجابة لتصرفات هؤلاء المستثمرين آخذة طريقها لبلوغ نقطة التوازن الجديدة بين العرض و الطلب أما الوصول إلى تلك النقطة لا يحدث إلا بعد أن تصل المعلومات لباقي المستثمرين و هو ما يتم تدريجيا و يستغرق بعض الوقت و ليس بنفس السرعة التي يتوقعها المحللون الأساسيون، و هنا يبحث المحللون الفنيون عن بداية التحرك من سعر التوازن الجديد و يوضح الشكل التالي هذا الأمر:

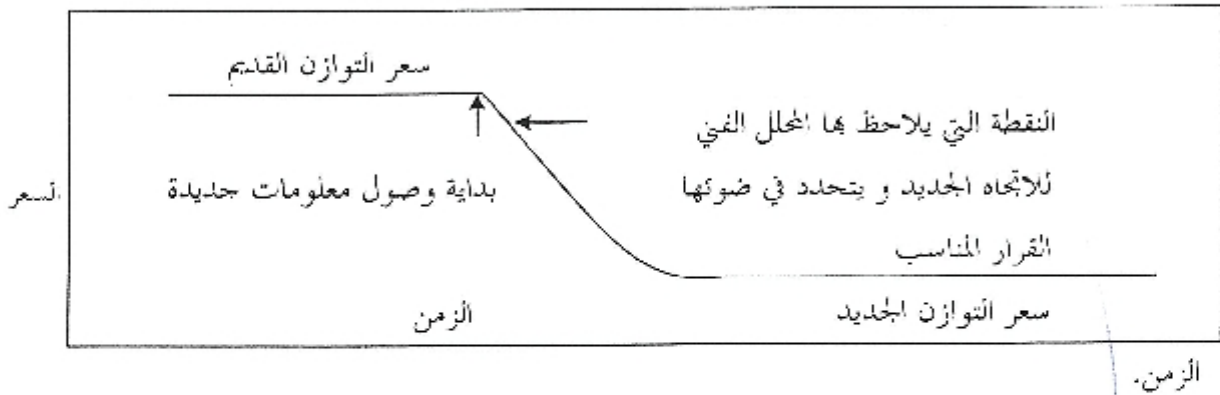
¹ - عدة مراجع أهمها:

* <http://www.arab.ap.org/course9/pdf/analysis-b.pdf>.

* طارق عبد العال، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 146-155.

* عبد الحميد الميهيبي، مرجع سابق، ص. 35.

شكل رقم (1-7): وجهة نظر الفنيين في الكيفية التي تتغير بها الأسعار.



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية مرجع سابق، ص 149.

1-3-3-3 / نظرية داو Daw Theory:

تعتبر نظرية داو من أقدم وأشهر أدوات التحليل الفني و تنسب النظرية إلى تشارلز داو الذي ينسب له أيضا مؤشر داو جونز، أما سمعة و شهرة النظرية فترجع إلى أنها تنبأت بأزمة الكساد العظيم 1929 حيث نشرت جريدة وول ستريت في أكتوبر 1929 تحليلا يقوم على نظرية داو، أشارت فيه إلى أن السوق السعودي قد انتهى و أن السوق الهبوطي قد بدأ، و لقد تحققت النبوءة و أخذت أسعار الأسهم في الهبوط و تشير النظرية إلى ستة مبادئ يمكن إدراج أهمها كما يلي¹:

أ- وجود ثلاثة حركات سعرية لأسعار السوق تحدث في ذات الوقت، الأولى تغيرات سعرية تحدث من يوم إلى آخر، و يطلق عليها بالتقلبات اليومية مثل ردود أفعال قصيرة المدى، و الثانية تغيرات سعرية يتراوح حدوثها ما بين أسبوعين إلى شهر أو أكثر و يطلق عليها الحركات السعرية الثانوية، و أخيرا التغيرات السعرية التي تمثل الوحدة منها تجمعا لآثار سلسلة من الحركات الثانوية، على مدار فترة زمنية تصل إلى 4 سنوات أو أكثر، حيث يستمر التغيير لبضع سنوات إلى أن يحدث التغيير في اتجاه مضاد و يطلق على هذا النوع من التغيير الاتجاه الأساسي كما يطلق عليه بالسوق السعودي أو السوق التروبي حسب الأحوال و لا تعطي النظرية وزنا للتقلبات اليومية بل هي مصدر لتحديد الاتجاه الأساس، و بصور الشكل التالي خريطة تلخص حركة الأسعار، حيث تشير إلى وجود اتجاه سعودي أساسي في الأسعار:

1- عدة مراجع أهمها:

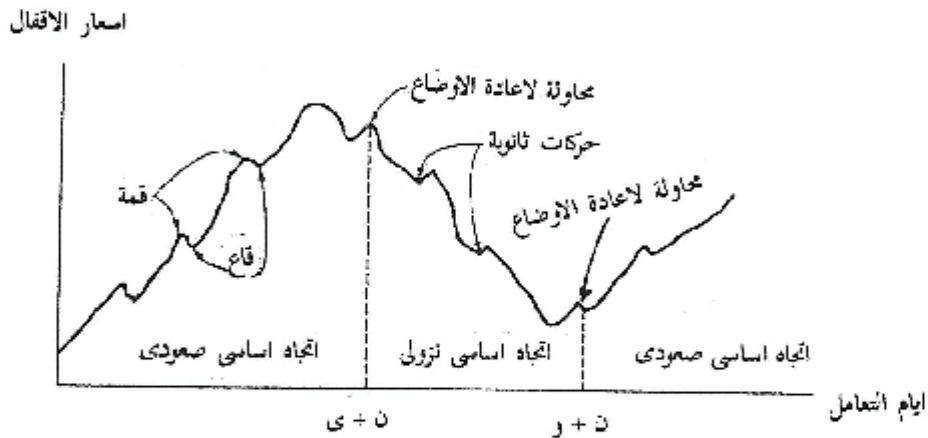
* محمد صالح الجناوي وقال فراد، مرجع سابق، ص 81-90

* طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 224-227

* طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 173-188.

* عبد المجيد المهيدي، مرجع سابق، ص 189-190

شكل رقم (1-8): الكيفية التي تتغير بها الأسعار في ظل نظرية داو.



المصدر: منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 223.

يشير الشكل إلى وجود اتجاه صعودي أساسي في الأسعار بدأ عند اليوم n ، و وصل إلى القمة قبل اليوم $(n+1)$ ثم أخذ الاتجاه بعد ذلك في الهبوط، و في اليوم $(n+1)$ تحدث محاولة من خلال حركة سعرية ثانوية لإعادة الأسعار إلى مستوى القمة السابق و لكنها تفشل معلنة بذلك عن تغير في الاتجاه الأساسي، و ذلك من اتجاه صعودي إلى اتجاه نزولي. و نفس الشيء يحدث بعد ذلك و لكن بصورة عكسية، فالأسعار تستمر في اتجاه نزولي لتصل إلى أدنى مستوى قبيل اليوم $(n+2)$ و تبدأ بعدها في الارتفاع و في اليوم $(n+2)$ تحدث محاولة من خلال حركة سعر ثانوية لإعادة السعر إلى ذلك المستوى المتدني و لكنها تفشل معلنة عن تغير في الاتجاه الأساسي.

ب- ووفقاً لأنصار داو لا يمكن أن يتأكد الاتجاه الأساسي الجديد في أسعار البورصة الذي يعكسه مؤشر ما إلا إذا اتضح أن هناك اتجاه أساسي مماثل قد حدث في مؤشر صناعة معينة .

ج- حجم التداول يجب أن يعزز اتجاه الأسعار: أي أن الحجم يجب أن يزداد مع مضي الأسعار في اتجاهها الرئيسي، لأن حجم التداول هو القوة المحركة للأسعار، فإذا كان الاتجاه الرئيسي للأسعار في صعود فإن ارتفاع الأسعار يجب أن يكون مصحوباً بزيادة في حجم التداول، أما هبوط الأسعار فتكون بحجم تداول صغير و العكس يحدث في كون الاتجاه الرئيسي هابطاً.

د- يفترض أن تواصل الأسعار ميزها في نفس الاتجاه السائد حتى تظهر إشارات محددة تعين انعكاس مسار الأسعار.

I-3-3-4/ أدوات التحليل الفني لمؤشر السوق:

يقصد بتلك الأدوات مؤشر السوق التي تهدف إلى قياس القوة النسبية للسوق، و تحديد اتجاه الأسعار فيه أي ما إذا كانت تتجه نحو الصعود أم تتجه نحو الهبوط و في هذا الصدد يشير فرانش إلى ثلاث مجموعات من مقاييس أو مؤشرات السوق هي: مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين و مقاييس وجهة النظر المضادة و مقاييس المستثمر الختريف.

أ- مقاييس ميل و اتجاه المستثمرين:

تعطي مقاييس ميل المستثمرين مؤشر لاتجاه الحركة المستقبلية في أسعار الأسهم، و يدعي أنصارها بأنها مؤشرات تسبق مؤشرات أسعار السوق، و ذلك من حيث قدرتها على التنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة و من أبرز تلك المقاييس المقياس¹:

أ₁ - مؤشر بارون:

الذي تنشره أسبوعيا مجلة بارون الأمريكية و يطلق عليه مؤشر الثقة الذي يقاس كما يلي:

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

عائد السندات متوسطة الجودة

و من المتوقع أن تكون قيمة المؤشر أقل من 100، و ذلك طالما أن عائد السندات مرتفعة الجودة عادة ما يكون أقل من عائد السندات متوسطة الجودة، أما فكرة المؤشر فتقوم على أساس أنه عندما تكون ثقة المستثمرين في السوق كبيرة و أهم متفائلون بشأن المستقبل حينئذ يتوقع أن يزداد الطلب على السندات التي تنطوي على مخاطر أكبر، و النتيجة المتوقعة هي ارتفاع القيمة السوقية لتلك السندات و انخفاض عائدها بالتبعية ليقترب من عائد السندات مرتفعة الجودة لتقترب نسبة المؤشر من 100 % و العكس صحيح لو أن ثقة المستثمر في السوق ضعيفة، و على العموم فإن قيمة المؤشر تتراوح بين 85 % و 95 %.

و إذا كان الأمر كذلك فإن مقياس بارون يمكن أن يساعد المستثمر في توقيت القرار الاستثماري، فعندما تكون قيمة مؤشر الثقة في صعود، فإن هذا يعني أن الحالة الاقتصادية العامة جيدة و أن الأسعار سوف تتجه نحو الصعود أكثر فأكثر في المستقبل، إضافة إلى ذلك من كان المؤشر ينحج غالباً في التنبؤ بحالة الأسعار في السوق في المستقبل فإنه يفشل في بعض الأحيان في مهمته، في أحيان أخرى يعطي إشارات كاذبة.

أ₂ - مؤشر المستويات العليا و الدنيا:

و فيه تتم مقارنة عدد الأسهم التي بلغ سعرها مستوى مرتفع لم تسجل إليه من قبل بعدد الأسهم التي بلغ سعرها مستوى منخفض لم يصل إليه من قبل، و تشير المعادلة التالية أكثر صور المؤشر شيوعاً:

¹ - عدة مراجع:

* منير إبراهيم ددي، أساليب الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص.ص. 225-232.

* طارق عبد العال، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص.ص. 198-206.

مؤشرات المستويات الدنيا والعليا = عدد الأسهم التي حققت مستوى مرتفع لم تصل اليه من قبل

عدد الأسهم التي حققت مستوى مرتفع لم تصل اليه من قبل + عدد الأسهم التي حققت مستوى منخفض لم تصل اليه من قبل

إذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الواحد الصحيح يكون ذلك دليلا على ان عدد أكبر من الأسهم إرتفعت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل و هذا يعد بمثابة مؤشر على بلوغ حالة الصعود في الأسعار إلى نهايتها، بمعنى أنها في طريقها نحو الانخفاض.

أ3- نسبة الأسهم التي سجلت إرتفاعا في قيمتها السوقية إلى عدد الأسهم التي سجلت إنخفاضا في قيمتها السوقية:

و هناك عدة صور لهذا المقياس، أكثرها شيوعا تظهر في المعادلة التالية التي لم يطرأ عليها أي تغيير.

نسبة الارتفاع و الانخفاض = عدد الأسهم التي حققت صعودا

عدد الأسهم التي حققت هبوطا

و يدعي أنصار هذا المقياس بأنه عندما تكون النسبة 0.6 أو أكثر فإن ذلك يعد مؤشرا على أن الاتجاه الصعودي لنسوق يقترب من نهايته، و إذا ما بلغت النسبة 0.35 فإن هذا يعني أن الاتجاه التزولي بلغ نهايته و أن الأسعار سوف تتجه حالا نحو الارتفاع، أما إذا كانت النسبة 0.6 أو أكثر ثم بدأت في الانخفاض فإن هذا يعد مؤشر إلى اتجاه نزولي مضطرد للسوق، و الصورة الثالثة لهذا المقياس هي:

أ4- نسبة مقدار الارتفاع أو الانخفاض:

و يقصد بها نسبة حجم الصفقات التي أبرمت بأسعار مرتفعة عن ذي قبل إلى حجم الصفقات التي أبرمت أسعار منخفضة عن ذي قبل.

بالإضافة إلى الفرق بين الأسهم التي حققت إرتفاعا و عدد الأسهم التي حققت إنخفاضا على أساس أن يضاف الناتج إلى فرق اليوم التالي لنحصل على مؤشر مجمع يتم تصويره في شكل بياني مقارن مع أحد مؤشرات السوق مثل مؤشر داو جونز، و الفكرة الأساسية وراء المؤشر هي محاولة معرفة إذا كانت حركة المؤشر المجمع تسير جنبا إلى جنب مع حركة مؤشر السوق (مؤشر داو جونز مثلا).

فمن المعتمد أن الارتفاع المضطرد في مؤشر السوق لا يمكن أن يستمر لفترة طويلة، ما لم تكن أسعار معظم الأسهم تتجه نحو الصعود، و عليه إذا اتضح أن المؤشر المجمع يتجه نحو الصعود في الوقت الذي يتجه فيه مؤشر السوق نحو الصعود فإن هذا يعد مؤشرا على أن الاتجاه الصعودي للأسهم سوف يستمر بدرجة عالية من اليقين.

كذلك يعتقد الفني أنه إذا كانت قيمة المؤشر المجمع + 2000 أو أكثر لمدة لا تقل عن 10 أيام متتالية، فإن هذا يعني أن حركة الشراء مغال فيها، و أن مستوى الأسعار أعلى مما ينبغي و يتوقع له الهبوط في المستقبل

القريب أما إذا كانت قيمة المؤشر - 2000 أو أقل من ذلك لمدة لا تقل عن 10 أيام متتالية فإن هذا يعني أن العرض أكبر من الطلب و أن الأسعار أقل مما ينبغي و يتوقع أن ترتفع في المستقبل القريب.

أ- الأسهم التي أبرمت عليها صفقات البيع على المكشوف:

و التي تقاس بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة البيع على المكشوف} = \frac{\text{المتوسط اليومي لصفقات البيع على المكشوف}}{\text{المتوسط اليومي للصفقات}}$$

و يعتقد الفنيون أن ارتفاع تلك النسبة يعد مؤشرا على اتجاه الأسعار نحو الارتفاع في المستقبل، و من ثم يتوقع أن يسعى المضاربون باعتبارهم المتعاملين الأساسيين في البيع على المكشوف إلى تغطية مراكزهم لمواجهة تلك التوقعات و ذلك بشراء الأسهم من السوق، مما يترتب عليه زيادة في الطلب و ارتفاع الأسعار بالتبعية، أما أنصار التحليل الأساسي فيفسرون نتائج ذلك المؤشر بطريقة عكسية إذ يعتقدون أنه كلما ارتفعت تلك النسبة كلما اتجه المضاربون إلى عقد المزيد من الصفقات ، كلما كان ذلك مؤشرا لاتجاه أسعار السوق نحو الانخفاض، ذلك أن المضاربين عادة ما يسعون إلى إبرام تلك الصفقات عندما يولد لديهم اعتقاد بأن أسعار السوق سوف تتجه نحو الهبوط، و سواء كان المستثمر من أنصار التحليل الفني أو التحليل الأساسي عليه متابعة التغيرات التي تحدث مع ذلك المقياس بما يتلاءم مع معتقداته.

و قبل أن نختتم مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين، نكرر أنها تقوم على اعتقاد في أنها مؤشرات تسبق مؤشرات أسعار السوق، من حيث التنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة؛ و إذا ما كان هذا الاعتقاد صحيحا فإنها تعد بحق أساسا يعتمد عليه في توقيت قرار الاستثمار.

ب- مقاييس وجهة النظر المضادة:

تقوم مقاييس وجهة النظر المضادة على اعتقاد مؤداه أن هناك مجموعة من المستثمرين عادة ما تتخذ قرارات استثمارية خاطئة، خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول، و بناءا عليه فإن الإستراتيجية الناجحة تقتضى معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين و على ضوءها تتخذ قرارات عكسية، و من أكثر تلك المقاييس شيوعا مؤشر توازن الكميات الكسرية، الذي يقاس بالمعادلة التالية¹:

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

ووفقا لذلك المؤشر، إذا كانت القيمة أكبر من الواحد الصحيح فإن ذلك يعني أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتهم، أما إذا كانت القيمة أقل من الواحد الصحيح حيث تكون مبيعاتهم أقل من

¹ - من إبراهيم هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص.ص. 231-232.

مؤشر الكميات الكبيرة - عدد الصفقات بأسعار صعودية
عدد الصفقات بأسعار نزولية

أما المنطق الذي يقوم عليه هذا المؤشر فهو إبرام تلك الصفقات بأسعار أعلى من ذي قبل يعد مؤشر على حماس المشترين على إبرام تلك الصفقات. أما الصفقات التي تيرم بأسعار أقل فإنها ترجع لرغبة البائع في تشجيع المشتري ليدخل طرفاً في الصفقة.

و بناءً عليه فإن ازدياد الصفقات التي تيرم بأسعار أعلى من ذي قبل تعد مؤشراً على اتجاه أسعار السوق نحو الارتفاع، وهو ما يعني أن توقيت ملائم لإبرام صفقات الشراء، والعكس إذا كانت الصفقات تيرم بأسعار أقل في ازدياد، و كما يبدو فإن قيمة المؤشر تتراوح بين 0 و 1 و كلما اقتربت قيمة المؤشر من الصفر كان ذلك مؤشراً لاتجاه الأسعار نحو الانخفاض أما إذا اقتربت من قيمة الواحد الصحيح فإن أسعار السوق تكون متجهة نحو الصعود.

I-3-3-5 / أدوات التحليل الفني لسعر السهم:

حتى يتمكن المحلل الفني من تحديد العنصر الذي ينبغي شراؤه و التوقيت الملائم لذلك، عليه أن يبدأ بتحليل نمط التغير في أسعار الأسهم في السوق بصفة عامة، بعد ذلك يمكنه أن يتفرغ لتحليل نمط التغير في سعر السهم محل الاهتمام، وفي هذا الصدد يعتقد الفنيون أو ما يطلق عليهم أحياناً براسمي الخرائط في أن حركة التغير في سعر السهم عادة ما تأخذ نمطاً متميزاً يمكن من خلاله التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل، ونعرض أداتين رئيسيتين هما: تحليل القوة النسبية للسهم و خرائط الأعمدة البيانية؛ بالإضافة إلى المتوسطات المتحركة، وأهم المذبذبات¹:

أ- خريطة القوة النسبية:

تفاوت الأسهم من حيث درجة الثقل في أسعارها؛ فهناك أسهم ترتفع أسعارها بسرعة عند ما يكون السوق في صعود، إلا أن أسعارها تنخفض ببطء عندما يكون السوق في هبوط و يطلق على هذا النوع من الأسهم التي تتسم بأسعارها بقوة نسبية، و هي أسهم عادة ما يتزايد عنها عمائد متغير. و تقاس القوة النسبية لسعر السهم بطرق مختلفة منها:

• معدل العمائد على كل سهم:

وعلى أساسه يتم تصنيف الأسهم التي تتميز بارتفاع متوسط معدل العمائد على الاستثمار خلال فترة زمنية معينة على أنها أسهم تتسم بقوة نسبية. ومن الطرق الشائعة أيضاً في حساب تلك القوة بنسبة سعر

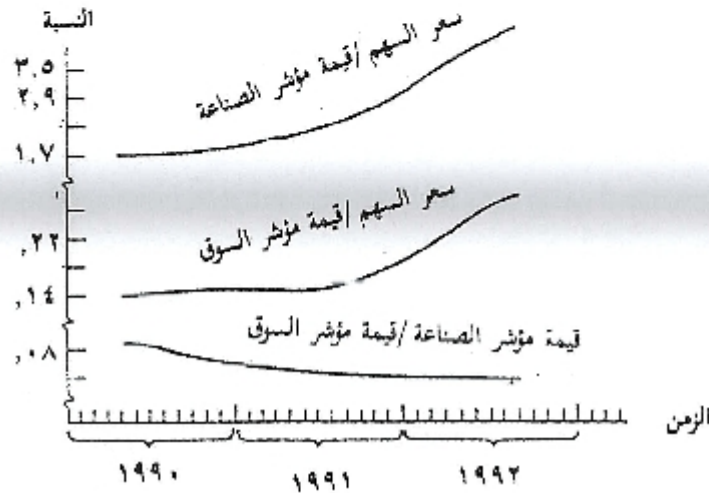
1- عادة مراجع أهمها:

• متواراجيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 235-237.

• محمد صالح المناري و جمال فريد مصطفي، مرجع سابق، ص. 106-111.

السهم إلى قيمة مؤشر الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة المصدرة للسهم و أيضا إلى قيمة أحد مؤشرات السوق، هذا و بعد أن يحلل خرائط أو رسوما بيانية مماثله لعدد كبير من المنشآت في داخل صناعات مختلفة خلال فترة زمنية محددة الملكية، يمكنه أن يحدد الصناعات و المنشآت التي حققت أسهمها قوة نسبية مميزة، و هذه بالطبع معلومة لها أهمية كبيرة في قرارات الاستثمار، و ذلك طالما أن القوة النسبية للسهم تعني تحقيق عائد متميز كما سبق الإشارة.

شكل رقم (1-9): القوة النسبية للسهم.



المصدر: منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 235.

ب- خرائط الأعمدة البيانية:

هناك نماذج متعددة لخرائط الأعمدة البيانية و تتمثل خرائط الأعمدة البيانية في شكل بيان محوره الرأسى سعر السهم، أما محوره الأفقى فيمثل تاريخ ذلك السعر و أمام كل عمود يكشف عن أقصى سعر و عن أدنى سعر في ذلك التاريخ، كما قد توجد علامة على العمود تشير لسعر الإقفال، و بالطبع قد يمثل العمود السعر في يوم معين أو متوسط السعر في أسبوع معين أو شهر معين أو فترة أخرى، و في أسفل الخريطة يوجد حجم الصفقات التي أبرمت في التاريخ الذي يشير إليه المحور الأفقى و السعر الذي يشير إليه المحور العمودى (الرأسى) و من الخرائط الشائعة و ليس بالضرورة أهمها خريطة المستويات المساعدة (الدعم) و المقاومة، خريطة الرأس و الأكتاف.

• خريطة المستويات المساعدة و المقاومة :

يصور الشكل رقم (1-10) خريطة المستويات المساعدة و المقاومة التي تقوم على تصور سلوك المستثمرين و كما يبدو فإن المستوى المساعد هو مستوى سعر متدني، كما أن احتمال نزوله إلى أقل من ذلك ليس كبيرا، أما مستوى المقاومة فهو مستوى عالٍ للسعر و احتمال ارتفاعه أكثر من ذلك ليس كثيرا و حتى

إذا حدث هبوط في السعر عن المستوى المتدني أو ارتفاع عن السعر الحالي فإنه لا يلبث أن يعود إلى مستواه السابق¹.

و بعبارة أخرى تتمثل حواجز أو مستويات الدعم و المقاومة بمستويات الأسعار التي من المتوقع أن يبدأ الاتجاه السعري عندها، أو حولها بالتوقف و أو أخذ منحى معاكس (وذلك استناد إلى الأداء التاريخي للسهم أو الورقة)، فهي بمثابة سفوف و حدود نفسية لتحركات الأسعار المستقبلية، بعبارة أخرى تستخدم مستويات الدعم و المقاومة في تحديد المستويات السعرية التي يميل عندها المتداولون و المستثمرون للبيع أو شراء بشكل أكبر.

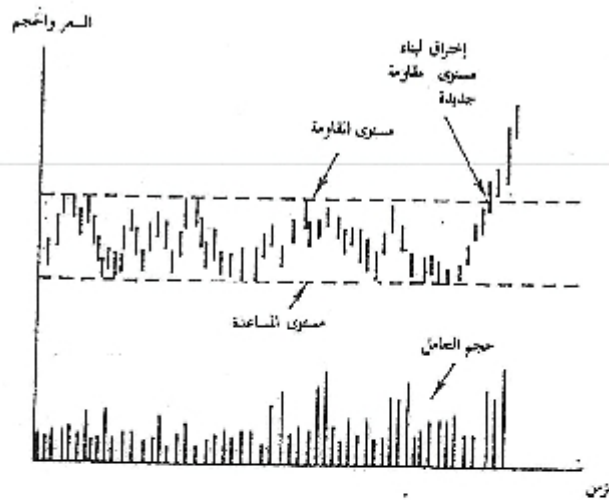
- مستوى الدعم:

هو مستوى سعري يقع دون السعر السوقي الحالي و الذي من المفترض أن تتفوق عنده رغبة الشراء على ضغوطات البيع، و عليه فإن مستوى الدعم من المفترض أن يحول دون المزيد من الانخفاض بل دفعها لارتفاع مجدداً في معظم الأحيان ما لم يطرأ تغير استثنائي أو جوهري.

- حاجز المقاومة:

هو حاجز يقع عند مستوى أعلى من السعر السوقي الحالي و الذي من المفترض أن تتفوق عنده ضغوطات البيع على رغبة الشراء، و عليه فإن حاجز المقاومة من المفترض أن يحول دون المزيد من الارتفاع بل قد يدفع بالاتجاه للانخفاض مجدداً في معظم الأحيان ما لم يطرأ تغير استثنائي أو جوهري.

الشكل رقم (1-10): خريطة المستويات المساعدة و المقاومة.



المصدر: منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 236.

¹ -عدة مراجع أهمها:

* دليل نكر تشارت، مرجع سابق، ص 9.

* منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 237-238.

تعرض مستويات الدعم و المقاومة إلى حالتين رئيسيتين عند اقتراب سعر الورقة المالية من هذه المستويات.

1- العمل كارتداد:

أي عند انخفاض سعر السهم أو الورقة أو الورقة المالية إلى مستوى الدعم على سبيل المثال، فسوف يعمل حاجز الدعم على عكس الاتجاه و دفع السعر مجددا نحو الارتداد و الارتفاع.

2- انعكاس دور مستويات الدعم و المقاومة:

في حالة تمكن سعر الورقة المالية من اختراق أي من الدعم أو المقاومة فإن مستوى الدعم أو المقاومة سوف ينعكس، أي أن مستوى مقاومة جديدة سوف يظهر و أن مستوى المقاومة الحالي سيعتبر بمثابة مستوى مساعد له في حالة ما ارتفعت الأسعار عن مستوى المقاومة الحالي مثلا. و تجدر الملاحظة أيضا إلى وجود تفاوت نسبي في قوة مستويات الدعم و المقاومة، و عليه فإن هذه المستويات تصنف إلى مستويات رئيسية (Major) و مستويات أقل قوة (Minor) حيث نذكر على سبيل المثال أعلى سعر لفترة تمتد على مدار آخر 5 سنوات يشكل حاجز مقاومة أقوى من الحاجز المتشكل عند مستوى أعلى سعر خلال فترة آخر شهر.

• خريطة الرأس و الأكتاف:

من أنماط حركة السعر التي يبحث عنها الفنيين نمط الرأس و الأكتاف الذي تضمن 4 مكونات رئيسية كما يوضحه الشكل التالي¹:

1- ارتفاع مضطرب في الأسعار نتيجة لزيادة مضطربة في حجم الصفقات - بسبب زيادة الطلب و استمرار الارتفاع حتى يصل مستوى معين يتبعه انخفاض ثانوي في حجم الصفقات نتيجة لانخفاض الطلب و هو شأنه أي يؤدي إلى انخفاض للسعر مكونا بذلك الكتف الأيسر.

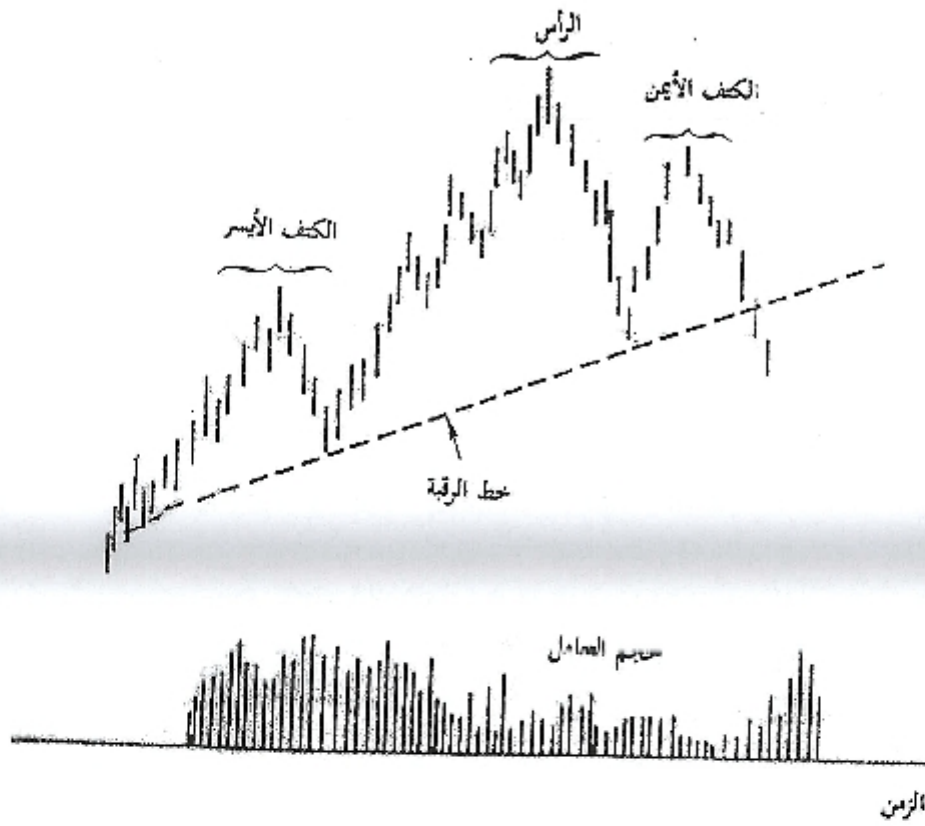
2- زيادة في حجم الصفقات يترتب عليها ارتفاع مضطرب في السعر ليصل إلى قمة أعلى مما وصل إليها الكتف الأيسر يتبع ذلك انخفاض في حجم الصفقات، يترتب عليه انخفاض في السعر حتى يصل إلى مستوى أعلى قليلا من المستوى المتدني الذي وصل إليه الكتف الأيسر و لكنه أقل قليلا من مستوى قمة الكتف الأيسر و هذا ما يكون الرأس.

3- زيادة في حجم الصفقات و إن كان ذلك بمعدل أقل بالمقارنة مع الزيادة في حجم الصفقات التي ساهمت في بناء الكتف الأيسر و الرأس؛ و كما يشير الشكل التالي تفشل هذه الزيادة في أن تصل بالأسعار إلى مستوى يعادل قمة الرأس ثم تأخذ ذلك في الهبوط مكونة الكتف الأيمن.

4- حدوث انخفاض في السعر في نهاية المرحلة السابقة يتعدى حط الرقبة الذي يشمل التماس الأدنى مستوى سعري الرأس و الأكتاف، و تعد هذه وجهة نظر الفنيين مؤشر لتوقيت ملائم لقرار البيع

1- منبر لإبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 240-251.

شكل رقم (1-11): خريطة الرأس و الأكتاف.



المصدر: منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 23.

● المتوسطات المتحركة و المذبذبات:

تعتبر من أهم الطرق المستخدمة للتحليل الفني و أقدمها هو المتوسطات المتحركة، لكن هذه الأخيرة تكون مصحوبة في أعظم الأحيان بالمذبذبات، لذلك من الضروري الإشارة إلى هذه الطرق¹:
أ- المتوسطات المتحركة:

يسمح المتوسط المتحرك يتمهيد و تسوية الأسعار بحساب يومي لمجموعة أسعار سابقة مقسمة على X
حيث:

$$MMx = (P_t + P_{t-1} + P_{t-2} + \dots + P_{t-x+1}) / x$$

حيث MMx : هو المتوسط المتحرك.

X: عدد الأيام الذي بحسب لها المتوسط.

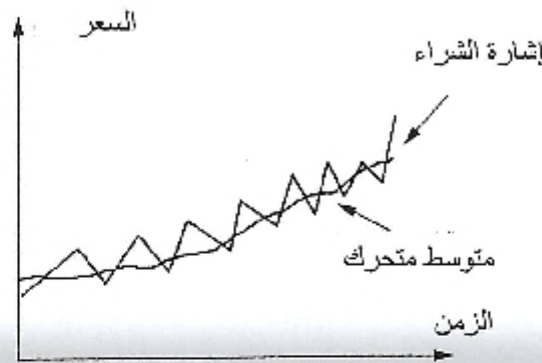
P_t : سعر الإغلاق عند الزمن t.

تسريحيون محام:

* عبد الحميد النهيتمير، مرجع سابق، ص.ص. 161-176.

* philippe gillet, l'efficience des marches financiers, economie, paris, 2^{ème} editions, 2008, P. P.48- 49.

و يمكن تكرار الطريقة باستخدام المتوسط المتحرك المرجح أو الأسّي، و يستخدم المتوسط المتحرك لإعطاء إشارة بداية اتجاه جديد للسعر و نهاية اتجاه سابق.
شكل رقم (1- 12): المتوسطات المتحركة.



Source : Philipe Gillet, Op.cit,p.50

و تتحدد إشارة التداول عند عبور السعر (أو المتوسط المتحرك القصير) لخط المتوسط (أو المتوسط المتحرك الطويل) لأعلى أو لأدنى، و الإشارة تكون واضحة لاليس فيها، فإشارات الشراء تطلق بعبور السعر أو المتوسط المتحرك القصير فوق خط المتوسط (أو المتوسط المتحرك الطويل) وهو ما يعرف بالعبور الذهبي كناية عن ارتفاع الأسعار، أما العبور القاتل فيشير إلى البيع و ذلك عندما يسقط السعر (المتوسط المتحرك) تحت خط المتوسط (أو المتوسط المتحرك الطويل).

ب- الزخم momontune :

يعبر الزخم عن سرعة تغير (تطور) الأسعار، فعندما يكون السوق في صورة صعود، فالزخم يرتفع، و العبور من الصفر يعبر عن تراجع الاتجاه، حيث تنشأ إشارة شراء أو بيع، و يتم حساب الزخم بتسجيل الأسعار كل فترة معينة و حساب الفروق بين الأسعار كل فترة، و طبقا للمعادلة التالية:

$$M(x \text{ jours})= C_t - T_{t-x}$$

حيث : $M(x \text{ jours})$: معادلة الزخم لـ x يوم.

C_t : آخر سعر إقفال.

T_{t-x} : سعر الإقفال لـ x يوم سابقة.

ج- مؤشر القوة النسبية: (Relative strenghtIndex) le RSI :

هو مثل الزخم، و نوع من أنواع المذبذبات، وهو إذن يعتبر مقياس لسرعة تطور الأسعار، يوضح بطريقة

دقيقة تغيرات الاتجاه، بحسب بالطريقة التالية :

$$RSI(x \text{ jours}) = 100 - [100(1 + R_s)]$$

RSI : مؤشر القوة النسبية.

$$R_s = \frac{\text{متوسط الارتفاعات خلال } x \text{ الأيام الأخيرة}}{\text{متوسط الانخفاضات خلال } x \text{ الأيام الأخيرة}}$$

مؤشر القوة النسبية محدود و متغير بين 0 و 100، فعندما تكون السوق في ارتفاع قوي فان مؤشر القوة النسبية يتجه نحو 100 أما عندما تكون في هبوط يتجه نحو الصفر و هذا يعتبر بناءا لإشارة البيع، و إشارة الشراء تؤسسن من خلال المرور من قيمة أقل من 30 إلى قيمة أكبر من 30، و بالإضافة فإن مؤشر القوة النسبية يستخدم في معظم الوقت مع متوسطه المتحرك، و إشارات الشراء و البيع تكون نفسها كما الأسعار مع المتوسط المتحرك.

خلاصة الفصل :

خصص هذا الفصل لدراسة الإطار النظري للبورصة ، متضمنا التعريف بها ، ووظائفها المتعددة في الاقتصاديات الحديثة ، وعرض أهم الأدوات المالية المتداولة فيها ، ، بالإضافة إلى استعراض مجموعة المتدخلين الفاعلين و آليات التعامل في الأوراق المالية و كذا كيفية حساب مؤشرات البورصة و اعتماد التحليل الفني والأساسي لاتخاذ القرار الاستثماري فيها ، ويلاحظ أنه تم تناول هذه المخاور استنادا لما هو سائد في الأسواق المالية المتطورة ، حيث تمثل نموذجا راقيا يمكن أن يحتذى به في الدول النامية .

وقد تبين من خلال العرض الوصفي أن بورصة الأوراق المالية باعتبارها تؤدي وظائف في غاية الأهمية ، ولعل من أهم تلك الوظائف تعبئة المذخرات وتخصيص الموارد المالية و متابعة أداء الشركات المدرجة ، وتوفير المعلومات والسيولة للأطراف المتعاملة في البورصة. وحتى تؤدي البورصة هذه الوظائف بفعالية كان من الضروري أن تتنوع الأدوات الاستثمارية في البورصة، وتوفر الأسواق المالية المتطورة توليفة متنوعة من الأدوات الاستثمارية ، تتراوح بين أصول الملكية كالأسهم بأنواعها ، وأدوات المديونية بشتى أصنافها ، و المشتقات المالية التي تأخذ من الأدوات آنفي الذكر محلا للتعامل والاتجار ، يضاف إليهما معدلات الفائدة ، مؤشرات الأسعار ، والعملات والبضائع وغيرها من الأدوات المالية الحديثة.

ويشترك في إجراء وإتمام المعاملات في البورصة عدد كبير من المتعاملين و على الرغم من أنه يمكن التعامل بصورة مباشرة بين مستثمرين اثنين (كالدولة ، الشركات والبنوك و المستثمرون التأسيسيون ، والأفراد المستثمرون)، إلا أن العملية المعتادة تقتضي استخدام الخدمات المقدمة من فئة السماسرة و التجار المتخصصين في أعمال الوساطة (كالسماسرة الوكلاء ، والتجار المتخصصين في أعمال الوساطة و سمسارة الصالة) لتفادي التكلفة المرتفعة للاتصال المباشر بين المستثمرين. و في الحالة الأولى يمكن أن تأخذ الصفقات شكل مقابلة للأوامر الممررة من قبل البائعين والمشتريين، وبغض النظر عن مواصفتهما فإن أكثر الأوامر شيوعا في البورصات أربع أنواع وهي: أوامر الإيقاف، أوامر السوق : الأوامر المحددة أوامر الإيقاف ، وأوامر الإيقاف المحددة، ولكل من هذه الأوامر توصيف و مزايا خاصة ، المهتم من ذلك أن تسيير و إجراءات تنفيذ و تصفية الصفقات متعلقات تضمن السير و المرونة في التنفيذ على نحو يسهم في تعظيم ثروة المستثمرين و يحقق الاستقرار في المعاملات .

و هنا كان لابد الإشارة إلى مؤشرات البورصة باعتبارها مرجعية معنوماتية هامة للمستثمرين والمحللين على حد سواء لاتخاذ قراراتهم ووضع توصياتهم و هي تنقسم من حيث الهدف من تصميمها إلى مؤشرات عامة تقيس اتجاه السوق ككل ، ومؤشرات قطاعية تقتصر على قطاع معين مع مراعاة عدم التحيز ، كما تتباين المؤشرات من حيث كيفية إعدادها ، فمنها ما يتم إعداده بالترجيح على أساس أسعار الأسهم الفردية ،

والأخرى على أساس تساوي الأوزان ، في حين شاع حديثا الإعداد على أساس رسملة البورصة ، وكذا على أساس الرسملة المعمومة للبورصة باعتبارها تحفظ وزن الشركات في البورصة .

وفي البورصة ينقسم المحللون إلى فئتين بين أساسيتين ، الأولى فئة المحللين الذين يستخدمون أدوات التحليل الأساسي و يطلق عليهم مسمى " الأساسيون" ، حيث ينصرفون إلى تحليل الظروف الاقتصادية وبيان أثرها على القطاعات الاقتصادية المكونة للسوق ومن ثم على الشركات التي تنتمي لكل قطاع هذا في حال إذا ما تبع منهج التحليل من أعلى إلى أسفل ، أو تحليل ظروف القطاعات المكونة للسوق ، أو تحليل ظروف الشركة أولا ، إذا كان المنهج المتبع من أسفل إلى أعلى . و الهدف من ذلك كله هو تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ، ثم مقارنتها بسعرها السوقي ، فإذا تبين من نتائج القياس ارتفاع السعر السوقي بدرجة كبيرة عن القيمة الحقيقية للورقة المالية ن فعندئذ يقال أن السعر السوقي مبالغ فيه ، أما إذا كان السعر السوقي ، أقل بكثير من القيمة الحقيقية للورقة للسوق فنستنتج أن هذه الورقة مقيمة بقيمة أقل مما يجب . أما الفئة الثانية فتضم المحللين الذين يستخدمون التحليل الفني و يطلق عليهم "الفنيين" ، ويتضمن التحليل الفني على عكس التحليل الأساسي دراسة البورصة ذاتها (الأسعار التاريخية ، حجم الصفقات..) دون دراسة العوامل الخارجية التي يحتمل أن تؤثر على الأسعار فيها ، ويهدف التحليل الفني إلى التنبؤ بالحركات السعرية قصيرة الأجل لمؤشر السوق . لتقلص التوصيات الخاصة بالتوقيت الملائم لتنفيذ عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية .

وعلى الرغم من أوجه التباين بين التحليل الأساسي و التحليل الفني بين التحليل الأساسي و التحليل الفني إلا أن ذلك لا يسبغ الاعتقاد بتعارض الأسلوبين ، بقدر ما يشير إلى تكاملهما . إذ عمليا يمكن للمستثمر في حالات كثيرة استخدام مزيج من الأسلوبين في أن واحد ، في الوقت الذي يمكن الذي يمكن أن يستخدم فيه التحليل الأساسي في اختيار الورقة المالية التي يحتمل أن تكون محلا للاستثمار المربح ، يمكن للمستثمر استخدام التحليل الفني كأداة لتحديد الأوقات المناسبة للدخول والخروج من السوق ، وتكمن نقطة التقاء الأسلوبين في استحالة تحقيق المستثمرين المؤمنين بفلسفة التحليلين لأرباح زائدة في ظل فرضية كفاءة البورصة ، وهو ما سيكون مجالاً للبحث في الفصل الثاني.

II - كفاءة البورصة.

II-1 / نظام المعلومات.

II-2 / فرضية كفاءة البورصة.

II-3 / مستويات كفاءة البورصة و العوامل التي تضعفها.

مقدمة الفصل:

نقد أصبحت البورصة تستقطب الكثير من المستثمرين نظرا لما قد تدر عليهم من أرباح، إذ أصبحوا يوظفون مبالغ ضخمة فيها، الأمر الذي يقتضي توافر قدر من البيانات و المعلومات حول السوق، فلا يختلف اثنان حول أهمية المعلومة أو الإفصاح عنها، بل يعد ذلك أساسيا لسلامة أي سوق استمراره، و لذا يتوجب توفير المعلومات و البيانات الصحيحة المالية و غير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدائها في السوق، حتى يتمكن المستثمرون من ترشيد قراراتهم. فالإفصاح عن المعلومة، قد سنت له قوانين تعمل على انتظام الإفصاح عنها و نشرها في الوقت المناسب، و تحديد قيمة الأوراق المالية بناء على المعلومات المتوفرة هو تحديد لقيمتها الحقيقية في هذا السوق، فهذا الأخير يؤمن بأن أي معلومة ترد إلى السوق تنعكس بسرعة في سعر الورقة المالية و يسمى ذلك السعر "السعر العادل"، ليس هذا فحسب بل يعتمد المستثمرون على مؤشرات البورصة التي ترسم اتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة فيها.

فهي تعطي صورة مسبقة عن سوق للمستثمر الجديد و القديم على السواء، فهي بمثابة مقياس للدرجة تطور الاقتصاد بصفة عامة و البورصة بصفة خاصة، فهو يلخص بشكل عام أداء السوق.

لقد أثارت فكرة كفاءة البورصة و مازالت تشير اهتمام الباحثين و المتعاملين في البورصة لما يمكن أن يتوقع عنها، فوفقا لمفهوم كفاءة البورصة يتوقع أن تستجيب أسعار الاسهم على وجه السرعة لكل معلومة تصل الى المتعاملين ، مما يترتب عنها تغير نظرهم في شركة المصدرة للسهم، حيث أن المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت و مستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعودا مع الأنباء السارة و هبوطا مع الأنباء غير السارة و التي تصل بسرعة و بدون سابق إنذار.

و في ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات، فلن يتمكن أي منهم من تحقيق سبق في الحصول على المعلومات أو في تحليلها و من ثمة فلن تتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

1-II / نظام المعلومات:

تعد المعلومات مادة القرار، فإذا كانت عملية الإنتاج تتطلب المواد الأولية، فإن مادة اتخاذ القرار هي البيانات و المعلومات التي يتوفر عليها متخذ القرار، و يتوقف القرار على مدى صحة المعلومات و تخزينها ووصولها في الأوقات المناسبة إلى مراكز اتخاذ القرار، و نظام المعلومات له علاقة ترابطية مع كفاءة البورصة.

1-1-II / تعريف نظام المعلومات و عناصره:

سوف نحاول البحث في العناصر الآتية:

تعريف المعلومة و خصائصها.

تعريف نظام المعلومات.

عناصر نظام المعلومات.

1-1-1-II / تعريف المعلومة و خصائصها:

نقد قليل بأنه: "في عالم يتناثر بهما التأكيد، فإن العاروك، تصبح «مادة مفيدة» إذ يمكن اعتبار المعلومات التي تزيل عدم التأكيد بمثابة البديل للاستثمار المنتج محل عدم التأكيد¹". إن دل هذا على شيء فإثما يدل على أهمية المعلومات في الحياة الاقتصادية بصفة عامة، و البورصة خاصة، و عليه تتوقف البورصة الكفاءة على قيمة المعلومات باعتبارها رسالة موجهة لفئة معينة من الأفراد و المؤسسات.

كما يمكن تعريف المعلومة بأنها: "عبارة عن مجموعة البيانات التي تم تجهيزها و لها معنى لمستخدميها و هي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات، و يجب أن تضيف إلى ما ندركه عند مكان أو حدث ما، و أن توضح لمستخدميها شيئاً لا يعرفه أولاً يمكن التنبؤ به. فالمعلومة تعمل على تنمية و زيادة المعارف و التخفيض من مخاطر عدم التأكيد لأي حالة².

حتى تكون المعلومة ذات جودة، و تؤدي دورها الكامل لا بد من تحديد و تعريف الخصائص، والتي تجعلها مفيدة في اتخاذ القرارات و فيما يلي بيان هذه الخصائص مقسمة إلى قسمين³:

أ- خصائص أساسية:

هناك خاصيتان أساسيتان يجب توفرهما في المعلومات المحاسبية هما:

¹ - جبار محفوض، البورصة، السعر و حوسبة المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص. 357.

² - بوكسافي رشيد، مرجع سابق، ص. 70.

³ - العديد من المراجع؛

* محمد محمود عبد ربه، طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص. 138.

* طارق عبد العال، التقارير المالية: أسس الإعداد و العرض و التحليل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص. 48.

* رضوان حنزه حسان، النموذج المحاسبي المعاصر، دار وائل للنشر، ط1، الأردن، 2003، ص. 196.

1- الملائمة:

يقصد بها وجود علاقة وثيقة بين المعلومات المستمدة و الأغراض التي تعد من أجلها، الأمر الذي يساعد المستفيدين الخارجيين المهتمين بالقوائم المالية في اتخاذ القرارات و التنبؤ بالأحداث المتوقعة في المتوقعة في المستقبل أو تصحيح التنبؤات السابقة. ولضمان ذلك ينبغي أن تكون المعلومات متاحة في الشكل الملائم و الوقت المناسب.

2- أمانة المعلومات و إمكانية الثقة بها و الاعتماد عليها:

يفضل من يستخدم المعلومات أن تكون على درجة عالية من الأمانة، إذ تير هذه الخاصية ثقتهم في تلك المعلومات كما تير إمكانية الاعتماد عليها كونها تعكس الظروف الاقتصادية و الأهداف التي تعبر عنها. حيث تتسم المعلومات الأمانة بما يلي:

1-2/ تصوير المضمون الذي تهدف إلى تقديمه تصويرا دقيقا:

إذ تعبر عن الواقع تعبيرا صادقا، فلا بد من توافق وثيق بين تلك المعلومات و الواقع، و يتعذر تحديد مدى مطابقة المعلومات المستخرجة وفقا لأسلوب معين من أساليب القياس للواقع، لذا من الضروري معرفة الظروف التي تحيط بكل حالة قبل تقدير مدى الاعتماد على الأسلوب المستخدم للقياس في تلك الحالة بالذات. كما أن المعلومة المستمدة من المحاسبة تنطوي على التقريب و التقديرات الاجتهادية كما هو الحال في الميزانيات التقديرية المستعملة في مراقبة التسيير.

2-2/ قابلية المعلومات للمراجعة و التدقيق:

يقصد بذلك أن النتائج التي يتوصل إليها شخص معين باستخدام أساليب معينة للقياس المحاسبي و الإفصاح يستطيع أن يتوصل إليها شخص آخر بتطبيق الأساليب نفسها. إذن تؤدي قابلية المعلومات للتحقيق إلى زيادة منفعتها، أي أن أساليب القياس و الإفصاح التي استخدمت لاعادة تلك المعلومات من شأنها أن تؤدي إلى نتائج يستطيع التأكد منها أشخاص مستقلون عن الأشخاص الذين قاموا بإعدادها. إذن تعني خاصية الثقة بالمعلومات و إمكانية الاعتماد عليها أن أساليب القياس و الإفصاح التي تم اختيارها لاستخراج نتائج و عرضها هي أساليب مناسبة للظروف التي تحيط بها، و أن تطبيق هذه الأساليب قد تم بكيفية تسمح لأشخاص آخرين بإعادة استخدامها للتأكد من النتائج. كما تعني هذه الخاصية أن المعلومات التي تم تقديمها تعتبر تصويرا دقيقا لجوهر الأهداف التي تنطوي عليها.

ب- خصائص ثانوية:

و يحملها فيما يلي:

1- حيادية المعلومات:

و يقصد بها عدم التحيز، إذ تتداخل هذه الخاصية مع أمانة المعلومات، كون المعلومات المتحيزة- بحكم طبيعتها- لا يمكن الثقة بها أو الاعتماد عليها.

توجه معلومات المحاسبة التي تتصف بالحيادية لوفاء بالاحتياجات المشتركة لمن يستخدمها خارج الشركة دون افتراضات مسبقة عن احتياجات أية مجموعة معينة، وتضع هذه الأخيرة واجبا على عاتق المسؤولين عند وضع معايير محاسبية، كما تضع واجبا على عاتقهم عند إعداد القوائم المالية، وذلك فيما يتعلق باتخاذ قرارات منصفة بشأن الاختيار بين الأساليب البديلة للقياس والإفصاح بما يكفل تحقيق هدفين أساسيين هما: تقديم المعلومات ذات العلاقة الوثيقة بالأهداف التي أعدت من أجلها وتحقيق أمانة في تقديمها.

2- قابلية المعلومات للمقارنة:

تؤدي هذه الأخيرة إلى تمكين مستخدمي المعلومات المحاسبية من التعرف على الأوجه الحقيقية للنشابه والاختلاف بين أداء الشركة وأداء الشركات المماثلة الأخرى خلال فترة معينة، كما تمكنهم من مقارنة أداء الشركة نفسها فيما بين فترات زمنية مختلفة. وتنشأ أوجه الاختلاف والنشابه نتيجة تشابه أو اختلاف الظروف والأحداث التي تتأثر بها الشركات المختلفة، أو الظروف التي تتأثر بها الشركة ذاتها خلال فترات زمنية متعاقبة.

3- التوقيت الملائم:

أي تقديم وإتاحة معلومات محاسبية لمن يستخدمها عندما يحتاج إليها. إذ تفقد المعلومات منفعتها إذا لم تكن متاحة عندما تدعو الحاجة إلى استخدامها، أو إذا تأخر تقديمها لفترة طويلة بعد وقوع الأحداث المتعلقة بها وبهذا تفقد فعاليتها في اتخاذ القرارات. وهناك معياران هامين لتحقيق منفعة المعلومة هما: تحديد الفترة الزمنية التي ينبغي فيها إتمام المالية، والحد الأدنى للفجوة الزمنية التي تفصل بين تلك الفترة وتاريخ إصدار القوائم.

4- قابلية المعلومات للفهم والاستيعاب:

لم يتمكن مستخدموا المعلومات الاستفادة منها إذا كانت غير مفهومة. إذ تتوقف إمكانية فهمها على طبيعة البيانات التي تحتويها القوائم المالية وكيفية عرضها من ناحية، كما تتوقف على قدرات مستخدميها وثقافتهم من ناحية أخرى. إذ هناك إجراءات تساهم في إمكانية فهم المعلومات واستيعابها تتمثل في: تصنيف البيانات في مجموعات ذات مغزى لمن يستخدمها، الاستعانة بعناوين واضحة المعنى سهلة الفهم، وضع البيانات المترابطة مقابل بعضها البعض وتقديم الأرقام الدالة على المؤشرات التي يرغب في معرفتها مستخدموا القوائم.

5- الأهمية النسبية والإفصاح العام الأمثل:

يرتبط هذا المفهومان ببعضهما، حيث، السبب في ذلك الارتباط إلى المعلومات، الهامة بتعريف الإفصاح عنها، كما أن المعلومات التي لا يتم الإفصاح عنها يفترض أنها غير هامة. إضافة إلى ذلك فهما مرتبطان بمفهومَي الملائمة وأمانة المعلومات، والسبب في ذلك أن المعلومات التي ليست لها علاقة وثيقة بأهداف القوائم المالية تعتبر بطبيعتها معلومات غير هامة، وبالتالي ليس هناك ما يدعو إلى الإفصاح عنها. هذا بالنسبة لارتباطهما بالملائمة، أما عن ارتباطهما بمفهوم أمانة المعلومات وإمكانية الاعتماد عليها فيرجع سبب ذلك إلى أن القوائم

المالية التي يمكن الاعتماد عليها يجب أن تفصح عن كافة المعلومات ذات الأهمية النسبية. و بصفة عامة يعتبر بند ما ذا أهمية إذا أدى حذفه أو عدم الإفصاح عنه، عرضه، أو بصورة غير صحيحة إلى تشويه المعلومات التي تشملها القوائم المالية، مما يؤثر على مستخدمي هذه القوائم في اتخاذ القرارات الملائمة. كما يساهم الإفصاح الأمثل في زيادة منفعة المعلومات المحاسبية، ومن ثم يجب أن تكشف القوائم المالية عن كافة المعلومات التي تجعلها غير مضللة، كما ينبغي أن يتركز الإفصاح في التأكيد على المعلومات التي يتعين إبرازها بصورة خاصة (وهي المعلومات الملائمة ذات الأهمية النسبية).

6- الاتساق:

المقصود به هو الثبات و الانتظام في تطبيق الأساليب و القواعد المحاسبية من فترة لأخرى داخل الشركة، وهذا ما يحقق إمكانية المقارنة بين نتائجها على مرور الزمن و يحول دون ظهور تغيرات تنتج عن تغير الأساليب و القواعد المحاسبية.

II-1-1-2 / تعريف نظام المعلومات:

يمكن تعريف نظام المعلومات على أنه: " مجموعة النظم الفرعية للأفراد و البيانات و الإجراءات و المعدات و البرامج"¹؛ كما يمكن تعريفه على أنه: " مجموعة القواعد و الإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى الشخص المناسب لاتخاذ أكفأ القرار أو التصرف الأحسن في وقت معين"².

ومنه فإن نظام المعلومات عبارة عن تجميع للأفراد و الأدوات و المعدات و تشغيل البيانات و وسائل الإدخال و الإخراج و معدات الاتصال و ذلك الإمداد بالامارات، الحقةرة و الشاملة و المرتبطة باحتياجها في الوقت المناسب، و تشغيل و مراقبة أعمال المؤسسة و لذلك نستطيع أن نعطي مفهوما أدق لنظام المعلومات و بأنه مجموعة العناصر (موارد بشرية ، مادية الخ) التي تسمح بالمعالجة التخزين و إيصال المعلومات.

II-1-1-3 / عناصر نظام المعلومات:

إن نظام المعلومات كغيره من الأنظمة الأخرى يتكون من العناصر الآتية³:

أ- المدخلات:

تمثل مدخلات نظام المعلومات في بيانات تاريخية و تقديره عن عمليات المؤسسة، وقد تكون هذه البيانات: مالية، إحصائية، عينيه.... الخ.

ب المخرجات:

وهي متغيرات الخروج، و تكون مرتبطة مباشرة بتحقيق أهداف النظام و اتخاذ القرارات، وقد تكون هذه المعلومات مالية أو عينيه في شكل نسب أو رسوم بيانية أو غيرها.

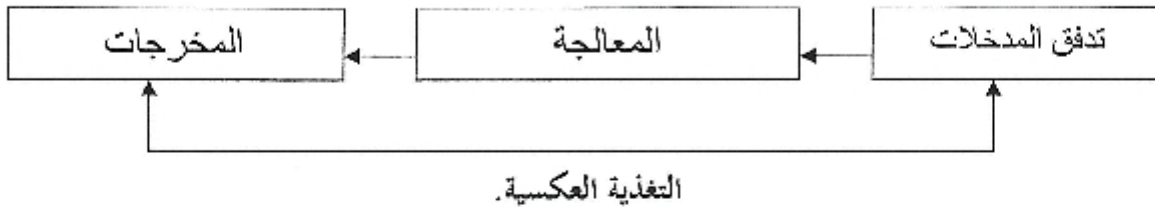
¹ - بوكسان رفيد، مرجع سابق، ص. 70.

² - R.Reic, système d'information et management des organisation, edition vuribert, paris, 1995, p. 10.

³ - محمد الفيومي، نظام معلومات المحاسبة في المنشآت المالية: الدر الجامعة للصرية، مصر، 1990: ص. 61.

وعن طريق المعالجة تتحول البيانات (المدخلات) إلى معلومات (مخرجات) و هذا طبقا للطرق و النماذج المحاسبية أو الرياضية أو الإحصائية أو غيرها. و التي يمكن أن تحول المعلومات الناتجة عن النظام المطبق و أن يتم استعمالها مرة أخرى كبيانات في دورة أخرى للمعالجة، و تسمى في هذه الحالة معلومات التغذية العكسية و هكذا،... و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (2-1): التغذية العكسية.



المصدر: محمد الفيومي، مرجع سابق، ص. 62.

II-1-2 / مصادر الحصول على المعلومات:

إن معرفة المعلومات من شأنها أن تكشف عن المصدر الملائم للحصول عليها. فمن أين يتم الحصول على هذه الأخيرة؟ للإجابة على هذا السؤال يتم تقسيم مصادر المعلومات إلى قسمين:

II-1-2-1 / المصادر الداخلية:

و تتمثل في الشركة نفسها من خلال ما تقدمه من بيانات و معلومات في أشكال عديدة هي كالآتي¹:
أ- القوائم المالية:

سواء كانت ختامية سنوية أو دورية لفترات أقل من سنة و تتمثل في أربع قوائم أساسية هي: قائمة الميزانية، قائمة الدخل، قائمة الأرباح الخنجزة، قائمة التدفقات النقدية. و عادة ترفق هذه القوائم بمذكرات تعتبر جزءا ضروريا من مصادر المعلومات المفيدة، كما توفر معلومات إضافية غير موجودة في القوائم المالية.

ب- التقارير المالية:

من أبرز التقارير المنشورة و التي هم العاملون في البورصة تلك التي توجه إلى حملة الأسهم التي ترسل إلى البورصة.

¹ - العديد من المراجع :

* طارق عبد العادل، التحليل المالي و الأسهمي لأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 84.

* محمد عبد مصطفى، مرجع سابق، ص. 126.

* رجال فبورز، أثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية، رسالة لنيل شهادة الماجستير تخصص نقد و مالية، جامعة قالة، 2005/2004، ص. 5-6.

بالنسبة للتقارير الموجهة إلى حملة الأسهم، هناك نوعان من التقارير التي تقوم بنشرها و إصدارها لهم في شكل تقارير سنوية، وربع سنوية، و تكون متعلقة بقائمتي الدخل و المركز المالي عن الفترة المنصرمة. عادة ما يصاحب هذه التقارير بيان المدير التنفيذي و توضيح للنتائج المحققة و الاحتمالات المستقبلية و الخطط المتوقعة للشركة.

أما التقارير الموجهة للبورصة فهي تتضمن الكثير من المعلومات المتعلقة بإصدار أوراق مالية جديدة تلتزم الشركة بإرسالها إلى البورصة في شكل تقارير سنوية و نصف سنوية تضم معلومات عن أسعار أسهمها و إيراداتها و التوزيعات و التقديرات المالية خلال فترة قادمة.

II-2-1-2 / المصادر الخارجية:

يعد تجميع المعلومات عن مجال النشاط الذي تعمل فيه الشركة مفيدا لعملية التحليل، و ذلك من خلال المقارنة مع مثيلاتها مع الشركات المنافسة كما يمكن تجميع بيانات عن الأوضاع الاقتصادية بصفة عامة و ظروف المنافسة و غيرها من البيانات الناتجة عن المحيط الخارجي للشركة. و من أهم مصادر الحصول على هذه البيانات ما يلي¹:

1- الصحف المالية:

تتميز الصحف بسهولة الوصول إليها و انخفاض ثمنها فضلا عن تنوع التوقيت الذي تصدر فيه، حيث يصدر بعضها بصورة يومية و البعض الآخر أسبوعي و شهري. مما يجعل المعلومات مباحة في كل وقت و بتكلفة زهيدة و من أبرز الصحف اليومية المشهورة بتوفير المعلومات في أسواق البلدان المتطورة و التي تهتم المستثمرين هي:

أ- صحيفة نيويورك تايمز: (New York Times(Nyt)

صحيفة يومية لها أهمية للمستثمر و ذلك لتوفيرها الدقة فيما تنشره من معلومات إضافة إلى سرعتها في نقل الجديد منها، كما نجد فيها أهم المعلومات عن الشؤون العالمية و المحلية سواء كانت سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية، إضافة إلى تحليل الخبراء للمعلومات الخاصة بحالة البورصة.

ب- صحيفة وول ستريت: (WSJ) Wall Street Journal

من أوسع الصحف انتشارا في البلدان المتطورة، وهي تزود المستثمر بمعلومات مشابهة لتلك التي تزود بها صحيفة نيويورك تايمز، غير أنها تنشر وجهات نظر الخبراء في شأن المستقبل الخاص بالمال و الأعمال كما تحقق

¹ - العنيد من المراجع:

* إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص. 138-142.

* منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص. 236.

تغطية أفضل للمعلومات عن المنشآت المصدرة للأوراق المالية، إضافة إلى منحصات أخرى مثل: التوزيعات و أرباح منشآت الأعمال، و التعاملات الشخصية بعبا و شراء للأوراق المالية و ذلك بشكل مفصل.

ج- صحيفة يوميات المستثمر: Investor's daily

صحيفة متخصصة في شؤون الاستثمار تعرض لموضوعات تهم المستثمرين الذين يفكرون في توجيه جزء من مواردهم للاستثمار في الأوراق المالية، حيث تنشر المعلومات الخاصة بترتيب الشركات من حيث معدل نمو ربحية السهم، و القوة النسبية للقيمة السوقية للورقة المالية و مؤشرات السوق لقطاعات معينة من شركات الأعمال، مثل الشركات التي تتميز بارتفاع المستوى التكنولوجي لعملياتها و تركيباتها، هذا إلى جانب مؤشرات أسعار الأوراق المالية.

2- المجالات المالية المتخصصة:

هناك العشرات من المجالات المتخصصة في مجال المال و الأعمال التي توفر معلومات و تحليلات للمستثمر ومن أهمها:

أ- مجلة بارون:

مجلة أسبوعية لشؤون المال و الأعمال تصدرها شركة داوجونز تتضمن مقالات في مجالات تهم المستثمر، و تحليل لعدد من الشركات للصناعات إسمية إلى عناوين ثابتة من بينها: trader، و أسبوع في شؤون السندات، كما تنشر أسعار البيع و الشراء التي أبرمت على أسهم متداولة في بورصة نيويورك و البورصة الأمريكية و السوق غير المنظمة، إلى جانب معدل السوق الذي يضم إحصائيات مقارة من الاقتصاد الوطني و البورصة.

ب- مجلة أخبار التجارة و المال:

تتضمن قسم إحصائي مفصل عن الأوراق المالية المتداولة في البورصة، إلى جانب إحصائيات الاقتصاد المحلي، و أهم المعلومات التي تصدر عن منشأة الأعمال، و قسم يتضمن مقالات عن مجالات الاستثمار، و تحليل مفصل عن أسهم الشركة و الأخبار التي صدرت عن المديرين التنفيذيين للشركات.

ج- مجلة فورتشن: fortune :

تقدم تحليلات عميقة خاصة بالشركات و الصناعات و يوجد بها قسم خاص يطلق عليه business roundup يحوي على تقارير عن التقدم و التطور الذي طرأ على قطاع من قطاعات الاقتصاد، و تعتبر من أحسن المجالات من حيث جودة التقارير التي تنشرها عن كفاءة البورصة، و كفاءة إدارة بعض الشركات و الكيفية التي تتخذ بها الإدارة العليا و القرارات في المسائل الهامة.

د- مجلة فوربيز: forbes :

تضم مقالات عن شركات عديدة، و بعض الأنشطة، كما تضم المجلة مؤشرا عن النشاط الاقتصادي الأمريكي متضمنا الناتج الصناعي و الأوامر الجديدة و تراخيص البناء و مبيعات التجزئة. ويهتم العدد الأول

من المجلة في يناير من كل عام بدراسة أكبر من ألف شركة في السوق الأمريكية من ناحية الربحية و النمو و أداء السهم خلال فترة 5 سنوات كما تقيم اجمحة أيضا أداء صناديق الاستثمار.

3- مطبوعات استشاري الاستثمار:

يقصد باستشاري الاستثمار المؤسسات المتخصصة في مجال المال و الأعمال و من أهمها في الولايات المتحدة الأمريكية، ستاندر أندبور standardpoor coporation المملوكة للمؤسسة متجر و حال mc grow-hill و موردي خدمات المستثمرين المملوكة لمؤسسة دان و براد ستريت dun bradstreet، و مؤسسة مسح مستوى قيمة الاستثمار المملوكة لمؤسسة أرنولد بيرنهارد Arnold bernhard، و نظرا لأهمية المعلومات التي توفرها للمستثمر بتكلفة منخفضة لقد اعتبرت تكلفة اقناء ما تنشره تلك المؤسسات من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

أ- مطبوعات ستاندر أند بور:

عن مطبوعات هذه المؤسسة سجل شركات الأعمال الذي يرتب شركات أبحديا و يشمل على معلومات كثيرة منها معارفها عن حجم الأعمال، على المنتجات و بهانات عن التأخير في تلبية طلبات العملاء، و الفروع التابعة، و المباني و الأراضي المملوكة، و الإنفاق الرأسمالي الجاري، إضافة إلى معلومات عن حجم العمالة و أعضاء مجلس الإدارة و المديرون، و معلومات عن السندات التي تصدرها الشركة من حيث الغرض من الإصدار و حجم الموارد التي تحتجز سنويا لسداد قيمة السندات عندما يحل تاريخ الاستحقاق، الأسعار التي بيعت بها، كما تصدر المؤسسة تقرير أسبوعي عن ظروف البورصة و الأوراق المالية التي ينصح المستثمر بشرائها، و تحليلا للأسهم الأكثر تداولاً في البورصة.

ب- مطبوعات مسح مستوى قيمة الاستثمار:

من مميزات هذه المؤسسة أنها تحتم بتقييم كل سهم على أساس مقياس Scale من 5 نقاط لـ 4 متغيرات هي:

المخاطر التي تقاس بمعامل بيتا (β) .

الأداء المتوقع للسهم و القيمة التي سيبيع بها.

الأرباح الرأسمالية المتوقعة.

التوزيعات المتوقعة.

حيث نزود المستثمر بمعلومات عن نشاط المؤسسة و الأرباح و التوزيعات و المبيعات، هامش الربح، و الرأسمال العامل، و هيكل رأسمال، و التطورات الجارية إلى جانب تقرير عن صفقات بيع و شراء أسهم المؤسسة المصدرة و مدى استقرار القيمة السوقية للسهم، و التوقعات في شأن الأرباح.

4- مطبوعات بيوت السمسرة:

عندما توجد في بيوت السمسرة العريقة أقسام متخصصة للبحوث و الدراسات تعمل على تقديم معلومات مجانية مفيدة عن حالة البورصة و الأوراق المالية التي ينصح ببيعها أو شرائها. بما يناسب كافة المستثمرين، أما بيوت السمسرة الصغيرة التي لا تملك أقسام للبحوث، فعادة ما توزع على عملائها المعلومات التي تصدرها بيوت السمسرة الكبيرة، و ذلك بناء على اتفاق سابق بينهما.

5- المطبوعات الحكومية:

تعتبر من أهم مصادر المعلومات عن الأحوال الاقتصادية بصورة عامة و المالية بصفة خاصة، إضافة إلى كونها مصدر للمعلومات عن العديد من الصناعات، فإن تلك المعلومات عادة ما تكون شهرية أو سنوية تتضمن بيانات إحصائية عن الأسعار و الأجور، و الإنتاج و حجم الدخل القومي و عناصره و الدورات الاقتصادية، إضافة إلى ظروف البورصة و الأوراق المالية، كما توجد مطبوعات تكشف عن المعروض من النقود و أسعار الفائدة و مستوى النشاط الاقتصادي و معدل التضخم، كلها ذات أهمية للمستثمرين.

6- بنوك المعلومات:

توفر للمستثمرين معلومات مفصلة عن الأوراق المالية المتداولة في السوق و عن الجهة التي أصدرتها، حيث تخزن هذه المعلومات في ملفات الحاسوب. و يمكن شرائها من مؤسسات متخصصة بتكاليف منخفضة، مما يتيح للمستثمر الذي يفتنيها الحصول على معلومات محددة يبحث عنها كمعرفة الأسهم المتداولة في البورصات التي حققت معدل نمو معين أو حصل حامنها على قدر معين من التوزيعات، و غير ذلك من المعلومات التي تفيد المستثمر في تعامله بالأوراق المالية التي يحوزته أو المتداولة في السوق.

7- المجلات الأكاديمية:

تصدر الجامعات و المؤسسات العلمية العديد من المجلات المتخصصة في البورصة. و تتضمن تحليلات و نماذج قياسية عميقة تدرس السوق و تضع التوصيات لتحسين كفاءة السوق. غير أن لجوء المستثمر إلى هذه المجلات يكون ضعيفا نظرا لصعوبة فهمها، أو عدم اهتمامه بها. ولكن هذه المجلات توفر لصانعي السياسة معلومات مهمة، و توصيات يستند إليها عند اتخاذ القرارات.

8- المعلومات من الانترنت:

توفر لجنة الأوراق المالية و البورصة و غيرها من المؤسسات الحكومية و المؤسسات الخاصة مرقعا على الانترنت مقسما إلى عدة أقسام به كل المعلومات المتوافرة عن البورصة، و غالبا ما يتاح طبعه أو حفظه في ملف على أجهزة الحاسوب الشخصية. و توفر هذه المعلومات ميزة مهمة للمستثمر لأنه يستطيع الدخول إلى مواقع عديدة و مقارنة التحليلات المختلفة من كتبه، أو مترجمه، مما يوفر له الوقت و الجهد، و يشجعه بالتالي على الاستثمار و نظرا لأن تكلفة الانترنت منخفضة فإن الحصول عليها أفضل من الذهاب إلى المؤسسات خاصة أن الانترنت لمدة 24 ساعة في اليوم.

II-1-3 / الجهات المهتمة بالمعلومات:

يلعب الإفصاح عن المعلومات دوراً هاماً في اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، حيث أن توفر المعلومات عن شركة من شأنه أن يخدم أطرافاً مختلفة لهم علاقات معها في ضوء الأهداف التي يسعون إليها. ومن أهم هذه الأطراف نذكر ما يلي¹:

II-1-3-1 / المقرضون:

قد تتلقى الشركة قروض سواء قصيرة أو طويلة الأجل و من مصادر مختلفة قد تكون البنوك، أو عن طريق إصدار السندات، و التي يمكن أن تتخذ شكل سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، هذه الأخيرة تسمح للمقرض استبدال سندات بحقوق ملكية، إذا رأى أن ذلك سوف يكون مربحاً له. إلا أن ما يمكن تمييزه في كافة علاقات توفير الائتمان أنها تمتاز بثبات المنفعة التي تعود على المقرضين مهما حققت الشركة من أرباح، فالمقرض يبقى مقيداً بسعر الفائدة الثابت المحدود في العقد، لكن إذا حققت الشركة خسائر أو واجهت ظروف سيئة فإن أصل القرض و فوائده قد يتعرض للخطر، و تمثل المعاملة غير المتساوية لنسبة المخاطرة التي يتحملها المقرض في حالة الظروف السيئة مقارنة بثبات المنفعة التي تعود عليه في حالة الازدهار، التأثير الرئيسي على وجهة نظره و على طريقة تحليله لاحتمالات و إمكانات تقديم الائتمان.

و يوجد اختلاف، بين وجهة نظر المقرض و وجهة نظر المستثمر فيما يتعلق بحقوق الملكية، و هذا الاختلاف ينتج عنه اختلافات في طريقة تحليل الإمكانات المستقبلية و الأهداف التي يسعى لتحقيقها، فالمستثمر يهتم بالإمكانات المستقبلية للأرباح و المكاسب و التغيرات التي تحدث فيها، أما المقرض فيهتم أساساً بحصوله على ما يضمن تسديد قرضه و فوائده، مثل القيمة السوقية العادلة للأصول المرهونة، كما يهتم بالأصول، و تحليل التدفقات النقدية المستقبلية، و مدى استقرار تلك التدفقات و الاعتماد عليها و يكون المقرضون أكثر تحفظاً من المستثمرين في نظرهم و منهجهم و درجة اعتمادهم على تحليل القوائم المالية، لأنها تعمل على طمأننتهم بخصوص الشركة المقترضة على التحكم في التدفق النقدي و الحفاظ على المركز المالي سليم في ظل مجموعة من الظروف، و تختلف المعلومات التي تحتاج إليها المقرض، ففي حالة الائتمان قصير الأجل، فإن الدائن يهتم أساساً بالوضع المالي الحالي و سيولة الأصول المتداولة و معدل دورانها، أما إذا كان القرض طويل الأجل، بما في ذلك السندات، فهو يحتاج إلى معلومات تسمح بتحليل توقعات التدفقات النقدية و الأموال و تقييم القدرة الإيرادية على المدى الطويل و ذلك كمصدر أساسي للشعور بالاطمئنان بشأن قدرة الشركة على سداد الفوائد و أصل الدين في ظل مجموعة متنوعة من الظروف الاقتصادية.

¹ - بالاعتماد على:

* طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 51-55.
* خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية و الإفصاح المحاسبي، دار للمعرفة، الأردن، 2000، ص. 20.

II-1-3-2 / المستثمرون:

يهتم المستثمرون الحاليون بالمعلومات التي تعينهم على تقييم قدرة الشركة على توزيع الأرباح، فهم أكثر الأطراف التي تجني المكاسب في حالة نجاح تلك الشركة، وأكثرها تحملاً للخسائر في حالة فشلها. فالمستثمرون الحاليون و المرتقبون في حاجة مستمرة إلى المعلومات بغرض تقييم فرص الاستثمار المتاحة و المناضلة بين البدائل الاستثمارية إضافة إلى اتخاذ القرارات المتعلقة بتوظيف مواردهم بصورة ناجحة كما أنهم في حاجة إلى المتابعة المستمرة و تقدير الإحتمالات المستقبلية لتقدير صيرورة الأمور و تحديد ما إذا كانوا قادرين على زيادة استثماراتهم أو تخفيضها أو التحول إلى مشروع آخر.

II-1-3-3 / الموظفون:

يهتم الموظفون و المجموعات المثلة لهم بالمعلومات المتعلقة باستقرار وربحية الشركة، كما ينصب اهتمامهم على المعلومات التي تمكنهم من تقييم قدرتها على دفع مكافأهم تعويضاتهم، و توفير فرص العمل.

II-1-3-4 / العملاء:

يتركز العملاء على المعلومات المتعلقة باستمرارية الشركة وقدرتها على تجهيز المستلزمات الإنتاجية لهم و مقدار الخصم النقدي الذي تمنحه إياهم، خاصة عندما يكون لهم ارتباط طويل الأجل معها.

II-1-3-5 / الجهات الحكومية:

تحتاج الإدارة الضريبية إلى المعلومات المالية الخاصة بالشركات الاقتصادية لحساب الضرائب المستحقة عليه، هذه الأخيرة تعبر عن إجراءات حكومية، الأمر الذي يجعل الجهات الحكومية تسعى للحصول على المعلومات لغرض رسم السياسات على المستوى الوطني و تحديد حجم الوعاء الضريبي و توزيع الموارد.

II-1-3-6 / مراقبوا الحسابات:

يحتاج مراقب الحسابات إلى الحصول على كافة المعلومات لإبداء رأيه عن مدى إظهار القوائم المالية للشركة لكافة الحقائق و المعلومات بعدالة و موضوعية و شفافية، و أنها أعدت في ضوء المبادئ و المعايير المحاسبية المتعارف عليها. إذا يعتبر تقرير مراقب الحسابات عنصر ثقة في القوائم المالية التي تعدها الشركة.

II-1-3-7 / الإدارة:

تعتبر الإدارة من الجهات التي تهتم بالمعلومات لأنها ذات المصلحة الأولى في معرفة الوضع المالي للشركة، و ربحيتها و تقدمها و تقوم الإدارة بإجراء تحليل البيانات بصفة مستمرة نظراً لمعايشتها اليومية لظروف الشركة، و قدرتها المتحددة في الإضلاع على السجلات المحاسبية الداخلية و غيرها، و الهدف الرئيسي للإدارة من وراء استغلال المعلومات و تحليلها هو ممارسة الرقابة على أعمال الشركة و النظر إليها من نفس الزاوية التي تراها بها

الأطراف الخارجية المهتمة بالشركة و ملاحظة أهم التغيرات و اتجاهاتها مما يسمح باتخاذ الإجراءات المناسبة لمواجهة الاتجاهات السلبية في الوقت المناسب و هو ما يمثل جوهر الرقابة.

II-1-4 / علاقة المعلومات بالبورصة:

تلعب المعلومات دوراً هاماً في البورصة فهي تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء و بيع الأوراق المالية المختلفة ، و ذلك من خلال تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية لها.

و باعتبار من أهم خصائص كفاءة البورصة أن تعكس الأسعار توازن الأسهم و هي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة المخاطر المرتبطة باستثمارها، و يتوقف ذلك على مدى توفر المعلومات و تماثلها لجميع المستثمرين و قدرتهم على فهم و تحليل و تفسير هذه المعلومات¹.

إن توفر المعلومات المالية تساعد المتعاملين في البورصة على تحديد العائد المطلوب من الاستثمارات المختلفة وفقاً لدرجة المخاطر أو الخسائر المرتبطة بها لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء المعلومات المالية المتوفرة، هذا على مستوى الشركة.

أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توفر المعلومات يلعب دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بالبورصة ، من حيث تحقيق التوازن بين العائد و الخطر و تخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، مما يتيح عنه زيادة حجم السوق، و زيادة عدد المتعاملين و ارتفاع حجم التعامل و يؤدي ذلك في النهاية إلى تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية من خلال رفع كفاءة المشروعات و تنشيط الاقتصاد و تنميته².

و يحتاج المستثمرون إلى المعلومات التي توفرها لهم الوحدة الاقتصادية في شكل تقارير مالية من أجل تقدير العوائد المتوقع الحصول عليها عند تداول الأوراق المالية في البورصة، و معرفة درجة الخطر المرتبط بها، و بالتالي فإن توفر المعلومات الملائمة لجميع المتعاملين في البورصة يعتبر من العوامل الأساسية لنجاح إدارة المشروع في التعامل مع البورصة وهو ما يؤدي إلى كفاءة البورصة التي تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائدة و ذلك من خلال الآتي³:

* أهمية المعلومات المالية و دورها في ضبط حركة الأوراق المالية في البورصة و هو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات المالية تتصف بالدقة و الموضوعية، يمكن استخدامها من قبل المستثمرين في المفاضلة بين فرص استثماراتهم المختلفة.

* إن توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في البورصة، يؤدي إلى تقرير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات و معرفة الحالة المالية للشركات ذاتها.

¹ - أرشد فؤاد الصبي و آخرون، مرجع سابق، ص. 132.

² - هو شيار معروف كما كامرلاً، مرجع سابق، ص. 75

³ - راهم الحضورى، مرجع سابق، ص. 70.

* إن تداول أنواع مختلفة من الأوراق المالية في البورصة بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة الخطر المرتبطة بها أو باستثمارها؛ وذلك اعتماداً على نوع المعلومات المتوفرة عن كل ورقة مالية و في لحظة زمنية معينة، مما يساعد المستثمر على اتخاذ القرار المناسب في شأن الورقة المالية التي يريد تداولها في البورصة. هناك طرفين تتعامل بالمعلومات وفقاً لمنطق الرشادة الاقتصادية عن طريق عرض أو طلب تلك المعلومات هما¹:

الطرف الأول: معدي و متحجي المعلومات، و لديهم أربعة حالات ممكنة لعرضها:

مراعاة الاستخدام الخاص بالمعلومات و إنتاج شيء ذو قيمة و بيعه في البورصة.

بيع المعلومات مباشرة للمستخدمين.

النشر الخفائي للمعلومات لتشجيع شراء سلع أخرى.

التضليل و الخداع في المعلومات.

الطرف الثاني: مستخدمي المعلومات و لديهم أربعة حالات ممكنة لاستخدامها وهي:

الحصول من المعلومات بالطريقة المباشرة عن طريق السؤال و البحث.

شراء المعلومات من السوق مباشرة.

الحصول على المعلومات مجاناً.

تقييم المعلومات المتاحة.

لكن قد تسود البورصة حالات عدم التأكد، الأمر الذي يجعل المستثمر العادي لا يعرف فيما إذا كان

الاستثمار الذي يقبل عليه مأموناً أم لا؟

فهو لا يستطيع الحكم على جودة الأوراق المالية بمجرد شرائها، لهذا الغرض ظهرت شركات متخصصة

في البورصة، تعمل على تقديم معلومات عن نوعية و خصائص الأوراق المالية.

رغم ذلك قد يشعر الجمهور أن المعلومات غير كافية، و من ثم يطلب حماية أكثر، مما يستدعي على

الحكومة أن تتخذ إجراءات تكفل مزيداً من المعلومات حول الأوراق المالية و الشركات المصدرة لها، تجنباً

للغش و الخداع. لذا على السلطات المالية أن تهتم بتحليل القوائم المالية للأطراف التي تنقصها خبرة محاسبية في

فهم و تفسير المعلومات التي تخويها تلك القوائم إضافة إلى نشرها و إباحتها للجمهور كافة و في الوقت ذاته بما

يضمن المعاملة العادلة للمستثمرين و منع التعامل بناء على معلومات سرية.

من الأمور التي يجب إدراكها أن كفاءة البورصة هي مفهوم نسبي و ليس مطلباً يتحدد بمدى طبيعة

العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة و بين المعلومات و البيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم

¹ - شوقي السيد فوده، بحر نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة سلوك أسعار الأسهم في البورصة الأوراق المالية المصرية: مجلة آفاق جديدة، السنة العاشرة، العدد⁴، 1998، ص. 165.

من جهة أخرى، في الحقيقة يمكن تقسيم المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع¹:

النوع الأول:

يتمثل في المعلومات المعروفة و المعلنة مسبقا، حيث يتعلق الأمر بحسابات السنوات السابقة، سلاسل توزيع الأرباح: سلاسل معدلات الفائدة، سلاسل الأسعار... الخ، هذه المعلومات هي مفصحة بواسطة المتعاملين في الأسعار الماضية للأصول المالية وهي ما يطلق عليها بالمعلومات التاريخية، و يرمز لها بالرمز Ω_0 .

النوع الثاني:

يمكن أن يتمثل في المعلومات المتاحة في اللحظة نفسها التي تصدر فيها للجمهور، إعلان تغير معدلات الفائدة، نشر الحساب أو إعلان توزيعات الأسهم... الخ. و قد تتعلق هذه المعلومات إما بالاقتصاد الكلي أو قطاع معين أو شركة ما. و يطلق على هذا النوع من المعلومات بالمعلومات العامة و يرمز لها بالرمز Ω_{SS} .

- النوع الثالث:

يتمثل في المعلومات غير المعلنة، و المحازة من طرف أشخاص مميزين بفعل وظائفهم داخل المؤسسة، غرف المراقبة، أو الاستشارة، أو المنظمات التنظيمية أو المراقبة بالنسبة للنوع الثالث. بالنسبة كذلك لهذا النوع، المعلومات مرتبطة بالأرباح أو أرقام الأعمال للمؤسسة عندما تكون هذه المعلومات منشورة للجمهور، لكن معروفة مسبقا لدى محافظي الحسابات أو المسيرين، يمكن أن يتعلق الأمر كذلك بالعرض العام للشراء (OPA) عندما يكون هذا العرض منشور لكن معروف من طرف المسيرين و مستشاري أصحاب العرض أو منظمات الرقابة... الخ. هذه المعلومات محازة من طرف ما يطلق عليهم بالداخليين (insiders) أو المطلعين (imities) و تسمى بالمعلومات الخاصة و يمكن أن نرمز لها بالرمز Ω_S .

و يمكن القول أن: $\Omega_0 \subseteq \Omega_{SS} \subseteq \Omega_S$

II-2 / فرضية كفاءة البورصة:

لقد ارتأينا أن الإنام بمضمون فرضية كفاءة البورصة سيتم من خلال التطرق إلى ما يلي:

II-2-1 / الخلفية التاريخية لظهور نظرية الكفاءة:

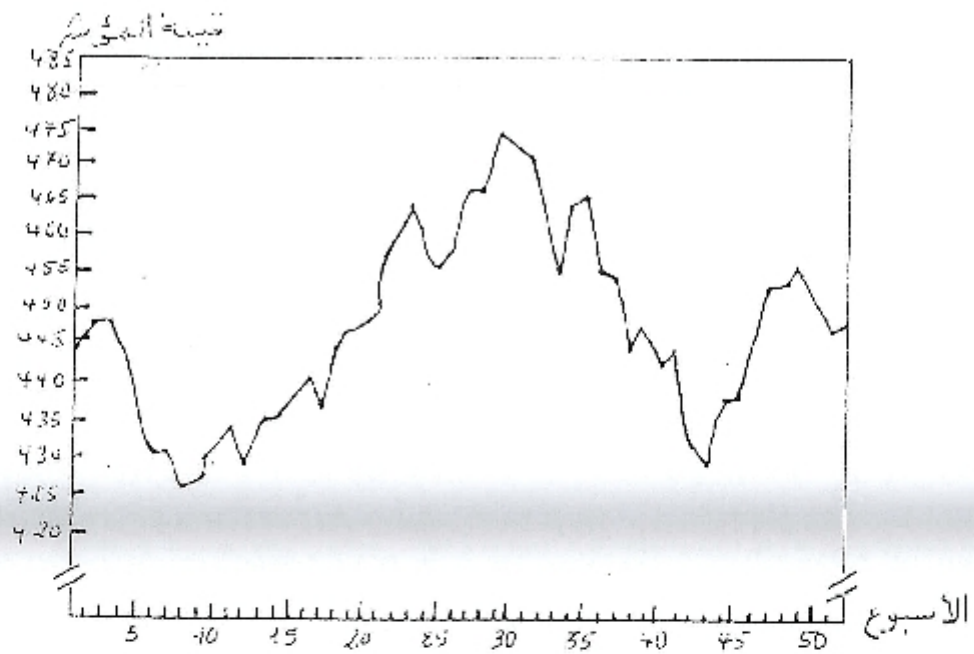
يعود الفضل في اكتشاف الحركة العشوائية للأسعار إلى الفرنسي bachelier سنة 1900 للحصول على شهادة الدكتوراه تحت عنوان (نظرية المضاربة) حيث درس أسعار السلع في الأسواق الفرنسية و أثبت أنها تتبع حركة عشوائية و أنه لا يوجد هناك ترابط في أسعار السلع في فترات متتالية، و بالتالي لا المشترون ولا

¹ - عدة مراجع أهمها:

* philippe gillet, op.cit, p.42.

* steve ambler, conrs dans l'efficience des arches financiers universire du quebec a montenial, canada, 2007, p.3-4.

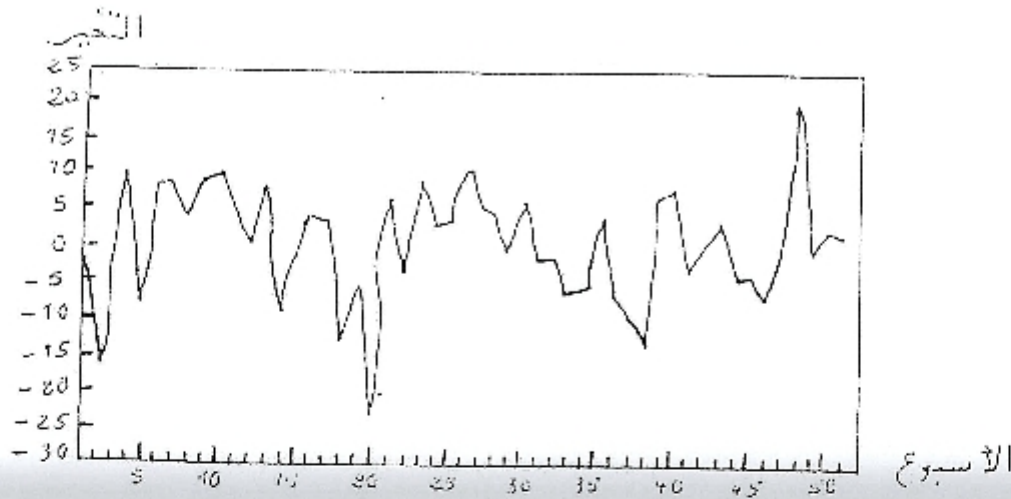
ب- منحنى مصطنع لنفس الفترة (1955-12-30 / 1956-12-28)



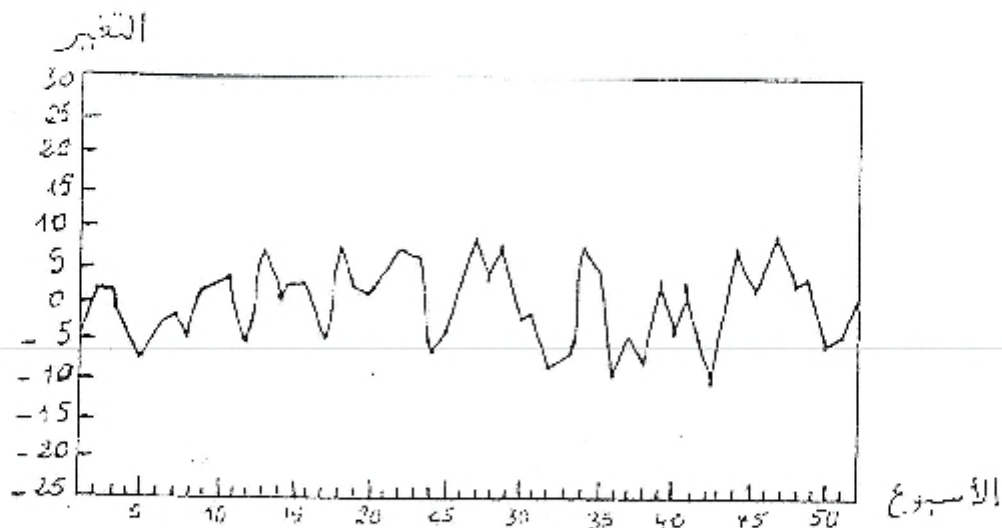
المصدر: جبار محفوظ، البورصة التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص. 361.

نفس الشيء تقريبا يمكن أن يقال عن الشكل رقم: (2-2) في جزئه أ و ب، حيث درس (Roberts) التغير الفعلي في قيم داوجونز على مدى سنة كاملة، مركزا أيضا على أيام الجمعة أثناء الإقفال، هذا ما يوضحه الشكل رقم: (2-2 - أ). كما قام أيضا باختبار سلاسل من المؤشر المذكور و درس التغيرات التي طرأت على أسعارها خلال 52 أسبوعا (الشكل رقم: 2-2 - ب) يمكن ملاحظة العشوائية التي تمتاز بها تلك التغيرات في الشكلين أ و ب أي التغيرات الفعلية و المصطنعة لأسعار الأسهم المدروسة، كما ظهرت تلك التموجات المعروفة بنمط الرأس و الكتفين في الشكلين السابقين.

الشكل رقم (2-3): التغيرات الحقيقية و المصطنعة الأسبوعية لأسعار الأسهم على مدى 52 أسبوعاً.
 أ- منحنى فعلي للتغير في قيمة دوجونز لموسط الصناعة (إفقال أيام الجمعة) للفترة: 1956/12/28-1/6.



ب- منحنى مصطنع للتغير في قيمة دوجونز (إفقال أيام الجمعة) للفترة: 1956/12/28-1955/12/30.



المصدر: جبار علفر، البروق، التسيير و مرفوعة المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص. 363.

و الجدير بالذكر أن هذا النمط الأخير الذي ظهر في تطور القيم لمؤشر دوجونز و كذلك في تغير الأسعار، يعتبره البعض بمثابة رتبة في التغير يمكن استعمالها في التنبؤ بأسعار الأسهم في البورصة، أي هذا انقصاص من مبدأ (عشوائية) الأسعار.

غير أنه- في رأينا- أن هذه الأخيرة تبقى موجودة إلى حد ما، لأنه لا يمكن التنبؤ بوقت تشكل ذلك النمط و بالتالي لا يمكن معرفة وجهة الأسعار في المستقبل، و لأنه بالتبع في شكل هذا النمط بحدده، هو الآخر عبارة عن موجات نازلة وهابطة بصورة عشوائية.

بعد ذلك أظهر Samuelson 1965 في مقال مشهور له أن الأسعار متوقعة بصورة دقيقة تتقلب بصورة عشوائية في الحقيقة، إذا كان السوق يفصح عن كل المعلومات المتاحة و الملائمة. المعلومات الجديدة فقط (غير معروفة في السوق متوقعة من خلال التحليل)، يمكنها القيام بتغيير الأسعار بصورة عشوائية و هكذا ولدت نظرية الأسواق الكفاءة. ومن المحتمل أن Fama (1970) ، الذي فرض إشاعة هذه النظرية في الأوساط الأكاديمية في المالية، و توصل إلى التمييز بين ثلاث أشكال للكفاءة لتوظيف المعلومات، غير أن بعض الكتب تقول أن أول من ميز بين الصيغ الثلاثة هو HV Roberts سنة 1967 حسب مقال Haman 2003 في مهمة علمية له، وهذه الأشكال هي:

- الكفاءة الضعيفة عندما تكون المعلومة ممثلة من خلال مجموع الأسعار الماضية.

- الكفاءة الشبه قوية عندما يتعلق الأمر بالمعلومات التاريخية والعامه المنشورة للجمهور.

- الكفاءة قوية عندما يتعلق بالمعلومات الغير منشورة للجمهور و المحازة من طرف المطلعين.

حسب Fama 1991 السوق كفاء معلوماتيا عندما يكون التوقع المربح مستحيل بالنسبة للفاعلين في

السوق، هذا التعريف يتم انتقاده من طرف Jenson 1978 الذي أخذ في الحسبان مصاريف الصفقة و هذه الأخيرة مرتبطة بنشاط التنبؤ¹.

II-2-2 / مفهوم كفاءة البورصة و متطلباتها:

و تلخص كما يلي:

II-2-2-1 / مفهوم كفاءة البورصة:

هذه الفرضية تسمى أحيانا بالكفاءة السوقية أو الكفاءة المعلوماتية أو الكفاءة السعرية، و كفاءة البورصة هي نظرية بسيطة في أول وهلة لكن التطورات هي المعقدة، لأجل هذا فتعريف الكفاءة ليس واحدا، فقد تطور خلال الزمن و ذلك بسبب تعاقب الأعمال التحريية التي حققت الطرح الأول للنظرية، لأن بعض هذه

الأعمال أظهرت سلسلة من التناقضات، نظريا و بعلاقة صلبة و طرحت من طرف Fama 1965»

سلسلة من الأفكار أتت من هذه التناقضات التي قادت بعض المؤلفين مثل Jenson بالرجوع إلى النظرية الابتدائية و إلى التعديل رغم هذا فإن Fama 1965 اقترح التعريف الأول للكفاءة و يظهر هكذا: " يقال عن سوق مالي أنه كفاء إذا وفقط إذا كانت مجموعة المعلومات المتعلقة بكل أصل مالي مسجل في السوق هي فورية الإفصاح (الظهور) في أسعار هذه الأصول"²

كما عرفت كذلك من قبل مجموعة من الباحثين و أهم هذه التعريفات:

¹ - <http://www.mester272.com/finance/meh.pdf>

² - <http://www.grin.com/e-book/95555/communication-financier-et-efficienre-cc-marches>.

" السوق الكفاءة هي تلك السوق التي تعكس فيها فوراً كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة لنتائج المؤسسة على أسعار الأصول المالية"¹.

كما عرفت أنها: " تلك السوق التي تتوفر على معلومات كثيرة و بأسعار منخفضة بالنسبة لكافة المستثمرين، و أن كل المعلومات المتعلقة بالورقة المالية قد انعكست في أسعارها. لهذا السبب فإن المشتريات و المبيعات في سوق الكفاءة هي صفقات بقيم حالية صافية مساوية للصفر"².

يركز بعض الكتاب في تعريفهم للأسواق الكفاءة، على أهداف هذه الأخيرة؛ إذ يقولون بأنها: " تهدف إلى التوزيع الفعال لرؤوس الأموال بين المقرضين المدخرين و المقترضين المتحجج"³.

وهناك من يعرفها بأنها: " السوق التي يعكس فيها سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى الشركات كافة البيانات و المعلومات المتاحة و المتوفرة عنها سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم، من خلال و سائل أجهزة الإعلام المختلفة، حيث ظهر في السوق ما يسمى بالسعر العادل للورقة المالية و الذي يعكس القيمة الحقيقية (القيمة المحورية) لها. حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة و التي بدورها تكفي بتعويض المستثمر عما ينضوي عليه الاستثمار في الورقة المالية"⁴.

و الدالة الرياضية التقليدية لنظرية الكفاءة يمكن أن تكون ملخصة أدناه، وهي مجزئة من طرف فاما (1970) fama⁵.

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

حيث Φ : المعلومة المتاحة بالزمن t لكي تقدر القيمة $P_{j,t+1}$ للأصل j عند الزمن $t+1$ ، و ليكن $E(x)$ التوقع الرياضي للمتغير العشوائي x و R_j مردودية الأصل j إذا كان تحقيق نموذج توازن السوق يسمح بتحديد معدل المردودية للأصل j بالزمن $t+1$.

إذا كان سعر الأصل يعكس كل معلومة متاحة، إذا كانت المعادلة السابقة:
لأجل كل أصل j مسجل في السوق فإن السوق يعرف على أنه كفاء إذا كان $e_{j,t}$ هو المردودية بالزيادة (الإيجابية أو السالبة) بين العائد الحقيقي و العائد المتوقع للأصل j إذن:

$$e_{j,t+1} = R_{j,t+1} - E(R_{j,t+1}/\Phi) \Rightarrow E(R_{j,t+1}/\Phi) = 0$$

- أما بإعادة الأسعار فإنه يمكن كتابة المعادلة (بحيث E_p الزيادة في الأسعار)

$$E \cdot p_{j,t+1} = P_{j,t+1} - E(P_{j,t+1}/\Phi_t) \Rightarrow E(eP_{j,t+1}/\Phi_t) = 0$$

1- شرياق رفيق، دور البحوث النظرية في تدليل بورصة وأعمال، رسالة لنيل شهادة الماجستير، تخصص ماله و نقد، جامعة قنالة، 2005/2007، ص. 49.

2- جيز محفوظ، البورصة، تسير و حوكمة المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص. 355.

3- المرجع نفسه، ص. 355.

4- صلاح الدين حسن السبيعي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، ط1، 2003، ص. 24.

5- philippe Gillet, op.cit, p.p. 13-14.

في السوق الكفاء حالمًا توجد المعلومة المتعلقة بالأصل بتغير سعر هذا الأصل فورياً، و لهذا إذا اعتبرت السوق كفاءة باللمحة نفسها، و نشاط المؤسسة المسجلة معروف، فإن سعر أسهم هذه المؤسسة يجب أن يتغير فورياً بطريقة يفصح فيها المعلومات الجديدة.

هناك العديد من الاستنتاجات نُجمت عن تعريف الكفاءة لـ (1965 fama)¹:

أولاً: يمكن ملاحظة أن الكفاءة لا تتعلق فقط بأسواق الأسهم، كل الأسواق و كل أنواع الأصول المالية تتعلق بها و يتعلق الأمر بأسواق الأصول المالية، و الأسواق الآجلة.

ثانياً: حتى تكون المعلومة مفصحة في الأسعار بصورة فورية من الضروري أن تكون هذه المعلومة منشورة بصورة متزامنة لجميع العملاء الاقتصاديين المتعلقين بها.

ثالثاً: في هذا النطاق حيث يكون تصحيح الأسعار مرتبط بظهور معلومة جديدة تكون فورية، أين لا يمكن لأي مستثمر انطلاقاً من حصوله على هذه المعلومة أن يحقق ربح.

رابعاً: أي مستثمر أو أي محلل لا يمكنه التنبؤ بصورة مؤكدة بتطور أسعار أحد الأصول المالية: أفضل تنبؤ بالسعر المستقبلي يبقى آخر سعر عرف. ومن أجل أصل معطى، كل سعر يكون مستقل تماماً عن الأسعار السابقة و إذا كان التحليل (esc-post)، تغيرات أسعار الأصل. فإن هذه الأخيرة لا يمكنها أن تتبع لأي مسار عشوائي. هذه التغيرات لا يمكنها بأي حالة أن تتبع الاتجاه متقدم أو أي قانون رياضي. هذه الاستنتاجات تظهر فضلاً عن ذلك بتعريف جديد: " على السوق المالي الكفاء، أسعار الأصول المالية تتبع مسار عشوائي أو سوق بالصدفة".

حيث يمكن تشكيل هذه الحالة بالطريقة التالية:

$$\forall \Phi, E(P_{j,t+1}/\Phi) = P_{j,t}$$

بمبث: $P_{j,t}$ سعر الأصل j بالزمن t و Φ أي معلومة.

من جهة أخرى مثلما هي وجهة نظر 1993 charreaux. " إذا كان السوق المالي كفاء فإن سعر الأصل يكون مساوي لقيمه الحالية المحسوبة بدقة من القيمة المستعملة. هذا التطابق بين السعر و القيمة ناتج عن المنافسة بين المستثمرين و عمليات المراجعة التي تنتج في حالة الاختلاف، عن طريق الاستنتاج على سبيل المثال في السوق، السعر يتطابق مع القيمة الحقيقية التي ليس لها معنى بالنسبة لنموذج التسعير الخاص، مثل MEDAF، في السوق المالي الكفاء، مفهوم التقييم بأعلى من القيمة أو أقل من القيمة ليس له معنى".

¹ - <http://www.er.uqam.ca/mobell/510735/6080/efficien.pdf/08/03/2010>.

و في الأخير مثلما كان تفسر Gillet, Cobbait, Broquet (1997) .
 " في السوق المالي الكفاءة أي أصل غير مقدر بأعلى من قيمته أو أقل من قيمته و الأسعار تكون التي تم
 تحديدها تسمح بالتخصيص الأمثل للموارد في الاقتصاد [...] في أي سوق مثلا، أي أصل لا يمكنه أن يعود
 بالربح على حامله بمعدل عائد غير عادي من حيث الارتفاع أي فائق بالتطابق مع هذه الخصائص"¹.
 في السوق المالي الكفاءة سعر الأصول المالية يكون مساوي بدقة لقيمه الحقيقية أو الأساسية و ليس هناك
 انحراف (اختلاف) بين سعر التصنيف و القيمة الحقيقية للأصول و الفقاعات المضاربية الغير عقلانية لا يمكنها
 هنا الظهور، طالما أن سعر الأصل مساوي بمجموع القيم الحالية للعوائد المستقبلية.

$$V_{i,0} = \frac{D_{i,1}}{1+ke} + \frac{D_{i,2}}{(1+Ke)^2} + \frac{D_{i,3}}{(1+Ke)^3} + \dots + \sum_{t=1}^n \frac{D_{i,t}}{(1+Ke)^t}$$

حيث $V_{i,0}$: قيمة الأصل بالزمن 0 ، $D_{i,t}$: التدفق النقدي المتأتي من الأصل i بالزمن t و Ke معدل
 الخصم المطابق للعائد المطابق من طرف المستثمر لأجل جازاة الأصل i في ظروف خطره.
 بالإضافة لذلك، فإنه لا أحد يمكنه هزم أداء السوق بصورة شديدة و منتظمة، عند مستوى معلومة
 متساو، الحساب الدقيق لإمكانات الاستثمار و التوزيعات هي متكافئة (متساوية)، و مسيري المحفظة لا
 يمكنهم و بوجود خطر متساوي تحقيق أداء أعلى من أداء المسير الفردي².

Jarqullat و solnik (2004) لخصا هذه الوضعية عندما ادعا أن: " المختص يمكنه تحصيل أفضل
 من المعدل العام، لكن متى أصبحت الأسواق حقل مواجهة بين المختصين، مجموعة لا يمكنها عموما أن
 تحقق أفضل من المؤشر، الذي يعكس في العموم مساهمتها". في إطار هذا التحليل أي مستثمر له أي فائدة
 بتسيير محفظته بشكل نشيط (active) أي بتحديد الأموال التي تبدو أكثر مردودية؛ لأنها يمكن أن تقوي
 مساهمته، و لا يمكن تحصيل أفضل مما يحققه معدل السوق، و له فائدة من امتياز التسيير السلبي
 (passive) الذي يركز على محاولة الإجابة على محفظة السوق حيث الكل في انتظار نهاية مدة توظيفه
 (اشتر و احتفظ).

ومن جهة أخرى هناك ما يعرف بالكفاءة الاقتصادية بحيث يفترض فيها بأن أي مستثمر يسعى إلى تعظيم
 منفعته، و أنه يسعى إلى الحصول على المعلومات التي تساعد لتحقيق هذا الهدف.

و في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق، يتوقع أن يمضي بعض الوقت، بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق،
 و ممارسته تلك المعلومات لتأثيرها على أسعار الأوراق المالية، و بمعنى آخر توجد فترة إبطاء قصيرة بين وصول

¹ - philippe Gellat, op.cit,p.p.17-18.

² - هذه الملاحظة صعبة القبول في الواقع، حيث أن أهمية الأموال المستدرة من طرف المستثمرين التأميين تسمح لهم بتوزيع كبير جد.

المعلومات و انعكاس هذه المعلومات على الأسعار في السوق. و يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته السوقية لبعض الوقت، و تتكفل بعدها قوى السوق بإعادة التوازن¹.

II-2-2-2 / متطلبات كفاءة البورصة:

السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصصا كفتا للموارد المتاحة (efficient allocation of resources) بما يضمن توجيه هذه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وفي هذا المجال تلعب البورصة دورين²: أحدهما: مباشر و الآخر غير مباشر.

أ- الدور المباشر:

يقوم على حقيقة أنه عندما يتداول المستثمرين أسهم شركة ما و التي و صلت معلوماها إلى السوق، فهم في حقيقة الأمر يشتركون عوائد مستقبلية؛ هذا يعني أن الشركة تتاح لها فرص الاستثمار و بالتالي تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم و بيعها بسعر ملائم مما يؤدي إلى زيادة الإصدار و تخفيض متوسط تكلفة الأموال بالتبعية.

ب- الدور غير المباشر:

إن إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها شركة ما يعد بمثابة مؤشر أمان للمقرضين مما يؤدي إلى حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية، من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية، و ذلك بسعر فائدة معقول.

وأكبر تحقق للبورصة هدفها المنشود و المتمثل في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، يتبادر إلى الذهن بعض الأسئلة منها: ما مدى عكس الأسعار في السوق الكفاءة للمعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المعنية؟ ما دور تلك السوق في تحديد تلك الأسعار؟ هل هناك أسواق كفاءة نسبيا؟ للإجابة على هذه الأسئلة و غيرها يمكن القول أن السوق الكفاءة متطلبات أهمها:

1- كفاءة التشغيل "operational efficiency":

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، و يقصد بها أن تكون تكاليف إبرام الصفقات عند حددا الأدنى، أي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب دون أن يدفع المتعاملين فيه تكاليف عالية للسمسرة و دون أن يتاح للتجار المتخصصين، و صناع السوق فرص لتحقيق هامش ربح³ متعال فيه⁴. وعليه يمكن القول أن كفاءة التشغيل هي كافة العوامل التي تساعد على تنشيط و تحسين تسويق الأوراق المالية في البورصة خاصة فيما يتعلق بتخفيض تكلفة التعامل هناك، فالمشتري الذي لا تصادفه عقبات

¹ - محمد العمري، مرجع سابق، ص. 35، 36.

² - عالمه وليام أندراوس، مرجع سابق، ص. 152-153.

³ - مثل المامش الفرق بين السعر الذي يدفعه صانع السوق لشراء الورقة المالية، و السعر الذي يظلمه عند بيعها.

⁴ - أرشد فواد التميمي، مرجع سابق، ص. 161.

مادية يتحمس للشراء أكثر، نفس الشيء يمكن أن يقال عن البائع. فبمجرد حصوله على هامش ربح معقول كان ينتظره، يقوم بعرض أوراق مادامت تكاليف الصفقات منخفضة نسبياً. بذلك يسعى كافة المتعاملون للحصول على المعلومات، وعقد الصفقات ويزداد التنافس والنشاط في البورصة. كما أن خلق أسواق موازية للسوق الرسمية، كما هو الحال لخلق السوق الثانية والسوق غير الرسمية في فرنسا، وخلق السوق الثانية، الثالثة والرابعة في الولايات المتحدة، بالغ الأثر على كفاءة التشغيل، و باعتبارها تعطي فرصة التزود بالأموال للمؤسسات التي لا تحقق شروط السوق الرسمية. و عليه فهذه الأسواق تحقق من العوائق التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والناشئة حديثاً¹.

و ثمة أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات أهمها²:

- 1- السماح للشركات والمؤسسات أن تسجل لأوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي يؤدي إلى تقوية المنافسة بين التجار والمتخصصين، ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه. وقد استخدم هذا الأسلوب لتحسين كفاءة التشغيل في الأسواق الأمريكية، حيث صدر تشريع في أول مايو 1975 سمح بموجبه للشركات تسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي أسهم في تقوية المنافسة بين صناع السوق بشكل ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه في مقابل خلق البورصة.
- 2- جعل عمولة الشراء محلاً للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات، وينشط من التداول في السوق.
- 3- من خلال القرارات التي تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين العرض والطلب.

2- كفاءة التسعير:

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها: " أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، و دون فاصل زمني كبير، مما يجعل الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة"³.
و يقصد كذلك بكفاءة التسعير: " تلك الكفاءة التي تتحقق عندما تتوافر المعلومات والبيانات الجديدة في وقت ملائم دون أن يتكبد المتعاملون في سبيل الحصول عليها تكاليف مرتفعة مع تكافؤ فرص الحصول عليها والاستفادة منه"⁴.

حيث أن هذه المعلومات تصل إلى المتعاملين بأدنى تكلفة، مما يدل على أن الفرصة متاحة للجميع لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، و لكن هذا أمر غير مستحيل، فقد يستطيع عدد محدود من المستثمرين استخدام وسائلهم الخاصة في تحقيق أرباح إضافية، و لكن

¹ - جبار محفوظ، البورصة تسيير و خصوصية المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص.ص. 372-373.

² - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص.ص. 155-156.

³ - منير إبراهيم هدي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص. 508.

⁴ - صلاح الدين النيسي، مرجع سابق، ص. 25.

هذا يحدث لفئة قليلة من المستثمرين و لفترات قصيرة، ففي السوق الكفاء لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات و يحققوا بسببها أرباح طائلة على حساب الآخرين: " لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لدى الجميع"¹.

وانطلاقاً من مفهوم كفاءة البورصة و علاقتها بالمعلومات، فإن كفاءة التسعير تقوم على أساس أن سعر السهم في فترة قادمة يساوي سعره الحالي مضافاً إليه العائد المتوقع خلال تلك الفترة، إذن فالمعلومات المتاحة حالياً منعكسة طبعاً في السعر الحالي، أما الفترة القادمة فيكون السعر مخالفاً للسعر السائد حالياً و ذلك وفقاً لتلك المعلومات.

و تجدر الإشارة إلى أن اختلاف السعر الحالي عن السعر في فترة قادمة قد يكون موجبا أي :

$E(P_{t+1}) > P_t$ و هي الوضعية المعروفة باسم subumartingale إذ يفترض فيها أن المستثمرين لا يوظفون أموالهم إلا إذا جلبت لهم عائداً معيناً، أي ارتفاع سعر الأوراق التي استثمروا فيها. كما قد يكون التغير منعدماً أي $E(P_{t+1}) < P_t$. وهي الوضعية المعروفة باسم martingale حيث تفترض نوعاً من الارتباط بين السعر الحالي و التقديرات القادمة لذلك السعر، حيث يتمثل في المساواة².

وفي الأخير يمكن ملاحظة أن السوق -سواءً يمكنها تسعير الأوراق المالية بكفاءة- أي تمتاز بكفاءة التسعير، يجب أن يكون هناك تشغيل جيد و كفاء لتلك السوق، أي تمتاز بكفاءة التشغيل. و عليه فإن كفاءة التسعير تركز كثيراً على كفاءة التشغيل بالإضافة إلى المتطلبات السابق ذكرها هناك من الباحثين من يضيف المتطلبات التالية³:

عدالة السوق " faire market ":

يقصد بعدالة السوق أن يتيح السوق لجميع المتعاملين فرص متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات، و ذلك من حيث الوقت و توفير المعلومات. حيث تعمل لجنة الأوراق المالية و البورصة جاهدة على التأكد من أن المعلومات المتاحة تصل بسرعة لكافة المتعاملين، كما أنها تعطي فرص متساوية لكل من يرغب في التعامل على ورقة مالية معينة، فعندما يحدث خلل في التوازن بين العرض و الطلب على ورقة مالية معينة نتيجة لوصول أمر ينطوي على طلبية كبيرة للبيع أو الشراء، فإن إدارة البورصة عادة ما توقف التعامل على تلك الورقة لمدة ساعة أو أكثر قليلاً. و ذلك تجنباً لحدوث تغيرات كبيرة على السعر الذي يتباع به، و يعد هذا التوقف بمثابة إعلان لجميع المتعاملين في البورصة دون استثناء بأن هناك خلل في التوازن بين العرض و الطلب⁴.

¹ - راهم خضري، البورصة و كفاءة سوق الأوراق المالية، مذاكرة تخرج لول شهادة الماجستير، شعبة اقتصاد للعرف و العمولة، جامعة باجي مختار-تونس، 2007، 2008، ص. 47.

² - جبار محفوظ، البورصة، تسعير و حوكمة المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص. 374.

³ - ضياء مجيد، مرجع سابق، ص. 11 - 13.

⁴ - في بورصة العقود المستقبلية توضح حدود للتغير في السعر، و ذلك من جلسة إلى أخرى، و عندما يحدث خلل بين العرض و الطلب تعمد إدارة البورصة إلى مواجهة بتسعير الأسعار حتى اليوم التالي.

فإذا كان العرض أكبر من الطلب فإن التوقف يعني دعوة لكافة المتعاملين الراغبين في الشراء، أما إذا كان الطلب أكبر من العرض فإن الدعوة تكون للراغبين في البيع. و لكنه واقع الأمر سواء كانت الدعوة للمستثمرين أو البائعين فمن شأنها أن تحقق هدفين:

- الحد من تدهور سعر الورقة المالية و هذا في حالة زيادة العرض عن الطلب، أو الحد من حدوث ارتفاع كبير في الأسعار و هذا في حالة زيادة الطلب عن العرض.

- إعطاء جميع المتعاملين فرص متساوية للاستفادة من الانخفاض المحتمل أو الارتفاع في أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، و الناجم عن اختلال التوازن بين العرض و الطلب.

درجة الأمان و الانضباط بين المتعاملين:

و يقصد بها ضرورة توفر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعامدة في البورصة، و من هذه المخاطر الغش و التدليس و غيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعتمد إليها بعض الأطراف، إضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذين يحتفظ لديهم عملائهم بالأوراق المالية الخاصة بهم.

إن هذه السمات إذا توفرت في البورصة أصبحت تتصف بالكفاءة في تخصيص الموارد المالية المتاحة و لكن هذه الكفاءة لا تكفي لوحدها لإعطاء البورصة هدفها المنشود، ولا بد أن تكون هذه الكفاءة جيدة، و لتحقيق ذلك يجب أن تتوفر سمة السيولة في البورصة الكفاءة وهو عنصر هام في كفاءة البورصات.

و المقصود بالسيولة أن يستطيع البائع و المشتري إبرام الصفقات في البورصة بسرعة، و بسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على نفس الورقة المالية، و ذلك على افتراض عدم وصول معلومات جديدة إلى البورصة، وهو ما يدل على أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام في الأسعار و استقرارها، أي عدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة لأخرى.

على هذا الأساس يمكن القول أن البورصة الجيدة في الحقيقة هي البورصة التي تتسم بالكفاءة و تحقق السيولة لما يتداول فيها من أوراق مالية.

حيث يتوقع المتعاملون من البورصة الجيدة أن تزودهم في الوقت المحدد بالمعلومات الدقيقة عن كافة الصفقات التي أبرمت و ذلك من حيث الحجم و السعر و الظروف الحالية للبورصة التي يعكسها مستوى العرض و الطلب.

كنتيجة لكل ذلك يتم التوزيع الكفاء (efficient allocation) للموارد المتاحة و انسيابها نحو القطاعات و الاستثمارات الأكثر مردودية.

II-2-3 / أهمية البورصة الكفاءة و شروط قيامها:

استأوا، في ما يلي كل من أسس البورصة الكفاءة و شروط قيامها:

II-2-3-1/ أهمية البورصة الكفاءة:

إن من أهم ما تحققه البورصة الكفاءة هو خلق منافسة بين المستثمرين في البحث عن الأوراق المالية (خاصة الأسهم) المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، ولأجل ذلك يقومون بدراسات فيما يتعلق بسعر السهم في الماضي وتوزيعاته، التنبؤ بربحية الشركة، مديونيتها في المستقبل و الضرائب التي ستدفعها، طبيعة النشاط الذي تمارسه، الآفاق و الفرص المستقبلية التي يمكن أن تنفذها الشركة، و ذلك في ظل التغيرات المتتالية في الظروف الاقتصادية. إن جمع المعلومات المتاحة و تحليلها من شأنه أن يدفع بأسعار الأسهم المقيمة بأقل من حقيقتها نحو السعر العادل وذلك بسبب المنافسة بين المستثمرين، و هذا ما يؤدي مرة أخرى إلى اتجاه البورصة نحو كفاءة أحسن، فجوودة و حداثة المعلومات التي يتم جمعها و تحليلها يلعب دورا مهما في تحقيق توازن البورصة، فالبورصة الكفاءة إذن تضمن للشركة أن تبيع أسهمها بالسعر العادل بحيث تكون كل المعلومات المتعلقة بالشركة منعكسة في أسعار أسهمها¹.

II-2-3-2/ شروط قيام البورصة الكفاءة:

هناك مجموعة من الشروط لقيام البورصة الكفاءة، وهي عبارة عن شروط أساسية و شروط ثانوية.

أ- الشروط الأساسية:

إن تحقيق الكفاءة الكاملة للبورصة يتطلب أن تتوفر مجموعة من الشروط أهمها²:

1- رشاد(عقلانية) المستثمرين:

البورصة لا يمكن أن تكون كفائة إلا إذا كان العملاء الاقتصاديين النشيطين في هذه البورصة يتمتعون بالعقلانية، هذا الذي يستلزم فرضيتان:

أولاً: العملاء الاقتصاديين يجب عليهم سلك سلوك متماسك (متناسق) بالمقارنة مع المعلومات التي استقبلوها، إذن إذا توقع المستثمرون حادثة مؤشرة بالزيادة على أسعار الأصل، فيجب عليهم الشراء و الاحتفاظ، لكن في أي حالة أخرى يجب عليهم البيع. و على العكس، فإن أي حادثة سلبية يجب أن يتولد عنها قرار البيع.

ثانياً: يجب المطابقة على النظرية الاقتصادية، المستثمرون يبحثون من خلال نشاط الشراء أو البيع عن تعظيم توقعهم للمنفعة، العملاء الاقتصاديين يطلبون تعظيم الربح الذي يمكنهم تحقيقه عند مستوى خطر معين أو تصغير الخسائر الذي يأتيهم بأخذ مستوى ربح معين.

2- حرية دوران المعلومات و رد الفعل الفوري للمستهثمرين:

حتى تفصح الأسعار فوراً عن ظهور معلومة متاحة يستلزم أن يكون:

¹- عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص. 186.

²- Philippe Giller, op.cit.p.p.19-20.

أولاً- المعلومة منشورة بصورة متزامنة بالقرب من كل العملاء الاقتصاديين، بحيث لا يجب أن يكون هناك فرق زمني بين اللحظة التي يستقبل فيها أحد العملاء الاقتصاديين المعلومة و اللحظة التي يستقبل فيها عميل آخر نفس المعلومة، المحلل المالي الخبير و الخائر الصغير يجب عليهما أن يحصلوا بالتزامن على كل المعلومات المتعلقة بالأصول التي يوزونها أو الذي يقبلون ميزاتها.

ثانياً- العملاء الاقتصادية يستطيعون معالجة المعلومة في وقت قياسي (حقيقي) و التصرف بصورة فورية على مستوى البورصة بتوظيف هذه المعلومة، مفاهيم المعالجة هذه و الفعل الفوري مهمان يظهران متبدلان لأن في الحقيقة، ليست في شيء ما، حجم المعلومات الاقتصادية المعالجة بالتزامن هي ضخمة حقاً، وهي جد معقدة نكل معالجة بطريقة متزامنة، لأجل هذا المضاربون و مسيرو المحافظ المالية يسعون للتعرف على تطورات بعض المؤشرات الاقتصادية أو معطيات محاسبية لمؤسسات كبيرة، و هذا يفترض تليخيص تطور مجموع البورصة، بالإضافة، تتعلق الاستجابة بشكل أوامر شراء أو بيع لمعلومات اقتصادية بالمخترفين و حدهم لأن لديهم إمكانية الاستجابة المتزامنة.

3- مجالية المعلومة.

كل العملاء الاقتصاديين يطلبون إمكانية الحصول على معلومة دون أن ينجم عن ذلك تكاليف إضافية للتسيير. إذن، إذا كان للمعلومة تكلفة فإن العملاء الاقتصاديين يمكنهم أن يراهنوا بأن تكلفة المعلومة هي أكبر من الخسارة المحتملة الناجمة عن جهل بهذه المعلومة، وهم يظنون أنه يمكنهم الاستغناء عن المعلومات المتتالية التي يمكنها أن تظهر إذن في أسعار الأصول المالية.

4- غياب تكاليف الصفقة و ضرائب البورصة: X

العملاء الاقتصاديين يمكن أن يترددوا بالاستثمار أو عدم الاستثمار إذا كانت تكاليف الصفقة أو ضرائب البورصة بطريقة تلغي الربح اللازم التحقق، بحضور تكلفة الصفقات المستثمر لن يتفاعل في البورصة التي في نطاقها يكون الربح المتوقع أكبر من تكلفة الصفقة، في هذا الإطار سعر الأصول يعكس فوراً مجموع المعلومات المتعلقة بهذه الأصول.

5- كثرة المستثمرين و السيولة:

العملاء الاقتصاديين لا يقبلون تحقيق صفقات على أصول إذا كانت هذه الصفقات متأثرة بسبب السيولة، بفعل تغير أسعار الأصول. و نفس الشيء إذا كانت المعلومة سلبية جداً في الانتقال لهم، فإن المستثمر الذي يمتلك عدد هام من الأصول لن يضعها في السوق إذا كان يظن- بصرف النظر عن السعر- أنه لن يأخذ مقابل مالي قابل لأن يكون مربح من خلال الأصول، بالطريقة نفسها سوف يتودد في بيع أصوله بكل بساطة إذا كانت بفعل لعبة العرض و الطلب لأن الحضور البسيط لهذه الأصول في السوق يحرض على سقوط الأسعار.

لكن السؤال المطروح هنا هو: هل يمكن أن تتجسد هذه الشروط في الحياة العملية؟ إذا وضعت تلك الشروط أو الفرضيات أساساً لتبسيط ما يجري في الأسواق المالية بشقيها الأولي و الثانوي (البورصة) و الخروج

بنماذج يمكن استعمالها في مختلف الأغراض كتقييم الأصول المالية، ترشيد السياسات الاستثمارية و كذا دراسة هذه الأسواق بصفة عامة و غيرها من الأغراض.

لذا فهناك العديد من الانتقادات ضد شروط كفاءة البورصة هي¹:

فبالنسبة لفرضية عدم وجود تكاليف للمعاملات في الأسواق الكاملة الكفاءة سواء تكاليف البيع والشراء الخاصة بالأوراق المالية القديمة أو تكاليف إصدار أوراق جديدة فإن الواقع يظهر أن تكاليف المعاملات موجودة في كافة الصفقات مهما كانت طبيعتها و مبالغها. أكثر من هذا فإن تلك التكاليف ترتفع كلما كانت مبالغ الصفقات قليلة، باعتبارها نسبة مغوية من تلك المبالغ، الشيء الذي يحجم صغار المستثمرين غير المنضمين إلى صناديق الاستثمار الجماعي (vrut trusts)² عن تنوع استثماراتهم في مختلف الأوراق المالية (diversification). نفس الشيء يمكن أن يقال عن تكاليف الإصدارات الجديدة، فكلما كانت القيمة النقدية للإصدار الواحد منخفضة نسبيا كلما كانت تكاليف الإصدار أعلى و هكذا. و عليه فإن افتراض عدم وجود تكاليف المعاملات (خاصة إذا ما أخذنا في الحسبان بيوت السمسرة و الوسطاء و دورهم في البورصة و تحميلهم للمتعاملين للأعباء المعروفة بالعمولات مقابل خدماتهم)، هو بالتأكيد غير منطقي و غير واقعي.

كما أن افتراض عدم وجود ضرائب و قيود تشريعية هو الآخر غير واقعي، لأنه لا توجد تقريبا صفقة في البورصة تقارن من أنواع الرسوم و الضرائب التي تفرض على التعامل، بل و مختلفة من صفقة لأخرى، و من بلد لآخر. بالإضافة إلى أن كافة البلدان تضع تشريعات تنظم بها أسواقها المالية.

أما بالنسبة للفرضية الثانية للسوق الكاملة الكفاءة و المتعلقة بتوفر المعلومات (الخاصة بالأرباح المقدرة و كذا المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها الأوراق لجميع المستثمرين و تصلهم في آن واحد بصورة عادلة، فإننا نرى أنه لا يوجد شيء مهم في الحياة الاقتصادية بدون ثمن و خاصة المعلومات التي قد تكون السبب في تحقيق أرباح أو تؤدي إلى إفلاس المستثمرين من أفراد و مؤسسات. كما أن وصولها في آن واحد و بصورة عادلة يبقى محل التساؤل. فعلى الرغم من إمكانية حصول المستثمرين على المعلومات بمبالغ معقولة من بيوت السمسرة المتخصصة، إلا أنها تبقى مكلفة من حيث الأموال و الوقت خاصة لصغار المستثمرين. وفيما يتعلق بوصولها لكافة المستثمرين في آن واحد، فإننا نرى أن هذا يتوقف إلى حد ما عن بعد و قرب المستثمر من مصدر المعلومات (أي من الشركة المعنية). فالمتشتر في الشركة التي يعمل بها و كذا أقاربه و أصدقائه أقرب من غيرهم للمعلومات، و ذلك رغم توفر وسائل الاتصال الحديثة من أطراف الحاسوب و الوسائل السلوكية و اللاسلكية المتطورة.

¹ - مرجع مراد:

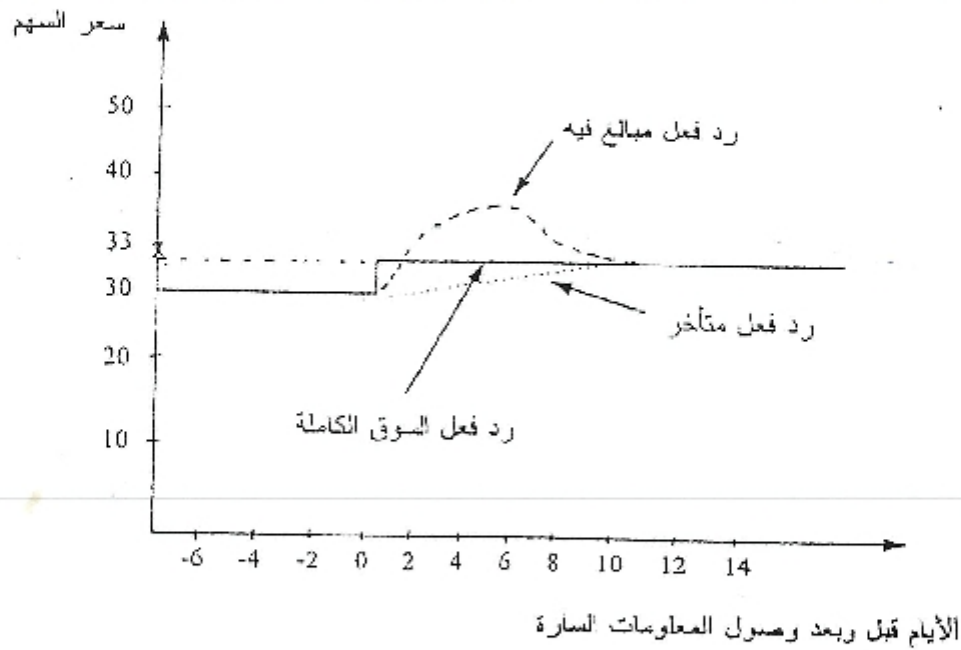
* جبار محفوظ، البورصة، التسيير و حوصصة المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص. 356-371.

* Philippe Gillet, op.cit, p.26,30.

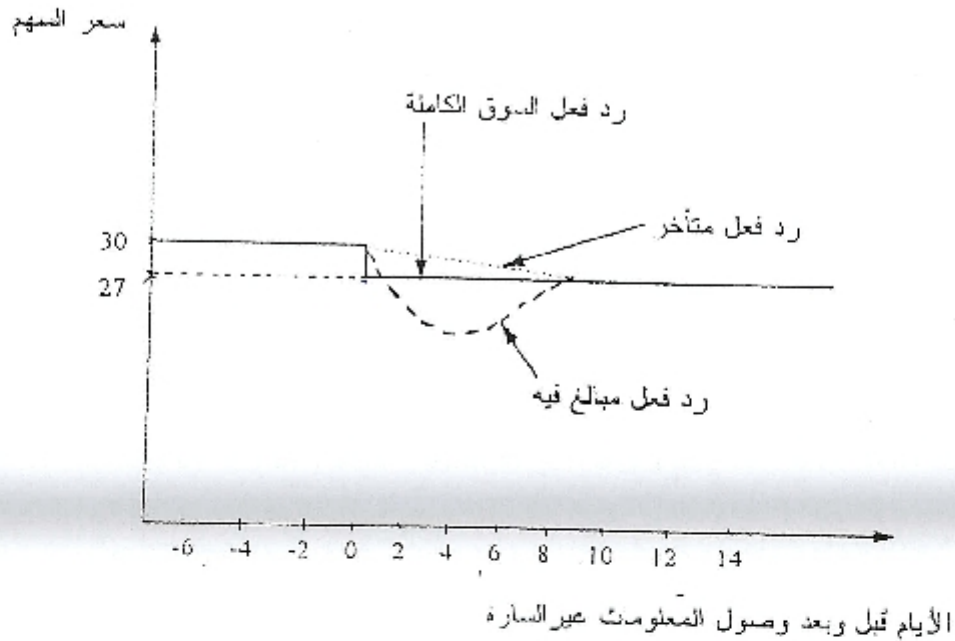
² - صناديق الاستثمار الجماعية هي مؤسسات مالية تختص بجمع أموال صغار المستثمرين خاصة المتقاعدين و أصحاب الرواتب الثابتة. تقوم بتسييرها مجموعة من المتخصصين في عالم المالية بمساعدة بنك أو شركة تأمين. من أهداف هذه الصناديق إتاحة الفرصة للمكثبين لتنوع (diversify) أوراقهم المالية بصورة مشتركة، و بذلك تخفيض تكاليف المعاملات بالنسبة لكل مستثمر.

انطلاقاً من ذلك فإن المعلومات لا تصل إلى كافة المتدخلين في آن واحد، مما يؤخر انعكاسها في السعر لبعض الوقت، الشيء الذي يوحي بأن هناك فرقاً بين السعر الحقيقي (القيمة الحقيقية) للورقة المالية و بين سعرها السائد في البورصة. وعليه فإذا افترضنا أن سعر سهم معين في يوم هو 30 دولاراً (انظر الشكل رقم: 2-5)، ووصلت في ذلك اليوم أخبار سارة حول المؤسسة صاحبة السهم، مما أوصل سعر السهم مثلاً إلى 33 دولاراً فإنه إذا كانت السوق تمتاز بالكفاءة الكاملة (perfect)، فإن السعر يرتفع فجأة إلى 33 دولاراً و ذلك بسبب وصول تلك المعلومات السارة إلى كافة المستثمرين في آن واحد و ارتفاع الطلب على ذلك السهم بصورة فجائية؛ مما أوصل السهم إلى قيمته الحقيقية مرة واحدة (انظر الخط الداكن في شكل رقم (2-4) أ)

شكل رقم (2-4): تغير سعر السهم في ظل السوق الكاملة و السوق الكفاءة.
أ- تغير سعر السهم عند وصول المعلومات السارة.



ب- تغير سعر السهم عند وصول المعلومات غير السارة .



المصدر: جبار محفوظ، البورصة، تسيير و محوصة المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص. 369.

من الشكل السابق يمكن ملاحظة مع افتراض كمال السوق مدى استجابة السعر بسرعة للمعلومات الواردة السارة، بالارتفاع الفجائي الممثل بالخط الداكن في الشكل رقم (2-4-أ)؛ وغير السارة بالانخفاض الفجائي ممثلاً بالخط الداكن في الشكل رقم (2-4-ب)؛ كما يمكن ملاحظة الارتفاع التدريجي (أو المبالغ فيه) للسعر في حالة السوق الكفاءة، للأسباب التي سبق ذكرها.

نخلص إلى أن سعر السهم يستقر في النهاية عند القيمة الحقيقية له (33 دولاراً في مثال السابق)، و أن الوقت الذي يستغرقه تغير السعر يتوقف على ظروف السوق و مدى سرعة المعلومات في وصولها إلى المتعاملين وهل تصلهم في نفس الوقت. بالإضافة إلى قوى العرض و الطلب على الأسهم المعنية.

فيما يتعلق بالفرضية الثالثة الخاصة بتعدد المتدخلين إلى درجة عدم تأثر أسعار الأوراق المالية بالصفقات التي يعقدها أي منهم، فإنها تعني أن هناك منافسة كاملة بين (المتدخلين) المتعاملين بحيث تزيل تأثير كل منهم على الأسعار السائدة. غير أن الواقع بين عكس ذلك، خاصة إذا كانت الورقة المالية ذات سوق غير نشيطة.

ففي هذه الحالة عدد صفقات كبيرة من قبل متعامل ما قد تؤثر على سعرها بالارتفاع في حالة الشراء و العكس بالعكس، أي ينخفض سعرها في حالة البيع، كما أثبتت الحياة العملية أن ما بين 70 إلى 75% من الصفقات التي أبرمت خلال عشرية الثمانينات في بورصة نيويورك كانت لحساب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، و أن حجم الصفقات التي عقدها بعض تلك المؤسسات كان ضخماً إلى درجة أنه أثر على أسعار الأوراق المالية.

يرى بعض الكتاب أنه في حالة السوق الكاملة يسود التنافس في سوق السلع و الخدمات أيضا إلى جانب البورصة. و يضيفون أن التنافس في سوق السلع يعني أن المنتجين مستعدون لعرض سلعهم و خدماتهم بمتوسط التكلفة الدنيا (minimum average cost). يعني ذلك بالنسبة للبورصة أن المشاركين فيها مقتنعين بالأسعار السائدة هناك.

أما الفرضية الرابعة (التي عادة ما تضم إلى الفرضية الأولى)، فهي المتعلقة بإمكانية تقسيم قيمة الأوراق المالية إلى مالا كفاية (الانشقاق)، الشيء الذي يمكن من تجاوز عقبة تلك الأوراق المسعرة بأسعار مرتفعة نسبيا. أخيرا تعتبر فرضية رشادة المستثمرين و المتدخلين في البورصة عامة، أساسية و مقبولة. فمعظم وربما كل المشاركين في العمليات و الصفقات في البورصة هم عقلانيون (rational) في استعمال مواردهم المتاحة للحصول على أكبر عائد ممكن منها. بصورة عامة هم يسعون كلهم إلى تعظيم منافعهم، هذا يعني أن الربح هو الدافع للاستثمار في البورصة، الشيء الذي يجعل المتدخلين يتسابقون و يتنافسون فيما بينهم لتحقيق أعنى عائد ممكن.

ما تم ذكره سابقا دفع بالاتجاه نحو تعريف جديد للكفاءة: "تعد الأسواق كفاءة إذا كانت أسعار الأصول فيها تفصح عن المعلومات المتعلقة بها، وهنا لا يستطيع المستثمر شراء أو بيع هذا الأصل للحصول على أرباح فائقة بتكلفة صفقة ناجمة عن هذه الصفقة". هذا التعريف من طرف Jensen وضع بعد 13 سنة (1978) من التعريف الأول لأنه لم يكتف بالتعريف الأول (fama)، بل وضع إشارة على استحالة تحقيق أرباح، إن هذا التعريف الجديد استغل عدم تحقق شروط ضرورية للكفاءة، كغياب تكاليف الصفقة، و هي تصحيحات تتوافق و تسمح بأفضل تحقيق لفرضية الكفاءة، فهو يقبل إمكانية الاختلاف بين القيمة الأساسية للمؤسسة و قيمتها السوقية.

ب- الشروط الثانوية:

يمكن إنجاز هذه الشروط فيما يلي¹:

1- توافر مناخ استثماري مناسب يتميز بالاستقرار، و يكمن هذا المناخ في الاستقرار السياسي و الاقتصادي و الاجتماعي، سياسة اقتصادية رشيدة و مرنة، انتعاش اقتصادي، توافر الأفراد و غيرها، و لا يخفى أن قيام البورصة في الظروف الاقتصادية الملائمة يجعلها من أكبر و أحسن الوسائل التي تسمح بتحقيق أكبر قدر ممكن من السيولة بالنسبة للاستثمارات طويلة الأجل، و بواسطة هذه السوق يمكن للمستثمر أن ينقل

¹ - مرجعين هما:

اصلاح اللدوي، مدير التقييم، م. د. مع ساهو، م. د. م. د. أ. د.

* تيريد آل شيب، و عبد الرحمن الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالية: المؤتمر العلمي الرابع للريادة و الابتعاد: استراتيجيات الأعمال في

مراجعة تعديلات العونة، كلية العلوم الإدارية و المالية، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 15-16/03/2005، على الرابط:

<http://www.philadelphia.edu.jo>

- ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع لأي خطر من المخاطر أو الهزات التي تحدث عن تغير ملكية المشروع في غالب الأحيان.
- 2- توافر الحرية الاقتصادية و الوعي الاقتصادي بما فيه الثقافة المالية و ثقافة البورصة، وهذا لكي يتسنى للبورصة القيام بدورها على أكمل وجه و تحقيق الأهداف و الأغراض التي أنشأت لأجلها.
- 3- توافر هيكل متكامل من المؤسسات المالية، خاصة البنوك التجارية، التي يستخدم في نشاطاتها أساليب فنية متقدمة ووسائل مادية متطورة و إطرادات بشرية كفأة.
- 4- توافر التقنية المناسبة لربط البورصة ببعضها البعض من أجل توفير المعلومات اللازمة بدقة، و تتمثل هذه التقنية في شبكة اتصالات متقدمة و شبكة الكترونية متطورة.
- 5- توافر الإفصاح و العلانية، و ذلك من خلال نشرة كتابية عن الأسعار اليومية للأوراق المالية المتداولة في البورصة و إلتزام الشركات بنشرة ميزانيتها و نتائج أعمالها و كل المعلومات و البيانات التي تتعلق بها، و هذا حتى يكون المستثمر على اطلاع يومي بحالة الشركات التي يمتلك أوراقها المالية من جهة، و انعكاس تلك المعلومات في أسعار الأوراق المالية للشركات من جهة أخرى، وبالتالي تسعير الأوراق المالية بسعرها الحقيقي الذي يتحقق وفقا لقانون العرض و الطلب في السوق.
- 6- قيام التعامل على أوراق مالية سليمة قابلة للتداول بحيث يكون هذا التعامل أيضا لا يشوبه به أي غش أو نصب أو احتيال أو مضاربات وهمية، و أن يتم التعامل داخل السوق، و من خلال وسطاء ماليين يعملون على ملاقاتة البائعين بالمشتريين للأوراق المالية، وقد تمت نشاطاتهم إلى عقد الصفقات لصالح الغير.
- 7- توافر المنافسة الحرة أو الكاملة بين العرض و الطلب على الأوراق المالية لتحقيق التوازن في البورصة.
- 8- السرعة و الدقة، حيث يجب سرعة إتمام الصفقات و عرض أوامر العملاء و تنفيذها في الآجال و الشروط المحددة بأوامرهم.
- 9- المرونة: إذ لا بد أن تكون الأوراق المالية تتميز بنوع من المرونة لتسهيل عملية انتقال ملكيتها من مشروع لآخر و من مستثمر لآخر، و إنشاء قسم للاستعلامات هدفه تزويد المستثمرين بكافة المعلومات التي يطلبونها، كما يجب تدعيم البورصة بالوسائل الإحصائية الآلية لتسهيل إصدار بيانات يومية عن حجم التداول الخاص بكل ورقة مالية تمكن المستثمرين من اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.
- 10- ضمان سلامة الادخار و حمايته، و ذلك من خلال خلق جو ثقة بين المتعاملين، و مراقبة ميزانيات الشركات، و بتحقيق هذا الجهد من الثقة من خلال إتباع سياسة إعلانية الفائدة المدعومين عن حياة الشركات.
- 11- تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم، و ذلك عن طريق رفع أسعار الفائدة المدفوعة لحملة السندات، أو إعفاء العائد من الضرائب.
- 12- توافر المرافق العامة مثل المواصلات و الاتصالات.

- 13- الموقع الجغرافي للبلد و مدى قربه من مواقع أسواق رأس المال الأخرى و اعتدال جوه.
 - 14- وجود عدد كبير من البنوك و المؤسسات المالية و شركات الاستثمار الوطنية و الأجنبية.
 - 15- نمو الوعي الادخاري، ارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد.
 - 16- عدم وجود قيود أو رقابة على الصرف.
 - 17- وجود مؤسسات مالية وهيئات رقابة و حماية المستثمرين و بيوت الخبرة و صناديق الاستثمار و مستشاري الاستثمار، تعمل بكفاءة و مهنية عالية المستوى و بشكل نزيه.
 - 18- وجود نظام ضريبي مقبول و غير مخالف في أسعاره.
 - 19- خطوات أخرى يجب القيام بها:
- أ- طرح أسهم بعض شركات القطاع العام للاكتتاب للجمهور، بما يسمح بزيادة مساهمة الأفراد في هذه الشركات.
 - ب- ضرورة قيد الشركات المساهمة و أسهمها في السوق، بما يساعد على تحويلها إلى سوق عالمية.
 - ج- تحريك محافظ الأوراق المالية للبنوك و شركات التأمين و الهيئات الادخارية الأخرى و دخولها البورصة مشترية في حالة انخفاض السعر و بائعة في حالة ارتفاعه، و ذلك للعمل على إحداث توازن البورصة.
 - د- إصدار سندات نوعية ذات قيمة اسمية تتناسب مع صغار المدخرين بأسعار فائدة مرتفعة. و ذلك لتدعيم دورهم في خطة التنمية المنشودة و زيادة الأوراق المالية المتداولة في البورصة.
 - هـ- رفع نسبة تسليف البنوك التجارية على الأوراق المالية المتداولة في سوق البورصة و ذلك لتشجيع التعامل في الأوراق المالية.
 - و- السماح بقيد أسهم الشركات الأجنبية التي يكون مركزها الرئيسي بالخارج و التي تعمل في البورصة ، و ذلك كمرحلة أولى يليها قيد أية أسهم أجنبية أخرى، حيث يترتب إمكانية التعامل بين البورصات المحلية و الأجنبية، كذا إتاحة الفرصة لمكاسب السمسرة الأجنبية لفتح مكاتب لها في الدولة.

II-2-4 / مؤشرات كفاءة البورصة:

من أهم مؤشرات كفاءة البورصة ما يأتي¹:

II-2-4-1 / حجم السوق:

يقاس حجم السوق من خلال المؤشرات التالية:

¹ - إيهاب النسوقي، مرجع سابق، ص. 39-42.

أ- معدل رأس المال السوقي:

يقاس من خلال قيمة الأسهم المسجلة على الناتج المحلي الإجمالي، و تشير الأدبيات الاقتصادية إلى الأثر الإيجابي لاتساع حجم السوق لأنه يعمل على تعبئة رأس المال و تنويع المخاطر و تشير مؤشرات الأسواق الناشئة إلى احتلال جنوب إفريقيا المرتبة الأولى وفقا لهذا المؤشر، في حين تحتل نيجيريا المرتبة الأخيرة.

ب- عدد الشركات المسجلة:

تقاس بعدد الشركات المسجلة في السوق و تحتل الولايات المتحدة الأمريكية المرتبة الأولى على مستوى العالم بنحو 8450 شركة و تليها الهند بنحو 5843 شركة، و تحتل زيمبابوي المرتبة الأخيرة بنحو 57 شركة.

II-2-4-2 / سيولة السوق:

يقصد بها القدرة على بيع و شراء الأوراق المالية بسهولة، و يمكن أن تقاس بالمؤشرات الآتية:

أ- قيمة التداول/ الناتج المحلي الإجمالي:

تقاس بقسمة إجمالي قيمة الأسهم المتداولة على الناتج الإجمالي. و تحتل اليابان مركزا متقدما على مستوى العالم.

ب- الصفقات:

تقاس بقيمة إجمالي الأسهم المتداولة على رأس المال السوقي. و تحتل ألمانيا المرتبة الأولى في العالم. و الجدير بالملاحظة أن قيمة التداول تركز على مقارنة التداول بحجم الاقتصاد. في حين أن الصفقات تعكس التداول إلى حجم البورصة.

II-3-4-2 / درجة التقلبات (مؤشر عدم الاستقرار في الأسعار المردودية):

يشير هذا المؤشر إلى مدى التذبذبات في الأسعار، و يقاس من خلال تقدير الانحراف المعياري لتقلب العوائد في السوق خلال فترة عام. وبصفة عامة كلما انخفضت التقلبات كانت البورصة أكثر تطورا.

II-4-4-2 / درجة التركيز:

تقاس بمدى مساهمة أكبر عشر شركات في رأس المال السوقي؛ للوقوف على مدى -بطارة الشركات، و تعكس درجة التركيز في الولايات المتحدة و اليابان في حين ترتفع في كواروميا و الأرجنتين.

II-5-4-2 / كفاءة تسعير الأصول:

تقاس كفاءة تسعير الأصول باستخدام نموذج تسعير الأصول اندي يوفر إليه للحكم على القيمة السوقية للورقة المالية، و من خلال المقارنة بين العائد الفعلي و العائد على الاستثمار وفقا لنموذج تسعير الأصول يمكن الحكم على مدى كفاءة تسعير الأصول في السوق، و يعني ذلك أنه إذا كان العائد على الاستثمار على ورقة مالية وفقا لنموذج تسعير الأصول في حدود 16 % و أن العائد الفعلي 18 % و معنى ذلك أن الورقة

المالية تباع بسعر أقل من قيمتها الحقيقية و تعتبر الأردن و باكستان و الولايات المتحدة و اليابان من الدول ذات الكفاءة العالية في تسعير الأصول. في حين تنخفض في الأرجنتين و البرازيل و تركيا.

II-2-4-6 / الهيكل المؤسسي التنظيمي:

يعتبر وجود هيكل مؤسسي و تنظيمي جيد من العوامل المهمة التي تؤدي إلى جذب الاستثمارات. و توضح المؤشرات التي تنشر في تقرير مؤسسة التمويل الدولية إلى المؤشرات التالية:

- 1- نشر معلومات عن الشركات المسجلة: تقيم الدول بقيم 1 في حالة نشر المعلومات، و صفر في حالة عدم النشر و تأخذ ماليزيا و المكسيك و كوريا قيم 1 في حين تقيم تركيا بقيمة 0.67 و زيمبابوي 0.13 .
- 2- المعايير المحاسبية: تقيم الدول من صفر إلى 2 وفقا لمدى قدرة القوانين على حماية المستثمر و تحصل ماليزيا و كوريا و شيلي بقيم 2 ، بينما تحصل الأرجنتين و باكستان على 1 و تقيم تاوان بـ 0.25 .
- 3- قوانين حماية المستثمر: تقيم الدول بقيم من صفر إلى 2 وفقا لمدى قدرة القوانين على حماية المستثمر و تحصل ماليزيا و كوريا و المكسيك على قيم 2 في حين تحصل نيجيريا و الأرجنتين على 1 و تحصل تركيا على 0.25 .
- 4- العوائق على الاستثمار الأجنبي و تحويل رأس المال: في حالة وجود عوائق على تدفقات رأسمال تقيم الدولة بصفر، و يقيم بـ 1 في حالة بعض العوائق، و تحصل على 2 في حالة الحرية.

كما توضح الدراسات أن تحليل علاقة الارتباط بين المؤشرات السابقة تشير إلى النتائج التالية:

أ- توجد علاقة ارتباط معنوية بين قيمة التداول إلى حجم السوق و قيمة التداول إلى حجم الاقتصاد. كما أنه توجد علاقة ارتباط ايجابية بين قيمة التداول /النتائج المحلي الإجمالي و قيمة الصفقات و ذلك بمعامل ارتباط 0.56 فقط.

ب- العلاقة بين حجم السوق و مؤشر الإطار المؤسسي و التنظيمي ارتباطها معنوي في حين أن الارتباط سلبى مع درجة الثقلب.

ج- هناك ارتباط سلبى بين تركيز السوق من ناحية و حجم السوق و السيولة من ناحية أخرى؛ و لكنه إيجابي و معنوي مع مخاطر التسعير.

د- الدول التي تتسم أسواقها باندماج كبير في السوق تتميز بانخفاض في الثقلبات و ارتفاع الكفاءة.

II-3 / مستويات كفاءة البورصة و العوامل التي تضعفها:

حسب أنواع المعلومات يمكن التمييز بين ثلاثة أشكال من كفاءة البورصة: الشكل الضعيف، الشكل المتوسط و الشكل القوي لكفاءة البورصة. و تبقى الكفاءة نظرية، حيث يتعلق الأمر بوضعية مثلى، غير أن الشروط المتعلقة بها أو بكل مستوى من مستوياتها ليس دائما تحقق بصورة تامة، و هذا ما يؤدي إلى بعض الاختلالات التي تضعف أو تحل بعض هذه النظرية.

II-3-1 / المستوى الضعيف للكفاءة:

سنعرض لهذا المستوى من خلال ما يلي:

II-3-1-1 / تعريف المستوى الضعيف للكفاءة:

تعني الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق "Weak form efficiency" أن مجموعة المعلومات المتاحة تحتوي فقط على تاريخ سلاسل السعر و المردوديات. إختبارات الشكل الضعيف هي بصورة مهمة إختبارات للسوق العشوائي و التي ترى أنه إذا كانت المردوديات المستقبلية يمكن أن تكون متوقعة إنطلاقاً من المردوديات الماضية¹.

و باختصار يمكن الحكم على سوق ما أنها تتميز بمستوى كفاءة ضعيفة "إذا لم يستطع أي مستثمر المتاجرة على المعلومات التاريخية كأسعار السهم للأيام و الشهور أو السنوات السابقة"².

كما أن المستوى الضعيف لكفاءة السوق يعني: "أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات السابقة المتعلقة بالاسعار و الإيرادات و غيرها من المعلومات التاريخية. كما أنه لا يمكن إستعمال هذه المعلومات من قبل بعض أو كل المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية، و ذلك بكل بساطة لأن تلك المعلومات أصبحت معروفة لدى الجميع و هي موجودة مسبقاً في الأسعار الحالية، إذ أن تحليل المعلومات السابقة المتعلقة بالأسهم لا يفيد في التنبؤ بإتجاه الاسعار في المستقبل، و بالتالي لا يمكن لمستثمر معين التفوق على بقية المستثمرين في تحقيق أرباح متميزة (Abnomal returns)³".

و عليه توجد ملاحظتين هامتين من أجل تبين هذا الموضوع بدقة⁴:

1. أن سلسلة الأسعار السابقة (التاريخية) تتضمن مجموعة من المعلومات المتعلقة بهذه الورقة، و من أجل إختيار صحة نظرية الكفاءة الضعيفة، الباحثون يقومون بتحليل هذه السلسلة من الاسعار التاريخية من أجل إكتشاف المراحل القادمة أو السلسلة القادمة.

2. لا أحد يمنع المحللين الماليين من استخدام هذه المعلومات التاريخية المتعلقة بورقة ما او شركة ما من أجل التنبؤ بأسعارها مستقبلاً. غير أن هذه التوقعات ليست مبنية على درجة من اليقين، حيث أنه لا يستطيع أي مستثمر من خلال هذه المعلومات تحقيق أرباح غير عادية، أي لا يستطيع القيام بعملية المراجعة (معنى شراء هذه الورقة عندما يكون سعر السوق أقل من السعر المحسوب من اجل إعادة بيعها بسعر أعلى) و هذا الامر لا يتحقق في مفهوم الكفاءة الضعيفة للأسواق المالية.

بمعنى آخر الفرضية الضعيفة لنظرية الكفاءة يمكن تلخيصها بالاثباتات التالية⁵:

¹ - <http://www.rce.revuc.com/files/mignom.pdf/02/03/2010>

² - محمد بنده مصطفي، دراهم ساذية، ص. 35.

³ - جبار محفوظ، "البورصة، السير و خصوصية المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص. 375

⁴ - Philipe gellit, op.cit, p.p 45-46.

⁵ - Ibid, P 46.

السعر باللحظة t لكل أصل مالي هو مستقل بصورة تامة عن الاسعار لنفس الاصل عند الفترة $t-1$ أو بالفترات الأخرى السابقة، مهما كانت الفترة المختارة، يمكن تشكيل هذه الجملة بإتخاذ المعادلة المقترحة:

$$\forall E Q (P_{j,t+1}/Q_t) = P_{jt}$$

P_{jt} : سعر الأصل j عند الفترة t Q : معلومة ما.

نستنتج ان في المتوسط، أفضل توقع لتطور سعر الأصل المالي بالزمن $t+1$ يبقى سعره المعروف عند الزمن t .

هذه الاستحالة في التنبؤ بصورة مؤكدة عند تطور أسعار الأوراق المالية إنطلاقاً من المعلومات السابقة بكونها سبباً في تأجيل العمل بها، غير أنها في الواقع كثيرة الاستخدام في البورصة، البنوك، وكذلك في الشركات و غيرهم من المستثمرون المؤسساتيون الذين يقومون باستخدام التحليل الأساسي و التحليل الفني.

II - 3-1-2 / اختبارات الصيغة الضعيف للكفاءة:

إختبارات الصيغة الضعيفة للكفاءة من خلال ثلاث مداخل هي: سلسلة الارتباط و قواعد (تقنيات) التعسفية و اعتبار الانحطاط الطارئة و ذلك لمعرفة مدى هموائية الأسعار أو ارتباطها بالمعلومات التاريخية.

أ- سلاسل الارتباط:

يعني الارتباط (Corrélation) مدى استجابة متغير معين لمتغير آخر، و ذلك بتغير هذا الأخير على فترات متتالية، يقاس الارتباط بما يعرف بـ: معامل الارتباط الذاتي (Auto-Corrélation). يتعلق الأمر هنا بمدى إرتباط أو استقلالية أسعار الأسهم عن بعضها البعض خلال فترات متتالية¹.

إن معامل الارتباط الذاتي هو من الاختبارات الاحصائية الأكثر بساطة التي تسمح بتوضيح احتمال الاستقلالية بين عوائد الأصل في الفترة P و العائد لنفس الأصل عند الفترات السابقة، هذه الاختبارات تكون محققة مع سلسلة واحدة لعوائد أصل واحد، حيث الفترات تكون موضحة في الزمن بالطريقة التالية²:

¹ - جبار محفوظ، البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية : مرجع سابق، ص. 376.

² - Philippe Gellit, op. cit, p.p. 55-56.

جدول رقم (2-1): خلق مجموعة من السلاسل التاريخية إنطلاقاً من سلسلة واحدة.

Date	Série 0	Série 1	Série 2	Série 3	Série 4		
0	R ₀		-		-	--	-
1	R ₁		R ₀		-	-	-
2	R ₂		R ₁		R ₀	-	-
3	R ₃		R ₂		R ₁	R ₀	-
4	R ₄		R ₃		R ₂	R ₁	R ₀
D	R _D		R _{D-1}		R _{D-2}	R _{D-3}	R _{D-4}
N+4	-		-		-	-	R _N

Source :Philippe Gillet,op-cit ,p.54.

المثال السابق يظهر جيداً كيف يمكن خلق العديد من السلاسل التاريخية انطلاقاً من سلسلة واحدة، كذلك حساب معامل الارتباط بين هذه السلاسل الجديدة.

السلاسل الأكثر بساطة تقوم بعد حساب التباين المشترك و معامل الارتباط بين السلسلة S₀ و السلسلة التالية لها، بالتقريب، أن معامل الارتباط الذاتي بالترتيب N هو معامل الارتباط الملاحظ بين السلسلة S₀ و السلسلة S_N.

$$\rho_n = \frac{\text{cov}(R_0, R_n)}{\sigma(R_0) \cdot \sigma(R_n)} \quad ; -1 < \rho_n < 1$$

معامل الارتباط الذاتي :

ρ_n = معامل الارتباط الذاتي (Auto correlation)

R_n, R₀ هو معدل العائد¹ على الترتيب عند الزمن (0) و الزمن (n).

Cov(R₀, R_n) = التباين المشترك بين العائد في الزمن (0) و العائد في الزمن (n).

$\sigma(R_0) \cdot \sigma(R_n)$: الانحراف المعياري لمعدل العائد على الترتيب عند الزمن (0) و الزمن (n).

- إذا كانت السلسلة ليست مرتبطة فإن الفرضية H/P=0 محققة.

- اختبارات معامل الارتباط تستخدم بصورة خاصة لأجل التحقق من الفرضية الضعيفة لنظرية كفاءة البورصة.

- لقد اختبر الكثير من المالىين المعروفين هذا الشكل من أوائل الستينات من هذا القرن، فبعد أن جاء

¹ - العائد الاحتمالي للسهم = سعر السهم عند الزمن t - سعر السهم عند الزمن t-x / سعر السهم عند الزمن t
العائد الاجمالي للسهم = العائد الاحتمالي + التوزيعات / قيمة السهم عند الزمن t.

(Osborne) و (Roberts) بفكرة أن الأسعار تتبع حركة عشوائية في تطورها، انجحه كل من¹:
 (Moor 1962)، (Cootner 1962)، (Fama 1965)، (1963 Garanger et
 Mongerster)، (1973 Solnik)، (Brench 1977)، (Rool 1982)، إلى اختيار
 (Reinganun 1983)، (Golden-berger 1988)
 إلى اختيار هذه الصيغة عن طريق معامل الارتباط الذاتي للتغيرات المتتالية لأسعار الأسهم و توصلوا إلى
 أن هناك استقلالية بين تلك المتغيرات.

فمثلا درس (Moore) التغيرات الأسبوعية لـ 29 سهما مختارا بصورة عشوائية خلال الفترة 1951-
 1958 ووجد أن متوسط معامل الارتباط الذاتي للسلسلة هو - 0.06. تؤكد هذه القيمة المنخفضة جدا
 استقلالية الأسعار و تغيراتها في الفترات المتتالية، مما يوحي بأن دراسة و تحليل تلك المعلومات عديدة الجدوى في
 معرفة التغيرات المستقبلية للأسعار و بالتالي في تحقيق أرباح غير عادية.

كما قام (Fama) سنة 1965، بحساب معاملات الارتباط الذاتية لـ 30 قيمة لداوجونز المعطاة
 أسبوعيا بين 1957-1962 مستخدما كافة التعديلات الممكنة، (Fama) أثبت الضعف الشديد لمعامل
 الارتباط الذاتي بالترتيب 1 لأجل 23 من أصل 30 أصل مدروس، من خلال معامل الارتباط الذاتي لا يسمح بأي
 ربح هام أو جوهري للمستثمر.

أما (Solnik) سنة 1973، فقد أعاد تناول اختبار (Fama) 1965، مستخدما المعطيات اليومية
 لـ 234 سهم مسجل على 08 أماكن مالية أوروبية بين مارس 1966 و أبريل 1971، فرنسا (65 أصل)،
 بريطانيا (40 أصل)، ألمانيا (35 أصل)، إيطاليا (30 أصل)، الأراضي المنخفضة (24 أصل)، بلجيكا (17
 أصل)، سويسرا (La suisse) (17 أصل)، السويد (6 أصول)، اختبر معامل الارتباط الذاتي اليومي و
 الأسبوعي و الشبه أسبوعي و الشهري،، النتائج التي توصل إليها هي أن بعض الأماكن المالية تعرف معامل
 ارتباط ذاتي ضعيف، مستقر في الزمن، لكن غير كاف للسماح بأرباح من استعمال المراجعة. اختبار
 (Solnik) المشابه لاختبار (Fama)، سمح بتأكيد فرضية (Fama) و نتائجها.

خلاصة القول أن الاختبارات الميدانية للشكل الضعيف من كفاءة السوق أثبتت عدم ارتباط التطورات
 التاريخية لأسعار الأسهم مع تطورات أسعارها في المستقبل، و بالتالي يستحيل على مستعمل تلك المعلومات
 تحقيق تفوق على غيره من المستثمرين أو كما قال سميت: " أن الأسعار ليس لها ذاكرة و أن البارحة لا علاقة
 لها بالغد"².

¹ - العديد من المرجع:

* جبار محفوظ، البورصة، التسيير و حوكمة المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص. 376.

* Philippe Gillet , op-cit, p.p.55-56.

* Philippe Bernard, L'hypothese d'efficience des marches, Economica, Paris, 2003, p.29.

² - جبار محفوظ، البورصة، التسيير و حوكمة المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص. 377.

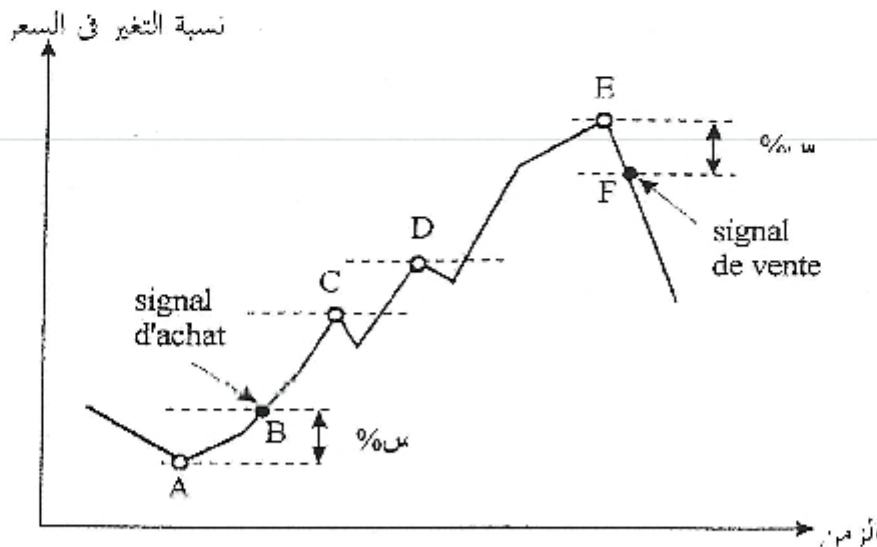
ب- اختبارات الكفاءة الضعيفة المتعلقة بالطرق المنتظمة للمضاربة:

إذا كانت الطرق البيانية تظهر كطرق منتظمة للمضاربة، وهي منتظمة لأن إشارة الارتفاع تتطلب استنتاج تحريض على الشراء وإشارة الهبوط على البيع، بالإضافة إلى طريقة المرشحات. حيث تكون هنا بصدد اختبار يقوم على المقارنة بين مردودية محفظتين: الأولى مسيرة باستخدام إستراتيجية التسيير النشطة (la gestion active) هذه الأخيرة بالتحليل الفني، و محفظة أخرى مسيرة باستخدام إستراتيجية التسيير الساذجة أو ما يطلق عليها بإستراتيجية "اشتر و احتفظ" (la gestion passive) ¹.

لقد درس الكثير من المالين الشكل الضعيف لكفاءة باستخدام هذا النوع من الاختبارات حيث انطلقا من فكرة أن الأسعار تتغير في نفس الاتجاه لمدة معينة رأى (Alescander) أن هناك تقنيات أو قواعد للتصفية (filtre techniques) يمكن استعمالها لتحقيق أرباح غير عادية. بذلك فإنه ينكر على البورصة صفة العشوائية وإمكانية رصد نموذج يتغير وفقه سعر الورقة المعنية، و يمكن من خلاله برحمة البيع والشراء بما يحقق ربحاً أكبر. تتمثل تقنية (alescander) في اتباع الخطوات التالية:²

على المستثمر في ورقة معينة الانتظار حتى يسجل ارتفاع معين في سعرها بمقدار (س%) مقارنة بانخفاض مسجل خلال الفترات السابقة، ثم يشتري تلك الورقة. بعد ذلك يحتفظ بها إلى حين انخفاض سعرها بمقدار (ع%) مقارنة بارتفاع سابق، ثم يقرر بيعها أو بيعها على المكشوف، للمستثمر أن يعيد هذه العملية متى شاء. ويمكن تمثيل الخطوات السابقة بالمخطط البسيط التالي:³

شكل رقم (2-5) : اتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية وفقاً لتقنيات التصفية.



Source : <http://www.master272.com/finance/meh.pdf/02/03/2010>.

¹ - Philippe Gillat , op-cit,p52.

² - سبار محفوف، البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية، مرجع سابق،ص.379.

³ - <http://www.master272.com/finance/meh.pdf/02/03/2010> .

وفقا لهذه التقنية ارتفاع السعر بنسبة معينة (انطلاقا من تعذر) هو مؤشر للشراء، على اعتقاد أن السعر يستمر في الارتفاع مع وصول المعلومات إلى البورصة. كما انخفاضه (بعد تحذب) هو مؤشر للبيع على اعتقاد أن ذلك السعر يستمر في الانخفاض وهكذا....

لقد تمثلت دراسة (Alescander) في تحليله الأسعار الإقفال لمؤشر داوجونز الصناعي خلال الفترة 1929-1959 مستعملا قواعد تصفية من مختلف الأحجام تراوحت بين 5% و 50%، توصل إلى أن هذه التقنيات أظهرت أرباحا غير عادية لمختلف الأحجام و الفترات، و استخلص أن هناك ارتباطا بين أسعار الأوراق و عليه فإن فكرة عشوائية الأسعار خاطئة.

في أول الأمر ظهرت تقنيات (Alescander) و كأنها إستراتيجية قادرة على منح إيرادات غير عادية لمستعمليها، إلا أنها سرعان ما تعرضت إلى انتقادات كثيرة، خاصة من قبل (Fama et Blume). لقد تركزت تلك الانتقادات في كون أن قاعدة التصفية لـ (Alescander) لم تأخذ بعين الاعتبار تكاليف المعاملات، لم توضح التعامل بأقل و بأكثر من بعد تلك النسبة التي يتم عندها البيع أو الشراء، أي (ع%) و (س%) على التوالي، كما لم يأخذ في الحسبان قضية توزيع أرباح الأسهم لأن المشتري على المكشوف يبقى مدينا لها¹.

لقد طبق (Fama et Blume) قواعد التصفية السابقة على أسهم مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة خلال الفترة 1957-1962. وجدوا أن مرشح بنسبة 5% قد حققت أرباحا (قبل خصم تكاليف التعامل) قدرت بـ 11.52% لكن بعد خصمها كانت خسارة بمقدار 103.59- %، إذا ما قارنا هذه النتيجة مع نتيجة القاعدة المتمثلة في الشراء و الانظار التي سبق ذكرها، نجد أن نتيجة هذه الأخيرة كانت ربما مقداره 9.86% بذلك أثبت الواقع أن هذه القواعد لا تحقق أرباحا غير عادية عند الأخذ بعين الاعتبار العوامل السابقة الذكر، لاسيما تكاليف الصفقات.

بالتالي لا توجد هناك علاقة بين تطور أسعار الأوراق في البورصة عبر الزمن، وهذا تأكيد على صحة عشوائية تلك الأسعار².

و توجد طرق أخرى قائمة على القاعدة المنتظمة للمضاربة بالإضافة إلى طريقة المرشحات (المصفاة) أهمها: القوة النسبية لسعر السهم، المتوسط المتحرك و قواعد الدورات و الموسمية، وقد استعملت مختلف هذه الطرق من طرق عدة باحثين أهمهم: (1975 Galesne)، (1975 Hamon)، (Dumontiere)، (1989 Sabatier et Gillet)، وقد توصلوا جميعهم إلى نفس النتائج التي توصل إليها (Fama et Blume).

¹ - جبار عفروش، البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص.380-381.

² - Philippe Gillet, op+cit ,p.p.52-53.

ج- المجاري المتابعة "الأنماط الطارئة": (و يسمى كذلك باختبارات تغيرات الإشارة).

يرى أصحاب هذا المدخل أن تغيرات الأسعار يمكن أن تكون عشوائية معظم الوقت لكنها قد تأخذ من وقت لآخر نمطا معيناً يمكن اقتفاء أثره؛ لمعرفة مدى إمكانية حدوث ذلك تستخدم اختبارات التغير في اتجاه الأسعار التي تهدف إلى معرفة عدد المرات التي حدث فيها تغير في اتجاه الأسعار و طول الفترة في كل مرة¹. لقد اهتم الكثير من المالىين بهذا الاختبار منهم²: (conrles et Jones 1973): (kendall 1953)، (Osborne 1959)، (moore 1969)، (morgenster et granger 1963): (cootruer 1962)، (working 1939)، (francis 1986). انطلاقاً من مفهوم هذا الاختبار قسمت التغيرات في أسعار الأسهم إلى ثلاثة أنواع: تغير موجب أي ارتفاع في السعر، تغير سالب أي انخفاض في السعر و أخيراً تغير منعدم أي استقرار في السعر. و إذا رمزنا إلى هذه التغيرات بالإشارات المعروفة + - 0 على التوالي، يمكن أن تكون لدينا السلسلة التالية من التغيرات في سعر ورقة مالية ما:

15 14 13 12 11 10 9 8 7 6 5 4 3 2 1
+ + + - - - + + 0 0 - - - + +

وهذا يعني أن الورقة المعنية قد ارتفع سعرها لمدة يومين متتاليين، و انخفض ثلاثة أيام و استقر لمدة يومين، ثم ارتفع لمدة ثلاثة أيام، وهذا اعتبار أن السلسلة خاصة بالتطور اليومي، لذلك السعر و هكذا... كما يمكن استخراج تلك الإشارات من حساب النسبة المئوية للتغير في سعر ورقة معينة بالكيفية التي نوضحها في المثال التالي:

اليوم	1	2	3	4	5	6	7	8
نسبة التغير%	0.002	0.0021	0.002	0.0019	0.00018	0.0018	0.0018	0.0021
اليوم	9	10	11	12	13	14	15	
نسبة التغير%	0.0022	0.003	0.0025	0.0023	0.0024	0.0028	0.0033	

المجرى (Run) هو المجال الذي تسجل فيه نفس الإشارة على مدى يوم، يومين أو أكثر أي هو جملة التغيرات المتتالية في سعر الورقة في نفس الاتجاه زيادة، انخفاض، استقرار. وعليه فإن مثالنا السابق يحتوي على 06 مجاري: 03 منها ثم خلالها ارتفاع سعر الورقة، اثنان تم خلالها تسجيل انخفاض و مجرى واحد استقر فيه السعر بدون تغير... وهكذا.

¹ - شريف رفيق، مرجع سابق، ص.59.

² - جبار محفوظ، الورقة، وخصوصية المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص. 377-378.

على الرغم من أن اختبار التغير في اتجاه الأسعار لا يأخذ بعين الاعتبار مقدار التغير في أسعار الأوراق و إنما يأخذ فقط إشارات التغيرات المتتالية (أي اتجاه التغير فقط)، إلا أنه يمكن استعماله في اقتفاء أثر التغيرات المتتالية المعادة من وقت لآخر إن وجدت، و استعمالها في التنبؤ بأسعار الأوراق المراد الاستثمار فيها لتحقيق أرباح غير عادية، غير أن الدراسات الميدانية أثبتت أن تلك التغيرات كانت عشوائية.

في دراسة قيمة لـ (fama) في هذا الصدد قام بدراسة الأنماط لـ 30 سهما الممثلة لمؤشر داوجونز الصناعي، حيث رصد عدد المجاري في نفس الاتجاه و ذلك بالنسبة للتغيرات اليومية، التغيرات لكل أربعة أيام، لكل تسعة أيام و لكل 16 يوما، ثم قارنها بسلسلة مع عدد من الأنماط المختارة عشوائياً¹. ولقد توصل (fama) إلى أن الأعداد المسجلة فعليا هي قريبة جدا من تلك المختارة عشوائياً، خاصة إذا استثنينا نتائج التغيرات اليومية التي سجلت بعض الفروق المعتبرة، إذ سجلت أعداد من المجاري أعداد أقل مما كان متوقعا؛ أي أقل من السلسلة العشوائية، مما يدل على أن التغيرات تحاول أن تبقى مدة أطول.

و على العموم أثبتت الدراسات أنه لا يمكن التنبؤ بمجاري متكررة في تغيرات الأسعار، و الاعتماد عليها في تحقيق أرباح متميزة، و ذلك سواء كان الاعتماد على عدد التغيرات أو المدة التي أمضاها كل تغير أو مقدار التغير، و هذا ما يؤكد الحركة العشوائية للأسعار.

و تؤكد الدراسات الميدانية التي استخدمت أحد المداخل الثلاثة (سلسلة الارتباط، قواعد التصفية و اختبار الأنماط الطارئة) و على مصداقية الصيغة الصعبة لكفاءة البورصة، حيث أكدت أن التغيرات السعرية للأوراق المالية في المستقبل لا ترتبط بالتغيرات السعرية في الماضي أو الحاضر، و بناء على لا يمكن للمضاربين أن يحققوا أرباحا غير عادية من خلال قيامهم بتحليل الحركة التاريخية لأسعار الأوراق المالية.

II - 2-3 / المستوى الشبه القوي للكفاءة:

يمكن الإلمام بجوانب هذا المستوى من خلال:

II - 1-2-3 / تعريف المستوى الشبه قوي للكفاءة:

تعني الصيغة الشبه قوية لكفاءة البورصة: "بمجموع المعلومات العامة، و يمكن أن تتمثل في كل معلومة متعلقة بالشركة المصدرة مثل: التقارير السنوية، إعلان الأرباح، توزيع أسهم مجانية، المعلومة الواردة من الصحافة... الخ. الغرض هو اختيار إذا كانت الأسعار تتعدل بسرعة مع هذه المعلومة، بمعنى إذا كانت البورصة تتوقع بصورة صحيحة الإعلان أو إعلام النتائج".

¹ - العديد من المراجع أهمها:

* المرجع نفسه، ص. 378-379.

* Philippe Gillet, op.cit, p.56.

و باختصار يمكن الحكم على سوق ما أنها تتميز بكفاءة شبه قوية: "إذا لم يستطع أي مستثمر المتاجرة على المعلومات المتاحة مثل: القوائم المالية للشركة"¹.

كما أن الصيغة الشبه قوية نظرية الكفاءة ترشح بأن: "مجموعة المعلومات المتاحة و المتعلقة بالأصل المالي تكون مدسجة في أسعار الأصل المالي بنفس لحظة صدور المعلومات للجمهور. إذن لا يوجد أي تباين زمني بين اللحظة التي تكشف فيها المعلومات و لحظة دمجها في الأسعار. عند التدخل المباشر للمستثمرين هؤلاء الذين يدخلون كمشتريين أو بائعين للأصل المالي الموجود في البورصة، حسب المعلومات الظاهرة مستوى الأسعار متوافق، إذن مستحيل التدخل لاستغلال المعلومات، لأن كل المستثمرين مترامنين في معرفة هذه المعلومات لا أحد منهم موافق لتحقيق معاملة تجارية بسعر مختلف عن القيمة الصحيحة للأصل"².

ما يهم هنا هو مدى استجابة السوق لتلك المعلومات، وهل تتغير الأسعار بسرعة بمجرد وصولها إلى السوق؟ الاستجابة أو التغير هنا يعني أن الأسعار تعكس تلك المعلومات الواردة لسوق بالسرعة المطلوبة، و التي قد تجعل بعض المستثمرين يحققون أرباحا غير عادية على حساب غيرهم من المتدخلين. لهذا إذا ما تباطأت الأسعار في التغير أي إذا سجل فارق زمني بين ظهور المعلومات و انعكاسها في الأسعار، فإن المستثمرين يلجؤون إلى تحليل كافة المعلومات الخاصة بالأوراق المالية، و البحث عن تلك الأوراق الغير مقيمة جيدا من أجل تحقيق أرباح غير عادية.

باختصار إذا لم تعكس الأسعار المعلومات الواردة بسرعة فإن البورصة غير كفأة مما يجعل بعض المستثمرين يتفوقون على غيرهم.

لكن كيف يمكن معرفة تلك الاستجابة و كيف يمكن تفسيرها؟ خاصة أن تغير السعر قد يكون له أكثر من سبب و عليه يجب رصد العلاقة و كذا العوامل المؤثرة على السعر السهم من قبل البورصة، و من جهة أخرى آثار المعلومات الخاصة بالسهم على سعره.

و في هذا الصدد يحاول نموذج البورصة الإجابة على هذه الأسئلة و غيرها، إذ يقول بعض الكتاب أن هذا النموذج يرجع ذلك التغير إلى سببين أو مصدرين هما³:

- القسم الأول يعود إلى تأثير البورصة، أي الخطر المنتظم الغير قابل للتنوع (Risque systematique non diversifiable).

- القسم الآخر يعود إلى خصوصيات السهم، أي الخطر القابل للتنوع الذي يقسم هو الآخر إلى خطر سببه القطاع الصناعي و خطر سببه السهم المعني.

¹ - محمد عبد، مصطفى، مرجع سابق، ص. 35.

² - Philippe, Gillet, op.cit, p. 72.

³ - جبار محفوظ، البورصة، التمييز و خصوصية للؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص. 382.

كما أشرنا عند التعرض لكفاءة البورصة وعلاقتها بالمعلومات، خاصة أثر هذه الأخيرة على أسعار الأوراق المالية و التنبؤ بها، يبدو نموذج البورصة كأنه يكمل الفكرة من زاوية أخرى، و ذلك بمحاولة معرفة مردود السهم انطلاقاً من مردود البورصة، رياضياً يمكن وضع تلك الفترة كما يلي:

$$R_{it} = \alpha_i + B_i R_{mt} + e_{it}$$

حيث: R_{it} عائد الورقة i في الزمن t .

α_i : يمثل عائد الورقة إذا كان عائد البورصة مساوياً للصفر (رياضياً هو نقطة تقاطع مستقيم R_{it} مع المحور العمودي).

B_i : ثابت يمثل ميل المستقيم R_{it} و يعرف بمعامل التغير أو معامل B .

R_{mt} : عائد السوق في الفترة t مقاساً بمؤشر عام.

e_{it} : عنصر عشوائي يتوقف على الورقة i ، يعرف هذا العنصر بالحد العشوائي للخطأ (random error term).

وعليه يوضح النموذج العلاقة بين التغيرات في سعر سهم معين و التغيرات في البورصة. و يعني استعماله الفصل بين التغيرات التي سببها البورصة بصفة عامة و بين التغير الذي سببه معلومات لخص السهم نفسه. بذلك يمكن معرفة سلوك سعر السهم و مدى استجابته للمعلومات الخاصة بالشركة المالية أو الصناعة التي تنتمي إليها، وهل هذه الاستجابة سريعة إلى حد اعتبار البورصة كفاءة، أي الأسعار تعكس تلك المعلومات بسرعة أم ببطء، مما يتيح لبعض المستثمرين التفوق على غيرهم و تحقيق أرباح غير عادية. أي هناك حالة عدم كفاءة في البورصة لوجود فاصل زمني كبير نسبياً بين توفر المعلومات و انعكاسها في الأسعار.

II-3-2-2 / اختبارات الصيغة الشبه قوية لنظرية الكفاءة:

اختبارات الصيغة الشبه قوية للكفاءة كثيرة و الحوادث المختبرة كثيرة، و أكثر الاختبارات تحققت على سوق الأسهم لأن أسعار الأسهم كان لها أثر مباشر و ميكانيكي على الاختبارات.
أ- اشتقاق الأسهم:

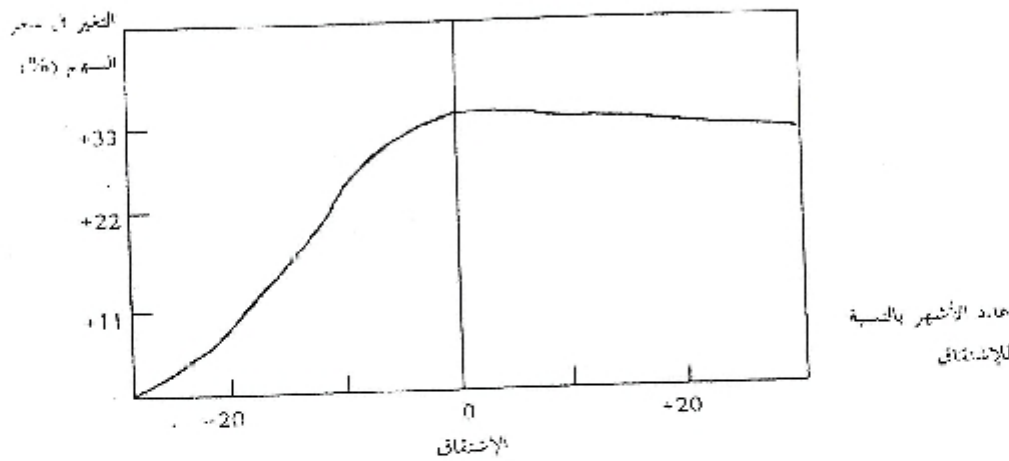
الدراسات المتعلقة باشتقاق الأسهم هي متعددة من جهة، و في هذا السياق حيث يكون نوع الحادث مهم بصورة خاصة من جهة أخرى، لأنها إحدى أدوات مؤسسي دراسة الحوادث.

و أول من استعمل هذا النموذج في اختبار الشكل الشبه قوي هو الرباعي (Roll, Jensen, Fisher, Fama)، أو كما يرمز لهم (FFJR) حيث ركزوا أساساً على سلوك الأسعار المرافقة لعمليات الاشتقاق (stock split). يتحقق اشتقاق الأسهم بتقسيم السهم الواحد إلى سهمين أو أكثر كأن يقسم السهم الذي قيمته (2000 أورو) إلى 10 أسهم جديدة بقيمة (200 أورو) للسهم الواحد، إذ كلما كانت قيمة السهم

منخفضة نسبيا كلما سهل التعامل به إذ أن ارتفاع سعر السهم ارتفاعا كبيرا قد يعيق التعامل به من طرف بعض صغار المستثمرين¹.

من حيث أثر الاشتقاق على كفاءة البورصة فقد أكدت الدراسة المشار إليها سابقا (دراسة FFJR) ، و التي استعملت نموذج البورصة و شملت 940 اشتقاقا على مدى 60 شهرا، من جانفي 1927 إلى ديسمبر 1959، ارتفاع أسعار الأسهم المعنية بالاشتقاق خلال الثلاثين شهرا التي سبقت عملية الاشتقاق و سبقتها نسبيا بعدها. سجلت هذه الملاحظة بعد استبعاد أثر التحركات العامة للسوق و كذا أثر ارتفاع عدد الأسهم في السوق بسبب الاشتقاق².

شكل رقم (2-6): تغير أسعار الأسهم نتيجة عملية الاشتقاق.



المصدر: جبار محفوظ ، البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص 385.

يلاحظ من الشكل السابق الارتفاع الذي سجله سعر السهم خلال 30 شهرا التي سبقت الاشتقاق إلى درجة أن نسبة الارتفاع تجاوزت 33% في الشهر الأخير قبل الاشتقاق. كما يلاحظ أنه بصفة عامة، أن هذه الأسعار تثبت نسبيا بعد إتمام عملية التجزئة.

كما بينت الدراسة السابقة أن الاشتقاق يفسر من قبل المستثمرين على أنه علامة تحسن في التدفقات النقدية للمؤسسة و ارتفاع في الفوائد الموزعة و بالتالي ثقة المديرين بأنفسهم. من أجل التأكد من هذه الفرضية قسمت الأسهم المكونة للعينة المدروسة إلى قسمين. يتكون الأول من أسهم الشركات التي وزعت أرباحا (dividends) أكبر من متوسط الأرباح الموزعة النسبية للبورصة. و ذلك بعد عملية الاشتقاق، و يتكون الثاني من أسهم الشركات التي وزعت أرباحا أقل من متوسط أرباح البورصة.

¹ - Philippe, Gillet, op.cit, p.96.

² - جبار محفوظ ، البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص 384.

لقد وجد أن القسم الأول حقق أرباحاً موجية عالية نسبياً. وهذا ما يفسر أن الاشتقاق ينبئ بارتفاع الأرباح الموزعة. أما القسم الثاني فقد لوحظ انخفاض في عوائد أسهمه بعد عملية الاشتقاق، و لمدة حوالي سنة كاملة ثم تبدأ بعد ذلك في الاستقرار¹.

و بعد دراسة FFJR (1969) كانت العديد من الدراسات مستفيدة من اشتقاق الأسهم و تفاعل البورصات باشتقاق الأسهم مثل دراسة Titman et masulis, Grinbaltt (1984)، Lamoureux et poon (1987) أو Downen (1990). كل هذه الدراسات حللت التفاعل الموجب للأسواق بإعلان اشتقاق الأصول. سلسلة أخرى من الدراسات كانت من طرف lakonishock et vermaelem (1986)، Eads، hess و kim (1984) بقياس المردودية للمؤسسات يوم الاشتقاق. كانت هنا كذلك التفاعلات موجبة تماماً. مثلما تم الإشارة إليه أعلاه، استخدم Grar (1993) طريقة سمحت له بالأخذ في الحسبان تغيرات المردودية و تغيرات خطر الأصل المالي عند دراسة الحدث مما سمحت له بإثبات النتائج السابقة بصورة واسعة وفي هذا النموذج، التفاعل بتاريخ الاشتقاق هو هام مرتين لأن التفاعل: مقياس بمساعدة نموذج مبني على نموذج البورصة و متجاهل إذن لتغير خطر هذه الأصول. يمكن استنتاج من مجموعة هذه الدراسات أن اشتقاق الأسهم يظهر جيداً كحدث يحمل معلومة للبورصة، حيث هذه الأخيرة تتصرف بصورة إيجابية مع إعلانه، و بالتالي يمكن التفكير بأن سرعة تفاعل البورصة كافية لأجل اعتبار أن هذا الأخير كفاء².

و تجدر الإشارة إلى أن المعلومات التي ينحصل عليها المستثمر نتيجة عملية الاشتقاق و خاصة التنبؤ بالأرباح وجدت أنها معكوسة في أسعار الأوراق المعنية قبل نهاية الشهر الذي يتم فيه الاشتقاق و عليه فإن المعلومات، الخاصة بالاشتقاق لا يمكن أن تستعمل لتدقيق أرباح غير هادئة نظراً لكثافة البورصة في ذلك. فحتى و إن قام المستثمر بتحليل تلك المعلومات فلن يستطيع تحقيق أرباح تفوق تلك الأرباح التي يحققها ذلك المستثمر "السادج" الذي لا يقوم بالتحليل و إنما يشتري و ينظر. مع العلم أن التحليل يكلف جهداً و ثمناً قد لا يكفي الربح الإضافي لتغطيتهما³.

ب- النتائج و التوزيعات:

أكثرية الدراسات تحققت سئى تختير تفاعل البورصة بإعلان النتائج أو توزيع الأرباح. إعلان أن النتائج في ارتفاع أو زيادة جوهرية في التوزيعات المدفوعة هي عنصر إيجابي يجب أن يحرض على ارتفاع أسعار أسهم الشركة. المتعلقة بهذا الإعلان في الحقيقة معظم نتائج المؤسسات هي متوقعة من خلال المحللين الماليين، الدراسة المتفقة تظهر فضلاً عن ذلك أن توقعات المحللين متعلقة بصورة كافية بحقيقة النتائج المعلنة. عند تحقيق دراسات

¹ - المرجع نفسه، ص. 385-386.

² - Philippe, Gillet, op-cit. p.96-97.

³ - جبار محفوظ، البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص. 386.

الحادث المتعلقة بنتائج مثل التوزيعات، هناك إذن مكان لاعتبار أن جزء غير متوقع من هذه النتائج و التوزيعات، بعض الطرق تمثل أكثر بعدا، تسمح بفصل الجزء المتوقع عن الجزء الغير متوقع للنتائج أو التوزيعات.

بالإضافة إلى دورهم العادي في إعادة توزيع جزء من نتائجهم السنوية للمساهمين التوزيعات معروفة و محللة مرة واحدة من طرف المتعاملين في الأسواق المالية و بواسطة الباحثين كمؤشر عن المعلومة. بفضل توزيعات الأرباح المسيرين يمكنهم الاتصال بالمساهمين عندما تكون أفاق مستقبل الشركة جيدة، المسيرين زادوا بطريقة مؤثرة جدا على عوائد المساهمين. زيادة التوزيعات المقدمة تنقص من سيولة المؤسسة غير أن ثقة المسيرين في مستقبلهم يسمح لهم بفقدان جزء من خزينتهم بعد تقديم التوزيعات. بالإضافة إلى توزيع الأرباح يظهر للمستثمرين أن المسيرين لا يريدون الاحتفاظ بوضعية خزينتهم التي ستكون متأثرة بصورة شديدة باستخدام طريقتهم¹. ارتفاع توزيعات الأرباح ملاحظ بواسطة السوق المالي كإشارة عن صحة جيدة للمؤسسة، لأهم يستغلون تدفقات السيولة أكبر من التي يتوقعونها، لكن كذلك يفعل توقعات جيدة بالمستقبل الآتي بواسطة هذه الزيادة. في هذا الإطار كل إعلان عن زيادة التوزيعات يجب أن يكون بصورة نظرية معكوسة بواسطة زيادة أسعار الأسهم.

نموذجين سمحا بانفصال الجزء المتوقع عن الجزء الغير متوقع للأرباح. أول نموذج هو نموذج naif حمل فرضيات المساهمين الذين توقعوا ركود في تقسيم الأرباح، في هذه الحالة:

$$D_t^a = D_{t-1} / D^{na} (= D_t - D_{t-1})$$

D_t^a : تقسيم الأرباح المتوقعة بالنسبة لـ t .

D_t^{na} : تقسيم الأرباح الغير متوقعة بالنسبة لـ t .

D_t : تقسيم الأرباح المقدمة بصورة حقيقية في t .

D_{t-1} : تقسيم الأرباح المقدمة بصورة حقيقية في $t-1$.

غير أن هذا النموذج غير مرض، حيث ملاحظة التطبيق يظهر أن التوزيعات نادرا ما تكون ثابتة من سنة لأخرى تمثل جزء ثابت من النتيجة الصافية تسمى (pour fix)² أو تابع لأرباح على الأسهم (BPA).

(Lintner) اقترح نموذج توقعات توزيع الأرباح المقسمة كما يلي:

$$D_t^a = a_1 D_{t-1} + a_2 BpA_t + a_3 BpA_{t-1}$$

في ذلك التوزيع المتوقع مستقل مرة واحدة عن التوزيع السابق (D_{t-1})، الربح بواسطة الأسهم (BpA). الدراسات الأكثر بروزا في هذا المجال wetts (1973) و wornere و ball (1968) watts. درس تطور المردودية في 310 شركة في 24 شهر السابقة لإعلان التغير متوقع لتقسيم

¹ - في الحقيقة، مسيو الشركة الذين يصرفون بخزانة ما متزايدة بصورة يمكنهم استخدامها لأغراض مختلفة لتعظيم أرباح المساهمين، أن ينبغي تحذيرنا أهمية هذه الخزانة، توجد العديد من الإمكانيات: توزيع الأرباح، الاستحواذ في مشاريع جديدة... الخ هذه النظرية معروفة باسم التدفقات الحرة "freecash-fkaw".

² - معدل التوزيع [por] payont ration

الأرباح و الذي حصل بالزيادة أو بالنقصان. Warnere و Ball درسا إعلان النتيجة في 261 مؤسسة أمريكية خلال 20 سنة، هذه النتيجة تحملت تعديل هام أولا. في كل الحالات الباقية البورصة يعدل تقديره عن الشركة بالمعلومات الجديدة في مدة يومين بعد الإعلان، هذه النتيجة ليست مع ذلك تأكيد لـ Pettit 1972 هذه الأخيرة درست التغيرات غير العادية للمردودية لـ 135 شركة تعرف تعديلات هامة غير متوقعة عن التوزيعات.

Pettit قسم العينة إلى 04 أجزاء : [1 % ، -99 %] ، [10 % ، 11 %] ، [25 % ، 10 %] ، [99 % ، 25 %] و بحيث لمعرفة إذا كانت التفاعلات أكثر منطقية لأن تعديل التوزيعات هو أكثر أهمية. الدراسات توصلت إلى نتائج متقاربة:

- المستثمرون توقعوا بصورة ملائمة تغيرات النتائج أو التوزيعات و عدلوا أسعار الأصول بهذه المعلومة الجديدة .
 - في الحالات التي لا تكون فيها المعلومة متوقعة يعدل السوق الأسعار في أجل يومين هذا الأجل هو طويل قليلا، لكن يمكن أن يعتبر كذلك مقبول للتحقيق من الشكل الشبه قوي للكفاءة.
 - مع كل هذا مجموع الاختبارات القديمة نسبيا لا تأخذ في الحسبان الخطر المقاس عن طريق التباين الذي نجم عن الحادث. الدراسات أخذت في الحسبان هذا التعديل، و ظهرت مع ذلك كما في حالة اشتقاق الأسهم¹.
- بـ المعلومات المحاسبية.

إن تغير إجراء من إجراءات المحاسبة في المؤسسة من شأنه أن يغير من النتائج المحققة، فكثيرا ما يلجأ المديرون أو المديرون إلى بعض التقنيات المحاسبية لإظهار أن مؤسستهم في وضعية مالية أحسن، من الأمثلة على هذه الممارسات الانتقال من طريقة إلى طريقة أخرى في تقييم المخزون و التحول من طريقة إلى طريقة أخرى في حساب الاهتلاكات.

من المعروف أنه بعد التحول من طريقة تقييم المخزون المسماة بـ "الوارد أولا الصادر أولا أو FIFO"، أثناء فترات التضخم إلى طريقة "الوارد آخرا صادر أولا LIFO"، تظهر و كان المؤسسة حققت أرباحا أكثر، أي حسنت من وضعيتها. هذا ما أوضحته دراسة قام بها (Sunder) في 1973 و 1975.

نفس الشيء تقريبا يمكن أن يقال عن المؤسسات التي تحولت من طريقة حساب الاهتلاكات المعروفة باسم "الاهتلاك بالتوسط المتسارع" إلى طريقة "التوسط الثابت"، مما يظهر نتائجها أحسن. في هذا السداد قام (Roll et Kamplan) بدراسة أثبتت أن الكثير من المؤسسات قد تحولت من طريقة لأخرى بفرض الظهور في موقع قوة. لكن السؤال المطروح هنا هو: هل أن تغيير بعض القواعد المحاسبية من القيمة السوقية للمؤسسة؟ هل هذا سيؤثر على سعر السهم في السوق؟ ولقد أكدت الدراستان السابقة على أن السوق تستجيب لنقل هذه التغيرات التي تمس القوائم المالية. غير أننا نعتقد أن هذه الاستجابة لا تجلب أرباحا غير عادية، لأن

¹ - Philippe Gillet, op.cit, p.p.197-199.

	SER1	SER2	SER3	SER4	SER5
6/01/10	NA	NA	NA	NA	NA
13/01/10	-2.230000	1.210000	-2.030000	1.020000	3.680000
20/01/10	5.190000	-2.230000	1.210000	-2.030000	1.020000
27/01/10	0.590000	5.190000	-2.230000	1.210000	-2.030000
3/02/10	-1.770000	0.590000	5.190000	-2.320000	1.210000
10/02/10	9.600000	-1.770000	0.590000	5.190000	-2.320000
17/02/10	-0.360000	9.600000	-1.770000	0.590000	5.190000
24/02/10	3.290000	-0.360000	9.600000	-1.770000	0.590000
3/03/10	3.190000	3.290000	-0.360000	9.600000	-1.770000
10/03/10	0.680000	3.190000	3.290000	-0.360000	9.600000
17/03/10	1.020000	3.680000	3.190000	3.290000	-0.360000
24/03/10	-2.030000	1.020000	3.680000	3.190000	3.290000
31/03/10	1.210000	-2.030000	1.020000	3.680000	3.190000

obs	SER6	SER7	SER8	SER9	SER10
6/01/10	NA	NA	NA	NA	NA
13/01/10	3.190000	3.230000	-0.360000	9.600000	-1.770000
20/01/10	3.680000	3.190000	3.230000	-0.360000	9.600000
27/01/10	1.020000	3.680000	3.190000	3.230000	-0.360000
3/02/10	-2.030000	1.020000	3.680000	3.190000	3.200000
10/02/10	1.210000	-2.030000	1.020000	3.680000	3.190000
17/02/10	-2.320000	1.210000	-2.030000	1.020000	3.680000
24/02/10	5.190000	-2.320000	1.210000	-2.030000	1.200000
3/03/10	0.590000	5.190000	-2.320000	1.210000	-2.030000
10/03/10	-1.770000	0.590000	5.190000	-2.320000	1.210000
17/03/10	9.600000	-1.770000	0.590000	5.190000	-2.300000
24/03/10	-0.360000	9.600000	-1.770000	0.590000	5.190000
31/03/10	3.290000	-0.360000	9.600000	-1.770000	0.590000

obs	SER11	SER12
6/01/10	NA	NA
13/01/10	0.590000	5.190000
20/01/10	-1.770000	0.590000
27/01/10	9.600000	-1.770000
3/02/10	-0.360000	9.600000
10/02/10	3.200000	-0.360000
17/02/10	3.190000	3.200000
24/02/10	3.680000	3.190000
3/03/10	1.200000	3.680000
10/03/10	-2.030000	1.200000
17/03/10	1.210000	-2.030000
24/03/10	-2.300000	-1.210000
31/03/10	5.190000	-2.300000

المتعاملين في السوق يدركون مسبقاً أثر تلك القواعد على النتائج المسجلة و على الأسعار. و بالتالي سرعان ما تراجع هذه الأخيرة لتعكس القيمة الحقيقية للسهم، لأن تلك التغيرات في حد ذاتها شكلية حيث لا ترفع من القيمة السوقية للمؤسسة المعنية. و أكثر من هذا فإن مثل هذه التغيرات قد تسيء إلى المؤسسة أكثر مما تفيدها، خاصة سمعتها؛ لأن المستثمرين سيعتقدون أن المؤسسة في موقف ضعف، مما أدى بها إلى تغيير الإجراءات المحاسبية للظهور بوجه أحسن.

و عليه فإن المعلومات الخاصة بتغيير القواعد المحاسبية سرعان ما تنعكس في أسعار الأسهم و هذا ما يدل على أن السوق كفئة إلى حد ما في هذا الشكل من أشكال الكفاءة.

لقد أختير هذا الشكل بإستعمال عدة مؤشرات منها الإصدارات الجديدة حجم التعامل، إندماج، فوجد أن المعلومات سرعان ما تنعكس في السعر أي لا يمكن استعمالها في تحقيق أرباح متميزة و عليه فالسوق غالباً ما تكون كفوة في الشكل الشبه قوي¹.

لذلك ذكرنا لتلك الاختبارات على هذا النوع من الحوادث حيث كل دراسة تخصص في نوع محدد و يطلق عليها بإسم "دراسة الحوادث"، كانت على سبيل المثال لا الحصر، فهناك من تبين اختبارات في أنواع أخرى من الحوادث.

و التي قد تكون لها آثار إيجابية أو سلبية (معلومة سارة أو غير سارة) كأن تكون مثلاً: إعلان، تحاليل صادرة من جهة معينة، أو في أنواع أخرى مختلفة من الحوادث صادرة من جهة محددة، تعتمد على مؤشرات أخرى: غير الأسعار مثل: كثافة المتعاملين أو الفارق² (La fourchette)، مع كل ذلك فإن كل هذه الدراسات كان الهدف منها هو قياس سرعة تفاعل السوق بأي حدث تم دراسته، و بناءاً على ذلك يتم التحقق من المستوى الشبه قوي لذلك السوق.

III-3-3/ المستوى القوي للكفاءة:

من الأشكال الثلاثة لكفاءة البورصة الشكل القوي و الذي يعتبر الأكثر صعوبة في التحقق.

III-3-3-1/ تعريف المستوى القوي للكفاءة:

"في البورصة القوية الكفاءة تعكس الأسعار جميع المعلومات المتاحة بما فيها المعلومات الخاصة بفئة معينة مثل أعضاء إدارة شركة. حيث لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباح متميزة على حساب الآخرين حتى لو استعان بخبرة أفضل/مستشاري الاستثمار في السوق، أو كان هو رئيس مجلس إدارة المنشأة المصدرة للورقة المالية، و في مثل هذه الحالة لا يوجد ما يسمى بالمعلومات المالية الخاصة أو الداخلية للشركة و إذا وجدت هذه المعلومات فإنها تدل على أن البورصة لا يتصف بالكفاءة القوية"³.

¹ - جبار محفوظ، البورصة، تسيير و خصوصية المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص.ص. 386-387.

² - هو الفرق بين أحسن عرض و أحسن طلب في سجل الأمر على مستوى البورصة.

³ - طارق عبد العان، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة، الإسكندرية، 2002، ص. 281.

كما يمكن القول أن البورصة تتميز بمستوى كفاءة قوي: "إذا لم يستطع أي مستثمر المتاجرة على المعلومات الخاصة غير المنشورة مثل خطة اندماج الشركة"¹.

كما أن الشكل القوي لنظرية الكفاءة يؤكد: "أنه لا يمكن انطلاقاً من الحصول على معلومات غير منشورة متعلقة بأصل مالي التنبؤ بالتطور المستقبلي لأسعار هذا الأصل، بحيث لا تسمح لحاملها بتحقيق ربح حقيقي على السوق"².

إن عملية الحصول على المعلومات غير المعروفة تتم ضمن منافسة قوية بين المحللين و المستثمرين الكثرين، و عليه فإن البورصة تقوم بتسعير تلك الأسهم بصفة فعالة. وهذا يمكن أن نفهم أن هناك معلومات غير معروفة لدى المستثمرين العاديين و معروفة لدى البعض الآخر، أي هناك بعض المستثمرين يقومون باحتكار بعض المعلومات (inside information) لاستعمالها في تحقيق أرباح تفوق أرباح غيرهم من المستثمرين العاديين. من الأمثلة على هؤلاء: المديرون الذين يقومون بشراء أسهم شركاتهم و بيعها، و محاولتهم الانطلاق من المعلومات لم تتح بعد للجمهور لتستعمل في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية و تحقيق أرباح غير عادية. من الأمثلة الأخرى على الداخليين (insiders) نجد: مسيروا الخواظ المالية و بصورة خاصة مسيروا صناديق الاستثمار الجماعي mutual funds³. كما نجد بعض المحرفين كصناع السوق الذين يملكون قوائم قبايل المعلومات بعد الحصول عليها بطريقة أو بأخرى قبل وصولها للسوق و محاولة الاستفادة منها في التنبؤ بأسعار الأسهم، مما يمكنهم من تحقيق أرباح متميزة.

III-3-2 / اختبارات الصيغة القوية للكفاءة:

هذا النوع الثالث و الأخير من أنواع الكفاءة المعلومة يتعمق بمشكلة المعلومات الخاصة:

- هل يوجد مستثمرون يحوزون معلومة خاصة و التي لم تكن معكوسة في الأسعار؟
- في حالة الإيجاب، هؤلاء المستثمرون هل يمكنهم توقع مردوديات أعلى من تلك التي هي لعلماء لا يملكون هذه المعلومة؟

بصفة عامة الدراسات أو الاختبارات على الشكل القوي للكفاءة يمكن أن تكون مقسمة إلى ثلاثة أنواع⁴:
الأول: تبني دراسات علمية جريئة المطلاع حيث الغرض هو تحديد إذا كان المستثمرون الحائزون للمعلومة خاصة يحققون مزاوجة.

¹ - محمد عبده مصطفى، مرجع سابق، ص. 35.

² - Philippe Gillet, op.cit , P. 109.

³ - تعاونيات استثمار الأموال، هي مؤسسات مالية تقدم بجمع الأموال (صناديق جماعية)، عادة من صغار المستثمرين المكننين و توظيفها في الأوراق مالية لصالحهم. تلعب هذه التعاونيات دوراً هاماً في جمع المدخرات من الجمهور و إقناعهم بالاستثمار في الأوراق المالية بدلاً من إيداعها في البنوك. بصفة خاصة ثابت فهي توفر لسائر المدخرين وسيلة لتوزيع مدخراتهم ضمانها من المخاطر حتى و إن كانت منخفضة، كما تفيد في تحقيق تكاليف الصفقات.

⁴ <http://www.Fee.revue.com/files/mignon.pdf/02/03/2010>.

الثاني: يتوقف على تحليل أداء المحافظ المسيرة من طرف المحترفين حيث الغرض هو تحديد إذا كانت هذه الأخيرة تحقق أولاً تحقق أرباح غير عادية.

الثالث: مؤسس على تحليل عمليات الداخلين (Insiders).

أ- النوع الأول:

استخدام المعلومات الخاصة (السرية) من طرف مستثمرين لديهم بفعل وظيفتهم أو أقربائهم قرب خاص لهذا النوع من المعلومات وهذا الفعل يسمى بجرمة المطلاع *délit d'inité*، وهي ممنوعة في كل البورصات، لأنها تخترق مبدأ تساوي المستثمرين، في فرنسا تعد سلطة السوق L'AMF هي المسؤولة بالاتصال مع السلطات القضائية على احترام هذا المنع. كذلك في المادة 101 المعلنه في 28 سبتمبر 1967 التي تعدلت بصورة واسعة بعد صدورها الأول تنص: "يعاقب بالخس و بغرامة مالية قدرها 10 مليون فرنك، الشخص الذي يرتب في الوقت المناسب من خلال ممارسة وظيفته أو حرفته معلومات خاصة على أبعاد ووضعية المؤسسة المصدرة لأصول أوراق مالية أو عقود آجلة قابلة للتداول التي تحققت أو تسمح بالتحقق عن قصد في السوق سواء مباشرة أو عن طريق أشخاص توسطوا أو تدخلوا في العديد من العمليات قبل أن يعرف الجمهور هذه المعلومات". كل الدول التي تنظم الأسواق المالية تقر قواعد من هذا النوع سواء كانت أوامر تشريعية مثلما في فرنسا أو تشير ببساطة إلى قواعد مفروضة من طرف سلطات السوق، هذا يدل على أنه يوجد بعض التوافق على أمر أن حيازة معلومات خاصة تجلب لحاملها مزايا مؤكدة تسمح له بتحقيق أرباح بدون تحمل خطر مرتبط بحيازة الأصول المعنية، هذه الظاهرة مضره بمبدأ تساوي المستثمرين في البورصة.

و المثال الآتي يظهر الشكل القوي لنظرية الكفاءة، حيث، أظهر أنه في البورصة باريس الحائزون لمعلومات خاصة يقومون بإخبار السوق عن وجود حدث يجمله هذا الأخير، كذلك أثبتت كذلك أمر الحائزين لمعلومة خاصة لا يمكنهم تحصيل أرباح جوهرية.

في سوق بورصة باريس التسعير (التنقيط) هو محقق بمساعدة نظام إعلامي يواجه لحظة بلحظة أوامر الشراء و البيع، حيث يتعلق الأمر بنظام تسعير مفتوح باستمرار، مجموع العمليات تعرف في كل لحظة بسجل الأوامر، أي عروض الشراء أو البيع لأجل كل أصل في مجموع السوق.

من أجل شركة X سجل الأوامر تمثيل كذلك في :
جدول رقم (2-2): سجل الأوامر للشركة X .

الرقم	نوع الأمر	السعر	عدد الأصول
10	V	150	30
11	V	155	60
12	V	160	70
13	V	165	80
14	V	170	200
15	V	175	170
16	V	180	300
17	V	185	150
18	V	190	250

الرقم	نوع الأمر	السعر	عدد الأصول
1	A	100	30
2	A	105	60
3	A	110	70
4	A	115	80
5	A	120	200
6	A	125	170
7	A	130	300
8	A	135	150
9	A	140	250

Source : Philippe Gillet, op.cit,p.113.

الأوامر من 01 حتى 09 هي أوامر شراء ، و الأوامر من 10 إلى 18 تتعلق بأوامر بيع، سجل الأوامر يبقى كذلك حتى يدخل أمر جديد، الأمر الجديد يحتل مع أفضل حد للشراء أو البيع المتعلق به، كذلك إذا ظهر أمر شراء فإنه ينضم إلى القائمة، سواء أخفى الأوامر المقابلة المتعلقة به. إذا قبل بائع 250 أصل بسعر 140 المعروض، يدخل الأمر في السجل ليخفي الأمر رقم 09، و الفارق يزداد و يمر من (150-140) إلى (140-10) إلى (150-135)-15، تخيل أن الحائز لمعلومة خاصة يتمنى تحقيق عملية المطلاع¹، في هذا السياق أين يكون ربحه مؤكد يتمنى شراء العديد من الأصول.

ثلاثة إمكانيات تعرض له:

- الإمكانية الأولى :

يضع أمر بسعر محدد يفترض أنه أمر الشراء لـ 2500 أصل هذا الأمر يضع نفسه في السجل ليصبح:

¹ - من الضروري التفرقة بين جريمة المطلاع و عملية المطلاع، فعلمية المطلاع هي عملية (شراء أو بيع أصول أو منتجات مشتقة من الأصول) محففة من طرف المطلاع (شخص من خلال استغلاله أو علاقته الخاصة مع المؤسسة يمكنه امتلاك معلومة تمكنه من القيام بغير حساس على أسعار الأصول قبل نشرها للجمهور) دون أن تكون هذه العملية مكشوفة بصورة قوية (بصوت عال) مثال: مستثمر ليس لديه معطيات تضمنه في موقع للربح، جريمة المطلاع تقوم حثثا تصبح عملية المطلاع مكشوفة بصوت عالٍ. إذن عمليات المطلاع ليست جرائم.

جدول رقم: (2-3): تعديل سجل الأوامر للشركة X بدخول أمر جديد حسب الإمكانيات الأولى.

الرقم	نوع الأمر	السعر	عدد الأصول
10	V	150	30
11	V	155	60
12	V	160	70
13	V	165	80
14	V	170	200
15	V	175	170
16	V	180	300
17	V	185	150
18	V	190	250

الرقم	نوع الأمر	السعر	عدد الأصول
1	A	100	30
2	A	105	60
3	A	110	70
4	A	115	80
5	A	120	200
6	A	125	170
7	A	130	300
8	A	135	150
9	A	140	250
10	A	145	2500

Source : Philippe Gillet, op.cit.p.113.

يتعلق الأمر بأمر الشراء رقم 10، حيث قراءة السجل يشغل بال المتعاملين الآخرين، هذا الأمر المهم للغاية يظهر غير عادي، هو كذلك يدل البورصة على وجود قوة طلب بـ 145، يقلص كذلك الفارق الأولي الذي يمر من 10 (140-150) إلى 5 (145-150)، البائعون يمكنهم استواء الحجم الملاحظ الذي يتعلق بالأمر لأن المشتري يرغب في رؤية تنفيذ سريع بصورة كافية، هم لم يغيروا عرضهم، و هذا أمر تقيض للحث على زيادة سعر البيع لهم، بالإضافة إذا كانت الأوامر المنفذة حجمها لا يسمح للمتعاملين بتحقيق ربح هام، مناورة المطلاع ستكون فاشلة بصورة جزئية، لا شيء يدل في الحقيقة أن أمر شرائه سيكون منفذ، بما أنه لن يكون لديه مقابل في الأساس، بالمقابل سيكون لديه مساهمة في إعلام (إخبار) البورصة بتوظيف أمره في السجل و تقارب الفارق.

- الإمكانيات الثانية:

تقوم على وضع أمر بكل سعر سيكون بصورة حتمية منفذ، وذلك بتجريد السجل من كل أوامر البيع حتى يتم تنفيذه بالكامل. نفترض أن عملية المطلاع مشاهدة في سجل الأوامر، مرور أمر بكل سعر لـ 1200 أصل، سجل الأوامر يصبح :

جدول رقم (2-4): تعديل السجل الأوامر للشركة X بدخول أمر جديد يد حسب الإمكانية الثانية.

الرقم	نوع الأمر	السعر	عدد الأصول
1	A	100	30
2	A	105	60
3	A	110	70
4	A	115	80
5	A	120	100
6	A	125	170
7	A	130	300
8	A	135	150
9	A	140	250

الرقم	نوع الأمر	السعر	عدد الأصول
10	V	150	30
11	V	155	60
12	V	160	70
13	V	165	80
14	V	170	200
15	V	175	170
16	V	180	300
17	V	185	150
18	V	190	110

Source : Philippe Gillet, op.cit,p.114.

الأمر بتجريده للسجل، الفارق حالياً هو 50؛ الأمر كذلك قد أعلم السوق عبر زيادة الفارق. بالإضافة إلى أن السعر المتوسط للشراء بالنسبة للمطلع هو متوسط مجموع أوامر البيع المنفذه، حسب المثال لدينا 180. في هذه الحالة ليست الأسعار فقط هي التي زادت بل أن البورصة قد عرف و المطلع لا يمكنه استغلال السعر المربح بصورة حقيقية، بما أنه بدلا من 150 الناتجة عن الإطلاع فإن 180 لهذه الأخيرة تدفع في المتوسط لأجل أن تتكدس 1200 فقط. ربحه إذن يظهر ضعيف جدا، يمكن للواحد منا التفكير ذاتيا و بصورة متكتمة أن ربحه لم يكن، لأن عائد المعلومة قد أتى به لسوق كذلك.

-الإمكانية الثالثة:

هي تمرير الأمر بسعر السوق، في هذه الحالة الأمر في الأصل هو ليس مناسب مع السعر، يدخل في سجل الأوامر بسعر أفضل عرض، بعد تنفيذ هذا الأخير سجل الأوامر يصبح كما يلي:

جدول رقم (2-5) : تعديل سجل الأوامر للشركة X بدخول أمر جديد حسب الإمكانيات الثالثة:

الرقم	نوع الأمر	السعر	عدد الأصول	الرقم	نوع الأمر	السعر	عدد الأصول
11	V	155	60	1	A	100	30
12	V	160	70	2	A	105	60
13	V	165	80	3	A	110	70
14	V	170	200	4	A	115	80
15	V	175	170	5	A	120	200
16	V	180	300	6	A	125	170
17	V	185	150	7	A	130	300
18	V	190	250	8	A	135	150
				9	A	140	250
				9b	A	150	1170

Source : Philippe Gillet, op.cit, p.115.

الأمر 10 تم تنفيذه و المطلاع إذن قد اشترى 30 أصل بسعر 150، 1170 أصل التي يتمنى شراؤها تدخل سجل أسعار الشراء بـ 150 (الأمر رقم 9b). و الفارق يتقلص لكن الأمر رقم 9b يعلم البورصة عن حضور مستثمر مستعجل بالشراء، بالإضافة هذا الأخير لا يمكنه الشراء بسعر كما لـ 30 أصل السابقة. فهو هنا يخسر كذلك بما أنه أعلم البورصة عبر الفارق و أحجام الصفقات دون تحقيق ربح هام.

المثال أعلاه أظهر إذن أنه مهما كان الأمر المستعمل من طرف المطلاع فإن هذا لا يمكنه من تحقيق قيمة داعة أكبر عندما يحرز معارومات خاصة بالإضافة إلى أنه في معظم الحالات يعلم البورصة عن وجود معلومة خاصة سواء عبر زيادة الفارق أو عبر زيادة سعر التحريض من خلال الأمر أو عبر زيادة مستوى الصفقة. لكن من البديهي أن المطلاع سوف يذهب إلى البحث عن تجزئة أمره بالتصرف مرة واحدة في الوقت و المكان: يبحث عن وضع أوامره عن طريق وسطاء مختلف شركات البورصة، و عرض أوامره في وقت واحد، غير أن هذه التجزئة ليس لها أثر كبير لأن مستوى النظام مركزي، و الأوامر تكون منضمة إلى بعضها البعض حيث التجزئة هنا تساعد ببساطة لتجنب المطلاع أن يكون معروفا، من جهة أخرى فإن زيادة رسمة القيمة هي مهمة، و زيادة ربح المطلاع شديد التأثير كونه مرتفع، في هذا السياق أين يكون تحليل الأوامر مهم جدا. مهما يكن المثال السابق المعتمد فإنه يظهر جيدا كيف أنه يعكس الأفكار الشائعة، و أن عمليات المطلاعين لا تسمح لهم دائما بمجازة معلومات خاصة تسمح لهم بتكديس أرباح هامة¹.

¹ - Philippe Gillet, op.cit, P.P. 112-115.

ب- النوع الثاني:

العديد من أنواع المستثمرين يتقابلون في البورصة: مستثمرون حسب المناسبة (يأتون لاستغلال الفرص)، صغار المستثمرين و المتخصصين في تسيير المحافظ؛ هؤلاء هم محترفون، اتصاهم بالبورصة ثابت و علاقتهم مع المعلومة و المخلين الماليين دائمة، إذن يمكن استنتاج أنه يوجد نوعان من المتعاملين الغير متخصصين و المتخصصين، و أن هؤلاء الأخيرين يستفيدون من مزايا إعلامية هامة. ومن أهم المتخصصين (المحترفين) صناديق الاستثمار الجماعي أو تعاونيات استثمار الأموال. اختيرت هذه المؤسسات لتكون محل اختبار الشكل القوي باعتبار أن مدرائها كثري التردد على البورصة بصورة خاصة و السوق المالي بصورة عامة و هم معارف و اتصالات كثيرة في المجال المالي، و بذلك فهم يعتبرون بمثابة الفئة الداخلية (insiders). وعليه فيمكاهم الحصول على المعلومات قبل غيرهم من المستثمرين تؤهلهم لتحقيق أرباح أعلى من الأرباح العادية¹.

و للتحقق من الشكل القوي، فإن قياس أداء المحترفين في تسيير المحافظ يعتبر مهم؛ لأنه إذا كانت البورصات كفاءة فإنه في المتوسط المسيرين لديهم نفس مستوى المنافسة، و لا أحد من بينهم يجب أن يعرف بصورة ثابتة أداء أفضل من متوسط أداء الآخرين؛ بعبارة أخرى نجد Jacquillat و solnik (1988) : "المتخصص يمكنه أن يحقق أفضل من المتوسط العام؛ لكن متى أصبحت البورصة حقل مواجهة بين المتخصصين، فإن مجموع المتخصصين لا يمكنهم في المتوسط تحقيق ما هو أفضل من المؤشر الذي يعكس بصورة عامة أسهمهم"².

لقد أجريت عدة اختبارات للتحقق من المستوى القوي للكفاءة من أهم هذه الاختبارات ما يلي³ :

- الاختبار الأول قام به (Irwin friend)، حيث درس النتائج المسجلة من قبل مؤسسة استثمارية متخصصة لفترة تراوحت من ديسمبر 1952 - سبتمبر 1958. خرج بنتيجة مفادها أن هذه المؤسسات لم تحقق في الغالب نتائج أفضل من تلك المحققة من قبل محفظة عادية تحتوي على نفس التركيبة من الأوراق المالية.

- الاختبار الثاني قام به (W.F.sharpe) درس خلاله 34 مؤسسة مالية خلال الفترة 1954-1963 إذ لم يأخذ معدلات العائد بعين الاعتبار فحسب بل أدخل أيضا عامل الخطر (مقاسا بتغير معدلات العائد لكل مؤسسة)، توصل إلى نتيجة هامة مفادها أن سوق الأسهم و الأصول المالية الأخرى تعمل بكفاءة عالية.

¹ - مرجعون هما:

* جبار محفوظ، البورصة، تسير و خصوصية المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص.388.

⁰ Philippe Gillet, op.cit, P.P. 120

² Philippe Gillet, op.cit, P. 121.

³ - مرجعون هما:

* جبار محفوظ، البورصة، تسير و خصوصية المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص.388 - 389.

* Philippe Gillet, op.cit,P.P. 124-125.

و بنفس الطريقة توصل (M.Jensen) إلى نتائج شبيهة بتلك التي توصل إليها (sahrpe)، إذ أكد أن معظم المؤسسات التي درسها (و عددها 115 مؤسسة خلال الفترة 1955-1964)، لم تحقق نتائج أفضل من تلك التي حققتها حوافظ مالية مختارة بصورة عشوائية و بنفس مستوى الخطر، وعليه فإن مديري تلك المؤسسات لم يبتكروا أي نوع من المعلومات التي من شأنها أن تستعمل في تحقيق نتائج غير عادية. اختبارات أخرى قام بها كل (Glemviet, Cumby, Crochct, Blume, williamson) حيث أكدوا في مجملهم على عدم وجود دليل قدرة تلك المؤسسات على تحقيق عائد يفوق ذلك الذي يمكن تحقيقه باستعمال الإستراتيجية الساذجة المعروفة باسم اشتر و احتفظ. أكثر من هذا فقد أكدت تلك الدراسات عدم قدرة أولئك المسيرين على التنبؤ بأسعار الأسهم في المستقبل.

وهناك اختبار آخر يثير انجذاب هو اختبار كل من Henrikson (1984) و كذلك Ippolito (1989): بحثا لرصد ما إذا كانت صناديق تعاونيات استثمار الأموال الأمريكية يمكنها هزم البورصة. Henrikson درس أداء 116 صندوق بين فيفري 1968 و جوان 1980، توصل إلى إظهار أن أداء الصناديق بعد خصم أجور المسيرين و مصاريف التسيير كافية للمقارنة بالأداء المحقق من طرف البورصة (0.02 % هو الفرق بين الأداء ين). بنفس الطريقة توصل Ippolito إلى إظهار بعد دراسة أداء 143 صندوق على فترة (1965-1984) أنه في المتوسط و بعد خصم أجور المسيرين و مصاريف التسيير أن أداء الصناديق أقل بـ 0.83 % مقارنة بأداء البورصة كما أن Jenson في 1968 أثبت أن أداء الصناديق أقل في المتوسط بـ 1 % من أداء البورصة. هذه النتائج يمكنها أن تجعلنا نظن بأن البورصة كفاءة: صناديق التعاونيات لاستثمار الأموال لديها أداء أقل قليلا من أداء البورصة ، و هذا يكون مفسرا من خلال مصاريف التسيير الهامة التي تؤدي إلى تليص الأداء الإجمالي للصناديق، هذه الصناديق تخلق إذن أداء أفضل من أداء البورصة؛ لكن مصاريف التسيير و أجرو المسيرين تنقص قليلا من هذا الأداء، غير أن مثل هذا التفسير يجهل الفرضية المثارة من طرف Fama (1991) و المخترة بصعوبة، هذه الفرضية تسمى بنظرية الوكالة. " La Théorie de la gence " و نظرية noisy rational esceptions — Grosman و Stiglitz (1980)، يمكن في الحقيقة أن نظن بأن مسيري المحافظ يستغلون عدم تماثل المعرفة لدى المستثمرين لصالح أدائهم وزيادة أجورهم: على سبيل المثال، إذا كانت المعارف الخاصة تسمح لمسيرو المحافظ بالحصول على أداء إضافي¹ بـ 1 % مقارنة بالبورصة. المسيرين يمكنهم إذن زيادة أجرهم الخاص بـ 1 % و بنفس الطريقة (خصم المصاريف)، فإن أداء الصناديق يبقى قريب من أداء البورصة ، كذلك مسيري المحافظ يستغلون جهل المستثمرين على كفاءتهم في التسيير، و المعلومات الخاصة التي يحوزونها تحوم لصالح جزء من أجورهم. إذا أخذنا في الحسبان هذه المعطية الجديدة، الاختبارات تفترض أن ارتفاع أكثر لا يسمح بتحقيق الشكل القوي للكفاءة.

¹ - نأكد دائما أن الأداء المرجح هو على أساس الخطر.

ج- النوع الثالث:

تتمثل فئة المستثمرين الداخليين **Insiders** أساسا في المديرين و المسؤولين في المؤسسات المصدرة للأوراق المالية الذين عادة ما يقومون بالتجار بأوراقها المالية انطلاقا من معلومات يتحصلون عليها قبل غيرهم من المستثمرين الخارجيين.

لقد أثبتت بعض الدراسات أن الصفقات التي أبرمها هؤلاء قد حققت أرباحا متميزة، هذا ما أثبتته دراسة **Neiderhoffer و lorie**، إذ قاما بدراسة و تحليل العمليات التي قامت بها تلك الفئة خلال الفترة الممتدة من جانفي 1950 - ديسمبر 1960، وذلك على 105 شركات من بين الشركات المسجلة في بورصة نيويورك. فقد لاحظ الباحثان أن الداخليين إذا ما اشترؤا ورقة معينة بصورة مكثفة فإنه عادة ما تكون نتائجها أحسن من نتائج البورصة، أي متوسط ما تحققه بقية الأوراق، خلال السنة أشهر القادمة. كما لاحظ أن تلك الفئة عادة ما تشتري أكثر قبل ارتفاع الأسعار للأوراق المعنية و يبيعون أكثر قبل انخفاضها. الشيء الذي جعلهم يحققون أرباحا أعلى من تلك التي يحققها المستثمرون العاديون، أي أن البورصة غير كفأة عند هذا الشكل من أشكال التعامل.

هناك دراسات أخرى عديدة قام بها كل من (**zaman, Rozett, Born, H.sheyn**) توصلوا من خلالها إلى نفس النتائج تقريبا أي أن المسؤولين الذين يتاجرون في الأوراق المالية التابعة لمؤسساتهم يحققون أرباحا متميزة لاستحواذهم على معلومات غير منشورة. وهناك دراسة أخرى قام بها (**eysell و Arshadi**) حول حالات السيطرة التي تمت من قبل الشركات على شركات أخرى (**take over**) و سلوك المسؤولين في الشركات المسيطر عليها، حيث وجد أن هؤلاء المسؤولين يقومون بشراء مكثف لأسهم شركتهم قبل الإعلان عن عملية السيطرة للاستفادة من ارتفاع السعر بعد اتمام عملية الضم. هذا ربما جعل السلطات المالية الأمريكية خاصة لجنة البورصة الأمريكية (**SEC**) تصدر قوانين تفرض عقوبات شديدة على تلك الفئة من المتعاملين كان آخرها قانون عقوبات التعامل الداخلي (**Insider, trading, sanction Act**)، الذي صدر سنة 1984 و أعطى اللجنة السابقة الذكر صلاحية متابعة الذين يحتكرون المعلومات بغرض تحقيق أرباح عالية، قضائيا و فرض غرامات مالية عليهم قد تصل إلى ثلاثة أضعاف الأرباح المحققة. وعليه يعتبر هذا النوع من الصفقات مصدرا من مصادر لا كفاءة (**Jnefficiency**)، على اعتبار أن هناك من يحقق أرباح غير عاديه معارفا بيقين المستثمرين بالأسعار و تعاليل معلومات غير متوفرة للجمهور العادي¹.

خلاصة القول أن الدراسات و البحوث الخاصة بالأشكال الثلاثة لكفاءة البورصة جعلتنا نعتقد بأن الباحثين متفقون على أن البورصة كفأة في الشكل الضعيف لها **weak-form** على اعتبار أن الأسعار

¹ - مرجعونا:

* منير إبراهيم هدي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص.ص. 511-512.
* جبار حفرفة، البورصة، تسيير و خصوصية المؤسسات العمومية، مرجع سابق، ص.ص. 389-390.

تعكس كافة المعلومات التاريخية المتعلقة بانسهم المعني و أن تحليل تلك المعلومات في تحقيق أرباح أعلى من تلك التي يحققها مستثمر يتبع إستراتيجية بسيطة كنتك المسماة (اشتر و احتفظ)، نفس الشيء يمكن أن يقال على الشكل الشبه قوي (semi-strong form)، فإن الباحثين شبه مجمعين على أن البورصة كفاءة عند هذا الشكل باعتبار أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المعروفة لدى الجمهور و المنشورة عبر القوائم المالية للمؤسسة. كما أن نتائج تحليلها و بذل الجهد و الوقت في ذلك لا تغطي التكاليف الناجمة عن ذلك، أي لا يمكن تحقيق أرباح متميزة نتيجة لذلك.

أخيراً، فإن الشكل القوي (strong form) لكفاءة البورصة يبقى محل خلاف بين الباحثين، ما دامت هناك فئة معينة من المستثمرين قادرة على الوصول إلى المعلومات قبل غيرها من المتدخلين. هذه المعلومات غير منعكسة في الأسعار الحالية مما يمكنهم من معرفة الأوراق المالية المسعرة بأكثر أو بأقل من سعرها الحقيقي، الشيء الذي يمكنهم من تحقيق أرباح تفوق تلك التي يحققها أمثالهم في البورصة. و بالتالي فإن السوق غير كفاءة دائما في الشكل القوي.

II - 3-4 / العوامل التي تضعف الكفاءة:

يمكن حصر العوامل التي تضعف الكفاءة فيما يلي¹:

II - 3-4-1 حالة الذعر في السوق:

عندما تسود حالة الذعر بين المتعاملين في البورصة لأسباب قد تكون مجهولة كما حدث يوم الاثنين الأسود في التاسع عشر أكتوبر 1987 عندما أغلق مؤشر داوجونز الصناعي عند مستوى 1738.74 نقطة مسجلا بذلك انخفاض قدره 508 نقطة أي بنسبة 21.62 % من مستواه السابق 2247.04 نقطة، مما أدى إلى تخوف المستثمرين من تدهور الأسعار.

II - 3-4-2 / إطلاق الإشاعات:

عندما تسود البورصة إشاعات و انطباعا لا تقوم على أساس صحيح من المعلومات تنسب في إحداث تغيرات في أسعار الأوراق المالية.

II - 3-4-3 / فشل آلية التصويت:

عندما يضعف تأثير استخدام آلية التصويت بشكل يترتب عليه في الكثير من الحالات بقاء الإدارة في موقعها لفترة أطول، رغم دور استئصالها للموارد المالية المتاحة للشركة

¹ - العديد من المراجع أمهيا:

* ضياء مجيد، مرجع سابق، ص.12.
* محمد صالح الشناوي و آخرون، مرجع سابق، ص.133.

II-3-4-4 / الممارسات غير الأخلاقية:

- عندما تسود البورصة صور متعددة من الممارسات غير الأخلاقية مثل: البيع الصوري، الشراء بغرض الاحتكار، واستغلال الثقة و اتفاقيات التلاعب و مثل هذه الممارسات:
- قدرة فئة معينة من المستثمرين الحصول على معلومات خاصة بشأن ما يجري داخل الشركات، مما يمكنهم من إبرام الصفقات في الوقت المناسب و تحقيق أرباح طائلة على حساب الآخرين.
 - قد يتم التلاعب بأسعار الأوراق المالية من قبل الجهات التي أصدرتها، و مثال ذلك ما يسمى لعبة المساهمين الكبار، فعندما يرغب بعض المساهمين الكبار في شركة ما شراء كمية من أسهم هذه الشركة يلجؤون إلى التقليل من أرباح الشركة بشكل مفتعل، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها في البورصة، و بالتالي يقومون بشراء الأسهم بالسعر المنخفض و على العكس من ذلك عندما يرغب المساهمون الكبار في بيع أسهمهم في البورصات بأسعار مرتفعة فإنهم يلجؤون إلى تضخيم أرباح الشركة بشكل مفتعل أيضا، مما يتسبب في ارتفاع أسعارها، و بذلك يتمكنوا من البيع بالأسعار المرتفعة.
 - قد يتفق بعض المضاربين مع جهات معينة على أن تقوم هذه الجهات بشراء كميات معينة من الأوراق المالية، بهدف رفع أسعارها، أو العكس فقد يتم الاتفاق على بيع كميات معينة من الأوراق بهدف دفع أسعارها نحو الانخفاض.
 - إذا واجه بعض المضاربين إلى جهات أخرى، اتفق معها مسبقا لكي تروج مزايا بعض الأوراق المالية أو عيوب البعض الآخر، ما ينتج عنه ارتفاع في أسعار الأوراق المالية الأولى، انخفاض أسعار الثانية.
 - إن الممارسات غير الأخلاقية من شأنها أن تزعزع ثقة المتعاملين خاصة و أن السوق في غياب التخطيط المركزي المباشر و الشامل الذي يعد الأداة الأساسية في تخصيص الموارد المتاحة، إلى المجالات التي من شأنها أن تحقق النمو و الازدهار الاقتصادي و لذا قد يكون من الملائم إعداد التشريعات اللازمة لمواجهة مثل هذه الممارسات الأخلاقية.

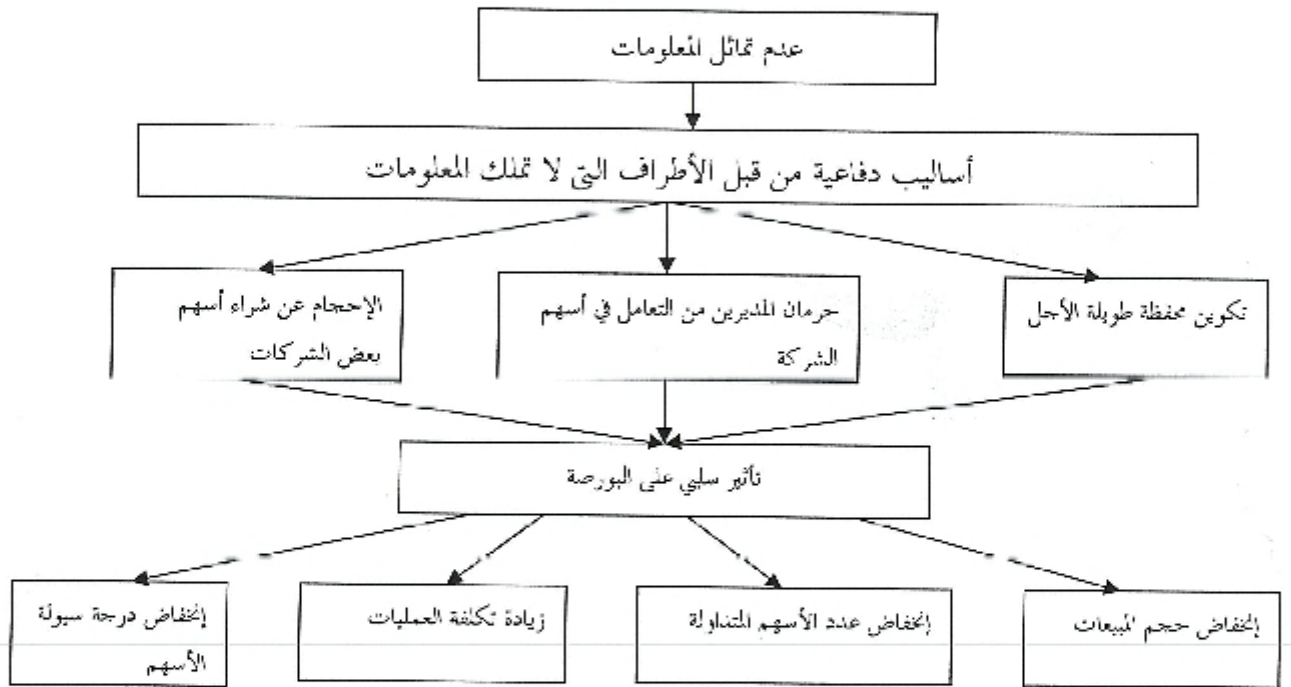
II-3-4-5 / أثر عدم تماثل المعلومات على البورصة:

- (أ) امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها غيرهم من المتعاملين مثال اكتساب معلومات معينة من قبل كبار العاملين في الشركات و يقومون بحجبها عن المستثمرين و ذلك من أجل تحقيق أرباح إضافية، قبل نشرها في تقارير القوائم المالية للشركة يمكن أن يؤدي إلى آثار سلبية عديدة من أهمها:
- 1- إن عدم المساواة في المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة، يؤدي إلى توقف المستثمرين عن التعامل بها، و بالتالي ينخفض حجم العمليات في البورصة و ينخفض نشاطه نتيجة لتناقص عدد الأوراق المالية المتداولة فيه و ذلك خلال فترة معينة.

2- إن عدم تماثل المعلومات في البورصة لدى المستثمرين يمكن أن ينعكس سلباً في مدى الأسعار، مما يؤدي إلى زيادة تكاليف العمليات في البورصة و تناقص سيولة الأوراق المالية و بالتالي انخفاض عدد المتعاملين في البورصة.

3- إن عدم توفر المعلومات المالية بالنسبة للأوراق المالية أو توفرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين، أو عدم توفر الأشخاص القادرين على تحليلها سوف يحول البورصة إلى سوق للمضاربة، وهي مضاربة غير علمية تؤدي إلى تسعير خاطئ للأوراق المالية مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفء للموارد المتاحة و الشكل التالي يوضح ما سبق.

شكل رقم (2-7): أثر عدم تماثل المعلومات على البورصة.



المصدر: رجال فيروز، مرجع سابق، ص. 80 .

و خلاصة ما سبق أن عدم كفاءة نظام المعلومات سوف يؤدي إلى عدم التكافؤ بين المتعاملين في البورصة، وذلك في الحصول على المعلومات المالية و الاستفادة منها مما يؤدي إلى العديد من الآثار السلبية التي تقلل من كفاءة البورصة كأن ترتفع تكلفة المعاملات و تناقص حجم السوق و تزيد تكلفة الأموال.

كما يوجد اليوم العديد من الأعمال التحريية التي تثبت الاختلالات المتعلقة بنظرية الكفاءة و التي تسمى بحيوب الكفاءة، الآثار الموضعية و آثار الشركة الصغيرة، القطاعات المضاربة التي تعتبر من أهم حيوب عدم الكفاءة.

أ- أثر الشركة الصغيرة (أثر الحجم):

في 1981 نشر Banz مقال يثبت أثر الشركة الصغيرة¹:

¹ <http://www.cairn.info/article.php?IDREVUE=RFG&IDNumpublic=Reg157&IDARTICLE=RFG1570169>.

معدلات المردودية الملاحظة على صغار الرسملة تكون في المتوسط أكبر من كبار الرسملة، هذه المرحنة تؤسس بكل إثبات اختلال متعلق بالكفاءة، لكن هل يمكن استغلال هذا الأثر؟ إذا أخذنا في الحسبان تكلفة المعاملات المرتبطة بعمليات شراء و بيع الأسهم قليلة السيولة، يظهر أن الإجابة سلبية يبقى كل من يرغب في استغلال بصورة حقيقة أثر الشركة الصغيرة لا يربح بصورة منتظمة أكثر من السوق المعدل بالنسبة للخطر.

ب- الآثار الموسمية:

ومن أهمها¹:

ب1- أثر نهاية الأسبوع (أثر يوم الاثنين):

عدد من الباحثين تتبعوا أثر نهاية الأسبوع و ذلك من خلال معدلات مردودية الأسهم.

French (1980) و Gibbon و Hess (1981) وجدوا اختلاف إحصائي معنوي بين مردوديات أيام الأسبوع. حسب هؤلاء أثر نهاية الأسبوع يفسر من خلال معدل المردودية المتوسط السليبي ليوم الاثنين و الإيجابي في نهاية الأسبوع، المستثمر الذي يشتري الأسهم بإغلاق يوم الاثنين و يعيد شراؤها يوم الجمعة يمكنه أن يربح بصورة منتظمة، مع ذلك يظهر أن هذه الإستراتيجية الملاحظة في السابق لا تسمح بتغطية تكلفة المعاملات.

ولقد تم تفسير هذا الاختلال الدائم من طرف French بعدم لجوء الشركات إلى إعلان المعلومات السبعية في نهاية الأسبوع، لتجنب التفاعل الزائد الذي يأتي في الساعات الأولى التي تتبع إذاعتها، حتى تمنح المستثمر الوقت للحكم على هذه المعلومة و تجنب التقييم المؤقت للأصل بأقل من قيمته، و على عكس المعلومات الجيدة تكون منشورة خلال الأيام الأولى للأسبوع، و لن يخاف المسبرون من التقييم بأعلى من القيمة المحتملة للأصل.

ب2- أثر نهاية السنة (أثر شهر جانفي):

حسب هذا الأثر المردوديات المحصلة في جانفي أكثر ارتفاعاً، أكثر بصورة خاصة بالنسبة لصغار الرسملة، تفسيرات مختلفة أكثر أو أقل إقناعاً تم تقديمها لتفسير هذه الظاهرة:

للاستفادة من ضريبة مناسبة و إمكانية ردها إلى أقل قيمة استثنائية على الأرباح السنوية و كذلك تقليص الوعاء الضريبي للمؤسسة سواء كانت صناعية أو مالية، يجب أن تحقق أقل قيمة ببيع الأصول: هذه الأصول يمكن أن تكون مشتراة مرة أخرى فيما بعد، هذا يؤدي إذن إلى بيع ضخمة للأصول في نهاية ديسمبر قبل إغلاق الحسابات التي تصادف بصفة عامة نهاية السنة المدنية، و شراء كمية كبيرة في بداية جانفي: حيث تهبط.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

* <http://www.cairn.info/article.php?IDREVUE=RFG&IDNumpublic=Reg157&IDARTICLE=RFG1570169>.

* Philippe Gillet, op.cit, P.142.

* <http://pagesperso-orang.fr/jb.dsquilbet/dors/A.L3/hf-04-marche-boursi>

المردوديات المتوسطة نهاية ديسمبر و ترتفع المردودية نفسها في بداية جانفي، وهذا الأثر الجبائي يمكن أن يتصل بتعديل المحفظة.

ج- الفقاعات المضاربة:

تطلق تسمية الفقاعة المضاربة على ظاهرة الانحراف الشديد للأصل المالي المسجل بارتفاعه بصورة منحنية عن قيمتها الأساسية ثم ينهار بصورة منحنية شديدة ليأخذ قيمته الأساسية. وقد عرفها Gillet, Colment و Sfars (2003) كما يلي: " الفقاعة المضاربة تنشأ عن انفصال مؤقت أو غير مؤقت للقيمة الاقتصادية الأساسية للأصل عن سعره في البورصة".

و الفقاعة المضاربة عكس الكفاءة، حيث أن هذه الأخيرة تفترض أن القيمة السوقية للأصول في البورصة مساوية لقيمتها الحقيقية الأساسية، ووجود انحراف شديد بين الأصل و قيمته الأساسية يعتبر مرادف جيد للكفاءة¹.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

* Philippe Gillet, op.cit P.P.158-159.

* <http://yves.michel.escdsc.frcc.fr/thecomarfi/efficience%20%20inefficience%40DES%20marches%20financiers, Doc.>

خلاصة الفصل:

تنتقل فرضية كفاءة البورصة من علاقة تلك البورصة بالمعلومات التي ترد إليها. فالبورصة الكفءة هي التي تعكس كافة المعلومات المناسبة المتاحة بمجرد صدورها. على اعتبار أن تلك المعلومات ترد بصورة مفاجئة و دون علم أي متعامل في البورصة، فإن أسعار الأوراق المالية تتبع حركة عشوائية، الشيء الذي يجعل كافة المستثمرين على قدم المساواة. فالكل يحصل على المعلومات في آن واحد، مما يمنع أيا منهم من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة تحيئه لتلك المعلومات.

عندئذ تتحقق كفاءة البورصة مما يتيح التوزيع الفعال للموارد المالية المتاحة، لا سيما إذا توفر المتطلبان الأساسيان لذلك أي:

- كفاءة التشغيل لإمكانية حصول المتعاملين على الخدمات الضرورية بأثمان معقولة.
- كفاءة التسعير (عكس الأسعار لكافة المعلومات في أية لحظة بسرعة).

يمكن التمييز بين نوعان من البورصة: البورصة الكفءة و البورصة الكاملة. إذ تقوم هذه الأخيرة على فرضيات يصعب تحقيقها في الحياة العملية، لا سيما تلك المتعلقة بعدم وجود تكاليف المعاملات (الصفقات). تلك الفرضيات جعلت تحقيق البورصة الكاملة على أرض الواقع أمرا مستبعدا على عكس البورصة الكفءة التي يمكن تحقيقها.

و توجد ثلاثة أشكال لكفاءة البورصة: الشكل الضعيف، الشكل متوسط القوة و الشكل القوي، فبعد اختبار تلك الأشكال اتضح أن البورصات كفءة في الشكلين الضعيف و متوسط القوة و غير كفءة في الشكل القوي.

بذلك فإن المستثمرين لا يستطيعون استعمال المعلومات المتوفرة: التاريخية و المنشورة، لتحقيق أرباح غير عادية (الشكلان: الضعيف و متوسط القوة)، أي أهم لا يستطيعون التنبؤ باتجاه تغير الأسعار لأن هذه الأخيرة قد عكست تلك المعلومات من قبل: أما في الشكل القوي فيمكن تحقيق أرباح متميزة من طرف المستثمرين في الأوراق المالية المصدرة من قبل شركائهم و كذا من طرف بعض المتخصصين باعتبارهم قادرين على الحصول على المعلومات قبل غيرهم من المستثمرين و ذلك بحكم عملهم و قريهم من مصادر تلك المعلومات. كل ذلك يجعل من المتاجرة الداخنية و المتاجرة الجماعية (insider trader et block trader) مصدرا من مصادر لا كفاءة البورصة.

إذن بما أن المعلومات هي أساس كفاءة (أو لا كفاءة) البورصة هذا من جهة، و أن تلك المعلومات هي بمثابة السلعة النادرة في عالم يمتاز بظروف عدم التأكد، أي لها ثمن و تباع (شأنها في ذلك شأن بقية السلع)، من جهة أخرى، فإننا نعتقد أن المصدر الأول للاكفاءة البورصة هو لا كفاءة أسواق المعلومات. فالمنظوب

تنظيم و ضبط و مراقبة هذه الأسواق الأخيرة ضمانا لتحقيق أعلى مستوى ممكن من كفاءة البورصة، الشيء الذي يسهل التوزيع الفعال لمصادر التمويل المتاحة.

III- دراسة تطبيقية حول كفاءة سوق الأسهم السعودي.

III-1/ الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية .

III-2/ نشأة و تطور كفاءة سوق الأسهم السعودي.

III-3/ استكشاف مستويات كفاءة سوق الأسهم السعودي.

مقدمة الفصل:

تزايدت أهمية البورصة وغدت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي، وتحقيق نهوض شامل في كل جوانب الحياة، الأمر الذي كان له أثره المباشر بالنسبة لسائر البلدان النامية، سعياً منها لتسريع عجلة التنمية و بناء اقتصاد متطور و مزدهر على قاعدة نظام اقتصاد السوق المالي.

وهناك العديد من البلدان النامية التي نقلت اهتمامها بموضوع البورصة إلى موقع التطبيق. وبالرغم من التباين الملحوظ في أثر البورصة على اقتصاديات تلك البلدان، إلا إنها تجدد في السوق وسيلة هامة لتعبئة المدخرات، وتمكين مختلف الشركات الاقتصادية من الحصول على موارد تموينية بأقل قدر ممكن من التكاليف.

من هذا المنطلق سعت المملكة السعودية إلى إنشاء ما يدعى بسوق الأسهم السعودي بغرض تمويل الأنشطة الاقتصادية، فقد شهد منذ نشأته صنور عدة تشريعات و لوائح منظمة للعمل فيه، ومن هذه اللوائح لائحة سلوكيات السوق لائحة حوكمة الشركات، وتقوم هذه الأخيرة على الإفصاح والشفافية و العدالة، و التي تنصب بدورها في لب الكفاءة. وحتى تكون بمستوى البورصات العالمية أدخلت النظام الالكتروني الذي عمل على تسريع عمليات التداول.

III-1 / الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية :

أمام استحالة الدراسة على بورصة الجزائر، فقد اضطررنا إلى دراسة بورصة من البورصات العربية، و انتقينا سوق الأسهم السعودي "تداول"، وذلك باعتماد أسلوب منهجي علمي لان الإجراءات المنهجية للموضوع عندما تبنى على اختصار الوقت و الجهد، و توصلنا إلى الهدف المرجو من الدراسة.

III-1-1 / مبررات اختيار البورصة:

وقع اختيارنا لسوق الأسهم السعودي في دراستنا التطبيقية لعدة اعتبارات أهمها:

- تعتبر أكبر الأسواق في منطقة الخليج، إذ تبلغ القيمة الرأسمالية للسوق 1325 مليار دولار، ما نسبته 70% من الناتج المحلي الإجمالي لعام 2008، كما تمثل 35.28% من رسملة البورصات العربية وفقا لتقرير صندوق النقد العربي لسنة 2009، واحتلت بذلك المرتبة الأولى و تأتي بعدها الكويت في المركز الثاني بما نسبته 10.39% ، وفيما يخص قيمة الأسهم المتداولة احتلت المرتبة الرابعة بين البورصات العربية بما قيمته 56.74 مليون سهم، أما فيما يتعلق بالمعدل اليومي لعدد الأسهم المتداولة فقد احتلت المرتبة الثانية بما قيمته 227 مليون سهم، و هذا لنفس السنة 2009.

- كما أن المؤشر العام للسوق (تاسي) جاء في الرتبة الثانية بعد لندن في عدد إصدارات الأسهم الجديدة في عام 2008 بالرغم من أن الإصدارات من الأسهم السعودية الجديدة قد تراجعت بعد أن احتدت الأزمة المالية في أكتوبر من ذلك العام.

- واجدير بالذكر أن بورصة "تداول" على درجة عالية من التطور التكنولوجي إذ أنها بدأت تعمل كأول سوق الكترونية كاملة في العالم في التسعينات، و تشمل عملياتها الالكترونية التداول و المقاصة و التسوية.

- كانت مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) مسؤولة عن ممارسة الرقابة على السوق من 1984 إلى 2003، وفي جويلية 2003 نقلت هذه السلطة إلى هيئة السوق المالي، و التي تقوم الآن بدور المنظم و المراقب الوحيد لأسواق المال السعودية، و تصدر القواعد والأنظمة الضرورية لحماية المستثمرين، و ضمان الإنصاف و الكفاءة في تشغيل الأسواق، هذا و من اجل أن يستطيع المهتمون و المتدخلون في البورصة مواكبة التطورات و المتغيرات المتسارعة بشأن لوائح و قواعد أهية، فقد خصصت هيئة السوق لذلك موقع رسمي على شبكة الانترنت.

- لسوق الأسهم السعودي "تداول" موقع رسمي على شبكة الانترنت يوفر قاعدة بيانات عن السوق والشركات المدرجة فيه، وينشر مؤشرات أدائه بصورة يومية، كما ينشر وبصورة لحظية إعلانات الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، وكذا أخبار السوق وكل المستجدات المتعلقة به مجاناً.
- منذ عام 2007 أدخلت هيئة السوق المالي السعودي نظام جديد للتداول يمكنها من رصد التعاملات و المتأخرين الفرديين بصرامة أفضل من قبل.

III-1-2/ مبررات اختيار الفترة الزمنية:

نقد اعتمدنا خلال دراستنا هذه على تحليل فترة زمنية محددة تمثلت في الفترة الممتدة ما بين عام 2000 و الربع الأول لعام 2010 كونها تعد منعرجاً هاماً في تاريخ البورصة السعودية، وتمثل أهم الأحداث التي توالى في هذه الفترة فيما يلي:

- تم في عام 2010 بدأ العمل بنظام "تداول" الإلكتروني الذي أحدث نقلة نوعية في طريقة التعامل، بإدخاله تقنيات متطورة ومزايا جديدة على عمليات التداول وإجراء الصفقات.

- وفي عام 2003 تم إصدار نظام السوق المالي الذي هدف إلى إعادة هيكلة السوق المالي المحلي وفق أحدث الأسس والمعايير الدولية المطبقة في هذا المجال ، ووفق هذا النظام تم فصل الدور الرقابي و التنظيمي للبورصة عن الدور الإشرافي بتكوين هيئة مستقلة تتولى تنظيم و تطوير السوق وإصدار اللوائح والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق ، فيما تخصص شركة المساهمة المسماة "السوق المالية السعودية" بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة، أو أوكلت مهمة إيداع الأوراق المالية إلى إدارة "مركز إيداع الأوراق المالية" التي ينشئها مجلس إدارة السوق، كما خصص لجنتين إحداهما اختصت بالمنازعات في الأوراق المالية و الأخرى في الاستئناف.

- أما في سنة 2004 قامت الهيئة بإصدار مجموعة من اللوائح لتسهيل تطبيق أحكام نظام السوق المالي وهي:

لائحة سلوكيات السوق،لائحة طرح الأوراق المالية،ولائحة قواعد التسجيل و الإدراج.

-وفي سنة 2005 واصلت هيئة السوق المالي إصدار مجموعة من اللوائح وهي:لائحة الأشخاص المرخص لهم،ولائحة أعمال الأوراق المالية.

- عقب هذا شهدت السوق تصحيحات قاسية عام 2006 تمثلت في انهيار حاد كان أهم أسبابه الثقة المفرطة للمستثمرين بالسوق بالإضافة إلى اشتداد الممارسات المضاربة من قبل كبار المستثمرين و هذا ما دفع الهيئة إلى

إدخال جملة من التحسينات أهمها: صدور لائحة صناديق الاستثمار العقاري، صدور لائحة صناديق الاستثمار، وصدور لائحة حوكمة الشركات.

- في سنة 2007 واصلت الهيئة الاستمرار في التحسينات من خلال إعادة هيكلة قطاعات السوق و إضافة مؤشرات جديدة مع تعديل طريقة حساب مؤشر السوق، و قامت كذلك بإصلاح لائحة الاندماج و الاستحواذ.

- إما في عام 2008 فقد شهد حدوث الأزمة المالية العالمية و تداعياتها على سوق الأسهم السعودي، و تم خلال هذه الفترة كذلك ظهور قواعد مكافحة غسل الأموال و تمويل الإرهاب.

- و في سنة 2009 عدلت الهيئة لائحة حوكمة الشركات و ألزمت الشركات المسجلة بالإعلان عن الأرباح بعد أن كان ذلك اختياريًا في السابق، كما تم تعديل قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالي .

أما لاكتشاف مستوى كفاءة "سوق الأسهم السعودي" فقد اخترنا الفترة الممتدة ما بين 2010/01/06 و 2010/04/06 وذلك الأسباب الآتية:

1/ تعذر الحصول على الأسعار اليومية للسنوات السابقة.

2/ صعوبة جمع أخبار وإعلانات الشركات خلال السنوات الماضية.

3/ ضيق الوقت المخصص للدراسة.

III-1-3/ المناهج المتبعة:

اعتمادنا في دراستنا النظرية على:

III-1-3-1/ المنهج التاريخي:

و هو يتم بتتبع مسار الظواهر و الأحداث التي مضى عليها زمن، أو يقوم بدراسة ظاهرة من خلال نشأتها و تطورها، و نستخدم هذا المنهج أثناء تقديم سوق الأسهم السعودي "تداول" مع ذكر أهم و أبرز المراحل التي مر بها منذ نشأته.

III-1-3-2/ المنهج الوصفي التحليلي:

لقد استندنا على هذا المنهج عن طريق جمع البيانات الحقائق و تحليلها و محاولة تفسير مختلف مظاهرها و الدوافع التي أدت إليها، واستكشاف مستوى كفاءة سوق الأسهم السعودي من خلال قيامنا بدراسة تطبيقية للسوق بالاعتماد على معلومات عنه ثم تحليلها واستخلاص النتائج.

III-1-3-3/ المنهج الإحصائي:

يمكن تعريف الإحصاء بأنه: "مجموعة النظريات والطرق العلمية التي تهدف إلى جمع البيانات التي يتم قياسها رقمياً وعرضها وتحليلها لاستخلاص النتائج و من ثم استعمال هذه النتائج في التنبؤ أو التحقق من بعض الظواهر وبالتالي قبول أو رفض فرضيات الأبحاث، أو الإجابة على أسئلتها الأساسية لذلك فإن البحث العلمي يمر بمراحل محددة يمكن إجمالها فيما يلي، الملاحظة وجمع البيانات وعرضها ووصفها ووضع الفرضيات والتحقق منها.

III-1-4/ أدوات التحليل:

إن عملية اختيار أدوات التحليل التي تسمح بجمع البيانات والمعلومات عن موضوع البحث تحكمها طبيعة الموضوع والمنهج المتبعة، حيث إن موضوع قياس كفاءة البورصة موضوع تحليلي أكثر منه وصفي، وقد اعتمدنا فيه على الأدوات التالية.

III-1-4-1/ الملاحظة وجمع المعلومات وعرضها ووصفها:

حيث تعد الملاحظة الأداة الأولية لجمع المعلومات والنواة التي يمكن أن يعتمد عليها للوصول للمعرفة العلمية، ومن هنا لم نكتف باستخدام الملاحظة في توجيه حواسنا فقط أو بمجرد تسجيل معلومات سطحية أو مؤشرات خارجية، ولكنها استخدمت بهدف الكشف عن طبيعة الموضوع وعناصره من خلال مجموعة من العمليات المتعاقبة وفق مخطط منهجي مرسوم لجمع أكبر كمية من المعلومات المؤثرة في الظاهرة محل الدراسة.

فانطلاقاً من زيارتنا لمواقع رسمية مختصة بنشر معلومات عامة حول سوق الأسهم السعودي ومختلف المؤشرات الدالة على مستوى أدائه (المؤشر العام للسوق، مؤشر السيولة، معدل التداول...)

وهذا كله بالاعتماد على الملاحظة العلمية التي تؤدي إلى وضع تصور عام للسوق .

وتعد الملاحظة ركنا هاما في الأساليب الأخرى، حيث ركزنا انتباهنا على الظاهرة المدروسة من خلال المراقبة وجمع الحقائق البيانات المتعلقة بها، ثم قمنا بتبويبها طبقا لأسلوب محدد وعرضها باستخدام الجداول والأشكال والرسوم البيانية ووصفها عن طريق إبراز الخصائص الأساسية لها بواسطة مقياس معامل الارتباط.

III-1-4-2/ وضع الفرضية:

حاولنا تفسير الظاهرة بناء على الملاحظة و المعلومات التي جمعناها في المرحلة الأولى و تسمى "فرضية"، وقد افترضنا أن سوق الأسهم السعودي كفاء من الشكل الضعيف.

III-1-4-3/ اختبار الفرضية:

حيث اعتمدنا في عملية الاختبار على استخدام الطرق القياسية، وذلك بالاعتماد على البيانات و المعلومات الواقعية المتاحة عن فترات سابقة تتمثل في سلاسل أسعار الإغلاق و عوائد الشركات.

III-1-4-4/ استخلاص النتائج:

وهي مرحلة التأكد من صحة الفرضية التي وضعناها سابقا.

III-1-5/ متغيرات الدراسة:

لقد اعتمدنا على عدة متغيرات وذلك لضرورة فرضتها طبيعة الدراسة و أهمها ما يلي:

III-1-5-1/ المتغيرات الكمية:

وتتعلق بمعلومات و بيانات كمية وهي أساس الدراسة التطبيقية، وتتمثل في:

- ✓ المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي: و ذلك لتتبع تطور أداء السوق و رصد اتجاهه العام وبالتالي تقييمه.
- ✓ مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودي: وتقتضي دراسة مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودي (مؤشر حجم السوق، مؤشر السيولة، مؤشر درجة التمركز، مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق) تفحصه تحليل واقع المؤشرات الاسترشادية السائدة في السوق كمجموعة واحدة.
- ✓ تطور أسعار أسهم الشركات: و ذلك لتتبع الدرجة التي تعكس عندها أسعار الأسهم على وجه السرعة كل المعلومات المتاحة لجمهور المستثمرين في السوق.
- ✓ عوائد أسهم الشركات: للدراسة مدى ارتباط السلاسل الزمنية للعوائد الأسبوعية ببعضها البعض.

III-1-5-2/ المتغيرات النوعية:

وتتعلق بمعلومات كيفية بحتة مكنتنا من تحليل بعض انظواهر و تحديد أسبابها و استخراج النتائج.

- ✓ نظام السوق: لمعرفة الهياكل و المؤسسات التنظيمية و الإشرافية و التشغيلية للسوق، و تحديد صلاحيتها و المهام الموكلة إليها من خلال الفصل بين الدور الرقابي و الإشرافي ، و الدور التشغيلي للسوق.
- ✓ اللوائح التنفيذية للسوق: و تبين لنا مدى تطبيق الإفصاح و العداثة و الشفافية في سوق الأسهم السعودي.
- ✓ القطاعات و الشركات المنتهية لها محل الدراسة: و ذلك من اجل تكوين عينة تكون أكثر تمثيل للسوق.

III-1-6/ أسباب اختيار متغيرات الدراسة:

إن اختيارنا لهذه المتغيرات كأساس للدراسة لم يكن عشوائيا بل كان على أساس علمي، و نتيجة لطبيعة الموضوع محل الدراسة فقياس الكفاءة يهتم بكل شاردة و واردة حول سوق الأسهم السعودي ، و هذه المتغيرات التي تم الاعتماد عليها في الدراسة هي أهم النقاط التي يتم من خلالها استكشاف مستوى الكفاءة في سوق الأسهم السعودي.

كما إن اختيارنا للمتغيرات الكمية كان لحاجة الموضوع لبيانات رقمية ، والتي من خلالها يتم استخراج النتائج ، أما اختيارنا للمتغيرات النوعية كان لتدعيم نتائج المتغيرات الكمية وخلق مزيج متجانس من المعلومات تساعد على الإلمام بجوانب الموضوع.

III-2/ نشأة و تطور كفاءة سوق الأسهم السعودي:

بدأت الشركات السعودية نشاطاتها سنة 1934 عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي " الشركة العربية للسيارات" و مع حلول 1974 كان هناك 14 شركة مساهمة وقد أدى النمو الاقتصادي السريع جنباً إلى جنب مع تطور نشاط البنوك الأجنبية في السبعينيات إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات و البنوك المساهمة و تم طرح كم هائل من الأسهم عنى الجمهور في هذه الفترة¹. حيث نشأت في الفترة ذاتها سوق غير رسمية للأسهم تحت إشراف مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة بشراء و بيع الأسهم، و نظراً لقيامها على أسس غير سليمة و ظهور الممارسات غير القانونية، منها نشر أسعار غير واقعية للقيم المتداولة. و بقيت السوق غير رسمية حتى أوائل الثمانينات على إثر تبني المملكة لسياسة اقتصاد السوق الحر و ما نتج عنها من تزايد في عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ، عندها باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظمة للتداول و إيجاد الأنظمة اللازمة لذلك حيث صدر المرسوم الملكي رقم 1230 عام 1984 القاضي بتنظيم عملية تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية، و تشكيل لجنة وزارية و الإشراف على السوق، تتألف من وزارة المالية و الاقتصاد الوطني و وزارة التجارة و مؤسسة النقد العربي السعودي. و قد أسندت لإدارة الرقابة على الأسهم مؤسسة النقد العربي السعودي SAMA مهمة المراقبة و الإشراف اليومي على عمليات تداول الأسهم في السوق اعتباراً من مطلع عام 1985².

ومن أجل موازنة جهود " مؤسسة النقد العربي السعودي" لتحقيق الانسجام و التوافق بين رغبات المستثمرين أنشأت في الفترة ذاتها عام 1984 الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق البنوك التجارية SSRE، و تقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة و تقوم بتسوية و تقاض جميع عمليات الأسهم، وقد أدخل نظام التسوية الآلية و التقاض في عام 1989، و تم تطوير النظام الآلي لمعلومات الأسهم و تشغيله من قبل المؤسسة سنة 1990، و هو النظام الجديد لتداول الأوراق المالية و والتقاض و التسوية ESIS، وقد ساعد تطوير هذه الآلية الفريدة للتداول من خلال المصارف و بإشراف مؤسسة النقد العربي السعودي على جعل السوق الأكبر و الأكثر نمواً بين أسواق الشرق الأوسط، واستكمالاً لمسيرة التطوير و التحديث شهد عام 2001 بدء العمل بنظام "تداول" الإلكتروني الذي أحدث نقلة نوعية في طريقة التعامل بإدخاله تقنيات متطورة و مزايا جديدة على العمليات التداول و إجراءات تنفيذ الصفقات³.

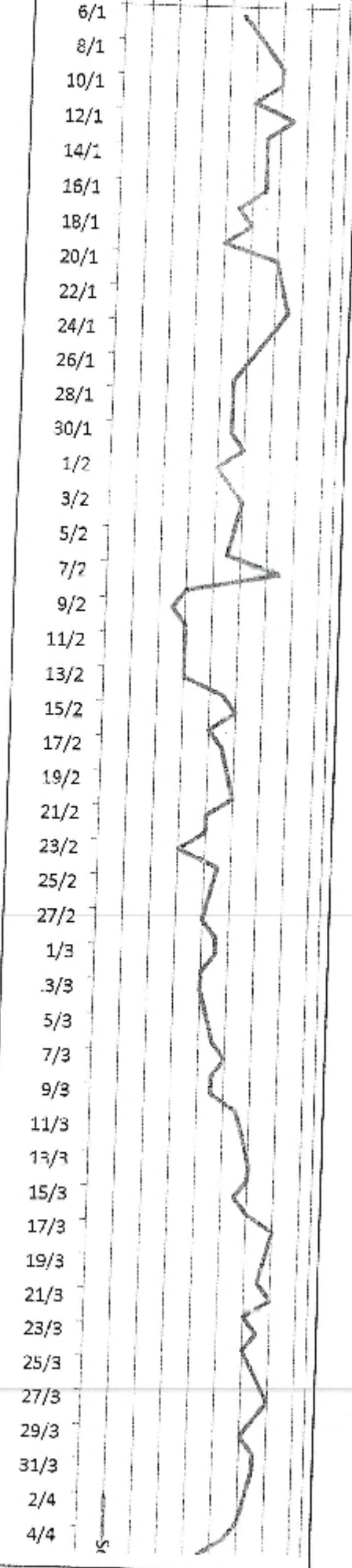
وكانت مؤسسة النقد العربي "ساما" مسؤولة عن ممارسة الرقابة على السوق من 1984 إلى 2003 و في يوليو (جويلية) 2003 نقلت هذه السلطة إلى "هيئة السوق المالي" و التي تقوم الآن بدور المنظم و المراقب

¹ صلاح الدين حسين السبيعي، مرجع سابق، ص. 63.

² سيد شوريجي عبد المولى، السياسات الاقتصادية و أداء القطاع الخاص في المملكة العربية السعودية، مجلة دراسات الخليج و الجزيرة العربية، العدد 80، الكويت، 1996، ص. 106.

³ جاز بن عبد الله السبحي، سوق الأسهم السعودية: مسيرة حافلة بالتطوير و الإنجازات، لجنة تداول سوق الأسهم السعودية، هيئة السوق المالية، العدد الثاني، حريف 2002، ص. 2.

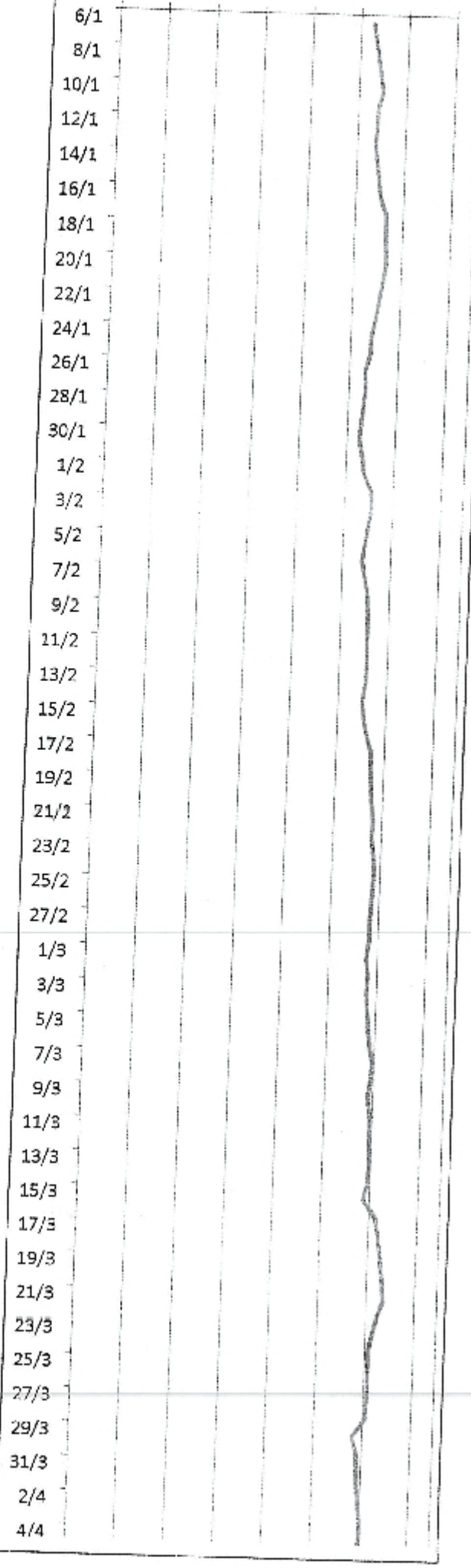
13,1
13
12,9
12,8
12,7
12,6
12,5
12,4
12,3



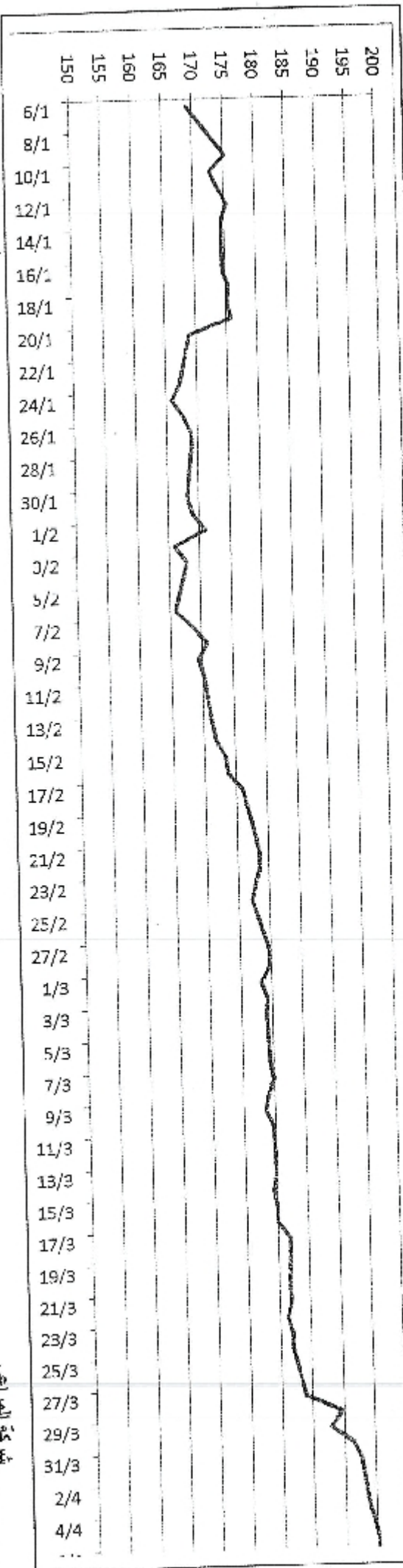
ب- قطاع المصارف والخدمات المالية:

شركة أمانة

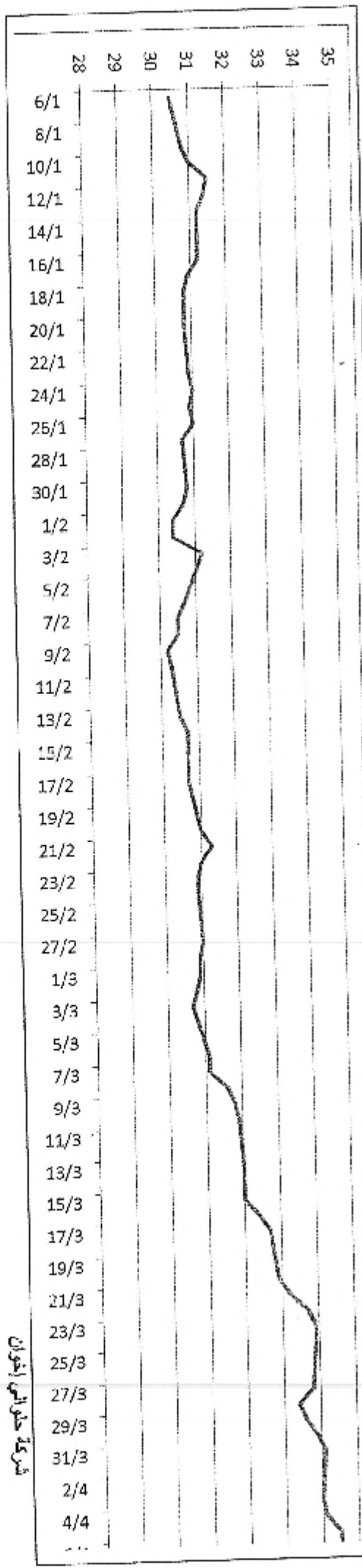
70
60
50
40
30
20
10
0



مجموعة أسواق المالية

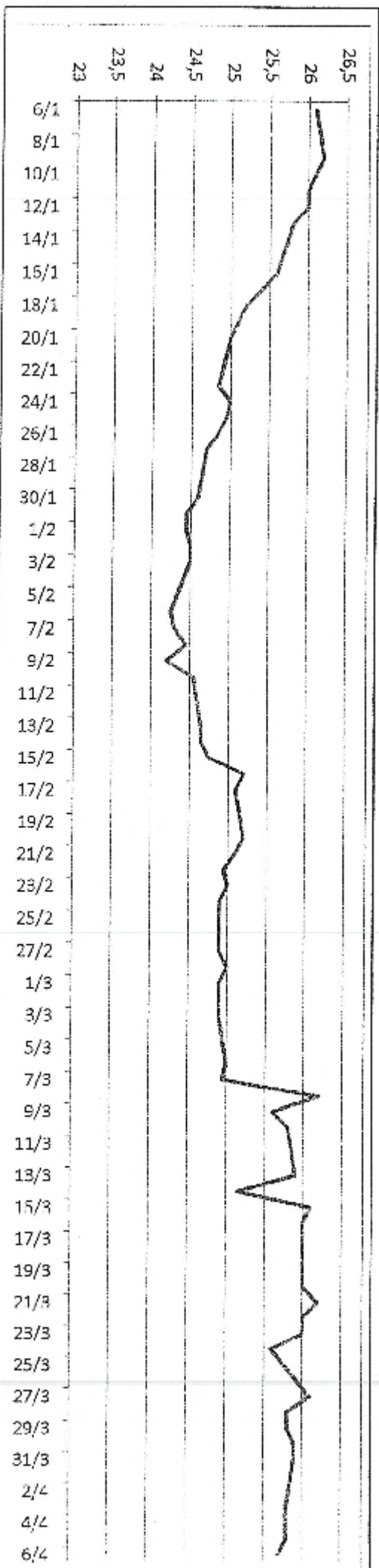


شركة المراسم

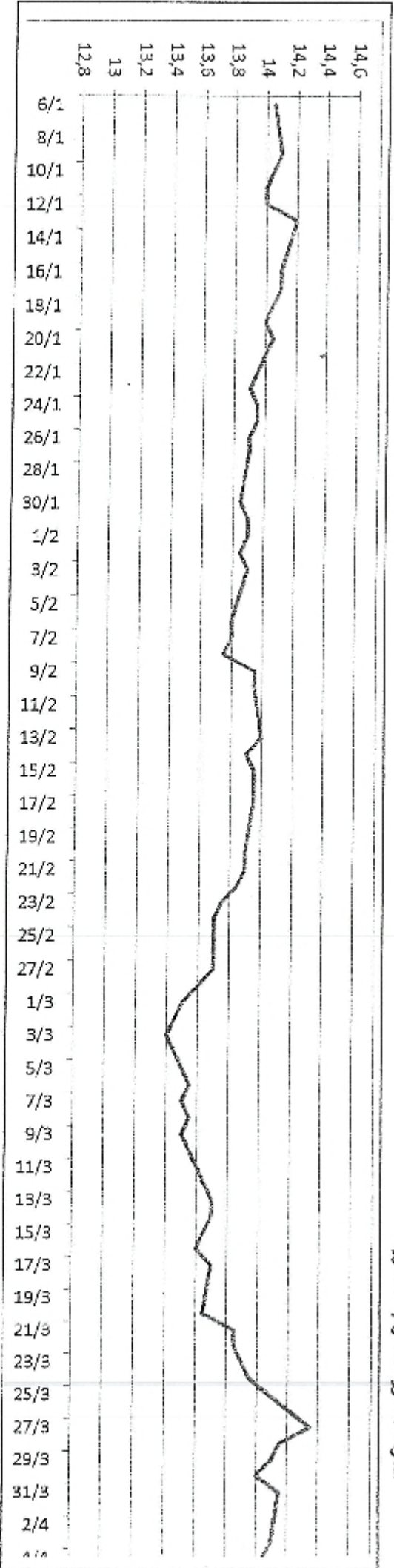


شركة حدر المين اخوان

و. قطاع التطوير العقاري:

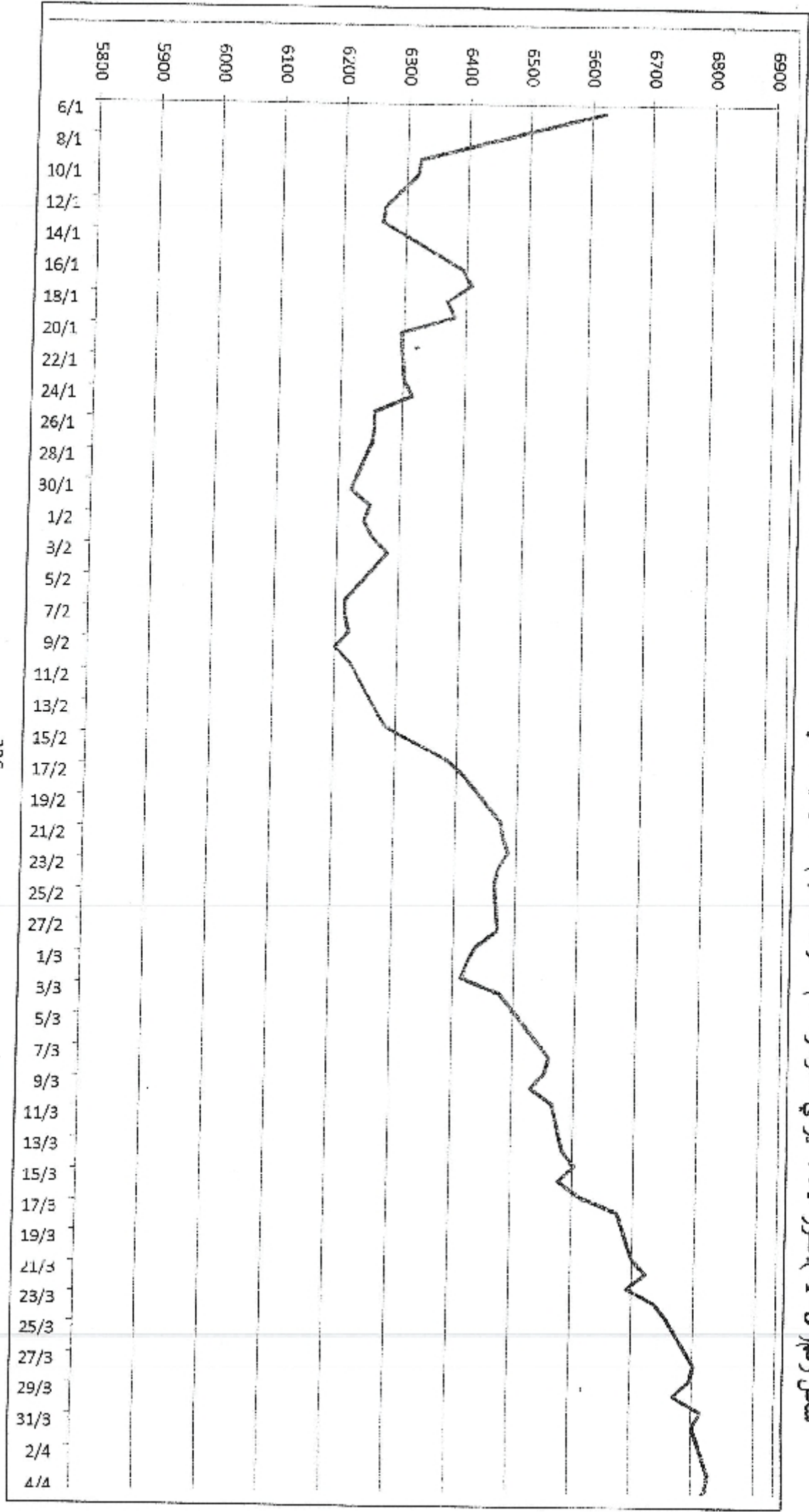


الشركة العقارية السعودية المقارن



شركة دار الأركان للتطوير العقاري

شكل رقم 3-4: تطور الأداء اليومي للمؤشر العام لسوق الأسهم السعودي "تاسي" خلال الفترة الممتدة من 2010/01/06 الى 2010/04/06.



الخلاصة العامة:

وقد تبين من خلال العرض الوصفي أن البورصة تؤدي وظائف في غاية الأهمية ، ولعل من أهم تلك الوظائف تعبئة المدخرات وتخصيص الموارد المالية و متابعة أداء الشركات المدرجة ، وتوفير المعلومات والسيولة للأطراف المتعاملة في البورصة التي تعد من أهم شروط قيام بورصة كفاءة .

حيث تنطلق فرضية كفاءة البورصة من علاقة تلك البورصة بالمعلومات التي ترد إليها. فالبورصة الكفاءة هي التي تعكس كافة المعلومات المناسبة المتاحة بمجرد صدورها. على اعتبار أن تلك المعلومات ترد بصورة مفاجئة و دون علم أي متعامل في البورصة، فإن أسعار الأوراق المالية تتبع حركة عشوائية، الشيء الذي يجعل كافة المستثمرين على قدم المساواة. فالكل يحصل على المعلومات في آن واحد، مما يمنع أيا منهم من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة تحليله لتلك المعلومات.

و يمكن التمييز بين نوعان من البورصة: البورصة الكفاءة و البورصة الكاملة. إذ تقوم هذه الأخيرة على فرضيات يصعب تحقيقها في الحياة العملية، لا سيما تلك المتعلقة بعدم وجود تكاليف المعاملات (الصفقات). تلك الفرضيات جعلت تحقيق البورصة الكاملة على أرض الواقع أمرا مستبعدا على عكس البورصة الكفاءة التي يمكن تحقيقها.

و توجد ثلاثة أشكال لكفاءة البورصة: الشكل الضعيف، الشكل متوسط القوة و الشكل القوي، فيعد احتمال تلك الأشكال اتضح أن البورصات كفاءة في الشكلين الضعيف و متوسط القوة و غير كفاءة في الشكل القوي.

بذلك فإن المستثمرين لا يستطيعون استعمال المعلومات المتوفرة: التاريخية و المنشورة، لتحقيق أرباح غير عادية (الشكلان: الضعيف و متوسط القوة)، أي أنهم لا يستطيعون التنبؤ باتجاه تغير الأسعار لأن هذه الأخيرة قد عكست تلك المعلومات من قبل، أما في الشكل القوي فيمكن تحقيق أرباح متميزة من طرف المستثمرين في الأوراق المالية المصدرة من قبل شركاتهم و كذلك من طرف بعض المتخصصين باعتبارهم قادرين على الحصول على المعلومات قبل غيرهم من المستثمرين و ذلك بحكم علمهم و قريتهم من مصادر تلك المعلومات. كل ذلك يجعل من التجارة الداخلية مصدرا من مصادر لا كفاءة لبورصة.

إذن بما أن المعلومات هي أساس كفاءة (أو لا كفاءة) البورصة هذا من جهة، و أن تلك المعلومات هي بمثابة السلعة النادرة في عالم يمتاز بظروف عدم التأكد، أي لها ثمن و تباع (شأنها في ذلك شأن بقية السلع)، من جهة أخرى، فإننا نعتقد أن المصدر الأول للكفاءة البورصة هو لا كفاءة أسواق المعلومات. فالمطلوب تنظيم و ضبط و

الوحيد لأسواق المال السعودية، و تصدر القواعد و الأنظمة الضرورية لحماية المستثمرين و ضمان الإنصاف و الكفاءة في تشغيل الأسواق.

ومنحت السلطات من عام 2005 تراخيص استثمارية مصرفية لعدد من البنوك الأجنبية التي سمح لها أيضا بتقديم خدمات الوساطة وبناء عليه تحسنت نوعية بحوث الشركات بشكل ملحوظ و أصبح الكثير من المستثمرين الآن أكثر معرفة من قبل و متاح الآن تحيلات منتظمة للأسهم الفردية للشركات الكبرى، وهذه تقدم تقييمات مبينة على قواعد معترف بها دوليا.

في عام 2006 أعلنت هيئة السوق المالية لائحة حوكمة الشركات التي تتضمن إجراءات لصون حقوق حملة الأسهم، وإنشاء وتعزيز دور المديرين غير التنفيذيين، وتحسين مستوى ووتيرة إصدار تقارير الشركات و نشر تفاصيل مكافآت المديرين، ولإزالة "لائحة حوكمة الشركات" عززت الهيئة من جهودها، ومنذ عام 2007 أدخلت الهيئة نظاما جديدا للتداول يمكنها من رصد التعاملات و المتاجرين الفرديين بصرامة أكبر من ذي قبل. في أوت 2008 منحت هيئة السوق المالي المستثمرين الغير مقيمين والمستثمرين الأجانب من غير العرب فرصة شراء الأسهم السعودية لأول مرة، من خلال الاشتراك في الاتجار بالأسهم. وذلك من خلال ترتيبات المبادلات مع وسطاء محليين، تعتمدهم هيئة السوق المالي و تصدر تراخيصهم. وفي نوفمبر من نفس العام قررت الهيئة جعل الإعلان عن الأرباح إلزاميا في حالة الشركات المسجلة بعد أن كان في السابق اختياريًا.

وقد تحقق تقدم أكثر وضوح فيما يتعلق بالتأشير، أي الاتجار في مؤشر لمجموعة من الأسهم من خلال صناديق التداول. وفي جويلية 2009 أصبحت مؤشرات " داوجونز الأمريكية" الجهة الدولية الأولى التي تطرح مؤشرات في "تداول"، ويقدم "الداو" الآن أربع مؤشرات سعودية مبينة على بيانات فورية و أسعار فورية من المملكة كما توصلت ستاندار آندبورو بلومبرغ إلى اتفاقيات مماثلة لطرح مؤشرات للتداول في السوق¹.

III - 2-1 / الإطار التشريعي (القانوني) لسوق الأسهم السعودي:

يمثل القرار الذي اتخذته مجلس الوزراء السعودي عام 2003 بالموافقة على صدور نظام السوق المالي الجديد نقلة نوعية هامة في تاريخ السوق المالي السعودي، وغنى عن البيان أن هذا القرار يأتي في سياق خطوات الإصلاح والانفتاح الاقتصادي، التي تعكف المملكة العربية السعودية على تطبيقها منذ عام 1995 لتحديث الاقتصاد الوطني، وقد نص نظام السوق المالي على إنشاء هيئة للسوق المالي ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري على أن تتمتع بجميع الصلاحيات اللازمة لأداء

¹ سamba، سلسلة التقارير: السوق المالية السعودية، مسائل هيكلية، أداء السوق في الآونة الأخيرة و التوقعات لفترة المقبلة، ديسمبر 2009،

ص. 4-10، على الرابط:

http://samba.connect.com/obdocs/the_saudi_Stock_Market_Arab.pdf.02/03/2010.

مهامها، ووظائفها المحددة في متن النظام. ويتضمن الإطار التشريعي الذي يحكم تداول الأسهم في سوق الأسهم السعودي بشكل رئيسي نظام الشركات السعودية، والقواعد التنفيذية لتنظيم عملية تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك المحلية، إضافة إلى تعليمات مكتنة عمليات شراء وبيع الأسهم عن طريق النظام الآلي لتداول الأسهم الذي بدأ العمل به عام 1990.

III-2-1-1/ نظام السوق المالي:

صدر نظام السوق المالي بموجب المرسوم الملكي رقم: م/30 المؤرخ في 31 جويلية 2003 و المؤسس على قرار مجلس الوزراء رقم: "91" الصادر في أبريل من السنة ذاتها، المتضمن الموافقة على مشروع نظام السوق المالي السعودي. وقد نص النظام على إعادة هيكلة السوق المالي السعودي على أسس جديدة متطورة من شأنها دعم الثقة في السوق، بضمان الإفصاح و الشفافية في آلية عمل الشركات المساهمة المدرجة في السوق و تحقيق العدالة في إتاحة المعلومات إلى جانب حماية المستثمرين و المتعاملين بالأوراق المالية¹.

وقد وفر النظام لأول مرة مرجعية نظامية متكاملة تضمنت توصيات بإنشاء الهياكل و المؤسسات التنظيمية الإشرافية و التشغيلية للسوق، و تحديد صلاحياتها و المهام الموكلة إليها من خلال الفصل بين الدور الرقابي و الإشرافي و الدور التشغيلي للسوق، باستحداث مؤسسات جديدة تمثلت في "هيئة السوق المالي"، "سوق الأسهم السعودي" (سوق الأوراق المالية)، "مركز إيداع الأوراق المالية"، "لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية"، و "لجنة الاستئناف"².

وقد أوصى نظام السوق المالي السعودي في المادة الرابعة من الفصل الثاني من النظام بإنشاء هيئة عامة للإشراف على إدارة السوق المالي المحلي، على أن ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء مع تمتعها بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، إلى جانب تمتعها بكافة الصلاحيات المخولة لها قانوناً، وقد حضرت المادة المذكورة على هذه الهيئة القيام بمجموعة من التصرفات و الأفعال التجارية و المالية يكون الهدف منها تحقيق جملة من المصالح و المكاسب الخاصة، كممارسة الأنشطة التجارية وإقراض واقتراض الأموال أو تملك و إصدار الأوراق المالية أو أية أعمال أخرى، وذلك ضماناً لشفافية أداء هذه الهيئة.

في حين أشارت المادة 20 من الفصل الثالث للنظام إلى إنشاء "سوق الأسهم السعودي" لتداول الأسهم على أن تكون صفتها النظامية "شركة مساهمة" وفقاً لأحكام هذا النظام. وقد نصت هذه المادة على أن السوق هو الجهة الوحيدة المسموح له بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة، وتبعاً لذلك يحضر عليها القيام بتوزيعات نقدية أو عينية على أعضائها كأرباح الأسهم دون موافقة مجلس هيئة السوق المالي. وقد نصت هذه المادة أيضاً على عدم حضور الأوراق المالية المدرجة أو المتداولة في سوق مالي خارج المملكة لأحكام هذا

¹ - مجلة تداول، سوق الأسهم السعودية، لقاء عضو مجلس هيئة السوق المالية السعودية عبد الرحمن الحلف، حول جهود هيئة السوق المالية لتأسيس البيئة التشريعية و التنظيمية، هيئة السوق المالية، العدد 15، الربع الرابع 2005، ص.50.

² - هيئة سوق، الأسهم السعودي، نظام سوق المالي الصادر بالمرسوم رقم: م/30، متوفر على الرابط :

النظام، حتى ولو نشأ هذا التداول بموجب أوامر مرسلة هاتفياً أو آلياً من داخل المملكة. و يستثنى من ذلك ما تتفق عليه الهيئة مع جهات أخرى خارجية، وبموجب هذه المادة تنحصر أهداف سوق الأسهم السعودي في النقاط التالية¹:

- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج و كفايتها و شفافتها و قواعد التداول و آلياته الفنية، ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق.
 - توفير قواعد و إجراءات سليمة و سريعة ذات كفاية للتسوية و المقاصة من خلال مركز إيداع الأوراق المالية.
 - وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم و تطبيقها.
 - التحقق من قوة و متانة المراكز المالية للوسطاء من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامهم بمعايير كفاية رأسمال، ووضع الترتيبات المناسبة لحماية الأموال و الأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة.
- وقد حدد نظام السوق المالي في المادة السادسة والعشرين من الفصل الرابع صلاحية مجلس إدارة السوق بإنشاء "مركز إيداع الأوراق المالية" ليسئل الجهة الوحيدة في المملكة المصريح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق، و نقلها و تسويتها و مقاصتها و تسجيل ملكيتها. و مجلس إدارة السوق الحق في تحويل هذا المركز إلى شركة بعد أخذ موافقة مجلس الهيئة على طلب التحويل بتوضيح متطلبات هيكل الشركة و عملياتها وفقاً لما يراه مناسباً و ضرورياً لسلامة السوق و حماية المستثمرين. وإلى جانب ذلك، حددت المادة السادسة والعشرين في الفقرة "ب" قواعد عمل المركز المتشكلة في الإجراءات السليمة و الفعالة التي تضمن كفاية عمليات تسجيل و تسوية و مقاصة الأوراق المالية المتداولة بصورة نظامية في السوق، بما في ذلك الإجراءات التي تشمل طرق معالجة مقاصة قيم مبيعات المستثمرين و يمكن للمركز القيام بحفظ الحسابات النقدية للمتعاملين لأغراض تسوية و مقاصة الصفقات.

وبالنسبة لتنظيم فئة الوسطاء، قصرت المادة الحادية والثلاثين من الفصل الخامس من النظام أعمال الوساطة على من يكون حاصلاً على ترخيص ساري المفعول، و يعمل وكيلاً لدى شركة مساهمة مرخص لها بممارسة أعمال الوساطة ما لم يكن ذلك الشخص مستثنى من المتطلبات المذكورة في الفقرة "ج" من المادة الثانية والثلاثين، و حسب ما تراه الهيئة محققاً لسلامة السوق و أمن المستثمرين.

وقد أجازت المادة التاسعة والثلاثين من الفصل السادس، إمكانية إنشاء صناديق الاستثمار المشتركة بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين للمشاركة فيها جماعياً و لتشجيع الاستثمار المؤسسي، على أن تؤول إلى هيئة السوق صلاحية تنظيم عمل هذه الصناديق بعد انتهاء الفترة المخولة للبنوك لإدارة هذه الصناديق، والحددة بـ ستين يوماً ابتداءً من صدور نظام السوق المالي. إلى جانب ذلك، فقد أسندت للهيئة مهمة تنظيم عمل مديري

¹ هيئة السوق المالية : مهام و مسؤوليات هيئة السوق المالية، متوفرة على الرابط:

الحفاظ ومستشاري الاستثمار والإشراف عليهم، بما في ذلك وضع اللوائح والتعليمات التي تتعلق بالهيكل التنظيمي للأنظمة المحاسبية والقواعد التشغيلية، ورسوم الوكالة والإدارة وإجراءات حفظ الأوراق المالية و المتطلبات الخاصة بـالتقارير المالية الدورية لهذه الصناديق ومتطلبات السيولة؛ ويخضع المقيمون غير السعوديين بغض النظر عن جنسيتهم ممن يرغبون في تكوين المحافظ الاستثمارية لتداول الأسهم في السوق المالي السعودي لمجموعة من الضوابط والإجراءات أهمها: أن يكون طالب الترخيص مقيماً بصفة سارية المفعول، وأن يكون له حساباً بنكياً لدى أحد البنوك المحلية، وبالمقابل يتمتع المقيم المساهم غير السعودي بالحق في الاكتتاب في زيادة رأس المال، والحق في التصويت في الجمعيات العمومية للشركات، والترشح لعضوية مجالس الإدارات ما لم ينص النظام الأساسي للشركة على غير ذلك، بالإضافة إلى الحق في فتح محفظة واحدة فقط لدى أحد البنوك المحلية¹. بالنسبة للشفافية أشار نظام السوق بأن الإفصاح لا يعني بالضرورة أن تفصح الشركات على كل أسرارها وأن تكون كتابها مفتوحاً للجميع؛ فتفقد بذلك عنصر المناورة مع منافسيها وتقل قدرتها التفاوضية مع شركائها. ولذلك ألزمت المادة الأربعين في الفقرة "أ" من الفصل السابع الشركات المساهمة بضرورة نشر محتويات نشرة الإصدار المنصوص عليها في المادة الثانية والأربعين من النظام، أو أية أجزاء أخرى على النحو الذي تنص عليه لوائح الهيئة وقواعدها. أما الفقرة "ب" من المادة نفسها فقد حضرت على المصدر أو تابع المصدر أو متعهد التغطية أن يعرض أوراقاً مالية تخص ذلك المصدر أو تابعه ما لم يتم بتقدم نشرة الإصدار إلى هيئة السوق و نشرها بالطريقة المنصوص عليها في الفقرة "أ" من هذه المادة مع دفع العملات المطلوبة بعد استيفاء المتطلبات الواردة في الفقرتين "أ" و "ب"، ويمكن أن تتم العروض إما شفاهة أو بواسطة نشرة إصدار مستوفية للشروط الواردة في المادة الثانية والأربعين من النظام، أو بواسطة نشرة إعلان تتضمن ملخصاً عن نشرة الإصدار أو أية معلومات أخرى تطلبها الهيئة أو تسمح بها بموجب القواعد التي حددها الهيئة أو بواسطة أداة أخرى بما في ذلك الوسائط الإلكترونية؛ شريطة أن تكون تلك الأداة معتمدة من قبل الهيئة².

ويجب أن تتضمن نشرة الإصدار المعلومات والبيانات الآتية³:

- المعلومات التي تبين وصفاً كافياً للمصدر وطبيعة عمله والأشخاص القائمين على إدارة شؤون الهيئة المصدرة، كأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين وكبار الموظفين والمساهمين الرئيسيين.
- المعلومات التي تبين وصفاً كافياً للأوراق المالية المزمع إصدارها من حيث العدد والسعر والحقائق المتعلقة بها، وأية أولويات أو امتيازات تتمتع بها أوراق مالية أخرى للمصدر ذاته إن وجدت، ويجب أن يحدد الوصف كيفية صرف حصيلة الإصدار والعملات التي سيتقاضاها المكلفون بعملية الإصدار.

¹ - سوق الأسهم السعودي، القواعد والأنظمة، صفحة ويب متوفرة على الرابط:

<http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!vp/cmd/cs/cs/70A/s/704AF/s70A/704AF>.

² - هيئة سوق الأسهم السعودية، نظام السوق المالية: الفصل السابع، بند الإفصاح، متوفر على الرابط:

<http://cma.org.sa/cma-ar/article page.aspx?minrorid=20%20&titesemo5 ecerno>.

³ - ماحد محمد فاروق، دور صناع السوق، ورقة عمل مقدمة خلال اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية تحت عنوان: السوق المالية السعودية، الواقع والتأمل، الرياض، (نوفمبر 2005)، ص. 08.

- إعداد بيان واضح عن المركز المالي للمصدر، وأية معلومات ذات أهمية بما في ذلك الميزانية، وحساب الأرباح والخسائر، وبيانات التدفق النقدي المدققة من قبل مراجعي الحسابات.

- أية معلومات أخرى تطلبها الهيئة أو تسمح بها القواعد التي تصدرها حسب ما تراه ضرورياً لمساعدة المستثمرين ومستشاريهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في الأوراق المالية المقرر إصدارها.

وبعد قيام هيئة السوق المالي بمراجعة نشرة الإصدار يمكن للمجلس أن يعلن قبولها أو رفضها في أي من

الأحوال الآتية¹:

• إذا احتوت نشرة الإصدار على معلومات غير صحيحة عن أمور جوهرية أو على بيانات كاذبة، أو مضللة، أو أغفلت من النشرة معلومات أو بيانات جوهرية من شأنها أن تجعل النشرة في مثل هذه الأحوال مضللة أو غير صحيحة.

• إذا لم تتضمن نشرة الإصدار المعلومات والبيانات المطلوبة.

• إذا لم تدفع أتعاب النشرة بالكامل للهيئة، أو إذا لم يقدم المصدر بتقارير المنصوص عليها في النظام. و يجب على كل مصدر يطرح أوراقاً مالية لنجمهور، أو تكون له أوراق مالية متداولة في السوق أن يقدم للهيئة تقارير مدققة ربع سنوية وسنوية، كما يجب أن يحظر الهيئة بأي تغيير يطرأ على البيانات الواردة في نشرة الإصدار من شأنه التأثير على قيمة تلك الأوراق، أو سعرها فور علمه بحدوث هذا التغيير، كما يتعين على هذا المصدر إعداد و نشر بيان صحفي للإفصاح عن هذا التغيير.

ويستشف من العرض السابق الخاص بالتشديدات المطبقة لعملية الإفصاح مدى حرص السلطات السعودية ممثلة في هيئة السوق المالي على ضمان سلامة وصحة المعلومات المنشورة من قبل الشركات المدرجة في البورصة، وذلك إدراكاً منها بأهمية المعلومات في اتخاذ قرار الاستثمار في السوق، إذ أن أي تضليل أو تلاعب بالمعلومات مهما كان صغيراً يمكن أن ينجر عنه آثار وخيمة للغاية.

وحرصاً منها على تدعيم الكفاءة المعلوماتية للسوق، نصت المادة التاسعة والأربعين في الفقرة "أ" من الفصل الثامن من النظام-والمتعلق بالاحتيال والتداول بناء على معلومات داخلية- على أنه يعد مخالفاً لأحكام نظام السوق المالي كل شخص يقوم عمداً بعمل أو يشارك في أي إجراء يحدث انطباعاً غير صحيح أو مضلل بشأن حالة السوق، أو الأسعار أو قيمة أية ورقة مالية بقصد إيجاد ذلك الانطباع، أو لحث الآخرين على الشراء أو الاكتتاب في تلك الورقة، أو الإحجام عن ذلك لحثهم على ممارسة أي حقوق تمنحها هذه الورقة، أو الإحجام عن ممارستها². ويندرج تحت الأعمال والتصرفات التي تعد من أنواع الاحتيال التي تخضعها الفقرة "أ" من هذه المادة التصرفات الآتي ذكرها³:

¹ - المرجع نفسه، ص 9.

² - هيئة السوق المالية، نظام السوق المالي، الفصل الثامن: الاحتيال والتداول بناء على معلومات داخلية، على الرابط:

<http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secsemo=278&mirrorid=20&semo=278>.

³ - المرجع نفسه.

- القيام بأي عمل أو تصرف يهدف لإيجاد انطباع كاذب أو مضلل يعطي انطباعاً بوجود عمليات تداول نشطة على ورقة مالية ما خلافاً للحقيقة. ويندرج في تلك الأعمال والتصرفات على سبيل المثال عقد صفقات على أوراق مالية لا تنطوي على انتقال حقيقي للملكية الأوراق المالية، وإدخال أمر أو أوامر لشراء ورقة مالية مع العلم المسبق بأن هناك أمر أو أوامر يبيع مشاهمة من حيث الحجم والسعر والتوقيت قد أدخلت أو ستدخل من قبل طرف أو أطراف أخرى مختلفة للورقة المالية ذاتها.
 - التأثير المغرض بشكل منفرد، أو مع أطراف أخرى على سعر الورقة المالية أو أوراق مالية معينة متداولة في السوق عن طريق إجراء سلسلة من العمليات على تلك الورقة أو الأوراق المالية من شأنه إحداث طلبات فعلية أو ظاهرية نشطة، أو يحدث ارتفاعاً أو انخفاضاً في أسعار الأوراق المالية يكون الهدف منه جذب المستثمرين وحثهم على شرائها أو بيعها حسب مقتضى الأحوال.
 - التأثير بشكل منفرد أو مع أطراف أخرى بإجراء سلسلة من الصفقات كسواء ورقة مالية متداولة في السوق، أو بيعها، أو كليهما معا بهدف تثبيت أو الحفاظ على استقرار سعر تلك الورقة بمخالفة القوانين التي تضعها هيئة السوق المالي لضمان سلامة السوق وحماية المستثمرين.
- ولمنع حدوث التجاوزات القانونية بين أطراف السوق، نصت المادة الخامسة والخمسين في الفقرة "أ" من الفصل العاشر المتعلق بالعقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات على أنه إذا تضمنت نشرة الإصدار عند اعتمادها من قبل الهيئة بيانات غير صحيحة بشأن أمر جهرية، أو أغاات، ذكر حقائق جهرية يتبين أنها في النشرة، فإنه يحق للشخص الذي اشترى الورقة المالية موضوع النشرة أن يحصل على تعويض كما لحق به من ضرر نتيجة ذلك. ويعد البيان أو الإغفال جوهرياً لأغراض هذه الفقرة إذ أقيم الدليل أمام اللجنة على أنه لو كان المستثمر على علم بالحقيقة عندما قام بالشراء لأثر سعر الشراء¹.
- و طبقاً لمقررات الفقرة "ب" من المادة نفسها يتحمل المسؤولية المنصوص عليها في الفقرة "أ" من هذه المادة الأطراف المتمثلة في الجهة التي أصدرت الورقة المالية، كبار الموظفين لدى الجهة المصدرة، أعضاء مجلس إدارة الجهة المصدرة، الأشخاص الذين يؤدون وظائف مشابهة اعتباراً من التاريخ الذي تمت فيه المصادقة على نشرة الإصدار من قبل الهيئة، ومتعهدو التغطية المكلفين بتصريف الإصدار على الجمهور، على أن لا يكون متعهد التغطية مسؤولاً عما يزيد عن السعر الإجمالي للأوراق المالية التي تعهد بتغطيتها، وأخيراً المحاسب أو المثمن وغيرهم ممن تم تحديدهم في نشرة الإصدار وموافقتهم خطياً كجهة صادقت على صحة ودقة المعلومات الواردة في النشرة ولا تشمل المعلومات الواردة في أجزاء النشرة التي لم يصادق عليها².

¹ - هيئة السوق المالية، نظام السوق المالي، الفصل العاشر: العقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات، على الرابط:

<http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secsemo=278&minnrord=20&serno=278>.

² - هيئة السوق المالية، قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالي وقواعدها، المذكرة البرية السعودية، 2005، ص 15.

وقد نصت الفقرة "هـ" من المادة الخامسة والخمسين على أنه يجوز عن طريق الدعوى المرفوعة تأسيساً على الفقرة "أ" من هذه المادة تعويض الأطراف المتضررة في حدود قيمة الفرق بين السعر الذي دفع بالفعل لشراء الورقة المالية (على أن لا يتجاوز السعر الذي عرضت به على الجمهور) وبين قيمة الورقة المالية في تاريخ إقامة الدعوى، أو بالسعر الذي كان من الممكن التصرف به في الورقة المالية قبل رفع الدعوى أمام لجنة المنازعات .

III-2-1-2/ اللوائح التنفيذية لسوق الأسهم السعودي:

يقصد باللوائح التنفيذية مجموعة القواعد والتعليمات والإجراءات التي تصدرها هيئة السوق المالي لتسهيل تطبيق أحكام نظام السوق المالي.

وتهدف هذه اللوائح بشكل أساسي إلى معالجة مجالين مهمين في الشركات المساهمة المدرجة في السوق وهما: إجراءات إصدار الأوراق المالية (الأسهم خاصة)، و تنظيم و تفعيل النشاط التجاري و المالي في السوق¹.

وقد استطاع مجلس هيئة السوق المالي السعودي في غضون فترة زمنية وجيزة أن يصدر مجموعة متكاملة من اللوائح التنفيذية رفيعة المستوى خلال الفترة 2004/07/01 حتى نهاية عام 2008، حيث أصدرت الهيئة 11 لائحة و قاعدة تنفيذية و تضمنت هذه اللوائح ما يلي:

1- لائحة سلوكيات السوق:

تهدف هذه اللائحة إلى حماية المتعاملين في السوق المالي من الممارسات السلوكية غير النظامية، ومن أهم أنواع الممارسات المخطورة بناء على اللائحة: التلاعب بالسوق، التداول بناء على معلومات داخلية و بث المعلومات الغير صحيحة (الشائعات)، و يمنع نظام السوق المالي هيئة السوق المالي الحق في ضبط الممارسات و التصرفات و التحقيق فيها، واتخاذ الإجراءات الجزائية ضد ممارسيها، بما في ذلك إحالتهم للقضاء. وتشمل الإجراءات و الجزاءات إصدار تحذير للشخص وإيقاف للعمليات ذات العلاقة التي قام بها و المنع من العمل في السوق المالية و فرض غرامات مالية والسجن².

2- لائحة طرح الأوراق المالية:

يقصد بطرح الأوراق المالية لغرض تطبيق هذه اللائحة إصدار أوراق مالية أو دعوة الجمهور للاكتتاب فيها، أو الترويج لها بشكل مباشر أو غير مباشر، أو أي تبريح أو بيان أو اتصال يعد من حيث الأثر المترتب عليه بيعاً أو إصداراً أو عرضاً للأوراق المالية، ولا يشمل ذلك المفاوضات الأولية أو العقود المبرمة مع متعهدي التغطية أو بينهم.

¹ - المرجع نفسه، ص 16.

² - هيئة السوق المالية، نظام السوق المالية و لوائح التنفيذ، المملكة العربية السعودية، الإصدار السادس، ص 10، على الرابط:

وتوجد قيود لطرح الأوراق المالية هي: لا يجوز طرح أوراق مالية في المملكة إلا بموجب أحكام هذه اللائحة، لا يجوز طرح أوراق مالية صادرة عن شركة في المملكة ما لم تكن شركة مساهمة، حيث حددت هذه اللائحة بالمقصود بالطراح و المطروح عليه، وحالات طرح الأوراق المالية (الطرح العام، الطرح الخاص، و الطرح المستثنى)، بحيث يعد طارحا للأوراق المالية كل من قدم عرضا، أو قام بدعوة شخص لتقديم عرض يؤدي في حال قبوله إلى إصدار أو بيع أوراق مالية إما بواسطة شخص آخر تم عمل ترتيبات معه لإصدار الأوراق المالية أو بيعها، ويعد مطروحا عليه أي من الأشخاص الآتي بيانهم:

- أي شخص يقوم الطراح بتقديم عرض له.
- أي شخص يقوم الطراح بتقديم عرض لوكيله الذي يتصرف بهذه الصفة.
- أي شخص يتلقى خلال فترة الطرح عرضا بأوراق مالية من شخص (بشار إليه هنا بالموزع) قام الطراح بعرض تلك الأوراق المالية عليه، وكان الطراح يعلم أو يجدر به أن يعلم بشكل معقول أن الموزع يقدم ذلك العرض، لأغراض الفقرة السابقة لا يعد الطراح عالما بأن شخصا يتصرف بصفته وكيلا للغير أو بصفته موزعا، ما لم يحصل على معلومات أو إقرار بأن هذا الشخص يتصرف بهذه النصفة، ويكون طرح الأوراق المالية طرحا خاصا في أي من الحالات الآتية:

- 1- إذا كانت الأوراق المالية صادرة من حكومة المملكة أو من هيئة دولية تعترف بها الهيئة.
- 2- إذا كان الطرح مقصورا على مستثمرين ذوي خبرة.
- 3- إذا كان الطرح طرحا محدودا.

يجوز للهيئة في غير الحالات السابقة و بناء على طلب شخص يرغب في طرح أوراق مالية، أن تقرر اعتبار الطرح خاصا، شريطة الالتزام بالضوابط التي تفرضها الهيئة، ويعد طرح الأوراق المالية طرحا عاما إذا لم يكن ضمن حالات الطرح الخاص بحيث لا يجوز طرح أوراق مالية طرحا عاما ما لم تستوف جميع المتطلبات و الشروط الواردة في قواعد التسجيل والإدراج¹.

و يكون الطرح مستثنى إذا كانت الأوراق المالية صادرة عن حكومة المملكة أو عن هيئة دولية تعترف بها المملكة وتم طرح الأوراق المالية على ما يزيد عن 60 مطروحا عليه في المملكة، وكان المبلغ المدفوع من كل مطروح عليه لا يقل عن مليون ريال أو ما يعادله، أو إذا كانت القيمة الكاملة للأوراق المالية المطروحة من المصدر اقل من 5 ملايين ريال أو ما يعادلها².

¹ - مجلس هيئة السوق المالي: لائحة طرح الأوراق المالية، الصادرة بموجب القرار رقم 2004/11/02، بناء على السوق المالية (صادرة بالمرسوم الملكي رقم:م/30، 2004/10/04، ص.ص 4-8، على الرابط:

http://www.cma.org.sa/cma_cms/upload_scc_colntent/dwfile392/arabic%20drft%200srs.pdf

² - هيئة السوق المالي: لائحة طرح الأوراق المالية، الصادرة بموجب القرار رقم 2004/11/02، انعقاد بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم: 2004/33/01، ص.ص 26-33.

وقد عدلت لائحة طرح الأوراق المالية في عام 2008 من أجل تطوير معايير ومتطلبات طرح الأوراق المالية في المملكة، فضمنت اللائحة جميع الأحكام المتعلقة بطرح الأوراق المالية بما في ذلك حالات ومتطلبات الطرح العام والطرح الخاص، والمعلومات المقدمة إلى المستثمرين؛ وإعلانات الطرح الخاص، والمسؤولية عن عدم صحة المستندات¹.

3- لائحة قواعد التسجيل والإدراج:

تفرض لائحة قواعد التسجيل والإدراج على مصدر الورقة المالية أن يرفق بالقوائم المالية تقريراً صادراً من مجلس الإدارة يتضمن عرضاً لعمليات الشركة خلال السنة المالية المنصرمة، والعوامل المؤثرة على أعمال الشركة والتي تساعد المستثمر في تقييم أصول الشركة وخصومها ووضعها المالي، وحددت المادة السابعة والعشرين من اللائحة النقاط الرئيسية التي يجب أن تتضمن في التقرير. كما حددت شروط التسجيل والإدراج من خلال شروط المستشار المالي والتزاماته وضوابط نشرات الإصدار وغير ذلك من التفاصيل الدقيقة التي لم تكن موجودة في السوق المالي².

4- لائحة الأشخاص المرخص لهم:

يعد القائمون بأعمال الأوراق المالية من مستشارين ماليين ووسطاء ووكلاء ومديري محافظ هم مسؤولين عادةً. عن غالب النشاط الاستثماري الذي يتم في السوق المالي، ولهذا السبب خصصت لائحة مستقلة تحدد الإجراءات والشروط اللازمة لحصولهم على الترخيص واستمرار صلاحيته، والقواعد التي تحكم سلوكهم أثناء قيامهم بأعمالهم، والنظم والإجراءات الرقابية المطبقة عليهم إضافة إلى الأحكام المتعلقة بأموال وأصول عملاتهم، وعلاوة على المبادئ العامة التي حددها اللائحة في المادة الخامسة والمتعلقة بالترخيص ومعايير السلوك للمرخص، مثل ضوابط النزاهة والمهنية والرقابة الداخلية والكفاية المالية والإفصاح فإن هناك مبادئ وضوابط أخرى مرتبطة بعلاقة المرخص له بالعمل أهمها ضرورة التزام المرخص له بما يلي:

- حماية أصول العملاء بتبني الاحترازمات الكافية لتوفير الحماية لهذه الأصول.
- التواصل مع العملاء الأفراد وذلك بمعاملتهم بإنصاف وعدل ومراعاة لمصالحهم.
- معالجة تضارب المصالح بإنصاف بين المرخص له وبين عملائه الأفراد، أو بين عميل و عميل آخر.
- اعتماد سياسات ونظم ملائمة لإدارة المخاطر.
- التأكد من ملائمة ما يقدمه المرخص له من خدمات مشورة وإدارة للعمل المقدمة له هذه الخدمات³.

¹ - هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2009، ص. 26، على الرابط:

<http://www.cma.org.sa/cma2009.pdf>

² - هيئة السوق المالية، قواعد التسجيل والإدراج، الصادر بموجب القرار رقم: 3-11-2004 بعدلة بقرار رقم: 2/128/2006، 2006، ص. 8-10، متوفرة على الرابط:

http://www.cma.org/cma/upload_sec_content/dwfile277/registration.pdf

³ - هيئة السوق المالية، لائحة الأشخاص المرخص لهم، الصادر بموجب القرار رقم: 1-83-2005، 2005، ص. 11-12 متوفرة على الرابط:

http://www.cma.org/cma/upload_sec_content/dwfile277/APRS.pdf

و يتقاضى الوسيط أو الشخص المرخص له لقاء الخدمات المقدمة للمتعامل عمولة تتراوح بين 0.12 % من قيمة الصفقة المنفذة كحد أقصى و 12 ريالاً على أي أمر يساوي أو يقل عن مبلغ 10 آلاف ريال كحد أدنى ويمكن للشخص المرخص له الاتفاق مع متعامله على تحصيل عمولة تكون أقل من النسبة المحددة أعلاه، على أن يتم الاتفاق على الخصم مسبقاً وتوثيق، وترصد جميع الخصومات المحسومة في كشف خاص يعد لهذا الغرض¹.

6- لائحة أعمال الأوراق المالية:

حددت هذه اللائحة المقصود بأعمال الأوراق المالية والأطراف الممارسة لهذه الأعمال، والجوانب المتعلقة بالترخيص المخالفة واستثناءات الترخيص والإعلانات عن الأوراق المالية. وقد حضرت المادة الخامسة من هذه اللائحة على أي شخص القيام بممارسة أعمال الأوراق المالية في المملكة ما لم يكن شخصاً مرخصاً من هيئة السوق المالي، كما أعطت فترة سماح لا تزيد عن سنتين للبنوك المحلية لاستكمال إنشاء شركات تابعة لممارسة أعمال الأوراق المالية وفقاً للائحة الأشخاص المرخص لهم².

وقد عرفت اللائحة أعمال الأوراق المالية على أنها ممارسة نشاطات التعامل سواء بيع أو شراء أو إدارة الاكتتاب في الأوراق المالية، أو التعهد بتغطيتها، والترتيب والإدارة وتقديم المشورة والحفظ، وبعد الشخص ممارسة لأعمال الأوراق المالية في المملكة إذا كان هذا الشخص يمارس نشاط الأوراق المالية من مقر عمل دائم في المملكة أو مع شخص ثان في المملكة أو لحسابه الخاص³.

7- قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالي وقواعدها:

* "المتخصص المالي": أي شخص طبيعي يستوفي اثنين على الأقل من المعايير الآتية:

1- أن يكون قد قام بصفقات ذات حجم كبير في أسواق الأوراق المالية بما لم يقل عن عشر صفقات في كل ربع سنة خلال السنة الماضية.

2- أن يتجاوز حجم محفظة أوراق مالية 5 ملايين ريال سعودي.

3- أن يعمل حالياً أو أن يكون سبق له العمل لمدة سنة واحدة على الأقل في القطاع المالي في وظيفة مهنية تتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية.

* "طرح محدود": حسب ما جرى بيانه في المادة الحادية عشرة من لائحة طرح الأوراق المالية.

* "طرح خاص": يقصد به في لائحة طرح الأوراق المالية، طرح الأوراق المالية الذي يقع ضمن إحدى حالات انطرح الواردة في المادة التاسعة من لائحة طرح الأوراق المالية.

¹ : <http://www.tadawul.com.sa/wps/partal/tu/p/c1/04.sb8k8xIIM9MSSZPY8xBZ9cPoo3gD/xxN3DoNnN19nAZMPZx>.

² - هيئة السوق المالي، لائحة أعمال الأوراق المالية، الصادرة بموجب القرار رقم: 2005/83/02، 2005، ص. 6.

³ - المرجع نفسه، ص. 5، 6.

*"إشعار الطرح الخاص": الإشعار الواجب تقديمه للهيئة بموجب الفقرة (2/أ¹) من المادة 12 من لائحة طرح الأوراق المالية.

*"المستثمر ذي الخبرة": حسب ما جرى بيانه في المادة العاشرة من لائحة طرح الأوراق المالية¹.

8- لائحة صناديق الاستثمار:

تهدف هذه اللائحة إلى تنظيم تأسيس صناديق الاستثمار وإدارتها و طرح وحداتها و جميع الأنشطة المرتبطة بها في المملكة، و لا تخل هذه اللائحة بما ورد في لائحة الأشخاص المرخص لهم و لائحة أعمال الأوراق المالية من الأحكام. تفرض لائحة صناديق الاستثمار على مدير الصندوق عرض شروط و أحكام الصندوق بطريقة سهلة الفهم و الاستيعاب بالنسبة للمستثمرين، و يجب أن تشمل الشروط والأحكام على مجموعة من المعلومات من بينها²:

- اسم صندوق الاستثمار.
- عنوان المكتب الرئيس للصندوق و عنوان أي موقع إلكتروني يتضمن معلومات عن صندوق الاستثمار أو مديره.
- تاريخ البدء .
- الهيئة المنظمة.
- تاريخ إصدار شروط و أحكام الصندوق أو آخر تحديث لها.
- الرسوم و المصاريف.
- مراجع الحسابات.
- القوائم المالية السنوية المراجعة.
- تقويم أصول صندوق الاستثمار.
- ملخص الإفصاح المالي.

¹ - العديد من المراجع:

*- هيئة السوق المالية، التعريفات التي سيتم تضمينها في قائمة المصطلحات الجديدة، على الرابط:

http://www.cma.org.sa/cma_cms/upload_sec_content/dwfile392%20Glossary.pdf

*- هيئة السوق المالية، قائمة المصطلحات المستخدمة في نواتج هيئة السوق المالية و قواعدها، الصادرة بموجب القرار رقم: 4-11-2004 و المعدلة بالقرار رقم: 1-28-2008، متوفر على الرابط:

http://www.cma.org.sa/cma_cms/upload_sec_content/dwfile277/Glos.pdf

² - هيئة السوق المالية، لائحة صناديق الاستثمار، صادرة بموجب القرار رقم: 1-219-2006، من ص: 43-51 ، متوفرة على الرابط:

http://www.cma.org.sa/cma_cms/upload_sec_content/dwfile277/IFRS-25_1206-arbic.pdf

9- لائحة حوكمة الشركات:

تبين هذه اللائحة القواعد والمعايير المنظمة لإدارة الشركات المساهمة المدرجة في السوق، من أجل ضمان الالتزام بأفضل ممارسات الحوكمة التي تكفل حماية حقوق المساهمين و حقوق أصحاب المصالح، كما تعد هذه اللائحة لائحة استرشادية لجميع الشركات المدرجة في السوق المالي ما لم ينص نظام أو لائحة أخرى أو قرار من مجلس الهيئة على إلزامية بعض ما ورد فيها من أحكام، كما يجب على الشركة الالتزام بالإفصاح في تقرير مجلس الإدارة عما تم تطبيقه من أحكام هذه اللائحة و الأحكام التي تطبق و أسباب ذلك¹.

10- لائحة مكافحة غسل الأموال و تمويل الإرهاب:

تهدف هذه القواعد إلى التأكد من التزام الأشخاص المرخص لهم والأشخاص المسجلين للإجراءات و الضوابط الصادرة عن الهيئة و بما يضمن الآتي²:

أ- تطبيق نظام مكافحة غسل الأموال الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم: م/39 وتاريخ 1425/06/25 هـ و لائحته التنفيذية والقرارات الأربعين الخاصة بمكافحة غسل الأموال و التوصيات التسعة الخاصة بمكافحة تمويل الإرهاب الصادرة عن مجموعة العمل المالي والاتفاقية الدولية لقمع تمويل الإرهاب (نيويورك 1999)، و اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الاتجار غير المشروع في المخدرات و المؤثرات العقلية (فيينا 1988)، واتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الجرائم المنظمة عبر الوطنية (باليرو 2000) و قراري مجلس الأمن رقم 1267 و رقم 1373 و القرارات اللاحقة هُما المتعلقة بمكافحة تمويل الإرهاب.

ب- تعزيز نزاهة السوق المالي و الشفافية.

ج- حماية الأشخاص المرخص لهم و عملائهم من العمليات غير القانونية التي تنطوي على غسل الأموال، أو تمويل للإرهاب، أو أي نشاط إجرامي آخر.

10- لائحة الاندماج:

و يمكن تحديد نطاق تطبيقها في ما يلي³:

أ- تسري أحكام هذه اللائحة على أي شراء مقيد للأسهم أو عرض مقيد للأسهم أو أي عرض استحواذ أو استحواذ عكسي بأي شركة مدرجة أسهمها في السوق.

¹ - هيئة السوق المالية،لائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية، الصادرة بموجب القرار رقم: 2006/212/01، العملة بقرن: 2009/01/01 2009، ص.4، متوفرة على الرابط:

http://www.cma.org.sa/cma_cms/upload_sec_content/dwfile277/GGAR.pdf

² - هيئة السوق المالية، قواعد مكافحة غسل الأموال و تمويل الإرهاب، الصادرة بموجب القرار رقم: 1-39-2008، ص.2، متوفر على الرابط:

http://www.cma.org.sa/cma_cms/upload_sec_content/dwfile277/AML_Arbic.pdf

³ - هيئة السوق المالية، لائحة الاندماج و الاستحواذ، الصادرة بموجب القرار رقم: 1-50-2007، ص.3، على الرابط:

http://www.cma.org.sa/cma_cms/upload_sec_content/dwfile277/Final.pdf

ب- تطبيق أحكام هذه اللائحة على:

1- المشاركين في السوق و يشمل ذلك- دون تحديد - مصدري الأوراق المالية و المساهمين، و الأشخاص المرخص لهم، و أي شخص شارك أو قدم استشارة بشكل مباشر أو غير مباشر في أي صفقة تخضع لهذه اللائحة.

2- أعضاء مجالس إدارات الشركات الخاضعة لهذه اللائحة.

3- أي شخص يسعى للاستحواذ على أي شركة خاضعة لهذه اللائحة.

ج- لا تخل هذه اللائحة بما ورد في قواعد التسجيل و الإدراج من أحكام.

11- لائحة صناديق الاستثمار العقاري:

تهدف هذه اللائحة إلى تنظيم تأسيس صناديق الاستثمار العقاري في المملكة و طرح وحداتها و إدارتها و حماية حقوق مالكيها، و تطبيق قواعد الإفصاح و الشفافية عليها. كما لا تخل هذه اللائحة بما ورد من أحكام في لائحة الأشخاص المرخص لهم و لائحة أعمال الأوراق المالية¹.

III-2-2- الإطار التنظيمي (المؤسسي) لسوق الأسهم السعودي:

شهد سوق الأسهم السعودي عام 2003 تطورات تنظيمية و مؤسسية مهمة هدفت في مجملها إلى مواكبة التطورات العالمية في مجال تشريعات الأسواق المالية. وقد كان في مقدمة تلك التطورات إصدار نظام السوق المالي الذي يمثل الإطار التشريعي و التنظيمي و المؤسسي للسوق. وقد اكتسب صدور هذا النظام أهمية بالغة نظراً لأن الغاية منه هي إعادة تنظيم السوق المالي السعودي بشكل أكثر انضباطاً و استقرار حتى تكون التعاملات في السوق موثوق فيها، و ذلك بإعداد هيكل تنظيمي متكامل تحت إشراف جهة مستقلة ممثلة في هيئة السوق المالي.

ومن بين التطورات الإيجابية الخاصة بنظام معلومات السوق استحداث آليات لتطوير الخدمات المقدمة للمستثمرين عبر الوسائط الإلكترونية، حيث أصبح باستطاعة المستثمرين حالياً بيع و شراء الأسهم السعودية عبر نظام "تداول" الذي انطلق العمل به سنة 2001، و ذلك من خلال الاشتراك مع أحد البنوك المحلية التي تقدم هذه الخدمة. و الأهمية التي شغلها سرعة الحصول على المعلومات لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب، و تنفيذ الصفقات بالسرعة المطلوبة، سيخصص هذا الجزء لعرض مميزات نظام التداول في سوق الأسهم السعودي إلى جانب تسليط الضوء على الهيكل التنظيمي للسوق و مهام كل قسم من أقسام هذا الهيكل .

III-2-2-1/ البنية التنظيمية لسوق الأسهم السعودي:

صدر نظام السوق المالي بموجب المرسوم الملكي الكريم رقم:م/30 بتاريخ 31 جويلية 2003 وأصبح نافذاً بعد 180 يوم من تاريخ نشرة في الجريدة الرسمية، و يهدف النظام إلى إعادة هيكلة السوق المالي بالمملكة

¹ - هيئة السوق المالية، لائحة صناديق الاستثمار، العقاري في المملكة العربية السعودية، الصادرة بموجب القرار رقم: 1-193-2006، ص. 4، متوفرة على الرابط: http://www.cma.org.sa/cma_cms/upload_sec_content/dwfile277/reifit.pdf

24/02/10	0.840000	3.480000
3/03/10	1.040000	0.840000
10/03/10	1.030000	1.040000
17/03/10	2.550000	1.030000
24/03/10	0.210000	2.550000
31/03/10	0.210000	0.210000

على أسس جديدة متطورة من شأنها تعزيز الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بالأوراق المالية، وتوفير العدالة في التعامل وحماية المتعاملين بالأوراق المالية. وقد وفر النظام مرجعية نظامية متكاملة للسوق تشمل أهياكل و المؤسسات التنظيمية و الإشرافية و التشغيلية للسوق، و تحدد صلاحياتها ومهامها بكل وضوح، و تفصل بين الدور الرقابي والإشرافي والدور التشغيلي للسوق، وذلك من خلال إنشاء مؤسسات جديدة لسوق وتمثل فيما يلي¹:

1- هيئة السوق المالي:

تعد هيئة السوق المالي الجهة الرقابية والإشرافية المسؤولة عن تنظيم السوق المالي في المملكة، وهي هيئة حكومية ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري و يديرها مجلس إداري يتكون من خمسة أعضاء متفرغين تفرغاً تاماً، ويتم تعيينهم بمرسوم ملكي وهم على التوالي: رئيس مجلس الهيئة و نائبه و ثلاثة أعضاء يتم تحديدهم دورياً.

تتمثل رؤية هيئة السوق المالي في رفع كفاءة السوق المالي وتعزيز قدرته التنافسية من خلال تطبيق أفضل المعايير والممارسات الدولية المعمول بها في الأسواق العالمية المتقدمة، ليصبح سوق رائد من حيث السيولة و معايير الأداء والأنظمة واللوائح والقواعد المطبقة بالإضافة إلى زيادة مستوى الشفافية و الإفصاح في السوق، و تكوين جهاز إشرافي ورقابي يعمل على تطوير السوق بما يخدم المستثمرين والمتعاملين والمشاركين فيه، ويوفر بيئة آمنة و جاذبة للاستثمار².

و يمكن توضيح مهام هيئة السوق المالي فيما يلي³:

- تنظيم السوق المالي و تطويره، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.
- حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على احتيال أو تدليس أو غش أو تلاعب أو تداول بناء على معلومات داخلية.
- العمل على تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية .
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بعمليات الأوراق المالية.
- تنظيم إصدار الأوراق و مراقبة التعامل بها.
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الأطراف الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالي.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين الداخليين و المستثمرين، و تحديد و توفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم و الجمهور.

¹ - هيئة السوق المالية، مهام و مسؤوليات هيئة السوق المالية، على الرابط:

http://www.cma.org.sa/cma/upload_sec_content/dwfile274final/.pdf

² - مرجع نفسه، ص. 3.

³ - هيئة السوق المالية، تقرير السنوي 2009، مرجع سابق، ص 18.

- تنظيم طلبات التوكيل و الشراء والعروض العامة للأسهم.
- وقد منح نظام السوق المالي الهيئة صلاحيات عديدة لتمكينها من القيام بمهامها و يمكن إنجازها في ما يلي¹:
- وضع السياسات و الخطط و إجراء الدراسات و إصدار القواعد اللازمة لتحقيق أهداف الهيئة، وكذلك إصدار اللوائح التنفيذية اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالي.
- منع أي أوراق مالية في السوق أو تعليق إصدارها أو تداولها إذا رأت الهيئة ضرورة ذلك.
- وضع حد أعلى أو أدنى للعمولات التي يتقاضاها الوسطاء من عملائهم إذا رأى المجلس ذلك ملائماً، و الموافقة على المقابل المالي والعمولات الأخرى التي يتقاضاها السوق والمركز.
- وضع المعايير و الشروط الواجب توفرها في مدققي الحسابات الذين يتولون تدقيق دفاتر السوق والمركز و سجلاتهما، وشركات الوساطة وشركات المساهمة المدرجة في السوق.
- تحديد محتويات القوائم المالية السنوية والدورية والتقارير والمستندات الواجب تقديمها من قبل الجهات المصدرة التي تطرح أوراقاً مالية للجمهور أو الجهات المدرجة أوراقها المالية في السوق.
- التحري والتحقيق في مخالفات أحكام النظام و لوائحه التنفيذية.
- إعداد لوائح وقواعد المراقبة على الجهات الخاضعة لأحكام نظام السوق المالي.
- الموافقة على تأسيس صناديق الاستثمار وإدماجها وتصنيفها وقواعد عملها.
- منح التراخيص اللازمة التي تصدر بموجب أحكام نظام السوق المالي ولوائحه، بما في ذلك الترخيص لشركات الوساطة المالية بمختلف أنواعها ووكالات التقييم والتصنيف، و وضع المعايير والشروط والمتطلبات اللازمة للتخخيص لها.

2- شركة السوق المالي السعودي (تداول):

نص نظام السوق المالي على تأسيس شركة مساهمة لسوق الأوراق المالية "تداول" تكون الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة، ويديرها مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء يعينون بقرار من مجلس الوزراء، وترشيح من رئيس مجلس الهيئة، ويختارون من بينهم رئيساً للمجلس ونائباً للرئيس. تتكون عضوية مجلس الإدارة من: ممثل عن وزارة المالية، وممثل عن وزارة التجارة والصناعة، و ممثل عن مؤسسة النقد العربي السعودي، و أربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخص لها، وممثلين عن شركات المساهمة المدرجة في السوق، ومدة العضوية ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة أو أكثر.

ويمكن أن يتداول في هذا السوق أسهم الشركات القابلة للتحويل، أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات أو الحكومة أو الهيئات العامة أو المؤسسات العامة، الوحدات الاستثمارية الصادرة عن

¹ - هيئة السوق المالية، مهام و صلاحيات هيئة السوق المالية، مرجع سابق.

صناديق الاستثمار، وأية أدوات تمثل حقوق أرباح المساهمة أو حقوق في توزيع الأصول¹.
وقد حددت القواعد المنظمة لتداول الأسهم أهداف السوق فيما يلي²:

- تطوير عملية تداول الأسهم على نحو يخدم خطط التنمية الاقتصادية في المملكة العربية السعودية، بما في ذلك استخدام أحدث الأنظمة التقنية المستخدمة في الأسواق المالية العربية.
- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفائتها وشفافيتها وقواعد التداول وآلياته الفنية ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق بما يكفل توفير السيولة وحماية مصالح المستثمرين.
- إعداد القواعد والإجراءات السليمة والسريعة ذات الكفاية لتسوية الصفقات من خلال مركز إيداع الأوراق المالية.
- إتاحة المعلومات المالية المتعلقة بالصفقات المنفذة والشركات المساهمة المتداولة أسهمها في السوق لجميع المستثمرين.
- وضع المعايير المهنية لأعضاء السوق وأعضاء مجالس الإدارة والوسطاء ووكلائهم، وتشمل تلك المعايير الإجراءات والعقوبات التأديبية المطبقة في حق من يخالفون النظام العام للسوق.
- التحقق من قوة ومثانة الأوضاع المالية للوسطاء من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامهم بمعايير كفاية رأس المال، ووضع الترتيبات المناسبة لحماية أموال المستثمرين والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة.
- تحديد جدول الرسوم والعمولات التي يتقاضاها الوسطاء نظير خدماتهم.
- تحديد شروط ومتطلبات نيل عضوية السوق والقيود والإجراءات الملزمة التي تسمح لشركات الوساطة المرخص لها بتنفيذ الصفقات في السوق.

3- مركز إيداع الأوراق المالية:

نص نظام السوق المالي على أن يقوم مجلس إدارة السوق بإنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية، ويكون الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق، وتسجيل ملكيتها ونقلها وتسويتها ومقاصتها³.

4- لجنة الفصل في المنازعات:

يكتسب الفصل في منازعات الأوراق المالية أهمية قصوى، كونه يعكس مصداقية الالتزام بأحكام نظام السوق المالي، وانعكاس ذلك إيجابياً على تعزيز الثقة بمعاملات السوق، ولوائحه التنفيذية، لذا نص نظام السوق المالي على إنشاء لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين في فقه

¹ - المرجع نفسه.

² - المرجع نفسه.

³ - هيئة السوق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية، على الرابط:

العمليات ويتمتعون بالخبرة بالقضايا التجارية، والمالية، والأوراق المالية، ويعينهم مجلس هيئة السوق المالي لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

و تختص هذه اللجنة بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالي و لوائح التنفيذية و لوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعليماتهما في الحقين العام والخاص¹ وتشمل اختصاصات اللجنة النظر في التظلم من القرارات والإجراءات الصادرة عن الهيئة أو السوق² ويحق للجنة إصدار قرار بالتعويض وطلب إعادة الحال إلى ما كانت عليه أو إصدار قرار آخر يكون مناسباً ويضمن حق المتضرر. و للجنة جميع الصلاحيات الضرورية للتحقيق والفصل في الشكوى أو الدعوى، بما في ذلك سلطة استدعاء الشهود وإصدار القرارات و فرض العقوبات والأمر بتقديم الأدلة و الوثائق¹.

5- لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية:

نص نظام السوق المالي على إنشاء لجنة للاستئناف يشكلها مجلس الوزراء للنظر في طلبات الاستئناف المرفوعة على القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية خلال 30 يوماً من تاريخ إبلاغها، وتتألف اللجنة من ثلاثة أعضاء يمثلون وزارة المالية، ووزارة التجارة والصناعة، وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء، ومدة العضوية ثلاث سنوات قابلة للتجديد. و تختص لجنة الاستئناف بالنظر في طلبات الاستئناف المرفوعة على القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في المنازعات الأوراق المالية في الحقين العام والخاص في حالة استئنافها. كما يحق للجنة الاستئناف وفقاً لتقديرها رفض النظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في المنازعات أو تأكيد تلك القرارات أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد استناداً إلى المعلومات المثبتة في ملف الدعوى أمام لجنة الفصل وإصدار القرار الذي تراه مناسباً في موضوع الشكوى أو الدعوى. وتعد قرارات لجنة الاستئناف نهائية².

III-2-2-2/ أنظمة التداول في السوق الأسهم السعودي:

مرت عملية التداول في سوق الأسهم السعودي بعدة تغيرات منذ نشأتها، فإلى غاية بداية شهر ديسمبر من عام 1984، كان الاتصال بين البائع والمشتري يتم عن طريق مجموعة من الأشخاص يتولون مهمة الوساطة المالية التي لم تكن ممارستها تتطلب أي تصريح أو رأس مال أو كفاءات محددة. وقد كان غياب اللوائح المنظمة لأنشطة السماسرة، وعدم توفر البيئة القانونية الرسمية التي تتم ضمنها عملية التداول عند هذا التاريخ دافعا وراء صدور المرسوم الملكي في أفريل من عام 1984: الذي نص على إقامة لجنة مشتركة مهمتها تحديد تفاصيل النظام المؤطر للسوق، وقد كان من بين أهم ملامح هذا النظام الذي دخل حيز التنفيذ في 23 ديسمبر من العام ذاته، توكيل لجنة تضم في عضويتها ممثلين عن وزارة المالية والاقتصاد، ومؤسسة النقد العربي

¹ - هيئة السوق المالية: لجنة الفصل في المنازعات، على الرابط:

<http://www.cma.org.sa/cma-ra/subpage.aspx?secserno=273&mirrorid=6&serno=274>

² - هيئة السوق المالية: مهام ومسؤوليات هيئة الأوراق المالية، مرجع سابق.

التسوية النقدية تتم بعد يوم واحد من تنفيذ الصفقة T+1¹.

كما يتسم هذا النظام بالمرونة من حيث بقاء الأوامر في السوق حسب تاريخ صلاحية الأمر، والشفافية من خلال الإعلان الفوري عن الأسعار والكميات المتداولة ومعلومات وإعلانات الشركات للبنوك والمستثمرين. وقد أدى تطبيق نظام تداول إلى خفض زمن لجنة طلبات التداول من خلال العملية المباشرة، حيث ترتبط داخليا كل نظم الشبكة مثل البنوك والتداول والتسجيل والمراقبة وقد سمح الربط المباشر للإيداع مع المتداولين بالتحويل الفوري لملكية الأسهم علاوة، على المعالجة الفورية لأوامر البيع والشراء حال إدخالها في شبكة الانترنت². كما أتاح أيضا نظام التداول الجديد إمكانية تحويل الإشعارات إلى حسابات الكترونية يتم تحويلها بين حسابات أسهم الكترونية قابلة للتحويل بين حسابات المستثمرين في النظام دون الحاجة إلى أية أوراق أو وثائق ملكية. وفي هذا الصدد تؤدي الشركة السعودية لتسجيل الأسهم دورا بارزا في مجال الأنشطة المتعلقة بالتسويات والمقاصة وتسجيل الملكية وحفظ وإدارة سجلات مساهمي الشركات.

مع زيادة الإقبال ونمو العمليات و أحجامها تطلب ذلك قيام "تداول" بإجراء العديد من العمليات بتطوير البرامج و الأنظمة لزيادة القدرات الاستيعابية للأنظمة، ومقابلة النمو المتزايد في أعداد العمليات اليومية التي فاقت 800 ألف صفقة، واستجابة لتطلعات السوق المالي السعودي والتوسع الكبير والمتوقع في السوق السعودي على المدى الطويل قام "تداول" في عام 2006 بتوقيع عقد تصميم وتنفيذ أنظمة الجيل الجديد على مراحل مع شركة (OMX) السويدية، الرائدة في صناعة الأنظمة الإلكترونية وتقنية الأسواق المالية وإداره و تشغيل الأسواق المالية حول العالم. حيث تتكون أنظمة التداول الجديدة من عدد من برامج التشغيل الإلكترونية الحديثة التي تتولى معالجة العمليات والإجراءات الخاصة بتنفيذ عمليات التداول، من صفقات، تسويات و تقاص بالإضافة إلى قدرتها على إكمال العمليات المتعلمة بإدخال ومعالجة الأوامر المضافة في السوق وتنفيذها بالكامل دون تدخل يدوي، كما تقوم هذه الأنظمة بسلسلة من العمليات السريعة كتنفيذ الأوامر حسب أنواعها وخصائصها ووقت إدخالها وأسعارها وتحديد أولوية التنفيذ تمهيدا لمطابقتها، إضافة إلى عدد كبير من العمليات الدقيقة التي يتطلب إنجازها سرعة فائقة استكمالاً لعمليات البيع والشراء³.

ويمكن عرض أنواع الأوامر التي يوفرها نظام "تداول" على النحو الآتي⁴:

¹ - مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، سوق الأسهم السعودية 20 عاما، العدد الثاني عشر، ربيع 2005، ص.5.

² - عبد العزيز محمد السعيد، مرجع سابق، ص. 21.

³ - http://www.tadamul.com.sa/wps/portal/tut/p/c1/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3gDAxN3DONnN19nAzMpzxBDSOcDKNAPIzS9_PIZQ3Vj9SPA2StnBQWuM1AwMDAwMDA!!

⁴ - السعيد، من المراجع.

⁵ عبد الرحمن السليمان، ضبط المعايير و تنظيم المعاملات، مجلة تداول، سوق الأسهم السعودية، العدد الثالث، (2003)، ص. 6.

- أمر السوق الفوري:

وهو أمر يفيد شراء أو بيع سهم معين فوراً بالسعر الحالي الأفضل. ويتحول أمر السوق إلى أمر محدد السعر حالما يتم حساب السعر، ويقوم نظام "التداول" تلقائياً بإصدار سعر محدد لأوامر السوق على أساس المعادلة الموضوعية من طرف هيئة السوق لحماية الأسعار المحددة. وخلافاً لهذا الأمر، يشير الأمر المحدد السعر إلى أمر بيع أو شراء عدد محدد من الأسهم بسعر معين أو أفضل منه.

- الأمر غير المسعر:

وهو أمر مشابه لأمر السوق الفوري من حيث أنه يتم إدخاله بدون سعر محدد، ويصبح هذا الأمر أمر محدد السعر حالما يتم حساب السعر، والفرق بينهما هو أنه لا يتم استخدام حماية أسعار للأمر غير المسعر.

- الأمر ذو الكمية غير المعلنة:

وهو الجزء من الكمية الإجمالية للأمر التي لا تظهر في شاشات الوسطاء. وقد يكون هذا ضرورياً عند وجود أمر يتضمن بيع أو شراء كميات كبيرة من الأسهم. حيث أن إخفاء الكمية الفعلية للأسهم في الأوامر الكبيرة يسمح بتنفيذ الكميات المعلنة من الأمر بالأسعار السائدة في السوق. أما إذا تم عرض كامل الكمية في السوق فقد تؤثر الكمية الكبيرة من الأسهم سلباً على اتجاه السوق.

- أمر التنفيذ الكامل فقط:

وهنا يجب تداول جميع كمية الأمر وإلا يتم إلغاء الأمر.

- الكمية الصغرى للتنفيذ كل مرة:

يتم تداول الأمر بالكمية الصغرى المحددة وبعد كل مرة يتم ظهور الكمية من جديد.

- الكمية الصغرى للتنفيذ أول مرة:

فتقتضي أن تكون أول كمية يتم تداولها من هذا الأمر مستوفية لشروط الكمية الصغرى للتنفيذ، وبعد أن يتم تداول الكمية الصغرى يوضع الرصيد الباقي من كمية الأمر في قائمة الانتظار في السجل العادي للأوامر.

- أمر المطابقة:

يستخدم لإنشاء أمر مقابل (مطابق) لأمر حالي موجود.

- أمر السوق:

هو أمر بدون سعر لتداول السهم فوراً بالسعر الحالي الأفضل المتوفر في السوق. ويسبغ أمر السوق أمراً محدداً حالما يتم حساب السعر، ويقوم نظام التداول تلقائياً بإصدار سعر محدد لأوامر السوق على أساس المعادلة الموضوعية لحماية الأسعار المحددة.

- الأمر المحدد السعر:

هو أمر لبيع أو شراء عدد محدد من الأسهم بسعر محدد أو أفضل منه.

وتأخذ عملية تنفيذ الأوامر في ظل نظام "تداول" خمس خطوات عملية¹:

*** الخطوة الأولى:**

يقوم المستثمر بتقدم أوامر البيع أو الشراء مباشرة عبر البنك الذي فتح فيه حساب التداول. ويمكن تقديم الأوامر مباشرة عند زيارة البنك، ومن خلال قنوات أخرى مثل الإنترنت. هذه الأوامر هي بمثابة اتفاقيات بين البنك والمستثمر لتنفيذ عملية تجارية معينة، يقوم نظام تداول تلقائياً بالتأكد من توفر الأسهم في حساب البائع في حالة البيع ومن صحة بيانات المستثمر.

*** الخطوة الثانية:**

يتم إدخال الأوامر إلى نظام إدارة الأوامر في البنك، مما يتيح للبنك فرصة أفضل لإدارة أوامر المستثمرين و متابعتها. وتبعاً لحالة السوق ومتطلبات المستثمر فإنه يتم تحويل الأوامر من نظام إدارة الأوامر في البنك إلى نظام تداول عبر شبكات اتصالات سريعة.

*** الخطوة الثالثة:**

يعمل نظام تداول على مطابقة الأوامر حسب السعر ومن ثم وقت الإدخال. وهناك العديد من أنواع الأوامر والشروط الخاصة يمكن للمستثمر استخدامها. وأما الأوامر التي لم تنفذ فتبقى في نظام تداول إلى أن يتم مطابقتها وتنفيذها وأن تسحب من السوق أو تنتهي صلاحيتها.

*** الخطوة الرابعة:**

يتم تنفيذ الصفقات من الأوامر التي تطابقت، ومن ثم نقلها آلياً إلى مركز إيداع الأوراق المالية لإكمال عمليات نقل الملكية و التقاص بين البنوك.

*** الخطوة الخامسة:**

عند انتهاء الصفقة تنتقل الأسهم مباشرة من حساب البائع إلى حساب المشتري. ويتطلب تداول الشهادات إيداعها في حسابات العملاء مسبقاً. أما تحويل المبالغ فيتم من خلال النظام السعودي للتحويلات المالية السريعة (سريع).

أما فيما يخص فترات التداول اليومي ينقسم نظام التداول إلى ثلاث فترات مختلفة يتم في كل فترة منها العديد من العمليات تمهيداً لبدء النشاط اليومي للسوق والتداول فيه وهي على النحو التالي²:

الفترة الأولى:

فترة ما قبل الافتتاح تبدأ من الساعة 10.00 صباحاً إلى الساعة 11.00 صباحاً، تتميز هذه الفترة

بالتالي:

¹ - مرجع نفسه.

² - <http://www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/newgen/newgen2.htm>

- شفافية السوق، عن طريق أفضل خمسة مستويات سعرية لكل سهم مدرج مع عدد الأوامر عند كل مستوى سعري والكميات الإجمالية للأوامر.
- ويمكن للمستثمر في هذه الفترة أن يقوم بإدخال أوامر جديدة، وإلغائها وتعديل الأوامر القائمة.
- الفترة الثانية:

فترة التداول و التي تبدأ عند الساعة 11.00 صباحا حتى الساعة 15.30 مساء، وذلك بتحديد أسعار الافتتاح لكل ورقة مالية قابلة للتداول في ذلك اليوم، تتم بعدها التداولات على الأوراق المالية في السوق بصفة مستمرة و تتميز هاته الفترة بالتالي:

- شفافية السوق:

- استمرار عرض أفضل خمسة مستويات سعرية وعدد الأوامر ها والكميات الإجمالية عند كل مستوى سعري (MBO).

- أفضل عشر أوامر حسب السعر (MBL).

- ويمكن للمستثمر أثناء هذه الفترة إدخال أوامر جديدة أو إلغاء وتعديل الأوامر القائمة.
- الفترة الثالثة:

فترة ما بعد تداول (قبل الإغلاق) التي تبدأ من 15.30 مساء حتى الساعة 16.30 مساء، وتتميز هذه الفترة بالتالي:

- استمرار عرض أفضل خمسة مستويات سعرية لكل سهم مدرج وعدد الأوامر عند كل مستويات و الكميات الإجمالية للأوامر.
- أفضل عشرة أوامر حسب السعر.
- إمكانية إلغاء الأوامر وتعديل صلاحيتها.
- لا يمكن أثناء هذه الفترة تعديل كلا من أسعار الأوامر القائمة وزيادة كميتها، إلا أنه يمكن خفض الكمية.
- لا يمكن أثناء هذه الفترة إضافة أي أوامر جديدة للسوق.

III-2-3/ مؤشرات تطور أداء سوق الأسهم السعودي:

واكبت التطورات التشريعية والتنظيمية التي شهدها سوق الأسهم السعودي تطورات هائلة في جانب الأداء التشغيلي للسوق. وقد كان لتشكيل مجلس هيئة السوق المالي ومباشرة أعماله وإنقاذ أحكام نظام السوق المالي، وإصدار اللوائح التنفيذية، والإجراءات التي اتخذها في مجال حماية صغار المستثمرين، وترقية الإفصاح و الرقابة على السوق انعكاس إيجابي على أداء السوق. لا شك في أن السوق السعودي في الوقت الراهن وبعد تجربتين محافظتين متباينتي الاتجاه بصورة متطرفة حديثا خلال فترة زمنية وجيزة جدا بعمر تطور الأسواق

المالية، شهدت في جزئها الأول صعوداً صاروخياً 2003-2006 لتُهوي بعد ذلك بسرعة قريبة من سرعة الصعود 2006-2009¹.

وفي هذا الصدد يمكن الاعتماد على طريقتين أساسيتين للوقوف على مدى تطور سوق الأسهم السعودي في جانبه التشغيلي. و تتمثل الطريقة الأولى في تتبع تطور مسار المؤشر العام للسوق، ودراسة العوامل التي تكمن وراء حركة المؤشر. و تعطي هذه الطريقة فكرة عامة عن العوامل الجزئية التي رسمت تاريخ سوق الأسهم السعودي كل سنة على حدة.

أما الطريقة الثانية وهي الأكثر شيوعاً والأعمق تحليلاً، فتتصرف إلى تحليل مؤشرات الأداء ذات العلاقة بتطور كفاءة السوق المالي. وسيتم فيما يلي تبسيط الضوء على هاتين الطريقتين.

III-2-3-1/ تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي:

تستخدم مؤشرات أسواق الأوراق المالية لقياس المستوى العام لأسعار السوق ويقوم مؤشر أسعار الأسهم بدور مهم في تقييم أداء السوق ورصد اتجاهه العام، حيث تفيد هذه المؤشرات في الاسترشاد بما لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتوقيتها، كما أنها تساعد الباحثين على التنبؤ الاقتصادي بالأوضاع المستقبلية للاقتصاد، لوجود علاقة قوية بين التغير في مؤشرات أسعار الأسهم والدورات الاقتصادية، كما أنها تساعد المستثمرين على قياس محافظ الأداء الاستثمارية المختلفة وإجراء المقارنة بينها.²

وفي نهاية شهر فيفري من عام 1985، بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية التابع لوزارة المالية بحساب المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي (مؤشر تداول لجميع الأسهم، TAST) وذلك بأخذ المتوسط الحسابي المرجع للرسملة السوقية للشركات المدرجة في السوق، البالغ عددها آنذاك 33 شركة مساهمة. وقد أعطيت لهذا المؤشر قيمة ابتدائية محددة بنحو 100 نقطة (ليتم استبدالها لاحقاً بنحو 1000 نقطة) ، ووضعت عينة المؤشر كل الشركات المدرجة في السوق والبالغ عددها في منتصف عام 2006 نحو 82 شركة ، يتم تداول أسهمها والإعلان عن أسعارها يومياً من خلال نظام "تداول"³. وعملياً بحسب هذا المؤشر بالضيعة التالية⁴:

$$(I_n) = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{i,n} Q_{i,n})}{\sum_{i=1}^n (P_{i,n-1} Q_{i,n})} (I_{n-1}) \text{ Saudi Index}$$

¹- عبد الحميد العمري، عضو جمعية الاقتصاد السعودي، مؤشرات نضج السوق المالية، 16 أبريل 2010، ص. 28، على الرابط:

<http://www.alroya.com/openx/www/delivery/ck.php?>

²- حمد عبد الله الغنم، تحليل السلسلة الزمنية لأسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية باستخدام منهجية بوكس جينكر، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، لإقتصاد و الإدارة،

العدد، 17، العدد 2، مجلة 2003، ص. 5.

³ - مركز بحوث للاستثمارات المالية، أسعار الأسهم و تأثيرها على قيمة المؤشر، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.bfasaudi.com/year2003effectofstockpriceonIndex/year2003effectofstockpriceonIndex.sa.asp>

⁴ - المنانكي، مرجع سابق، ص 23.

حيث يمثل الرمز I_n نقاط المؤشر للحظة الحالية، و $P_{i,n}$ سعر السهم i في اللحظة الحالية، و $Q_{i,n}$ عدد الأسهم المصدرة للشركة i في اللحظة الحالية، و $P_{i,n-1}$ سعر السهم i في اللحظة الماضية، و I_{n-1} نقاط المؤشر لحظة بداية حساب المؤشر، و n نهاية اللحظة الحالية.

وظلت قطاعات السوق السعودي ثابتة دون تغير لفترة طويلة على الرغم من زيادة عدد الشركات وتنوع واختلاف نشاطاتها. ونتيجة للزيادة الكبيرة في عمليات طرح وإدراج الشركات والمتوقع نموها في المستقبل، ظهرت حاجة ملحة إلى إعادة تشكيل وتوزيع قطاعات السوق بناء على النشاط الرئيسي للشركات المدرجة، من خلال توظيف أصول ومصادر الدخل للشركات، و نسبها من النشاطات الأخرى. هناك بعض المعايير الدولية التي تعمل بها الأسواق العالمية عند تقسيم وتشكيل قطاعاتها معتمدة على وجود 10 قطاعات رئيسية للسوق، يندرج فيها عدد كبير جدا من القطاعات الفرعية التي قد تصل إلى 1000 ويأخذ بهذا المعيار عند تقسيم وتشكيل قطاعات السوق الذي يشمل عدد كبير من الشركات المدرجة بحد أدنى لا يقل عن 1000 شركة. لذا فقد تم اعتماد تشكيل قطاع السوق السعودي وتم توزيع الشركات فيه حسب تصنيف هذه الشركات ونشاطها الرئيسي، حيث بإمكان هذه القطاعات استيعاب أي نشاطات أخرى مستقبلية مثل الخدمات الصحية والتعليم والتدريب، فعلى سبيل المثال عند طرح الشركات يكون نشاطها الرئيسي لا يتوافق مع أي من القطاعات الحالية، فقد يستوجب ذلك إضافة قطاع جديد. وفي حال تطلب حاجة السوق في المستقبل لإضافة قطاعات أو إعادة توزيع يمكن أن يتم النظر في ذلك.

وحسب قرار هيئة السوق المالية بإعادة توزيع و تشكيل قطاعات السوق وإضافة مؤشرات جديدة بأثر رجعي، حيث تم توزيع الشركات على القطاعات اعتبارا من 2007/01/01 فيما أعيد توزيع بيانات التداول منذ ذلك الحين¹.

وبتاريخ 2007/12/10 أعلنت هيئة السوق المالية تكليف شركة السوق المالية السعودية (تداول) بإعادة هيكلة قطاعات السوق ومؤشرات على أن يبدأ العمل بها من يوم السبت 2008/04/05.

وقد تم الاعتماد عند تصنيف الشركات المدرجة ضمن قطاعات السوق الجديدة بحسب النشاط الرئيسي للشركة، بالإضافة إلى عدد من المتغيرات، من أهمها توظيف الأصول ونسبة إيرادات كل نشاط من إجمالي إيرادات الشركة ومع الهيكلة الجديدة لقطاعات السوق والمؤشرات سيصبح عدد القطاعات خمسة عشرة قطاعا (15) بعضها قائم و الآخر مستحدث².

وهكذا يصبح مؤشر تداول العام هو حساب القيمة السوقية لكل شركة ضمن معادلة المؤشر العام للسوق المالي السعودي، والمؤشرات القطاعية بناء على قيمة إجمالي عدد الأسهم المتاحة للتداول (الرسملة المعمومة)، و

¹ - السوق المالية السعودية (تداول)، أسئلة وأجوبة القطاعات الجديدة، على الرابط:

<http://www.cma.org.sa/cma.cms/upload.seccontent/dwfile392/tadawul%20f1y-cr-60.pdf>

² - السوق المالية السعودية، هيكلية قطاعات السوق الجديدة على الرابط:

<http://www.tadawul.com>

يستبعد من حساب المؤشر أي سهم غير متاح للتداول. وعليه تستبعد الأسهم المملوكة من الأطراف الآتية من حساب المؤشر:

1- الحكومة أو مؤسساتها.

2- الشريك الأجنبي إذا كان محظورا عليه البيع دون موافقة جهة إشرافية.

3- الشريك المؤسس خلال فترة الحظر.

4- من يملك 10% وأكثر من أسهم شركة مدرجة بالسوق المالي السعودي.

ويتم حساب المؤشرات على أساس القيم المرجحة للقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول، وسيتم احتساب القيمة السوقية لكل سهم على أساس سعر إغلاق السهم في يوم فترة سابقة مضروبا بعدد الأسهم القابلة للتداول. تمثل الأسهم الحرة إجمالي عدد الأسهم المصدرة للشركة منحصوما منها ملكية الحكومة و الشريك الأجنبي إذ وجدت، وإذونات والمؤسسات والصناديق الاستثمارية، بالإضافة إلى ملكية المؤسسين في الشركة أو ملكية الشريك الإستراتيجي التي تتجاوز نسبة 10% من إجمالي عدد الأسهم، أو تلك التي تحتاج إلى تفويض مسبق من الجهات التشريعية لبيعها في السوق. وستكون قيمة الأساس لمؤشرات القطاعات الجديدة 5000 نقطة للقطاعات الجديدة حيث سيتم حساب مؤشر العام لكل القطاعات تاريخيا من 2007/1/1 فيما سيتم اعتماد قيمة الأساس للمؤشر العام للقطاعات الرئيسية الأربعة التي لم يطرأ عليها التعديل وهي: البنوك، التأمين، الاتصالات، وقطاع الإسمنت. كما في إغلاق يوم 2007/1/1 وهو رقم الأساس الذي سيتم احتساب المؤشر العام على أساسه¹.

وإستكمالا لنهج الإفصاح والشفافية الذي تسعى هيئة السوق المالي لبثه بين جميع الأطراف، قامت تداول من 2008/08/16 بعرض قوائم أسماء كبار الملاك في الشركات المدرجة على موقع تداول الإلكتروني، بهدف تمكين المستثمرين من الاطلاع على أسماء جميع من يملك ما نسبته 5% أو أكبر من أسهم كل الشركات حسب سجلات مركز الإيداع لدى شركة تداول. واستمرارا للجهود التطوير و التغيير اصدر مجلس هيئة السوق المالي قراره بتاريخ 2008/08/18 بالموافقة على إبرام اتفاقيات المبادلة بين شركات الوساطة المرخص لها وبين الأجانب غير المقيمين بالملكة سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات مالية، و ذلك بهدف نقل المنافع الاقتصادية لأسهم الشركات السعودية المدرجة مع احتفاظ الأشخاص المرخص لهم بالملكية القانونية.

و في 2008/09/13 قامت تداول بتغيير وحدة التذبذب السعري من 10% إلى 3 وحدات تذبذب هي: 5 مللات، 10 مللات، 25 هللة، وذلك وفقا لثلاثة نطاقات سعري².

يوضح الجدول و المنحنى التاليين مسيرة التطورات التي شهدتها المؤشر العام لسوق الاسهم السعودي خلال 25 سنة الماضية.

¹ - المرجع نفسه.

² - <http://www.mostshatk.net/vb/archive/index.php/t-64993.html>

جدول رقم (3-1): تطور الأداء السنوي لسوق السعودي خلال الفترة 1985-2009.

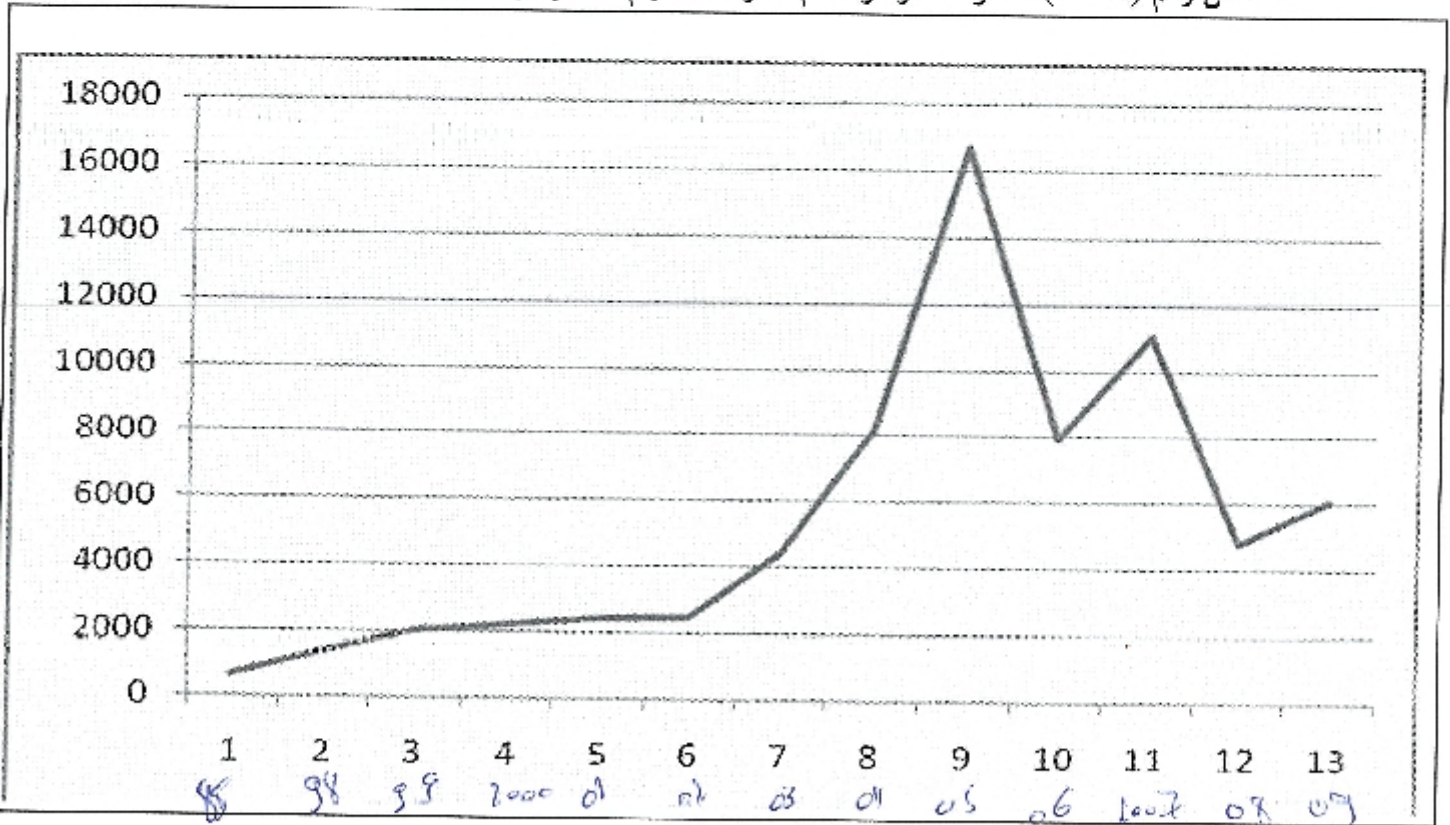
السنة	1985	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007	2009
المؤشر العام	690.8	1413.1	2028.5	2258.3	2430.1	2518.1	4436.6	8206.3	16712.6	7933.3	11038.6	4803	6121.7
عائد المؤشر %	.	28-	44	11.5	8	4	76	85	104	53-	39	56-	27

المصدر: العديد من المراجع:

- مجلة تداول سوق، الأسهم السعودية، سوق الأسهم السعودية 20 عامًا، مرجع سابق، ص: 14.
- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 40، الربع الرابع 2005، ص: 29.
- السوق المالية السعودية (تداول)، إحصائيات السوق السنوية، 2009/12/31، على الرابط :

<http://www.tadawul.com.sa>

الشكل رقم (3-1) : حركة المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1985-2009.



يوضح الشكلين السابقين مواصلة المؤشر العام لسوق ارتفاعاته القياسية للعام الثالث على التوالي، إذ حقق ارتفاعاً بلغت نسبته 104 % نهاية 2005 كأعلى ارتفاع سنوي منذ تأسيسه عام 1984. وقد شهد

السوق خلال 2005 عدة تطورات إيجابية دفعت السوق باتجاه تحقيق معدلات نمو قياساته حيث سجل المؤشر أعلى قيمة له في تاريخه بوصوله مستوى 16988.08 نقطة كنهاية تعاملات يوم 2005/12/15 بارتفاعه بنسبة 107% مقارنة ببداية العام¹. وبلغها سقف 104% كمعدل نمو سنوي بنهاية عام 2005 تكون بذلك سوق الأسهم السعودي قد أغلقت على أحسن أداء عالمي من حيث الكاسب التي اكتسبها المؤشر². وبقراءة التطورات المتتابعة في قيمة المؤشر العام للسوق، يمكن إيجاز التحسن المذهل الذي شهده أداء سوق الأسهم السعودي خلال عام 2005 إلى جملة من العوامل الجوهرية أهمها: ازدياد النشاط الملحوظ الذي دعم ثقة المستثمرين و شجعهم على الاستثمار أكثر في السوق، حيث كانت جهود هيئة السوق المالي منصبه خلال عام 2005 على تطوير السوق ورفع كفاءتها من خلال تحسين مستوى الشفافية و الانضباط و إرساء عائم العدالة و الأمان في التعامل³.

والملاحظ أن الارتفاع في أسعار الأسهم السعودي قد طال جميع الأسهم و بنسب عالية جدا دون مراعاة النتائج المالية لشركات و مركزها المالي، و سبب الارتفاع الحاد الذي ميز أداء المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي خلال عام 2005 بشكل عام، و الارتفاع غير المنطقي لأسعار أسهم المضاربة بشكل خاص فإنه كان من الضروري عملية تصحيح أسعار الأسهم، و هذا ما حصل بالفعل مع بداية 2006، حيث شهد أداء السوق تراجعاً قوياً في قيمته إذ فقد مؤشر السوق نحو 24% من قيمته و ذلك للفترة الممتدة من 25 فيفري إلى غاية نهاية ماي⁴.

ويمكن أن نلخص أسباب الاختيار في خمسة أبعاد رئيسية هي كالتالي⁵:

- الأبعاد الاقتصادية:

تتجسد في اتجاهين رئيسيين الأول يتعلق بالسيولة و الثاني يتعلق بالسوق و حجمه، نلخصها في التالي:

- توسيع حجم البنوك في الإقراض.
- ارتفاع العرض النقدي ببطء.
- تسهيل المحافظ نتيجة لانخفاض السعر.
- تطوير الفرص الاستثمارية.
- عيوب هيكلية في السوق (حجم الشركات).

¹ مركز بحوث للاستثمارات المالية، التقرير السنوي للاستثمار في سوق الأسهم السعودي لعام 2005، متوفر على الرابط:

http://www.bfasaudi.com/year2006_anual report-saudi/ycar2006_anual report-saudi.asp.

² مجلة تناول سوق الأسهم السعودي، أوضاع الاموال، العالمة خلال 2005، العدد 15، ربيع الرابع 2005، ص 24.

³ مركز بحوث للاستثمارات المالية، التقرير السنوي للاستثمار في سوق الأسهم السعودي لعام 2005، المراجع السابق.

⁴ مركز بحوث للاستثمارات المالية، تصحيح 2006، الخيار الأربح لصغار المستثمرين، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.bfasaudi.com/year2006-smallinvestor/year2006-smallinvestor-a.asp>

⁵ ياسين عبد الرحمن المغربي، الخيار سوق الأسهم السعودي... هل ان الأوان لقول الحقيقة؟ 2006/12/23، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.tadawul.net/forum/index.php>

- الأبعاد التشغيلية:

تتخصص في السوق نفسه و أسلوب عمله ،من خلال:

- نقص و عدم اكتمال أدوات السوق(اللاعبون الرئيسيون في السوق و قدرات تقديم الخدمة و خاصة تداول و الأعطال الفنية).
- عيوب تنظيمية(عدم الثبات في اتخاذ القرارات).
- طريقة عمل السوق.
- ضبابية الرؤية و الإشاعات.
- طريقة عمل السوق التي جعلت وقت الدخول و الخروج سريعاً و لحظياً و بالتالي عدم السماح للسوق بالتفكير.

- الأبعاد النفسية:

و تتخصص في :

- الإفراط في التخوف و التفاؤل.
- السيطرة الفكرية للمجموعات.
- الإيمان بالتحليل الفني.
- الطمع و الاستفادة من الفرصة .
- تركيبة الفرد السعودي إبداء من تمكك العاطفة و الثقة المفرطة و سرعة التأثر و سرعة التراجع و التذكي و إظهار المعرفة.

انخفض مؤشر سوق الأسهم السعودي بنهاية عام 2008 إلى أدنى مستوى له بنسبة 56 % ليبلغ 226.8 نقطة مقارنة مع 555.6 نقطة بنهاية عام 2007، و ذلك نتيجة انخفاض أسعار النفط و مستوى الإنتاج خلال النصف الثاني من عام 2008 جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية¹.

وبنهاية 2009 ارتفع مؤشر الأسهم السعودي بنسبة 27 % ليبلغ 291.5 نقطة مقارنة مع 226.8 نقطة بنهاية 2008، و ذلك يعود إلى انخفاض أسعار النفط إذ يحقق الناتج المحلي الإجمالي نمواً حقيقياً يقل عن 1 % خلال 2009 نحو 0.15 % مقابل 45 % عام 2008².

¹ - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 56، الربع الرابع 2008، ص.س. 25 - 26، على الترتيب؛

<http://www.arabmonetaryfund.org/sites/default/files/econ/ambd/bulletin/ar/4th%20quarter%20.2008.pdf>

² - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 60، الربع الرابع 2009، ص.س. 26-27، على الترتيب؛

<http://www.arabmonetaryfund.org/sites/default/files/econ/ambd/bulletin/ar/bulletin%20Q4%20.2009.pdf>

III-2-3-2 / تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودي:

يعد سوق الأسهم السعودي من الأسواق المالية الناشئة. و يقال أن سوق ما ناشئ حسب معيار شركة ساند أندبورز إذا توفر فيها أحد الشرطين التاليين على الأقل و هما: أن تكون هذه السوق متمية لاقتصاد ذو دخل متوسط أو منخفض (الاقتصاد النامي) حسب تعريف البنك الدولي، و أن تكون نسبة رأسمال السوقي القابل للاستثمار إلى الناتج المحلي الخام منخفضة، و يعرف رأس المال السوقي القابل للاستثمار بالرأسمال السوقي (القيمة السوقية) بعد خصم رأسمال الشركات التي لا يسمح للأجانب الاستثمار فيها، و بالتالي تكون السوق ناشئة إذا كانت لا تنتمي لدرجة 25% الأولى من الأسواق المصنفة وفق هذا المعيار¹. وغالبا ما تمر الأسواق الناشئة بمرحلة انتقالية تشهد فيها مؤشرات أدائها، كالحجم السوقي و السيولة و الأدوات الاستثمارية ثوبا متزايدا مقارنة بسوق آخر اقل من حيث الحجم و النشاط و لا يوحى بيوادر أي تغيير في نشاطها².

ويقتضي دراسة تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودي تفحص و تحليل واقع المؤشرات الاستراتيجية السائدة في السوق كمجموعة واحدة، ذلك لان تحليل كل مؤشر من هذه المؤشرات على حدة قد يعطي نتائج مضللة بشأن التطور الشامل لكفاءة السوق. و تتمثل هذه المؤشرات في مؤشر حجم السوق، مؤشر سيولة السوق ، و مؤشر درجة التركيز، و مؤشر الهيكل المؤسسي و التنظيمي للسوق.

أ- دراسة مؤشر حجم السوق:

يقاس حجم السوق بمؤشرين هما: نسبة الرسملة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي و عدد الشركات المدرجة في السوق.

- معدل الرسملة السوقية:

يستعمل المخلون نسبة أو معدل الرسملة السوقية لقياس مدى اتساع حجم السوق، و تقاس هذه النسبة بقسمة القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية المدرجة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة معينة، و ذلك على النحو الذي توضحه الصيغة التالية:

$$\text{معدل الرسملة السوقية} = \frac{\text{القيمة السوقية}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

وتمثل مدلولية هذا المؤشر في كونه يعطي صورة عن مدى مساهمة و قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة رؤوس الأموال و توسيع القاعدة الاستثمارية، بما يسمح بتوزيع المخاطر على شريحة واسعة من المستثمرين³. و قبل التطرف إلى واقع هذا المؤشر في سوق الأسهم السعودي فإنه من الأهمية بمكان تسليط الضوء أولا على أحد مكوناته و المتمثلة في قيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق الأسهم السعودي.

¹ - ولد: أحمد الصافي، الأسواق المالية العربية: الواقع و الآفاق ، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2003، ص 90.

² - سعيد، حالة خليج، الأسواق المالية الناشئة و دورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة: مسح مرجعي، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 58، الكويت : بنك

الكويت الصناعي ، سبتمبر 1999، ص 23.

³ - levine et zervos, stock market development and long run growth; the world bank, economic review.vol.10(2),1996.

جدول رقم (3- 2): تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2009-2000.

السنة	الرسملة السوقية (مليار ريال)	الناتج المحلي الإجمالي (مليار ريال)	معدل الرسملة/الناتج المحلي الإجمالي	معدل نمو الرسملة السوقية
2000	255	697.007	36.58%	-
2001	275	679.163	40.5%	7.84%
2002	281	700	40.15%	2.18%
2003	590	797	74.02%	109.96%
2004	1149	930	123.55%	94.75%
2005	2438	1172	208.02%	112.18%
2006	1226	1325	92.53%	49.71%
2007	1946	1428	136.27%	58.73%
2008	925	1746	52.98%	52.47%
2009	1196	2008	59.56%	29.30%
Q1 2010	1345	-	-	12.46%
جانفي	1242	-	-	2.42%
فيفري	1272	-	-	5.74%
مارس	1345	-	-	-

المصدر: مرجعين ٥٥:

* مؤسسة النقد العربي السعودي، النشرة الإحصائية الربع سنوية، 2009، على الرابط:

<http://www.sama.gov.sa/report>

* مؤسسة النقد العربي السعودي، النشرة الإحصائية الشهرية، مارس 2010، على الرابط:

<http://www.sama.gov.sa/report>

وبالنظر إلى بيانات الجدول أعلاه يمكن ملاحظة التطور التاريخي لإجمالي القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2000-2005. يؤكد هذا التطور تنامي الجاذبية الاستثمارية لسوق الأسهم السعودي¹. لتشهد هذه القيمة انخفاض حاد سنة 2006 بسبب التصحيح القاسي، الذي شهده السوق أثناء هذه الفترة، ثم ارتفعت هذه القيمة السوقية في نهاية عام 2007 بنسبة 58.8% وهي تشكل ما يقارب 38.8% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية المدرجة². كما انخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق في نهاية عام 2008 بنسبة 52.98%، لتشغل 32% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية و ذلك جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية³. وفي نهاية عام

¹ هيئة السوق المالية، تقرير الربع الأول لأداء سوق الأسهم السعودية (تداول)، الربع الأول، 2006، ص. 2.

² صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة التصلية، العدد الثاني والخمسون، الربع الرابع 2007، على الرابط:

<http://www.amf.org.ae/sites/default/econ/amdb/bulletin/ar/4th%20quatre%202007.pdf>

³ صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد السادس والخمسون، الربع الرابع 2008، مرجع سابق.

2009 ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة 29.36 % و تجدر الإشارة إلى أن القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي تشكل ما يقارب 35.3 % من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في قاعدة البيانات في نهاية عام 2009 ، في حين تليها الكويت 10.39 % ثم مصر بنسبة 10.80 % من القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية¹.

- حجم السوق قياسا بعدد الشركات المدرجة:

يؤدي اتساع حجم السوق قياسا بعدد الشركات المسجلة في البورصة إلى توسيع القاعدة الاستثمارية للسوق، و إحداث نوع من التعامل النشط على الأوراق المالية المتداولة نظرا لتوافر و تنوع الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين، وإمكانية التحرك بين فرصة و أخرى و نتيجة هذا التعامل النشط يبعث و شراء (في ظل توفر السيولة النقدية): فإن أي خلل في التوازن في معادلة العرض (أوامر البيع) و الطلب (أوامر الشراء) عادة ما تفسر عن تغير طفيف في السعر. وهو ما يعني تقليل حجم الخسائر الرأسمالية إذا ما حدثت، و حماية مؤشر السوق من الانهيار².

وعلى العكس من ذلك، تؤدي محدودية السوق قياسا بعدد الشركات المدرجة إلى اختلال التوازن بين العرض و الطلب، و الذي من شأنه أن يؤدي إلى إحداث تغيير كبير في سعر أسهم الشركة، بحيث ترتفع الأسعار إلى مستويات قياسية حيث يكون الطلب أكبر من العرض، تصبح معها الانعكاسات على الاقتصاد و المتعاملين في السوق سلبية للغاية إذا ما تعرض السوق إلى تصحيحات في مساره السعري.

¹ - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد السنون، الربع الرابع 2009، مرجع سابق.

² - إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص. 162.

جدول رقم (3-3): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2000-2010.

السنة	عدد الشركات المدرجة	متوسط الحجم السوقي	عدد الأسهم المصدرة (مليون سهم)
2000	75	3.4	NA
2001	76	3.62	NA
2002	68	4.13	1961.4
2003	70	8.43	2347.1
2004	73	15.74	2604.1
2005	77	31.66	NA
2006	86	14.26	NA
2007	111	17.53	29396226
2008	127	7.28	3950000
2009	135	8.86	4122000
Q1 2010	139	9.67	38790052
جانفي	135	9.2	-
فيفري	139	9.15	-
مارس	139	9.68	-

المصدر: العديد من المراجع :

• تقرير أداء السوق المالية السعودية (تداول)، 2007، على الرابط:

<http://www.tadawul.co.sa/static/pages/ar/publication/pdf/monthlyreport-2007-8.pdf>

• هيئة السوق المالية، التقرير السنوي: 2009، مرجع سابق.

• السوق المالية السعودية (تداول)، هيكل السوق الجديدة، مرجع سابق.

ووفقاً لتقرير سوق الأسهم السعودي "تداول"، بلغ عدد الشركات المساهمة المدرجة في السوق بنهاية الربع الأول لعام 2010، 139 شركة برأسمال مدفوع قيمته 38790 مليار ريال سعودي موزعة على 15 قطاعاً، و يحضى قطاع التأمين بأكثر عدد من الشركات (28 شركة) يليه قطاع الزراعة و الصناعة الغذائية ب 15 شركة ثم قطاع البتر وكيماويات ب 14 شركة، ثم قطاع المصارف و الخدمات (11 شركة) و تليها القطاعات الأخرى مرتبة حسب أكبر عدد من الشركات المدرجة.

ويوضح الجدول رقم (3-3) مدى التزايد السريع في عدد الشركات المسجلة خاصة مع بداية عام 2007، فخلال عشرية كاملة شهد سوق الأسهم السعودي إدراج 64 شركة، هذا الذي دفع السوق إلى إعادة تشكيل و توزيع قطاعات السوق بناء على النشاط الرئيسي للشركات المدرجة في 2007/01/01.

ويعود انخفاض متوسط الحجم السوقي للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق. لكن تحتل المرتبة الرابعة بعد بورصتي القاهرة و الإسكندرية (306 شركة) عمان (272 شركة) و سوق الكويت للأوراق المالية (205 شركة) سنة 2009.

يتضح من العرض السابق أن سوق الأسهم السعودي يتجه لأن يكون بمعايير الأداء الدولية خاصة أنه من بين أضخم الأسواق العالمية حجماً قياساً بحجم الرملة السوقية.
ب- دراسة مؤشر سيولة السوق:

تزداد سيولة السوق كلما كانت هناك استمرارية في أوامر التداول (عمق السوق)، و بأحجام كبيرة (اتساع السوق)، إلى جانب توفر قدرة داخلية في السوق على إزالة احتلال في العلاقة بين الكمية المعروضة و الكمية المطلوبة.

ويعتبر مؤشر التداول أكثر المؤشرات تمثيلاً و تعبيراً عن سيولة السوق.

جدول رقم (3-4): تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي للفترة (2000-2009).

السنة	قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	قيمة الأسهم المتداولة /النتائج الخلي اتمام %	قيمة الأسهم المتداولة/ الرملة السوقية %	معدل نمو قيمة التداول
2000	65.3	%9.36	% 9.92	-
2001	83.60	%12.31	% 30.4	28.02
2002	133.8	% 19.11	% 47.61	60.05
2003	596.6	% 74.85	% 101.12	345.89
2004	1773.9	% 190.74	% 154.38	197.33
2005	4138.7	% 353.13	% 170	133.30
2006	5261.8	% 397.12	% 429	27.14
2007	2557.7	% 179.11	% 131	-51.39
2008	1962.9	% 112.42	% 212	-23.25
2009	1224	% 62.95	% 106	-35.6

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي، الرابع والأربعون (2008) لإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء، على الرابط:

<http://www.sama.gov.sa/reportstatistics/reportsstatisticslib/5600-R-annual-Ar-44-2008-09-23.pdf>

و وفقاً لإحصائيات إدارة معلومات تداول، سجلت حركة تداول الأسهم في بورصة السعودية بنهاية 2006 ارتفاعاً ملحوظاً في جميع مؤشرات سيولة السوق، إذ بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نحو 5261.8 مليار ريال مقارنة بعام 2003 (596.6 مليار ريال)، غير أن هذه القيمة، و حسب توقعات الخبراء خلال تلك الفترة مرشحة للانخفاض خلال السنوات المقبلة على إثر موجبات التصحيح التي تتعرض لها السوق من حين لآخر¹.

وقد تأكد ذلك خلال الربع الأول لعام 2006، حيث انخفضت قيمة التداول إلى 2557.7 مليار ريال سنة 2007، و توالى الانخفاض حتى وصل إلى 1264 مليار ريال سنة 2009.

¹ - صندوق النقد العربي، المعاداة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 41، 2005، مرجع سابق، ص.29.

إضافة إلى ذلك بلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة $shares\ trade^1$ ، لفترة 2009 نحو 54441.98 مليون سهم سنة 2008، في حين وصل إجمالي عدد الصفقات المنفذة $transactions^2$ خلال 2009، 121977.99 مقابل 110825.45 تمت تنفيذها خلال 2008.

أما بالنسبة لمعدلات التداول اليومي فقد بلغت سنة 2009، 1348.2 مليون دولار أمريكي مقابل 2084.2 سنة 2008 ومع ذلك فهي تحتل المرتبة الأولى بالنسبة للبورصات العربية³.

وبالنسبة لنشاط القطاعات خلال سنة 2009 فقد كان قطاع الصناعات البتر وكيماوية أنشط القطاعات تداولاً من حيث عدد الأسهم المتداولة إذ بلغ هذا العدد نحو 11 مليار سهم مشكلاً بذلك نسبة 19.15% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، أما من حيث عدد الصفقات المنفذة، قطاع التأمين من أنشط القطاعات إذ وصل عدد الصفقات المنفذة في هذا القطاع نحو 8.6 مليون سهم ممثلاً بذلك 23.55 من إجمالي الصفقات المنفذة.

ومن حيث قيمة الأسهم المتداولة فقد كان قطاع الصناعة البتر وكيماوية الرائد بقيمة 300 مليار ريال أي ما نسبته 23.73% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2009⁴. ويقاس مستوى سيولة السوق بمؤشرين أساسيين هما:

نسبة قيمة التداول إلى إجمالي الناتج المحلي، و نسبة قيمة التداول إلى إجمالي الرصمة السوقية للبورصة (معدل الدوران)⁵.

وتوضح البيانات، الجدول رقم (03-04) كلا من المؤشرين السابقين في سوق الأسهم السعودي، و يبين معدل قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي اتجاه السيولة في البورصة السعودية للتزايد بشكل قياسي على الرغم من الفترة الوجيزة لنشأة السوق بالمعنى النظامي المتعارف عليه.

إذا كان المؤشر في عام 2000 في حدود 9.36% فقط و لكن سنة 2006 أصبح 397.12% ليبدأ بعد ذلك في الهبوط حتى يصل إلى 62.95 سنة 2009 وهذا كنتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية.

ومن بين الأسباب الهامة التي أدت إلى ارتفاع معدل التداول من 2000 إلى 2006 في السوق السعودي إدخال ميزة التسوية الفورية للصفقات التي سرعت من عملية التداول علاوة على ارتفاع أسعار النفط و انتشار الشائعات و تلاعب المضاربين بالنتائج المالية للشركات و توسع البنوك المحلية في منح البنوك و التسهيلات

¹ - صندوق النقد العربي، الملخص السنوي، السنوات السابقة، على الرابط:

<http://www.amf.org.ac/sites/default/files/econ/amdb/AMDB%20performance/yearly%20performance/or/prV-yearly-summary-htm>

² - المرجع نفسه.

³ - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الرابع 2009، مرجع سابق، ص. 93.

⁴ - السوق المالية السعودية تداول، إحصائيات السوق السنوية، 2009/12/31، مرجع سابق.

⁵ - Levine & Zervos, *Stock market development and long-run growth*, op cit.p.11

المصرفية للمستثمرين الموجهة لأغراض شراء الأسهم¹. وفي واقع الأمر يعتبر العامل الأخير سلاحاً ذو حدين إذ يتوقع أن تقوم البنوك في حال تراجع أداء السوق ببيع الأسهم المحجوزة لديها من أجل سداد هذه الديون مما قد يتسبب في حدوث هبوط حاد في أسعار الأسهم وهو ما سمي بمفعول أو أثر الكرة الثلجية². "snow ball" effect."

بينما في الفترة 2007-2009 شهد معدل التداول انخفاضاً نتيجة لكل من التصحيحات القاسية خلال 2006 و الأزمة المالية لعام 2007 و تداعياتها.

ويشير معدل الدوران إلى مدى جاذبية سوق الأسهم في الاقتصاد و يدل معدل الدوران المساوي للواحد على تداول الورقة المالية بمتوسط مرة واحدة في السنة، وبالنسبة لسوق الأسهم السعودي تشير قيمة هذا المعدل إلى تحسن متوسط التداول خلال الفترة 2003-2006، إذ بلغ معدل الدوران نحو 429 مرة خلال عام 2006، ومرد ذلك اشتداد المضاربات على أسهم بعض الشركات، و تمثل هذه القيمة تطور ملحوظ و يعود ضعف معدل الدوران في السوق السعودي من 2000 إلى 2002 إلى عدة عوامل: عدم السماح لغير السعوديين بالتداول في سوق الأسهم المحلية بشكل مباشر، و محدودية القيمة السوقية القابلة للتداول المقدره بنحو 46 %، و ذلك بسبب تعاضم نسبة ملكية الحكومة السعودية و الهيئات شبه الحكومية و الشركات الأجنبية و المساهمين في الشركات المدرجة في السوق ذوي الاستراتيجيات طويلة الأجل³.

وبناء على ما سبق بيانه من مؤشرات يتضح أنه على الرغم من مؤشرات الأداء الإيجابية لسوق الأسهم السعودي بالنسبة لمعدل التداول و معدل الدوران إلا أن أوضاع السيولة في السوق تأثرت بالتصحيحات و الأزمة المالية تأثير سلبي حاد.

ج - دراسة مؤشر درجة التركز:

يقصد بدرجة التركز concentration ratio مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق و يقاس هذا المؤشر بنسبة التركز للشركات العشرة الأولى الأكبر في السوق من ناحية سيطرتها على قيمة التداول في البورصة، أو من حيث سيطرتها على النسبة الكبرى من الرهملة السوقية للبورصة. و كقاعدة كلما انخفضت نسبة مساهمة أكبر 10 شركات في إجمالي قيمة التداول أو إجمالي القيمة السوقية للبورصة (الرأسمال السوقي)، كلما كان ذلك مؤشراً على تطور كفاءة السوق⁴.

¹ - مركز بحوث للاستثمارات المالية، إعطاء القطاع الخاص دوره في تطوير أسواق المال في دول الخليج العربي أحد الحلول الأساسية لمشكلة الاعتماد على النفط، على الرابط:

<http://www.bFasaudi.com/year1999pvtscetrole/year1999pvtsectrole.aspx>

² - مركز بحوث للاستثمارات المالية، تقييم سوق الأسهم السعودي الحالي: الخطر الشديد، موقع على الرابط:

<http://www.bFasaudi.com/year2004SSMValworry/year2004SSMValworrya.asp>

³ - مجلة تداول، سوق الأسهم السعودية، متابعة خاصة لتطورات سوق الأسهم السعودية: العدد الرابع، اربيع 2003، ص. 13.

⁴ - مزيد من التفاصيل انظر: مجلة تداول، سوق الأسهم السعودية: تحليل إحصائي لأبعاد القرارات السامعين للسماح للمقيمين بالاستثمار في سوق الأسهم السعودية و فترة الأسهم و تحديد حواشئ التذبذب، العدد 19، الربيع الأول، 2006، ص.ص. 15-17.

والجدول التالي يبين درجة التركز للشركات العشرة الأكبر حجماً في سوق الأسهم السعودي لعام 2009، قياساً بحجم قيمته التداول.

جدول رقم (3-5) :درجة التركز للشركات العشرة الأكبر حجماً في السوق السعودي لعام 2009 (قياساً بحجم قيمة التداول).

الترتيب	الشركة	القطاع	قيمة التداول (مليار ريال)	نسبة حجم الشركة من إجمالي السوق %
1	سابك	قطاع الصناعة البتر وكيمياوية	143.155	7.29
2	الإتماء	المصارف و الخدمات المالية	95.767	4.87
3	معادن	الاستثمار الصناعي	38.743	1.98
4	كيان السعودية	الصناعة البتر وكيمياوية	34.925	1.78
5	زين السعودية	الاتصالات و تقنية المعلومات	34.193	1.74
6	إعمار	التطوير العقاري	31.597	1.61
7	الراجحي	المصارف و الخدمات المالية	30.516	1.56
8	بترورايغ	الصناعة البتر وكيمياوية	24.597	1.26
9	عذيب الاتصالات	الاتصالات و تقنية المعلومات	21.485	1.09
10	الأسمك	الزراعة و الصناعات الغذائية	19.419	0.98
	مجموع القطاعات	-	474.397	24.16 %
	إجمالي السوق	-	1962.945	100 %

المصدر : السوق المالية السعودية (التداول)؛ إحصائيات السوق السنوية، 2009/12/31 مرجع سابق.

وتشير بيانات الجدول أعلاه إلى انخفاض درجة التركز في سوق الأسهم السعودي قياساً بنسبة مساهمة أكبر 10 شركات في إجمالي قيمة التداول، إذ بلغت نهاية 2009، 24.16 % مقابل 68.5 % سجلت عام 2005، وتعني النسبة الأولى أن أقل من ربع قيمة التداول لبورصة السعودية يعود لملكية الشركات العشر (10) الأكبر حجماً في السوق.

وتبلغ نسبة مساهمة أكبر شركة في إجمالي قيمة التداول كما يبدو في الجدول رقم (3-4) نحو 7.29، وقد استأثرت بهذه النسبة عملاقة صناعة البتر وكيمياويات في المنطقة العربية، وهي الشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك" بقيمة تداول 143.155 مليار سنة 2009.

وقد جاءت في المرتبة الثانية شركة إتمام التابعة لقطاع المصارف و الخدمات المالية بقيمة تداول 95.767 مليار ريال بنسبة 4.87 % من إجمالي قيمة تداول السوق، في حين استأثرت بالمرتبة الثالثة شركة معادن التابعة لقطاع الاستثمار الصناعي تداول بلغت 38.734 مليار ريال بنحو 1.98 % من إجمالي قيمة التداول، تليها

شركة كيان السعودية التابعة لقطاع الصناعة البتر وكيماوية بقيمة تداول بلغت 34.193 مليار ريال أي ما يعادل 1.78 % من إجمالي قيمة التداول.

وقد شكلت الشركات الأربعة السابقة 15.92 % من إجمالي قيمة التداول. أما المراتب الست التالية فقد كانت من نصيب شركة إعمار، الراجحي، بترورابغ، عذيب الاتصالات ثم شركة الأسماك.

ويذكر أن قطاع الصناعة البتر وكيماوية يستحوذ على 10.33 % من إجمالي قيمة التداول، و يعد بذلك القطاع الأهم في سوق من حيث قيمة التداول و الأداء، و يليه قطاع المصارف و الخدمات المالية بنسبة 6.63 % من إجمالي قيمة التداول، في حين لم تتجاوز قيمة التداول لقطاع الزراعة بنسبة 0.98 % من إجمالي قيمة التداول.

وبالرغم من انخفاض درجة التمرکز في سوق الأسهم السعودي سنة 2009 مقارنة لسنة 2005، إلا أنه لا يزال يوجد نوع من الاختلال الهيكلي للسوق السعودي المتجسد في اختلال التركيبة المالية للبورصة، كما يعكس خطورة الاستثمار في سوق نظراً لأن أي تدهور يمكن أن تتعرض له الشركات القيادية في السوق -حتى وإن كان ضعيفاً- من شأنه التأثير سلباً على قيمة المؤشر العام للسوق، و على ثقة المستثمرين بالتبعية سيما إذا روعي في التحليل أن حصة كبيرة من الارتفاع الحاد في قيم أسهم بعض الشركات القيادية يمكن أن يعزى إلى تأثير عوامل غير موضوعية كالتشائعات و المضاربات على بعض الأسهم القيادية كسهم شركة سابك، و على ذلك تستطیع الشائعات و استئلال المضاربات الكبار للمستثمرين اختراق نطاق المؤشر العام و التحضير على البيع (نزولاً أو شراء، صعوداً)، باستغلال أسهم الشركات القيادية لترك الانطباع لدى صغار المضاربات بأن المؤشر في حالة تدهور لكي يسيطر عليهم القلق و العامل النفسي الذي يحملهم على بيع ما لديهم من أسهم بكثافة و سرعة، لتكرر هذه الممارسات في كل مرة.

إن سوق الأسهم السعودي شهد انخفاض في نسبة تمرکز العشر شركات الأكبر حجماً و بصورة شديدة سنة 2009 مقارنة بالسنوات السابقة مما يدل على تحسین كفاءة السوق.

5- دراسة مؤشر الهيكل المؤسسي و التنظيمي للسوق:

بعد تطور اهيكل المؤسسي و التنظيمي من أهم المؤشرات ائدانة على تطور كفاءة السوق، و تعرف ابنية المؤسسية و التنظيمية للبورصة على أنها مجموعة التشريعات و المحددات المتعلقة بالمعلومات المنشورة، و بنية الضرائب و تنظيمات الاستثمار في السوق¹.

ولا يخفى على المهتمين و المتعاملين في سوق الأسهم السعودي المنحى الإيجابي الذي سلكته البنية التنظيمية و المؤسسة للسوق منذ السنوات القليلة الماضية، ففي غضون فترة زمنية قياسية قامت هيئة السوق المالي- منذ تأسيسها في مستهل 2004- بوضع أنظمة و تعليمات رفيعة المستوى تحاكي المعايير المعمول بها عالمياً. وقد

¹ -levine & deminguc-kunt, stock market development and financial intermediation, research agenda, world bank policy research working paper, N°1159, Washington D.C: word bank, 1993, p.p 8-9.

تميزت تلك الأنظمة و التعليمات بتوفر الآليات المناسبة التي يكفل تطبيقها، لتحقيق الأهداف التي وضعت لأجلها. و تتضمن تلك الأنظمة كل اللوائح الخادية عشر و التي منها، قواعد التسجيل و الإدراج، لائحة طرح الأوراق المالية، لائحة حوكمة الشركات... الخ. وقد انصبت اهتمامات هذه اللوائح في مجموعها على توفير متطلبات كفاءة البورصة، من خلال التأكيد على ضرورة وجود وسطاء ماليين على درجة عالية من الخبرة و النزاهة و التأكيد على قدرة هؤلاء الوسطاء على تطور و تقدم الأدوات المالية اللازمة للنهوض بالاقتصاد الوطني، و إلى جانب ذلك انصب هدف هذه اللوائح على التحقق من استيفاء الشركات المدرجة لكافة متطلبات الإفصاح ، و حماية مصالح المستثمرين من خلال تقديم البيانات على قاعدة ثابتة من التكافؤ. و يمكن توصيف مدى تطور الهيكل المؤسسي و التنظيمي لسوق الأسهم السعودي و ذلك بدراسة و تحليل واقع المؤشرات التالية:

- نشر المعلومات (مستويات الإفصاح):

لم يكن موضوع الشفافية أو حوكمة الإدارة أن يأخذ بعدا متميزا في مجال معاملات الأسواق المالية، لو لا الأهمية المتنامية التي بات يشغلها هذا المصطلح ، ولو لا أيضا تأثيره البالغ الأهمية على تدفقات رؤوس الأموال، سيما بعد الفضائح المالية التي هزت عالم الأسواق المالية مع مطلع الألفية الجديدة كأكثيار شركة أنرون و وولردكوم، و كلوبال كروسينغ في الولايات المتحدة الأمريكية و ماركوني في بريطانيا، و قد كانت هذه الفضائح في مجملها كافية لتلقي بضلائها السلبية على تعاملات أسواق المال العالمية¹. وإذا كانت شفافية الإدارة خطوة هامة لبناء الثقة في الاسواق المالية، و تشجيع تدفق الاستثمارات إليها و توطيد رؤوس الأموال فيها، فقد سارعت هيئة السوق المالي على إبرام اتفاقيات مع شركات محلية و عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول، أهمها شركة المجموعة الوطنية للتقنية (مباشر)، شركة تطوير العالمية و شركة بلومبرغ Bloomberg و شركة رويترز Reuters². و يعود لسوق الأسهم السعودي السبق عربيا من حيث نشر المعلومات الخاصة بها، من خلال قاعدة بيانات الأسواق الناشئة التي تشرف عليها ستاندرد آندبورز، و يعود ذلك إلى سنة 1989. و لم تنشر أسواق كل من مصر، تونس و المغرب المعلومات الخاصة بنشاط أسواقها في هذه القاعدة إلا مع بداية 1996³.

وعلى الرغم من الدور التنظيمي المبذول من قبل هيئة السوق المالي السعودي في الإفصاح عن المعلومات الخاصة بنشاط السوق، و التزامها الممارم مبهمة لإطلاع المستثمرين على المعلومة الصحيحة في الوقت المناسب و أن تكون استثماراتهم مبنية على قوائم مالية حديثة، و على الرغم أيضا من الإجراءات التي اتخذت بغرض توقيع العقوبات على المخالفين، إلى جانب استحداث إدارة كاملة تعنى بشؤون الإفصاح المستمر، إلا أن مجهوداتها،

¹ - مساعد النمر، الشفافية و أسواق المال، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، العدد الثالث، الربع الأول، 2003، ص 4.

² - هيئة السوق المالية، موزعي المعلومات المرخص لهم، متوفرة على الرابط:

<http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tut/p/cmd/cs/ce/7-0-1/s/7-0-4AN/s-70A/704/70AN>

³ - زبطاري سامية، ديناميكية أسواق الأوراق المالية الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2004، ص 123.

في هذا السياق تبقى ضمن الحد الأدنى من المعلومات التي يجب الإفصاح عنها، إذ أن العديد من المؤشرات الاقتصادية المهمة ذات الطابع الكلي، لا يتم نشرها إلا بعد مرور زمن طويل، مما يجعل المعلومات غير مجددة¹. ويقصد بالمؤشرات الاقتصادية مجموعة المعلومات ذات الطابع الكلي، و التي من شأنها إفادة رجال الأعمال و المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية كمعلومات عن أحجام الناتج المحلي الخام، و الصادرات، و مؤشرات النمو و التضخم و معدلات البطالة في المجتمع.

الجدول رقم (3-6): عدد الإعلانات التي نشرت في موقع تداول بحسب نوع الإعلان في عامي 2009 و 2008 .

نسبة النسبة الصغير %	عام 2009		عام 2008		نوع الإعلان
	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
5%	63%	1287	69%	1231	التطورات أو الأحداث المهمة
40%	36%	746	30%	534	نتائج مالية
71%-	0.09%	2	0.4%	7	توصية مجلس إدارة الشركة بزيادة رأس مال الشركة عن طريق طرح أسهم حقوق أولوية
13%	1%	17	0.8%	15	توصية مجلس إدارة الشركة بزيادة رأس مال الشركة عن طريق منح أسهم
15%	100%	2052	100%	1787	الإجمالي

المصدر: هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2009، مرجع سابق، ص. 74 .

تؤكد الهيئة من التزام الشركات للإفصاح عن أي معلومة جوهرية تم التعاملين في الأوراق المالية و ذلك بإعلانها في موقع تداول وفق المتطلبات التي أقرتها الهيئة من حيث المحتوى و التوقيت، و يعرض الجدول رقم (3-6) عدد الإعلانات التي نشرت في موقع تداول مصنفة بحسب نوع الإعلان، و يمكن تلخيص أهم مؤشرات في الآتي:

- وصل إجمالي عدد الإعلانات التي نشرت في موقع تداول في عام 2009 الى 2052 إعلانا بزيادة مقدارها 15% عن عام 2008 حين بلغت 1787 إعلانا.
- بلغ عدد إعلانات التطورات أو الأحداث المهمة 1287 إعلانا في عام 2009 بنسبة بلغت 63% من إجمالي الإعلانات و بزيادة نسبتها 5% عن عام 2008.
- وصل إجمالي عدد إعلانات النتائج المالية في عام 2009، 746 إعلانا بنسبة بلغت 36% و بزيادة مقدارها 40% عن عام 2008.

- وصل عدد إعلانات توصية مجلس إدارة الشركة بزيادة رأس مال الشركة عن طريق منح أسهم في عام 2009 إلى 17 إعلانا بارتفاع نسبته 13 % على نفس الإعلانات في عام 2008 البالغ عددها 15 إعلانا. أما إعلانات توصية مجلس إدارة الشركة بزيادة رأس مال الشركة عن طريق طرح أسهم حقوق أولوية فكانت إعلانيين(02) في عام 2009 بانخفاض نسبته 71 % عن عام 2008 و البالغ عددها 7 إعلانات.

ويعرض الجدول التالي عدد الإعلانات التي نشرت في موقع تداول مقسمة بحسب ربع السنة لعامي 2009 و 2008:

جدول رقم (3-7): عدد الإعلانات التي نشرت في موقع تداول مقسمة بحسب ربع السنة لعامي 2009 و 2008:

الربع	عام 2008		عام 2009		نسبة التغير %
	العدد	النسبة	العدد	النسبة	
الأول	569	32 %	688	34 %	31 %
الثاني	532	30 %	598	29 %	12 %
الثالث	318	17 %	362	18 %	15 %
الرابع	318	21 %	400	19 %	9 %
الإجمالي	1787	100 %	2025	100 %	15 %

المصدر: هيئة السوق المالي، التقرير السنوي 2009، مرجع سابق، ص. 76.

حيث يبين الجدول أن معظم تلك الإعلانات تركزت في النصف الأول من عام 2009 بنسبة 63 % و بنسبة 62 % في عام 2008.

التزمت غالبية الشركات المدرجة في السوق المالي بنظام السوق المالي و لوائحه التنفيذية المتعلقة بالإفصاح عن نتائج أعمالها و تقريرها السنوية و الربع سنوية، و الجدولين التاليين يوضحان ذلك .

الجدول رقم (3-8): القوائم المالية (الربع سنوية) التي ورد عليها تحفظات و التي لم يرد عليها تحفظات في عامي 2009 - 2008.

القوائم	2008		2009	
	عدد الشركات	النسبة %	عدد الشركات	النسبة %
القوائم المالية لم ترد عليها تحفظات	103	81	94	70
القوائم المالية التي وردت عليها تحفظات	24	19	40	30
الإجمالي	127	100	134	100

المصدر: هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2009، مرجع سابق، ص. 73.

نلاحظ من الجدول أنه وردت تحفظات على 40 قائمة مالية ربع سنوية في عام 2009 بنسبة 30 % من إجمالي القوائم المالية الربع السنوية للشركات مقارنة بتحفظات وردت حول 24 قائمة مالية بنسبة 19 % عام 2008، في حين لم ترد تحفظات على 94 قائمة مالية ربع سنوية في عام 2009 بنسبة 70 % من إجمالي القوائم المالية الربع سنوية للشركات، مقارنة بعدم ورود تحفظات حول 103 قائمة مالية بنسبة 81 % سنة 2008.

جدول رقم (3-9): الشركات المدرجة في السوق المالي التي التزمت الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة و التي لم تلتزم بحسب متطلبات حوكمة الشركات في عامي 2009 و 2008.

العنصر	عام 2008		عام 2009	
	العدد	النسبة %	العدد	النسبة %
الشركات التي التزمت الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة بحسب متطلبات لائحة حوكمة الشركات عن العام السابق	84	88	112	95
الشركات التي لم تلتزم الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة بحسب متطلبات لائحة حوكمة الشركات عن العام السابق	11	12	6	5
الإجمالي	95	100	118*	100

المصدر: هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2009، مرجع سابق، ص. 79.

* هناك 9 شركات لم تضمن في مراجعة مدى الالتزام في تقرير مجلس الإدارة لمتطلبات لائحة حوكمة الشركات، وهي إما شركات أدرجت حديثاً أو لها سنة مالية مختلفة.

نلاحظ من الجدول ارتفاع عدد الشركات التي التزمت الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة عن العام السابق بحسب متطلبات لائحة حوكمة الشركات في عام 2009 إلى 112 شركة بنسبة 95% مقارنة بالترام 74 شركة في عام 2008 بنسبة 88%، في حين لم تلتزم 6 شركات الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة عن العام السابق بحسب متطلبات لائحة حوكمة الشركات في عام 2009 مقارنة بـ 11 شركة في عام 2008.

- المعايير المحاسبية:

ترتبط دقة الإفصاح عن المعلومات ارتباطاً وثيقاً بالمعايير المحاسبية و أنظمة المراجعة المتبعة في الشركات. و يقصد بالمعايير المحاسبية و أنظمة المراجعة في هذا الصدد تقنيات إعداد القوائم المالية (الميزانية العام، و قائمة الدخل و قائمة التدفقات النقدية،....) و طرق معالجة بنودها.

وأساليب المراجعة و المراقبة على هذه القوائم بما يضمن في نهاية المطاف إعطاء صورة واضحة عن الوضع المالي الداخلي للشركة المصدرة هذه القوائم و التغيرات التي طرأت عليها.

وفي هذا السياق، تسعى أغلب الدول إلى توحيد معايير المحاسبة و التدقيقية (المراجعية) و جعلها مماثلة للمعايير المحاسبية الدولية، تفادياً للنظرة الازدواجية في تفسير النتائج و البيانات و التي من شأنها تشويه حقيقة الوضع المالي للشركة، فضلاً عن تعقيد إجراءات المقارنة بين الشركات في الدولة الواحدة¹.

وتمثل معايير المحاسبة و المراجعة المطبقة في المملكة السعودية في مجموعة الأنظمة و المعايير التي تعدها "لجنة معايير المحاسبة السعودية" وفقاً لما هو معمول به في الدول المتطورة. ونظراً لما يفرضه الواقع الدولي من تحديات على أنظمة عمل الأسواق المالية بادرت هيئة السوق المالية السعودية مع بداية عام 2006 إلى عقد اتفاقيات مع الهيئة السعودية للمحاسبين السعوديين، تقضي بقيام هذه الأخيرة بإعادة مراجعة و تطوير المعايير المحاسبية القائمة، و مقارنتها بالمعايير المحاسبية الدولية، و ذلك بهدف مواكبة التطورات المتسارعة التي يشهدها الاقتصاد الوطني من تطوير لأنظمة التداول، و توقيع على اتفاقية المنظمة العالمية للتجارة. وقد تم اعتماد معايير المحاسبة المصنفة في الولايات المتحدة الأمريكية و البنوك الإسلامية كنموذجي مقارنة في هذه الاتفاقية².

- قوانين حماية الاستثمار:

على الرغم من النقلة النوعية التي شهدتها البنية التشريعية و القانونية لسوق الأسهم السعودي من صدور نظام السوق المالي مع بداية عام 2003، إلا أن السوق لا تزال تفتقر إلى قانون (تشريع) مستقل لحماية المستثمرين و المتعاملين بالأوراق المالية (الاستثمار المالي)، على غرار القانون الخاص الموطن للاستثمار الأجنبي المباشر الصادر عن الهيئة العامة للاستثمار، و يبقى كل ما هو متوفر في هذا الصدد لا يخرج عن كونه مجموعة تقنيات و تشريعات مبعثرة في عدد من المراسيم و الأنظمة كقانون الشركات و اللوائح التنفيذية الصادرة عن

¹ - وليد أحمد الصافي، مرجع سابق، ص: 215.

² - حسين شبكشي، معايير محاسبية جديدة للشركات في سوق الأسهم السعودية 6 يوليو 2006، متوفرة على الرابط:

هيئة السوق المالي. ومن الأهمية بمكان الإشارة إلى أن لائحة سلوكيات السوق وحوكمة الشركات تعتبران المرجعية القانونية المؤطرة للاستثمار في سوق الأسهم السعودي، نظرا لما تضمنته من مواد قانونية كفيلة بحفظ حقوق المساهمين، و الحيلولة دون التدليس و التلاعب من البيانات، و استغلال المعلومات الداخلية لأغراض الاغتناء الشخصي، و تجسيد ما ورد في هاتين اللائحتين عهد نظام السوق المالي إلى هيئة السوق بإنشاء لجنة الفصل في منازعات الاستثمار في الأوراق المالية و لجنة الاستئناف. و هما لجنتان مستقلتان تعملان على البث في القضايا ذات العلاقة بنظام السوق و لوائحه، فضلا عن توقيع العقوبات و الجزاءات المناسبة على المخالفين لتشريعات السوق. و بما ثبت جدية و صرامة هيئة السوق المالي في وجود تطبيق كافة اللوائح و التعليمات الخاصة بحماية المستثمرين، قرارها بتعليق تداول أسهم بعض الشركات المدرجة في السوق لعدم التزامها بقواعد الإفصاح الصادرة عن الهيئة¹.

وإذا كان نظام السوق المالي قد منح لهيئة السوق المالي صلاحيات واسعة لحماية تعاملات المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة، إلا أنه أشار في الوقت ذاته إلا أن هيئة السوق لا يمكن ان تكون ضامنا لربح المتعاملين في الأوراق المالية، كما لا يجب أيضا أن تتدخل في آليات قوى العرض و الطلب في السوق، إذ المسؤولية مناصرة بالمستثمرين أنفسهم في تحمل مخاطر استثماراتهم، من خلال الموازنة بين الفرص الاستثمارية المتاحة بما يتناسب مع أوضاعهم المالية و إستراتيجيتهم الاستثمارية².

مستويات المخاطر:

يعد انخفاض درجة المخاطر مؤشرا جوهريا على تطور كفاءة البورصة، و يعود السبب في اعتبار المخاطر إحدى أهم المحددات الأساسية في عملية الاستثمار في الأوراق المالية. إلا أن لتقييمات المخاطر القطرية الصادرة عن المؤسسات الدولية المختصة في هذا المجال تأثيرات بالغة الأهمية على سلوك المستثمرين في الأسواق من حيث الإقبال على الاستثمار في دولة ما أو الإحجام عن ذلك، فضلا عن تأثيرها على عناصر التكلفة الكلية للتمويل إذ أن هناك علاقة طردية بين ارتفاع المخاطر و تزايد كلفة التمويل.

هناك العديد من مؤشرات المخاطر التي تنشرها مؤسسات ضمان المخاطر القطرية. و تحسن الإشارة هنا إلى ما تصدره شركة "الكوفاس الفرنسية لضمان الاستثمارات و الصادرات"، حيث تنشر مؤشرا يضم 140 دولة، منها 20 دولة عربية. و يتضمن هذا المؤشر درجة الاستثمار "A" و تقسم بدورها إلى أربع مستويات هي كالتالي:

¹ - نيموشي جبراي، المبادرات التنظيمية هيئة السوق المالية و أثرها على سوق الأسهم السعودية، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، العدد 20، حريف 2007، ص: 44.
² - السجيني، السوق المالية السعودية، إنجازات و تطورات، مرجع سابق، ص: 8.

A_1, A_2, A_3, A_4 ، ودرجة المضاربة و تنقسم إلى ثلاث مستويات هي: B, C, D وقد صنفت المملكة السعودية وفق مؤشر الكوفاس ضمن مجموعة الدرجة الاستثمارية التي تتراوح من A_2 إلى A_4 ¹.

وإلى جانب التطورات النسبية في مكونات الهيكل المؤسسي و التنظيمي للسوق، عرفت البنية الجزئية للسوق السعودي عدة تطورات مست بالأساس الجانب الرقابي للسوق، و أنظمة التداول و أعمال الوساطة، و أنظمة التسوية و المقاصة، فبالنسبة للجانب الرقابي اتجهت المملكة السعودية نحو فصل الدور التشريعي و الرقابي الذي تتولاه هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الموكل لشركة مساهمة. وفي هذا الجانب تم تنفيذ أحكام نظام البورصة لهادف إلى إعادة هيكلة السوق، و التي تم بموجبها فصل الجهاز الرقابي المسؤول عن إصدار الأحكام و القواعد المنظمة لإصدار و تداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري من خلالها تداول هذه الأوراق، و الجهاز الذي يتولى تسجيل و تحويل عقود بيع و شراء الأوراق المالية، و حفظ السجلات و الوثائق المالية (مركز إيداع الأوراق المالية)².

وقد اتخذت هيئة السوق السعودي عدة مبادرات لتحديث أنظمة التداول و استخدام التقنيات الحديثة، لتسهيل عملية تداول الأسهم و رفع كفاءة و سرعة التعامل بالأوراق المالية، فضلا عن زيادة الشفافية و الأمان للمتعاملين. وقد نتج عن ذلك تعميم أنظمة التداول الآلي المتطورة كما اتجهت المملكة نحو إدخال خدمة التداول عن بعد، لتمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في صالة التداول³.

فبالنسبة لسوق الأسهم السعودي بإمكان المشتري أن يحصل على الورقة المالية محل الصفقة خلال نفس يوم إجراء المعاملة، كما أنه باستطاعته أيضا إعادة بيعها في اليوم ذاته إذا رغب في ذلك، و تعتبر هذه الفترة قياسية مقارنة بما هو سائد في الأسواق المالية المتطورة و الناشئة على حد سواء⁴.

وقد أدى غياب التنظيم الخاص بالسوق السعودية قبل عام 2003، إلى جانب محدودية السوق من حيث عدد المستثمرين و الشركات المدرجة إلى افتقار السوق إلى تنظيم رسمي لصناع السوق بالمعنى العلمي السائد في الأسواق المالية المتطورة. وقد عمق هذا الغياب من سيطرة فئة من كبار المضاربين على صناعة السوق بالمعنى العلمي أو الواقعي، وهو الأمر الذي أحدث تذبذبا حادا في القيم السوقية للأوراق المالية المتداولة⁵.

وإيمانا بأهمية الدور الذي تضطلع به فئة من صناع السوق في إحداث التوازن و الأداء المنتظم للبورصة سيما في ظل محدودية الأسهم المتاحة للتداول، و تنامي السيولة النقدية، و وجود طلبات شراء دون أن يقابلها عرض

¹ - حازم البيلالي، إبراهيم عاكوم و محمد يسير برنية، المؤسسات المالية العربية و تمويل التنمية و الاستثمار في الوطن العربي، دراسة معدة لمجلس الاقتصادي و الاجتماعي، جامعة الدول العربية، أبو ظبي، صندوق النقد العربي، 2005، ص. 192.

² - صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، أبو ظبي، جوان، 2003، ص. 15.

³ - المرجع نفسه، ص. 18-19.

⁴ - سوق الأسهم السعودية، أنظمة تداول الجديدي، مذكرة على الرابط:

<http://www.tadowul.com.sa>

⁵ - المبارك، سوق الأسهم، أسس و أسس و الدور المتحول لصناع السوق، مقال منشور في جريدة الاقتصادية الإلكترونية :

<http://www.aleqtessadiah.com/article.php?short&id=2316>.

كاف، سعت هيئة السوق المالية في عام 2005 إلى إصدار لائحة الأشخاص المرخص لهم، التي حددت متطلبات ممارسة أنشطة الوساطة في السوق. و تأسيسا على ذلك، بدأت هيئة السوق في الفترة الأخيرة في إصدار تراخيص ممارسة هذه الأنشطة. لعدد معتبر من الشركات الاستثمارية، مما أتاح لهذه الشركات إمكانية منافسة البنوك المحلية التي كانت تحتكر هذه الصناعة في السابق، و لجعل ذلك أكثر نظامية قامت بإصدار لائحتي صناديق الاستثمار، و صناديق الاستثمار العقاري، وذلك عام 2006، و يتوقع أن يؤدي ذلك إلى تحسين نوعية الخدمات المقدمة للمستثمرين في ظل دخول منافسين جديد و تحسن مستوى الشفافية.

III-3/ استكشاف مستويات كفاءة سوق الأسهم السعودي:

يدرك المراقب لأداء سوق الأسهم السعودي، سيما على مدى السنوات الخمسة الماضية (2005-2009) أن هناك تغيرات جوهرية قد حدثت بشكل متسارع من حين الأخر أدت إلى إحداث تقلبات حادة في مستوى أداء السوق و قد كان أهم مظهر ميز هذه التقلبات الصعود غير المنطقي للمؤشر العام لأسعار السوق و الذي تسبب في حالة من عدم الاستقرار في تعاملات المستثمرين و بخاصة الصغار منهم.

وفي خضم هذه التغيرات برز نقاش واسع حول مدى كفاءة سوق الأسهم السعودي و المشكلات و الصعوبات التي تواجه المستثمرين في السوق، سيما تلك التي ننظر إليها على أنها تشكل إحدى الأسباب الرئيسية وراء ما برز من حالات اخلل و القصور البنوي (الوظيفي) في آلية عمل السوق، و قد كان من غير الممكن تبني أي من الافتراضات و الآراء التي صدرت بشأن كفاءة سوق الأسهم السعودي كمسلمات دون تمحيص معقول، و بخاصة تلك التي تعتمد على مجرد القراءة السطحية للسوق، و التي يشير البعض منها إلى عدم كفاءة سوق الأسهم السعودي و معاناته من بعض الاختلالات الهيكلية. و من جهة أخرى كان من غير الممكن الاكتفاء بالنظرة التفاضلية للبعض الأخر و التي مفادها أن تقلبات السوق الحالية ما هي إلا مجرد هزات عابرة لا تلبث أن تزول بزوال الظروف الطارئة المسببة لها. لذلك سيسعى هذا البحث إلى مواجهة هذا الجدول من خلال تبني النماذج التطبيقية الأكثر شيوعاً لاختبار مستويات كفاءة سوق الأسهم السعودي و كيفية عمله و تفاعله مع مؤشرات الأداء للشركات المدرجة في السوق، و لتحقيق هذا الهدف قسم هذا البحث إلى مايلي:

III-3-1/ قطاعات السوق محل الدراسة:

جرى الاعتماد بشكل أساسي عند تصنيف الشركات المدرجة ضمن أي من قطاعات السوق على النشاط الرئيسي للشركة بالإضافة إلى عدد من المتغيرات الأخرى، من أهمها توظيف الأصول و نسبة إيرادات كل نشاط من إجمالي إيرادات الشركة، لقد أخذنا مجموعة من القطاعات في محاولتنا لقياس مستوى كفاءة سوق الأسهم السعودي، حيث يحتوي كل قطاع على شركات مسجلة داخلة في حساب المؤشر و أخرى غير داخلة في حساب المؤشر نبينها في الآتي:

جدول رقم (3-10): هيكله قطاعات السوق محل الدراسة

غير محسوبة في المؤشر العام	محسوبة في المؤشر العام	الشركات	القطاعات
X	X X X	- البنك السعودي الهولندي - مجموعة سامبا المالية - مصرف الراجحي - إثماء	قطاع المصارف و الخدمات المالية
X	X X X	- شركة ملاذ للتأمين و إعادة التأمين التعاوني - شركة سند للتأمين و إعادة التأمين التعاوني - الشركة العربية السعودية لتأمين التعاوني "سايكو" 214 - الراجحي للتأمين	قطاع التأمين
X X	X X	- شركة الاتصالات السعودية «الاتصالات» - شركة اتحاد اتصالات "اتحاد اتصالات" - اتحاد عذيب للاتصالات - الاتصالات المتنقلة السعودية "زين"	قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات
X	X X X	- الشركة العقارية السعودية "العقارية" - شركة الرياض للتعمير "التعمير" - شركة اعمار للمدينة الاقتصادية "اعمار" شركة دار للأركان للتطوير العقاري	قطاع التطوير العقاري
	X X X X	- الشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك" - شركة الأسمدة العربية السعودية "سافكو" - شركة ثناء للكيماويات "ثناء" - شركة اللجين	قطاع الصناعات البتروكيماوية

	X	- شركة المراعي	قطاع الزراعة و الصناعة الغذائية
	X	شركة تبوك للتنمية الزراعية	
	X	- مجموعة صافولا	
X		- شركة حلواني إبحران	

Source: http://www.cma.org.sa/cma.cms/upload_scs_content/dw_file392/tadawul.pdf

III-3-2/ اختبار الصيغة الضعيفة:

تعتبر فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة امتداداً منهجياً لنظرية الحركة العشوائية للأسعار و تستند هذه الأخيرة إلى افتراض أساسي مفاده أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه سعر الورقة المالية في المستقبل بالاعتماد على المعلومات المتاحة عن الأسعار التاريخية هو أمر عديم الجدوى و ذلك لسببين وحيهين على الأقل أولهما يتمش في انعدام الارتباط الذاتي بين التغيرات السعرية المتتالية، في حين يمثل السبب الثاني في أن ورود المعلومات الجديدة إلى السوق في اللحظة n عادة ما يتسم بالعشوائية و الاستقلالية عن المعلومات الماضية ($n-1$)، و تبعاً لذلك يصبح من المستحيل التنبؤ بتوقيت ورود المعلومات و نوعيتها مما يجعل الأسعار تتحرك بشكل عشوائي، تنخفض عندما يتوقع لها الارتفاع و ترتفع عندما يتوقع لها الانخفاض. لقياس المستوى الضعيف لكفاءة سوق الأسهم السعودي قمنا بتطبيق اختبارين هما: اختبار معامل الارتباط الذاتي، و اختبار المجاري المتتابعة.

III-3-2-1/ اختبار معامل الارتباط الذاتي:

تتبعاً لمسار الأعمال التحريية السابقة خاصة من طرف fama و المتعلقة بقياس المستوى الضعيف للكفاءة و ذلك بتقييم درجة معامل الارتباط الذاتي للعوائد ومدى توافقتها مع السير العشوائي. حيث يعد معامل الارتباط الذاتي من الاختبارات الإحصائية الأكثر بساطة والتي تسمح بإثبات احتمال الاستقلالية بين عائد الأصل في الفترة p و الفترة $p-1$. هذا الاختبار يتحقق بسلسلة عوائد لأصل واحد حيث الفترات تكون مزاجحة بطريقة متتابعة.

وبناء على ذلك قمنا بحساب سلسلة العوائد الأسبوعية لـ 24 سهم مسجل في البورصة السعودية "تداول"، كما تظهر في الملحق رقم 1:

الملحق رقم 1 يظهر جيداً كيف يمكن خلق عدة سلاسل تاريخية انطلاقاً من سلسلة واحدة فقط، و كذلك حساب الارتباطات بين هذه السلاسل الجديدة. هذا الاختبار يقوم على حساب التباينات المشتركة و معاملات الارتباط بين السلسلة الأولى ser1 و السلاسل التالية لها. نسمي الارتباط الذاتي بالترتيب n معامل الارتباط الملاحظ بين السلسلة ser1 و ser2 حيث يحسب كما يلي:

$$\rho_n = \frac{\text{cov}(Ro, Rn)}{\delta(Ro) \cdot \delta(Rn)}$$

ρ : معامل الارتباط الذاتي.

$cov(R_o, R_n)$: التباين المشترك بين R_o و R_n .

$\delta(R_o), \delta(R_n)$: الانحراف المعياري ل R_o و R_n على التوالي.

R: عائد السهم.

ويكون معامل الارتباط الذاتي محصور بين 1 و -1.

- إذا كانت السلسلة n غير مرتبطة ذاتيا فالفرضية $H/P=0$ محققة.

- أما إذا كانت مرتبطة ذاتيا فالفرضية $H/P=0$ غير محققة.

والنتائج التي تحصلنا عليها مبينة في الجدول الآتي:

جدول رقم (3-11): معامل الارتباط الذاتي للعوائد.

معامل الارتباط الذاتي	السهم	القطاعات
-0.31	إنماء	قطاع المصارف و الخدمات المالية
0.39	الراجحي	
-0.03	سامبا	
-0.3	البنك السعودي الهولندي	
-0.007	سابك	قطاع الصناعات البتر و كيمياوية
0.5	لجين	
-0.46	نماء	
-0.06	... افكر	
-0.32	زين	قطاع الاتصالات و تقنية المعلومات
-0.16	الاتصالات	
0.15	اتحاد الاتصالات	
-0.06	اتحاد عذيب للاتصالات	
-0.07	ملاذ للتأمين	قطاع التأمين
-0.07	الراجحي للتأمين	
-0.35	سند للتأمين و إعادة التأمين التعاوني	
-0.38	سايكو	
0.11	صافولا	قطاع الزراعة و الصناعة الغذائية
0.22	المراعي	
-0.07	تبوك الزراعية	
0.14	حلواني إخوان	
0.12	العقارية	قطاع التطوير العقاري
0.05	التعمير	
0.57	دار الأركان للتطوير العقاري	
-0.15	اعمار المدينة الاقتصادية	

III-3-2-2/ اختبار المجاري المتتابعة:

على الرغم من أهمية الاختبار السابق الذي يستعمل معامل الارتباط: إلا انه يؤخذ عنيه إمكانية تأثره بالقيم المتطرفة في السلاسل الزمنية و لتجاوز هذا النقص أضفنا اختبار المجاري المتتابعة (الأنماط الطارئة).

وفي هذا الصدد قمنا بدراسة المجاري أو الأنماط ل 12 سهما لبورصة السعودية، وذلك بالنسبة للتغيرات اليومية لمدة 15 يوما، ثم قارناها بسلسلة أخرى مختارة عشوائيا، وتظهر في الشكل التالي:

شكل رقم (3-2): المجاري المتتابعة ل 12 سهما.

أ/ قطاع المصارف و الخدمات المالية:

1/ شركة إيماء:

15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
+	0	-	-	-	-	+	+	-	-	+	-	0	-	+
+	-	+	-	+	-	+	+	-	0	+	+	0	-	+

2/ شركة الراجحي :

15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
-	+	+	-	+	-	0	0	-	+	-	+	-	+	-
+	+	+	-	+	+	-	0	0	-	+	+	+	+	0

ب/ قطاع الصناعات البتر و كيمياوية :

1/ شركة سابك:

15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
+	-	+	-	0	-	+	+	-	0	+	-	-	+	0
+	0	+	-	0	+	+	+	-	+	+	+	+	-	+

2/ شركة النجین :

15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
		0	+	-	+	-	-	-	-	-	+	0	-	0
+	+	0	+	-	-	-	-	-	-	+	+	-	+	+

ج/ قطاع الاتصالات و تقنية المعلومات:

1/ شركة زين:

15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
-	0	0	+	-	-	-	-	0	-	-	-	0	+	+
-	+	0	+	-	-	-	+	+	+	+	+	0	0	-

2/ شركة الاتصالات:

15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	-	-	0	-	+
+	+	+	+	-	+	+	-	+	+	+	+	0	0	+

د/قطاع التأمين:

1/ شركة ملاذ للتأمين وإعادة التأمين التعاوني:

15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
-	-	-	-	-	0	-	+	+	-	-	0	-	+	+
-	-	-	+	-	0	-	-	0	+	+	+	-	-	-

2/ شركة الراجحي للتأمين:

15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
0	-	-	0	-	-	-	-	-	0	+	0	0	-	+
-	-	+	+	-	-	-	0	0	-	-	+	-	+	+

ه/قطاع الزراعة و الصناعة الغذائية :

1/ شركة المراعي :

15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	0	+	+	-
+	+	0	+	-	+	-	+	0	+	+	+	-	-	+

2/ شركة حلواني إخوان :

15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
-	+	-	+	+	0	0	-	-	0	-	-	+	+	+
+	0	0	0	+	+	+	-	0	-	-	-	0	-	-

و/قطاع التطوير العقاري :

1/ شركة العقارية :

15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	-	0	-	-	+
+	0	0	-	+	0	-	+	-	-	+	-	+	+	0

2/ شركة دار الأركان للتطوير العقاري :

15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
+	0	-	-	0	-	+	-	0	+	-	0	-	0	+
+	+	-	+	-	+	-	-	-	-	0	-	-	-	0

- إذا كانت المجاري المتتابة للسلسلة الأولى و السلسلة المختارة عشوائيا هي نفسها فهذا يعني أن الأسعار ليست عشوائية، أي مترابطة و بالتالي السوق ليست كفاءة من الشكل الضعيف.

- أما إذا كانت المجاري المتتابة للسلسلة الأولى و السلسلة المختارة عشوائيا مختلفة، يعني هذا أن الأسعار عشوائية، أي مستقلة و بالتالي السوق كفاءة من الشكل الضعيف.

III-3-3/ اختبار مستوى الصيغة الشبه قوية :

تفترض الصيغة الشبه قوية للكفاءة تقليص مد تعديل الأسعار عند ورود معلومة عامة للسوق، أي استجابة السوق لتلك المعلومات بصورة سريعة. لهذا قمنا بجمع معلومات عن 12 شركة مقسمة على 6 قطاعات لسوق الأسهم السعودي، و كذا الأسعار اليومية لما دلال الفترة الممتدة من 06-1 إلى 06-4 من عام 2010، حيث أن هذه المعلومات يتم نشرها في موقع "تداول".

ولتوضيح الرؤية صنفنا المعلومات المجمعة إلى معلومات سارة و أخرى غير سارة كما يلي:

جدول رقم (3-12): تصنيف الإعلانات حسب النوع (سارة، غير سار).
1/ قطاع المصارف و الخدمات المالية:

مدة التصحيح	نوع الإعلان	تاريخ الإعلان	الإعلان	الشركة
يوم واحد	غير سار	2010/1/16 16:07:32	1- الإعلان عن النتائج المالية الموحدة للفترة للفترة المنتهية في 2009 / 12/31 ، حيث سجلت انخفاض في صافي الأرباح يعود إلى ارتفاع تكاليف الحملة الإعلامية و تكاليف الفروع الجديدة.	إنماء
يوم واحد	سار	2010/01/17 17:45:18	2- الإعلان عن حصول شركة الإنماء للاستثمار على خطاب مراوطة العمل النهائي من هيئة السوق المالي.	
يوم واحد	سار	2010/03/14 9:04:08	3- يدعو مساهميه إلى حضور اجتماع الجمعية العامة العادية حيث تم الموافقة على: * تقرير مجلس الإدارة للعام المالي 2009 * التصديق على القوائم المالية للعام المالي 2009. * إبراء ذمة أعضاء مجلس الإدارة عن السنة المالية 2009. * المصادقة على تقرير مراجعي حسابات المصرف عن العام المالي 2009.	
			* الموافقة على تعيين مراقبي الحسابات. * الموافقة على تعيين الأستاذ عبد المحسن بن عبد العزيز الحسين عضوا في مجلس الإدارة بديلا عن الأستاذ عادل بن محمد الزيد.	
يوم واحد	سار	2010/03/30 08:22:02	4- يدعو مساهميه الذين يملكون 20 سهما فأكثر لحضور اجتماع الجمعية العامة رقم(1) للمرة الثانية و التي تم فيها الإعلان عن النتائج التالية: * الموافقة على تقرير مجلس الإدارة للعام المالي المنتهي في	
			2010/12/31	

			<p>*التصديق على القوائم المالية للعام المالي المنتهي في 2010/12/31.</p> <p>*إبراء ذمة أعضاء مجلس الإدارة عن السنة المالية 2009.</p> <p>*المصادقة على تقرير مراجعي حسابات المصرف للعام المالي 2009.</p> <p>*الموافقة على تعيين الأستاذ عبد المحسن عبد العزيز بديلا عن الأستاذ عادل بن محمد الزيد.</p> <p>*الموافقة على تعيين مراجعي الحسابات.</p>	
يوم واحد	سار	2010/01/10 16:13:09	<p>1- تعلن عن النتائج المالية الوحيدة السنوية المنتهية في 2009/12/31 حيث حققت أرباح، و يعود سبب ارتفاعها إلى النمو في دخل البنك من العمليات الأساسية و خفض المصاريف.</p>	مجموعة سامبا المالية
يوم واحد	سار	2010/01/12 15:38:01	<p>2- الإعلان عن توصية مجلس الإدارة بتوزيع أرباح للمساهمين المسجلين في سجلات مساهمي البنك للنصف الثاني لعام 2009.</p>	
يوم واحد	سار	2010/02/17 17:15:52	<p>3- تعلن عن نتائج الجمعية العادية التي تمت بالموافقة على: * تقرير مجلس إدارة الشركة عن العام المالي 2009. *تقرير مراقبي الحسابات عن العام المالي 2009. *المصادقة على الميزانية الموحدة للشركة عن العام المالي 2009 . * اقتراح مجلس الإدارة بتوزيع ربح قدره 75 هللة للسهم الواحد. *إعادة تعيين مراقبي الحسابات. إبراء ذمة أعضاء مجلس الإدارة عن العام المالي 2010.</p>	

2/قطاع الصناعات البتر وكيماوية:

الشركة	الإعلان	تاريخ الإعلان	نوع الإعلان	مدة التصحيح
سابك	1- الإعلان عن قيام شركة ساينوبيك/سابك تيانجين للبتر وكيماويات بتوقيع اتفاقية تمويل بمبلغ 18.26 مليار يوان صيني (2.68 مليار دولار تقريبا).	2010/01/18 09:31:12	سار	يومين
	2- إعلان النتائج المالية الموحدة لفترة المنتهية في 2009/12/31، حيث حققت ربحا سببه ارتفاع الأسعار و الكميات المباعة لمعظم المنتجات البتر وكيماوية و البلاستيكيات و المعادن.	2010/01/19 16:51:08	غير سار	يومين
	3- تعلن عن فتح باب الترشيح لعضوية مجلس الإدارة في دورته القادمة 2010-2010.	2010/02/12 9:44:14	سار	يوم
	4- تعلن النتائج المالية الموحدة لفترة المنتهية في 2009/12/31 بسبب التراجع الحاد في أسعار معظم المنتجات البتر وكيماوية و البلاستيكيات و المعادن جراء الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية.	2010/02/22 15:53:06	غير سار	يوم
	5- تعلن عن بدء التشغيل التجاري لمشروع التوسعة الثالث(شرق) التابعة لها في 2010/4/01.	2010/04/03 8:51:51	سار	يوم
	6- تعلن عن توقيع مع سييلانيز الأمريكية لإنشاء مصنع لإنتاج البولي اسيتال.	2010/04/03 09:39:20	سار	يوم
اللجين	1- الإعلان عن النتائج المالية الأولية الموحدة لفترة المنتهية في 2009/12/31 و التي أسفرت عن خسارة، و ذلك بالخفض قدره 58.1% عن العام السابق.	2010/01/18 18:59:58	غير سار	يوم

يوم	سار	2010/02/17 17:11:19	2- تعلن شركة اللجين عن تقديمها عرض شراء جميع الأسهم المتبقية غير المملوكة لها في الشركة الوطنية للصناعات البتر وكيمياوية (ناتبت).
يوم	سار	2010/02/20 19:07:15	3- تعلن عن سير العمل في مجمع ناتبت للبروبيلين و البولي بروبيلين.
يوم	غير سار	2010/02/21 08:53:09	4- تعلن أن ناتبت التابعة لها و التي تمتلك فيها 57.4% قد استلمت 50% الأولى من القرض.
يوم	غير سار	2010/02/23 17:13:36	5- أعلنت عن النتائج المالية السنوية الموحدة لسنة المنتهية في 2009/12/31 و هذا تأكيد للنتائج الأولية المذكورة سابقا.
يوم	سار	2010/03/14 16:16:48	6- تعلن عن تمديد فترة عرض شراء الأسهم غير المملوكة في ناتبت.

3/قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات:

مدة التصحيح	نوع الإعلان	تاريخ الإعلان	الإعلان	الشركة
يوم	غير سار	2010/01/19 10:09:29	1-الإعلان عن النتائج المالية الأولية للفترة المنتهية في 2009/12/31، والتي سجلت انخفاض يعود إلى عمليات التوسع في البنية التحتية والتي مكنت الشركة من تغطية مساحات قياسية في فترة وجيزة.	زين
يوم	غير سار	2010/01/21 08:58:36	2-إعلان إلخافي بخصوص النتائج المالية الأولية للفترة المنتهية في 2009/12/31 مؤكدة فيه أن صافي الخسائر بلغ 3.1 مليار ريال، وبلغ العجز المتراكم 5.4 مليار ريال.	
يوم	سار	2010/02/24	3-إعلان الشركة عن تسديد القروض في أوقات استحقاقها	
يوم	سار	2010/01/19 19:09:16	1-الإعلان عن النتائج المالية الأولية الموحدة للفترة المنتهية في 2001/12/31 حيث حققت أرباحا بسبب ارتفاع الإيرادات التشغيلية.	الاتصالات
يوم	سار	2010/01/19 19:11:57	2-الإعلان عن توزيع أرباح الربع الرابع ل 2009.	
يوم	سار	2010/02/21	3-أعلنت نتائجها المالية السنوية المنتهية في 2009/12/31، و كذا الإعلان عن أحقية الأرباح و مواعيد صرفها في وقت لاحق.	

4/قطاع التأمين:

الشركة	الإعلان	تاريخ الإعلان	نوع الإعلان	مدة التصحيح
سند للتأمين	1-تعلن عن استقالة الرئيس التنفيذي للشركة	2010/01/12 15/40/37	غير سار	يوم
وإعادة التعاوني	2-تعلن عن نتائجها المالية الأولية للفترة المنتهية في 2009/12/31 حيث حققت خسارة بنسبة 59% من العام السابق و يعود ذلك إلى عدم تشغيل الشركة بطاقتها الاستيعابية.	2010/01/20 10:23:20	غير سار	يوم
	3-شركة سند للتأمين و إعادة التأمين التعاوني (سند)تعلن عن عدم تمكنها من نشر نتائجها المالية السنوية.	2010/02/24 17:35:08	غير سار	يوم
	4-تعلن الشركة عن نتائجها المالية السنوية المنتهية في 2010/12/31 و التي أسفرت عن خسائر عرفت انحصار قدر ب 33.4% مقارنة بالعام الماضي.	2010/03/01 9:20:32	غير سار	يوم
	5-تعلن عن تعيين رئيس تنفيذي جديد للشركة يتمتع السيد بخبرة تتجاوز 40 عام في مجال التأمين و إعادة التأمين في عدة دول.	2010/03/02 8:18:01	سار	يومان
	6-تعلن عن فتح باب الترشيح لعضوية مجلس الإدارة للسنوات الثلاث القادمة و التي تبدأ اعتبارا من 2010/06/30.	2010/03/16 8:49:22	سار	يوم
	7-بالإشارة إلى الإعلان السابق تحديد المهلة النهائية لقبول طلبات الترشيح بيوم 2010/03/24 ولإعطاء متسع من الوقت للسادة الراغبين بترشيح أنفسهم لعضوية مجلس الإدارة، وفقا لقرارات الشركة عمدا. فترة الترشيح لعضوية مجلس الإدارة حتى 2010/04/07.	2010/03/22 16:15:47	سار	يوم

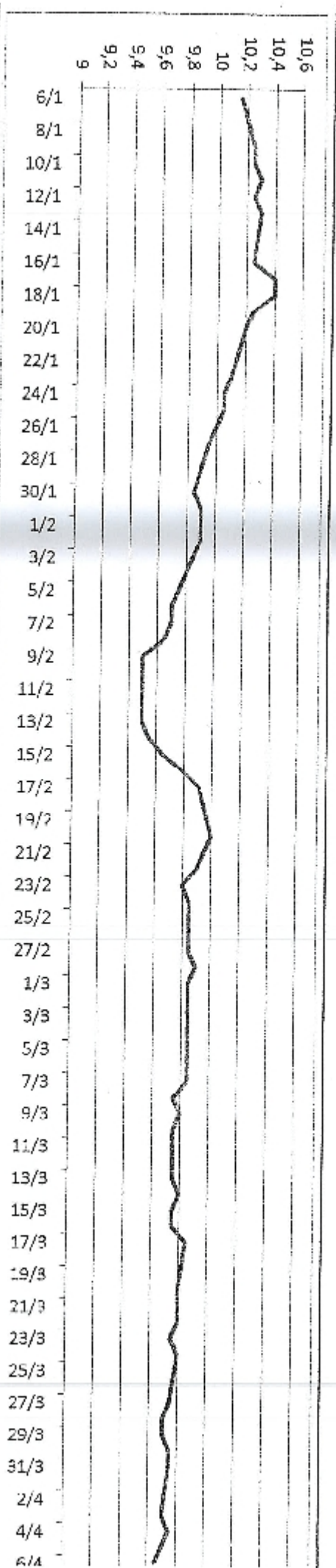
يوم	سار	2010/01/24 16:04:13	1- تعلن عن حصولها على موافقة مؤسسة النقد المؤقتة على بيع و تسويق 10 من منتجاتها التأمينية.	الراجحي للتأمين
يوم	سار	2010/02/13 15:48:59	2- تعلن عن حصولها على موافقة مؤسسة النقد العربي السعودي على بيع و تسويق منتج التأمين التكافلي الصحي.	
يوم	غير سار	2010/03/23 08:45:42	3- تعلن عن استقالة احد أعضاء مجلس إدارتها.	

5/قطاع الزراعة و الصناعة الغذائية:

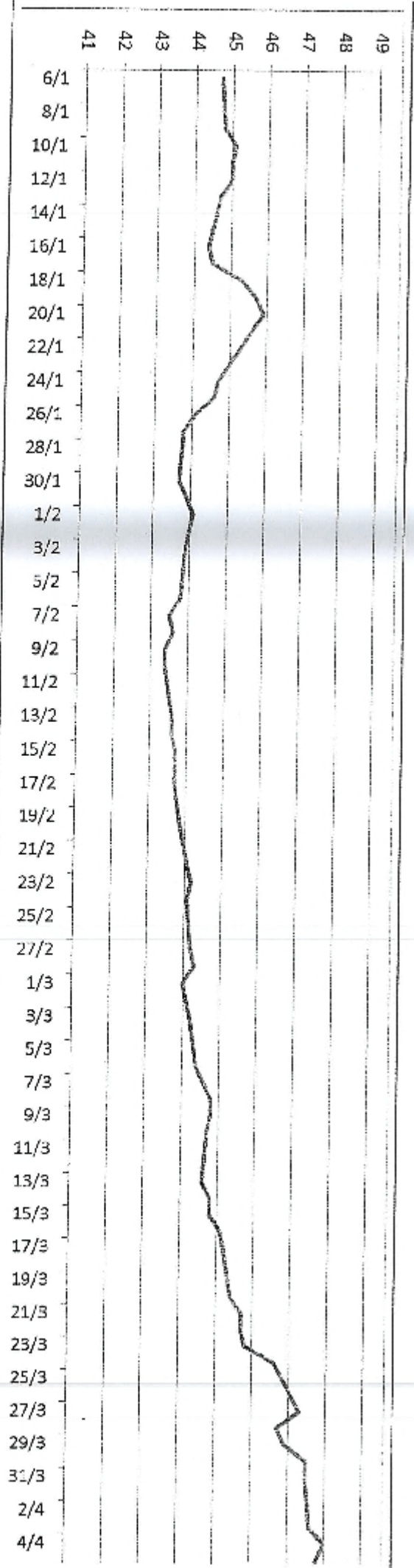
الشركة	الإعلان	تاريخ الإعلان	نوع الإعلان	مدة التصحيح
المراعي	1-الإعلان عن النتائج المالية السنوية للفترة المنتهية في 2009/12/31 حيث حققت أرباح بسبب زيادة مبيعات الشركة و حصتها السوقية في كافة القطاعات و تنوع الأسواق والمصادر داخل الشركة و زيادة الكفاءة التشغيلية نتيجة للاستثمارات المستمرة للشركة.	2010/01/20 08:57:52	سار	4 ايام
	2-مجلس إدارة شركة المراعي يوصي بتوزيع أرباح نقدية عن العام المالي 2009.	2010/01/20 16:58:08	سار	4 ايام
	3-تعلن عن توقيع اتفاقية مع شركة ميد جونسون نيوتريشن لتأسيس شركة تعمل في مجال أغذية الأطفال.	2010/03/30 15:40:33	سار	يوم
حلواني إخوان	1-الإعلان عن النتائج المالية الأولية للفترة المنتهية في 2009/12/31 حيث شهدت ارتفاعا يعود سببه إلى دعم المركز المالي و السهولة.	2010/01/11 16:01:58	سار	يوم
	2-مجلس إدارة الشركة يوصي بتوزيع أرباح للمساهمين.	2010/02/22 08:38:13	سار	يوم
	3-تعلن عن النتائج المالية السنوية المنتهية في: 2010/12/31 و التي حققت أرباح قدرها 26.6% مقارنة بالعام الماضي.	2010/02/22 08:38:21	سار	يوم
	4-تدعو مساهميها الكرام لحضور اجتماع الجمعية العامة العادية الثاني للنظر في: *الموافقة على تقرير مجلس الإدارة عن نشاط الشركة عن السنة المالية 2009.	2010/03/15 15:48:18	سار	يوم
	*المصادقة على القوائم المالية للشركة كما ل 2009 و تقرير			

			<p>مراجعي الحسابات عليها.</p> <p>*الموافقة على إبراء ذمة أعضاء مجلس الإدارة عن إدارة الشركة عن العام المالي 2009.</p> <p>*اختيار مراقب حسابات الشركة.</p> <p>*الموافقة على توصية مجلس الإدارة بتوزيع أرباح العام المالي 2009.</p> <p>*الموافقة على تعيين الأستاذ محي الدين صالح كامل عضو في مجلس الإدارة في مكان العضو المستقيل عبد الله صالح كامل.</p>
--	--	--	---

شماره قرارداد: 3- پیوسته سوری اسعار اطلاق الشركات محل الترسيد خلال الفترة 2010/04/06-2010/01/06
 اطلاق الاتصالات وتقنية المعلومات:



شركة الاتصالات المتكاملة السعودية "الزين"



شركة الاتصالات السعودية

III-3-4/ تحليل النتائج:

تم اختبار الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأسهم السعودي وفق اختبارين أساسيين، اشتمل الاختبار الأول على فرضيتين، الأولى اشتملت على تحديد فيما إذا كانت سلاسل عوائد الأسهم في سوق الأسهم السعودي مستقلة عن بعضها البعض خلال فترة الدراسة، في حين صيغت الفرضية البديلة على أساس أن سلاسل عوائد الأسهم في سوق الأسهم السعودي مترابطة فيما بينها.

بينما صمم الاختبار الثاني على فرضيتين، الأولى تقوم على أساس أن مسار الأسعار يتميز بالعشوائية، وبالتالي لا يمكن أن يتكرر شكل مجاري الأسعار بنفس الطريقة، أي أن شكل مجاري أسعار سهم معين خلال فترة معينة لا يمكن أن يتطابق مع شكل مجاري أسعار هذا السهم في فترة مختارة عشوائياً. والثانية تقوم على أساس أن مسار الأسعار لا يتميز بالعشوائية، وبالتالي إمكانية تطابق أشكال المجاري بين فترة و أخرى.

ولإثبات صحة الفرضيات السابقة اعتمدنا على بيانات مؤشر السعر اليومي لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة الممتدة من 06 جانفي إلى 06 افريل من عام 2010.

وبناء على نتائج الاختبار الأول باستخدام اختبار معامل الارتباط الذاتي و برنامج eviews، تم قبول بالفرضية الأولى القائلة بان سلاسل عوائد الأسهم في سوق الأسهم السعودي مستقلة عن بعضها البعض، وهذا لان نتائج اختبار معامل الارتباط الذاتي كانت كالتالي:

- فيما يخص الارتباطات الذاتية الموجبة كانت محصورة بين 0.05 و 0.57، على مستوى 09 شركات، وهي: (0.05، 0.11، 0.12، 0.14، 0.15، 0.22، 0.39، 0.5، 0.57).

* من 0.05 إلى 0.22: يعتبر ارتباط ضعيف جداً، على مستوى 06 شركات.

* من 0.39 إلى 0.57: يعتبر ارتباط ضعيف، على مستوى 03 شركات.

- فيما يخص الارتباطات الذاتية السالبة كانت محصورة بين -0.007 و -0.46، وذلك على مستوى 15 شركة وهي: (-0.007، -0.03، -0.06، -0.06، -0.07، -0.07، -0.07، -0.07، -0.15، -0.16، -0.3، -0.31، -0.32، -0.35، -0.38، -0.46).

* من -0.07 إلى -0.16: يعتبر ارتباط ضعيف جداً، على مستوى 09 شركات.

* من -0.3 إلى -0.46: يعتبر ارتباط ضعيف، على مستوى 06 شركات.

وقيم معامل الارتباط الذاتي التي تم ملاحظتها هي على العموم ضعيفة، وبالتالي ليس لها أهمية اقتصادية، لأنها ضعيفة لان تكون مستغلة بصورة اقتصادية. و حسب lot&Makinley، فان معامل الارتباط الذاتي بين سلاسل العوائد الضعيف يتطابق مع الكفاءة الضعيفة¹.

¹-Philippe Bernard, op.cit,p.31.

أما نتائج الاختبار الثاني (السلاسل المتتابعة) فقد أكدت الفرضية الأولى، أي عدم وجود شكل مجاري أسعار سهم معين في فترة ما مطابق لأخر لنفس السهم خلال فترة أخرى. حيث أثبتنا من خلال الأشكال السابقة - على العموم - بأنه لا يمكن التنبؤ بأشكال أو مجاري متكررة في تغيرات الأسعار لاستعمالها في تحقيق إيرادات غير عادية، وذلك سواء استعمل عدد التغيرات أو المدة التي يستغرقها كل تغير، و يعني ذلك عشوائية الأسعار.

وبناء على النتائج السابقة يمكن الاستنتاج بان سوق الأسهم السعودي ذو كفاءة من الشكل الضعيف، و توحى هذه النتيجة بان السوق يتعامل بكفاءة مع المعلومات التاريخية بشكل لا يتيح للمستثمر مجالاً لتطوير قاعدة مربحة لتداول الأسهم في السوق، و تحقيق عوائد مميزة باستخدام المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم المتداولة في السوق. وإذا كانت المناقشة السابقة قد بينت كفاءة سوق الأسهم السعودي ضمن المستوى الضعيف فان ذلك لا يعد دليلاً كافياً - وان كان ضرورياً - للاقتناع بكفاءة سوق الأسهم السعودي في عكس كافة المعلومات المتاحة، وحتى يمكن إثبات كفاءة السوق السعودي ضمن المستوى الشبه قوي، فمن الضروري إتباع إحدى طرق الإثبات الشائعة في هذا الصدد، و المتمثلة في قياس مدى سرعة استجابة الأسعار في سوق الأسهم السعودي لكل معلومة واردة إليه. من خلال الدراسة التي أجريناها على أسعار إغلاق 12 سهماً لشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي "تداول" توصلنا للنتائج التالية:

➤ قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات:

- الإعلانات السارة: هناك إعلان سار واحد لشركة زين : وثلاث إعلانات سارة لشركة اتصالات، وكان لهذه الإعلانات تأثير إيجابي على أسعار أسهم الشركتين، حيث ظهر خلال يوم واحد من صدورهما، مما يوحى بانعكاس المعلومات التي تحملها على أسعار أسهم كلا الشركتين.

- الإعلانات غير السارة : لم تسجل شركة اتصالات أي إعلان غير سار ، في حين سجلت شركة زين إعلانين غير سارين ، رقم (2)، (3)، حيث كان لهما تأثير سلبي على أسعار أسهم الشركة ،، واستغرق التأثير يوم واحد فقط.

➤ قطاع المصارف والخدمات المالية:

- الإعلانات السارة: بالنسبة لشركة إثماء لديها 4 إعلانات من بينها 3 إعلانات سارة و هي على التوالي : رقم (2)، (3)، (4)، أما بالنسبة لشركة سامبا سجلت 3 إعلانات كلها سارة ، وقد أدت إلى ارتفاع أسهم الشركتين خلال يوم واحد من صدور كل من هذه الإعلانات .

- الإعلانات غير السارة : سجلت شركة إثماء إعلان غير سار من أصل 4 إعلانات ، في حين لم تسجل شركة سامبا أي إعلان غير سار ، وقد أدى الإعلان غير السار لشركة إثماء الى انخفاض أسعار أسهم الشركة في غضون يوم واحد من صدره.

➤ قطاع الصناعات البترو كيميائية :

سجلت هي الاخرى إعلانات سارة و غير سارة .

- الإعلانات السارة : وعددها بالنسبة لشركة سابك 05 إعلانات وهي : رقم (1)،(3)،(5)،(6)،(7)، أما شركة جين فقد شهدت 05 إعلانات سارة وهي : رقم (2)،(3)،(6)،(7)،(8) وقد كان لها تأثير ملحوظ على أسعار أسهم الشركتين خلال فترة لا تتعدى يوم واحد فيما عدا الإعلان رقم (1) الخاص بشركة سابك فقد ظهر تأثيره بعد يومين.

- الإعلانات غير السارة : هناك إعلانين غير سارين لشركة سابك وهما: رقم(2)، (4)، أما شركة لجين فلها 4 إعلانات غير سارة وهي: رقم(1)،(4)،(5)،(9). حيث يلاحظ انعكاس هاته الإعلانات على أسعار أسهم الشركتين، وتم ذلك خلال يوم واحد إلا الإعلان رقم (2) الخاص بشركة سابك فلم تنعكس المعلومات التي يحويها في الأسعار إلا بعد يومين من صدوره.

➤ قطاع التأمين:

- الإعلانات السارة: توجد ثلاث إعلانات سارة متعلقة بشركة سند للتأمين وإعادة التأمين التعاوني وهي على التوالي : الإعلان رقم(5)،(6)،(7)، أما تلك المتعلقة بشركة الراجحي فكان عددها اثنان وهي على التوالي: إعلان رقم (1)،(2). حيث دفعت بالأسعار إلى الارتفاع خلال يوم واحد من صدورها عدا الإعلان رقم (5) المتعلق بشركة سند، فقد انعكس على الأسعار بعد يومين من صدوره.

- الإعلانات غير السارة : فقد سجلت الراجحي إعلان واحد غير سار أما سند فكان لها 4 إعلانات غير سارة ، وقد انعكست كلها في الأسعار بعد يوم واحد من صدورها.

➤ قطاع التطوير العقاري :

سجلنا خلال فترة تتبعنا للإعلانات الخاصة بشركة العقارية و دار الأركان للتطوير العقاري إعلانات سارة وأخرى غير سارة ، فيما يتعلق بشركة العقارية وجد إعلانين سارين هما رقم (2)،(3)، وإعلان غير سار رقم(1)، أما شركة دار الأركان فقد سجلت إعلانين سارين ، رقم (1) و(3)، وإعلان غير سار رقم (2) ، وقد أثرت كافة المعلومات التي تحويها هذه الإعلانات على أسعار أسهم الشركتين في غضون يوم واحد من إعلانها .

➤ قطاع الزراعة والصناعة الغذائية :

إن الإعلانات المتعلقة بشركة المراعي كان من بينها 3 إعلانات سارة ، حيث أن إعلان واحد فقط كان له تأثير على أسعار أسهم الشركة أما الإعلانين المتبقين فلم ينجم عنهما أي تأثير ، مما يوحي بعدم انعكاس المعلومات على أسعار أسهم الشركة ، أما فيما يخص شركة حلواني إخوان فهناك إعلانان فقط رقم (1)،(4) من أصل 4 إعلانات كان لها تأثير على أسعار أسهم الشركة في حين لم تسجل الإعلانات المتبقية أي تأثير.

أما على الجانب الكلي ، تتبعنا المؤشر العام للسوق خلال نفس الفترة ، نرصده مدى تأثيره بما يحدث على مستوى الشركات خاصة وأن المؤشر العام البورصة هو مرآة الاقتصاد التي تعكس كل ما يجري فيه من أحداث و

تطورات. حيث من جهة نجد أن الشركات القيادية تحتل وزن نسبي كبير في حساب المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي، خاصة شركات قطاعي الصناعة البتر وكيماوية، والمصارف والخدمات المالية ومن جهة أخرى نعتبر المحرك الأساسي للاقتصاد السعودي.، فقد ظهر بأن المؤشر يتأثر بما يحدث على مستوى هذه الشركات.

من خلال تحليلنا لتأثير المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة محل الدراسة، و المنشورة في موقع تداول الخاص بسوق الأسهم السعودي، اتضح أن أسعار أسهم كل شركة -على العموم- في تفاعل دائم مع ما يرد من معلومات و يمكن إرجاع ذلك إلى ارتفاع التداول على أسهم كل واحدة منها .

وبعبارة واحدة تصف سوق الأسهم السعودي إلى حد كبير بأنه كفاء من الشكل الشبه قوي خلال الفترة المدروسة.

توصيات لتحسين كفاءة السوق السعودي:

وبعد استكمال تحليل البيانات و المعلومات الخاصة بهذه الدراسة، و مناقشتها في ظل الفرضيات المطروحة و على ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج، تتوجه الدراسة في الختام إلى صياغة عدد من المقترحات و التصورات التي من شأنها تطوير كفاءة سوق الأسهم السعودي، وهذه المقترحات ينبغي أن تشمل كل جوانب السوق المتمثلة في الإطار المؤسسي و التشريعي.

✓ إعداد و تنفيذ خطة إعلامية شاملة لتعريف سوق الأسهم المحلية، و التوعية بأهمية الاستثمار في الأسهم. ويمكن أن تتم التوعية المطلوبة من خلال الإجراءات التالية:

1. إتاحة كل البيانات للمستثمرين عند الدعوة للاكتتاب في الإصدارات الجديدة، بحيث تشمل نشرة الإصدار على كل ما يهم المستثمر و يساعده على اتخاذ القرار المناسب.

2. تبسيط البيانات الدورية المنشورة على نشاط الشركة أو بصفة خاصة الميزانية السنوية و حسابات الأرباح والخسائر و التوزيعات و تقارير مجالس الإدارة، و دراسة إمكانية إرسالها للمساهمين ليكونوا على بينة بأحوال شركتهم

✓ العمل على تنشيط سوق الأسهم المحلية من خلال زيادة العروض من الأوراق المالية و تنشيط الطلب عليها، و يمكن تحقيق هذا المطلب بعدة وسائل يمكن ذكرها في ما يلي:

1. استكمال برنامج الحرس محيد، تعتبر الخبثبعبة دعامة رئيسية لرفع كفاءة سوق الأسهم المحلية، حيث تعمل على زيادة العروض من الأوراق المالية و من ثم زيادة عدد المستثمرين. ولا شك أن زيادة عدد المستثمرين يسهم في زيادة عمق و كفاءة السوق، نظرا لأن تصرفات المستثمرين عندئذ لن تؤثر تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم المتداولة في السوق .

و تقتضي الخصخصة طرح المزيد من أسهم شركات القطاع العام المؤهلة لنقل ملكيتها للتداول مع مراعاة ما يلي:

أ- عدم المغالاة في تسعير الأسهم الجديدة المطروحة من قبل الشركات القابضة بحيث تتناسب مع القيمة الحقيقية لأصول و أداء الشركات المخوصصة .

ب- أن يتم بيع الشركات المخوصصة عن طريق بورصة الأوراق المالية، على أن يتم التخصيص على أكبر عدد ممكن من المكتسبين حتى لا يتم خلق نوع من الاحتكار، وذلك لمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة من المستثمرين

2. تخفيض التكاليف الضمنية لمعاملات، إلى جانب توفير المعلومات بصفة دورية عن المراكز المالية للشركات و قائم الدخل للشركات المساهمة المدرجة في السوق، و في الأوقات المناسبة.

3. العمل على إدارة السيولة المحلية بكفاءة، وذلك بدعم و تنسيق الجهود بين مؤسسة النقد العربي السعودي و هيئة السوق المالي حول سياسات الإقراض و التسهيلات البنكية و التقليل من مخاطر الاستثمار في سوق الأسهم المحلية، إلى جانب اتخاذ بعض التدابير مثل تجديد الضوابط المتعلقة بمنح القروض الموجهة للاكتتاب في الأسهم.

4. تطوير الشركات القائمة على خدمة المتعاملين في سوق الأسهم السعودي وذلك من خلال:

أ- تطوير صناعة الخدمات المالية بالتشجيع على إنشاء مؤسسات الخدمات المالية الخاصة التي تقوم بجمع و تحليل ونشر المعلومات عن الشركات المدرجة في السوق بأقل التكاليف.

ب- التشجيع على إنشاء الشركات صانعة السوق نظراً لما تقوم به هذه الشركات من دور مهم في توفير السيولة الحالية في السوق، و المحافظة على استمرارية التداول مع إحكام الرقابة عليها، وتصفية الشركات التي تفشل في مجاراة وتطبيق المعايير الرشيدة.

5. دعم جهود الإفصاح و الشفافية في المعاملات. و من الممكن أن يؤدي التزام الشركات بتطبيق معايير الإفصاح و الشفافية إلى تقليل حالات ما يعرف بصفقات الداخلين أو المطلعين على الرغم من صعوبة القضاء عليها أو تجنبها كلية. و يمكن تحسين مستوى الإفصاح في السوق السعودي من خلال تطوير تأهيل موقع البورصة السعودية على شبكة الانترنت بالإمكانات اللازمة، وذلك لإمداد المشاركين بكافة المعلومات الضرورية (المتعلقة بالاقتصاد الكلي و القطاعات المختلفة.... الخ) المؤثرة على أداء الأسهم، إلى جانب دراسة إمكانية إنشاء شركات لنشر المعلومات تساهم فيها البنوك و شركات التأمين و المؤسسات المالية العاملة بالسوق مع تقديم كل التيسيرات لها من جانب هيئة السوق المالي و بقية الأطراف الحكومية ذات الصلة.

6. تنويع أدوات الاستثمار، وبالتالي زيادة عدد المستثمرين في السوق ومنه رفع الكفاءة.

✓ تقوية الإشراف و الرقابة على السوق، وإعداد نظام معلوماتي فعال:

لضمان الكفاءة في آلية عمل سوق الأوراق المالية لا بد أن تتسم السوق بالتنظيم الجيد و الصرامة في حماية مصالح المستثمرين، وهذا أمر في غاية الأهمية و من شأنه أن يحسن كفاءة السوق و يتطلب تحقيق هذا المبتغى اتخاذ الإجراءات العملية التالية:

1. دعم فكرة تأسيس صحف محلية مستقلة تُتم بالشؤون الاقتصادية و المالية، و تضطلع بمهمة نشر كافة البيانات المالية عن الشركات المساهمة، بشكل منتظم و دوري بدلاً من نشرها بشكل عشوائي في الصحف اليومية المملوكة للحكومة و التابعة للمؤسسة الحكومية للمصحافة، أو لأحد الفاعلين في السوق المحلية ضماناً لزهة المعلومات و التحليلات المنشورة، و ترجع كل هذه التحفظات إلى كون قضية المعلومات و سلامتها من التضليل و التلاعب و الغش و الخداع هي من أخطر القضايا المرتبطة بالبورصات، و ذلك في الوقت الذي ترتبط فيه سلامة تلك المعلومات بأخلاق القائمين على نشرها، و بالأخلاق و القيم السائدة في المجتمع برمته.

2. تقاسم الفترة بين إعداد القوائم المالية و المعلومات الخاصة بنتائج أعمال الشركات المساهمة، و بين موعد نشرها، للحيلولة دون استغلال بعض الأطراف بما يضر مصالح المتعاملين، و يتنافى مع متطلبات كفاءة السوق.

3. إحكام الرقابة على تسرب المعلومات الداخلية عن أوضاع الشركات، و تطبيق الجزاءات الصارمة على المتلاعبين بالمعلومات، إضافة إلى تنمية و تفعيل دور جهاز التحقيقات التابع للسوق المالي المحلي.

4. حسين شبكشي، معايير محاسبية جديدة للشركات في سوق الأسهم السعودية 6 يوليو 2006، متوفرة على الرابط:

<http://www.alarabya.net/articles/2006/07/25460.htm>.

5. دليل تكرتشافات، 2005، متوفر على الرابط:

http://www.orfailis.com/download/technical_analysis.pdf.

6. عبد الحميد العمري، عضو جمعية الاقتصاد السعودي، مؤشرات نضج السوق المالية، 16 أبريل 2010، على الرابط:

<http://www.alroya.com/openx/www/delivery/ck.php?>

7. عبد العزيز محمد الدخيل، سوق الأسهم السعودية: قراءة في التاريخ و رؤية للمستقبل، ورقة عمل مقدمة

بمناسبة المنتدى الأول لسوق الأوراق المالية، المركز الاستشاري للاستثمار و التمويل، الرياض، أبريل 2005.

8. عبد الله محمد المالكي، سوق الأوراق المالية و الأداء الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، ورقة بحث مقدمة خلال اللقاء السنوي الخامس عشر بجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية، تحت عنوان: السوق المالية السعودية، الواقع و المأمول، الرياض، 15 نوفمبر 2005.

9. ماجد محمد قاروب، دور صناع السوق: ورقة عمل مقدمة خلال اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية تحت عنوان: السوق المالية السعودية، الواقع و المأمول، الرياض، (نوفمبر 2005).

10. مركز بحوث للاستثمارات المالية، إعطاء القطاع الخاص دوره في تطوير أسواق المال في دول الخليج العربي أحد الحلول الأساسية لمشكلة الاعتماد على النفط، على الرابط:

<http://www.bFasaudi.com/year1999pvtscetrolc/year1999pvtsectrole.aspx>.

11. مركز بحوث للاستثمارات المالية، تقييم سوق الأسهم السعودي الحالي: الحذر الشديد، متوفر على الرابط:

<http://www.bFasaudi.com/year2004SSMValworry/year2004SSMValworrya.asp>

12. مركز بحوث للاستثمارات المالية، أسعار الأسهم و تأثيرها على قيمة المؤشر، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.bfasaudi.com/year2003effectofstockpriceonIndenx/year2003effectofstookpriceonIndex.sa.asp>.

13. مركز بحوث للاستثمارات المالية، تصحيح 2006، الخيار الأرباح لصغار المستثمرين، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.bfasaudi.com/year2006-smallinvestor/year2006-smallinvestor-a.asp>

14. ياسين عبد الرحمان الجفري، انهيار سوق الأسهم السعودي... هل أن الأوان لقول الحقيقة؟،

2006/12/23، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.tadawul.net/forum/index.php>.

12. هيئة السوق المالية، قواعد مكافحة غسل الأموال و تمويل الإرهاب ،الصادرة بموجب القرار رقم:1-39-2008، متوفر على الرابط:

http://www.cma.org.sa/cma_cms/upload_sec_content/dwfile277/AML_Arbic.pdf.

13. هيئة السوق المالية، لائحة أعمال الأوراق المالية،الصادرة بموجب القرار رقم:2005/83/02، 2005.

14. هيئة السوق المالية، لائحة الأشخاص المرخص لهم ، الصادر بموجب القرار رقم: 1-83-2005، 2005،متوفرة على الرابط:

http://www.cma.org/cma/upload_sec_content/dwfile277/APRS.pdf

15. هيئة السوق المالية، لائحة الاندماج و الاستحواذ، الصادرة بموجب القرار رقم: 1-50-2007،2007، على الرابط:

http://www.cma.org.sa/cma_cms/upload_sec_content/dwfile277/Final.pdf.

16. هيئة السوق المالية، لائحة صناديق الاستثمار العقاري في المملكة العربية السعودية، الصادرة بموجب القرار رقم: 1-193-2006، 2006، متوفرة على الرابط:

http://www.cma.org.sa/cma_cms/upload_sec_content/dwfile277/reifr.pdf

17. هيئة السوق المالية، لائحة صناديق الاستثمار، صادرة بموجب القرار رقم:1-219-2006، متوفرة على الرابط:

http://www.cma.org.sa/cma/upload_sec_content/dwfile277/IFRS-25_1206-arbic.pdf.

18. هيئة السوق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية، على الرابط:

<http://www.cma.org.sa/cma-ra/subpage.aspx?secsemo=27>.

19. هيئة السوق المالية، مهام و مسؤوليات هيئة السوق المالية، على الرابط:

http://www.cma.org.sa/cma/upload_sec_content/dwfile274final/.pdf.

20. هيئة السوق المالية، موزعي المعلومات المرخص لهم، متوفرة على الرابط:

<http://www.tadowul.com.sa/wps/portal!/lut/p/cmd/cs/ce/7-0-1/s/7-0-4AN/s-70A/704/70AN>.

21. هيئة السوق المالية، نظام السوق المالي، الفصل العاشر: العقوبات و الأحكام الجزائية للمخالفات، على الرابط:

<http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secsemo=278&minrrorid=20&semo=278>.

22. هيئة السوق المالية، نظام السوق المالية و لوائحه التنفيذية، المملكة العربية السعودية، الإصدار السادس، على الرابط:

<http://www.tadowul.com.sa/static/pages/ar/Investor Guid/PDF/IG-b.pdf>.

23. هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2009، على الرابط:

<http://www.cma.org.sa/cma2009.pdf>

24. هيئة السوق المالية، قواعد التسجيل و الإدراج، و الصادر بموجب القرار رقم: 3-11-2004 المعدلة بقرار رقم: 2/2006/128، 2006، متوفرة على الرابط:

http://www.cma.org/cma/upload_sec_content/dwfile277/registration.pdf

25. هيئة السوق المالية، لائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية، الصادرة بموجب القرار رقم:

2006/212/01، المعدلة بقرار: 2009/01/01، 2009، متوفرة على الرابط:

http://www.cma.org.sa/cma_cms/upload_sec_content/dwfile277/GGAR.pdf

26. هيئة السوق المالية، لجنة الفصل في المنازعات، على الرابط:

<http://www.cma.org.sa/cma->

[ra/subpage.aspx?secserno=273&mirrorid=6&serno=274](http://www.cma.org.sa/cma-)

27. هيئة السوق المالية، نظام السوق المالي، الفصل الثامن: الإحتيال و التداول بناء على معلومات داخلية، على الرابط:

<http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secsemo=278&mirrorid=20&semo=278>

28. هيئة سوق الأسهم السعودي، نظام السوق المالي الصادر بالمرسوم رقم: م/30، متوفر على الرابط:

<http://cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx?secserno=389&mirrorid=159&serno=389>

29. هيئة سوق الأسهم السعودية، نظام السوق المالية: الفصل السابع، بند الإفصاح، متوفر على الرابط:

<http://cma.org.sa/cma-ar/article page.aspx?mirrorid=20%20&titesemo5=ecerno>

5- التقارير والإحصائيات:

1. السوق المالية السعودية (تداول)، إحصائيات السوق السنوية، 2009/12/31، على الرابط:

<http://www.tadawul.com.sa>

2. تقرير أداء السوق المالية السعودية (تداول)، 2007، على الرابط:

<http://www.tadawul.co.sa/static/pages/ar/publication/pdf/monthlyreport-2007-8.pdf>

3. سامبا، سلسلة التقارير: السوق المالية السعودية، مسائل هيكلية، أداء السوق في الآونة الأخيرة، والتوقعات للفترة المقبلة، ديسمبر 2009، على الرابط:

http://sambaconnect.com/obdocs/the_saudi Stock Market Arab pdf.02/03/2010

4. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 56، الربع الرابع 2008، على الرابط:

<http://www.arabmonetaryfund.org/sites/default/files/econ/ambd/bulletin/ar/4th%20quarter%20.2008.pdf>

5. صندوق النقد العربي، الملخص السنوي، السنوات السابقة، على الرابط:

<http://www.amf.org.ae/sites/default/files/econ/amdb/AMDB%20performence/yearly%20performance/or/prV-yearly-summary-htm>

6. صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 40، الربع الرابع 2005.

7. صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد الثاني و الخمسون، الربع الرابع 2007، على الرابط:

<http://www.amf.org.ae/sites/default/econ/amdb/bulletin/ar/4th%20quatre%202007.pdf>

8. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 60، الربع الرابع 2009، على الرابط:

<http://www.arabmonetaryfund.org/sites/default/files/econ/amdb/bulletin/ar/bulletin%20Q4%20,2009.pdf>

9. مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي، الرابع و الأربعون (2008) الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية و الإحصاء، على الرابط:

<http://www.sama.gov.sa/reportstatistics/reportsstatisticslib/5600-R-annual-Ar-44-2008-09-23.pdf>

10. مؤسسة النقد العربي السعودي، النشرة الإحصائية الربع سنوية، 2009، على الرابط:

<http://www.sama.gov.sa/report>

11. مؤسسة النقد العربي السعودي، النشرة الإحصائية الشهرية، مارس 2010، على الرابط:

<http://www.sama.gov.sa/report>

12. مركز بحوث للاستثمارات المالية، التقرير السنوي للاستثمار في سوق الأسهم السعودي لعام 2005، متوفر على الرابط:

http://www.bfasaudi.com/year2006_amual report-saudi/year2006_amual report-saudi.asp

13. هيئة السوق المالية، تقرير الربع الأول لأداء سوق الأسهم السعودية (تناول)، الربع الأول 2006.

6- الرسائل الجامعية:

1. حبار محفوظ، البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس - سطيف، 1997.
2. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.
3. زيتاري سامية، ديناميكية أسواق الأوراق المالية الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2004.
4. وليد أحمد الصافي، الأسواق المالية العربية: الواقع و الآفاق ، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2003.
5. خاسف جمال الدين، استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، جامعة سطيف، 2004.
6. راهم لحضري، السيولة و كفاءة سوق الأوراق المالية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، شعبة اقتصاد المعرفة و العمولة، جامعة باجي مختار- عنابة، 2007/ 2008.
7. رجال فيروز، أثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية، رسالة لنيل شهادة الماجستير تخصص نقود و مالية ، جامعة قلمة، 2004/2005.
8. سعيد هتهات، دراسة اقتصادية قياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فاصري رايح- ورقلة، 2005.
9. شرياق رفيق، دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأسمال، رسالة لنيل شهادة الماجستير ، تخصص مالية و نقود، جامعة قلمة ، 2004/2005.
10. مريمت عديلة، محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة قلمة، 2004.

7- المواقع الالكترونية:

1. <http://www.arab.ap.org/course9/pdf/analysis-b.pdf>.
2. <http://www.arabstockinfo.com/stock/book/dowtheory.pdf2010/01/27>.
3. <http://www.tadawul.com.sa/wps/partal!/ut/p/c1/04.sb8k8xllM9MSSZPY8xBZ9cPoo3gDAXN3DoNnN19nAZMPZx>.
4. http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c1/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CPOos3gDAXN3DONnN19nAzMpzxBDSOcDKNAPTizS9_PIZO3Vj9SPA2StnBQWuMTAwMDAwMDA!/
5. http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c1/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CPOos3gDAXN3DONnN19.

قائمة المراجع

أولاً - باللغة العربية:

1- الكتب:

1. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري - قسنطينة -، 2002 - 2003 .
2. احمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية ،مصر، 2003 .
3. أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسير، ط1، عمان، 2004 .
4. أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007 .
5. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية القاهرة، 2000 .
6. جبار محفوظ، إدارة و تنظيم البورصة، الجزء الثالث، داز هومة ،ط1، الجزائر، 2006 .
7. حسن حمدي، دليلك إلى البورصة و الاستثمار، دار الكتاب، ط1، مصر، 2003 .
8. حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، ط1، عمان، 2002 .
9. خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية و الإفصاح المحاسبي، دار المسيرة، الأردن، 2000 .
10. رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية ،مصر، 1999 .
11. رضوان حلوه حنان، النموذج المحاسبي المعاصر، دار وائل للنشر، ط1، الأردن، 2003 .
12. زياد رمضان و مروان شحوط، الأسواق المالية، الشركة العمومية المتحدة، مصر، 2008 .
13. زياد رمضان، الاستثمار المالي و الحميمي، دار وائل للنشر ، عمان، 1998 .
14. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي، الإسكندرية، 1996 .
15. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، ط1، القاهرة، 2005 .
16. شمعون شمعون، البورصة، دار عمومة. الجزائر، 1999 .
17. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، ط1، مصر، 2000 .

18. ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال و أدواتها ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
19. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
20. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
21. طارق عبد العال، التقارير المالية: أسس الإعداد و العرض و التحليل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
22. طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
23. عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية، 2005.
24. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل القرارات، الدار الجامعية، مصر، 1997.
25. عبد المجيد المهيملي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ، ط5، القاهرة، 2006.
26. فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل، ط1 ، عمان، 2008.
27. محسن أحمد الخضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر و التوزيع، ط1، مصر، 1999.
28. محمد الفيومي، نظام المعلومات المحاسبية في المنشآت المالية، الدار الجامعية المصرية، مصر، 1990.
29. محمد صالح الحناوي و آخرون، الاستثمار في الأسهم و السندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003
2004/
30. محمد صالح الحناوي و السيدة عبد الفتاح، المؤسسات المالية: البورصة و البنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
31. محمد صالح الحناوي و جمال فريد مصطفى و جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2003.
32. محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم البند، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
33. محمد عبد الجواد، الاستثمار في الأوراق المالية: الأسهم و السندات، دار حامد، ط1 ، عمان، 2000.
34. محمد محمود عبد ربه، طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد علي البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
35. محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، ط1، الإسكندرية، 1998.

36. محمود الداغر، الاسواق المالية: مؤسسات أوراق، بورصات، دار الشروق، ط1، عمان، 2007.

37. مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009.

38. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999.

39. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993.

40. نبال فريد مصطفى والسيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق و المؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.

41. هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر و التوزيع، ط1، عمان، 2008.

42. هوشيار معروف، الاستثمار في الأسواق المالية، دار صفاء، ط1، عمان، 2003.

2-المجلات و الملتقيات:

أ-المجلات:

1. تيسوشي سراري، المبادرات التنظيمية لهيئة السوق المالية و أثرها على سوق الأسهم السعودية، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، العدد 20، حريف 2007.

2. حجاز بن عبد الله السحيمي، سوق الأسهم السعودية: مسيرة حافلة بالتطوير و الانجازات، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، هيئة السوق المالية، العدد الثاني، حريف 2002.

3. حمد عبد الله الغنام، تحليل السلسلة الزمنية لأسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية باستخدام منهجية بوكس جينكز، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الإقتصاد و الإدارة، المجلد 17، العدد 2، جدة، 2003.

4. سيد شوريجي عبد المولى، السياسات الاقتصادية و أداء القطاع الخاص في المملكة العربية السعودي، مجلة دراسات الخليج و الجزيرة العربية، العدد 80، الكويت، 1996.

5. شوقي السيد فوده، نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة سلوك أسعار الأسهم في البورصة الأوراق المالية المصرية، مجلة آفاق جديدة، السنة العاشرة، العدد 1، 1998.

6. عبد الرحمان السلیمان، ضبط المعايير و تنظيم المعاملات، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، العدد الثالث، (2003).

6. <http://www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/newgen/newgen2htm>.
7. <http://www.mostshatk.net/vb/arshive/index.php/t-64993-html>

ثانياً- باللغة الأجنبية:

1- الكتب:

1. P.Monnier . Les marches Boursiers , Verreuil, Paris, 3eme Edition ; 1997 .
2. Paul-jacques le hman, Bourse et Marche Financier, Dunod,Paris ,2eme Edition, 2005.
3. Erwan Le Saout, Introduction aux Marchés Financiers, 2^{ème} Edition, Economica, Paris, 2008.
4. Philippe Bertrand Jean – Luc Prigent, Gestion de Portefeuille, Economica, Paris, 2006.
5. Stephane Griffiths, Gestion Financiere, Edition chihab- eyrolles, Alger, 1996.
6. Didier vitrac, Tout Savoir sur La bourse, Edition GUAUNO, Paris, 2001.
7. Philippe Gillet, L'efficience des Marches Financiers, Economica, Paris ,2^{cm}Editions,2008.
8. R.Reic, Système d'Information et Management des Organisation, Edition vuribert ,Paris, 1995.
9. Philipe Bemard, L'hypothesc d'Efficience des Marches, Economica ,Paris, 2003.

2- الدراسات والبحوث والمحاضرات:

1. Levine et Zervos, Stock Market Development and Long run Growth; The Word Bank, Economic Review.vol.10(2),1996.
2. Levine & Demirguc-kunt, Stock Market Development and Financial Intermedial, Research Agenda, World ank Bolicy Research Working paper,N°1159, Washington D.C:Word Bank, 1993.
3. Steve Ambler, Cours dans l'Efficience desM arches Financiers . Université du Québec a Monterial, Canada, 2007.

3-المواقع الالكترونية:

1. <http://www.cairn.info/article.php?IDREVUE=RFG&IDNumpublie=Reg157&IDARTICLE=RFG1570169>.
2. <http://www.master272.com/finance/meh.pdf/02/03/2010>.
3. <http://www.grin.com/e-book/95555/communication-financier-et-efficiencre-de-marches>.
4. <http://www.er.uqam.ca/nobell/510735/6080/effecien.pdf/08/03/2010>.
5. <http://www.rce.revuc.com/files/mignom.pdf/02/03/2010>
6. <http://pagesperso-orang.fr/jb.dsquilbet/dors/A.L3/hf-04-marche-boursi>.
7. <http://yres.michel.escdsc.free.fr/theomarfi/efficience%20%20imefficience%20DES%20marches%20financiers.Doc>.

الملاحق

ملحق: سلاسل العوائد التاريخية لـ 24 شركة

أ- قطاع المصارف و الخدمات المالية:

1- إنباء:

obs	SER1	SER2	SER3	SER4	SER5
6/01/10	NA	NA	NA	NA	NA
13/01/10	0.870000	0.000000	-0.770000	1.170000	1.180000
20/01/10	0.400000	0.870000	0.000000	-0.770000	1.170000
27/01/10	-1.160000	0.400000	0.870000	0.000000	-0.770000
3/02/10	0.390000	-1.160000	0.400000	0.870000	0.000000
10/02/10	-1.560000	0.390000	-1.160000	0.400000	0.870000
17/02/10	1.190000	-1.560000	0.390000	-1.160000	0.400000
24/02/10	0.000000	1.190000	-1.560000	0.390000	-1.160000
3/03/10	-0.490000	0.000000	1.190000	-1.560000	0.390000
10/03/10	1.180000	-0.490000	0.000000	1.190000	-1.560000
17/03/10	1.170000	1.180000	-0.490000	0.000000	1.190000
24/03/10	-0.770000	1.170000	1.180000	-0.490000	0.000000
31/03/10	0.000000	-0.770000	1.170000	1.180000	-0.490000

obs	SER6	SER7	SER8	SER9	SER10
6/01/10	NA	NA	NA	NA	NA
13/01/10	-0.490000	0.000000	1.190000	-1.560000	0.390000
20/01/10	1.180000	-0.490000	0.000000	1.190000	-1.560000
27/01/10	1.170000	1.180000	-0.490000	0.000000	1.190000
3/02/10	-0.770000	1.170000	1.180000	-0.490000	0.000000
10/02/10	0.000000	-0.770000	1.170000	1.180000	-0.490000
17/02/10	0.870000	0.000000	-0.770000	1.170000	1.180000
24/02/10	0.400000	0.870000	0.000000	-0.770000	1.170000
3/03/10	-1.160000	0.400000	0.870000	0.000000	-0.770000
10/03/10	0.390000	-1.160000	0.400000	0.870000	0.000000
17/03/10	-1.560000	0.390000	-1.160000	0.400000	0.870000
24/03/10	1.190000	-1.560000	0.390000	-1.160000	0.400000
31/03/10	0.000000	1.190000	-1.560000	0.390000	-1.160000

obs	SER11	SER12
6/01/10	NA	NA
13/01/10	-1.160000	0.400000
20/01/10	0.390000	-1.160000
27/01/10	-1.560000	0.390000
3/02/10	1.190000	-1.560000
10/02/10	0.000000	1.190000
17/02/10	-0.490000	0.000000
24/02/10	1.180000	-0.490000
3/03/10	1.170000	1.180000
10/03/10	-0.770000	1.170000
17/03/10	0.000000	-0.770000
24/03/10	0.870000	0.000000
31/03/10	0.400000	0.870000

obs	SER1	SER2	SER3	SER4	SER5
6/01/10	NA	NA	NA	NA	NA
13/01/10	0.690000	3.950000	2.170000	3.870000	1.970000
20/01/10	2.410000	0.690000	3.950000	2.170000	3.870000
27/01/10	0.000000	2.410000	0.690000	3.950000	2.170000
3/02/10	0.000000	0.000000	2.410000	0.690000	3.950000
10/02/10	-0.330000	0.000000	0.000000	2.410000	0.690000
17/02/10	4.050000	-0.330000	0.000000	0.000000	2.410000
24/02/10	0.000000	4.050000	-0.330000	0.000000	0.000000
3/03/10	-1.300000	0.000000	4.050000	-0.330000	0.000000
10/03/10	1.970000	-1.300000	0.000000	4.040000	-0.330000
17/03/10	3.870000	1.970000	-1.300000	0.000000	4.050000
24/03/10	2.170000	3.870000	1.970000	-1.300000	0.000000
31/03/10	3.950000	2.170000	3.870000	1.970000	-1.300000

obs	SER6	SER7	SER8	SER9	SER10
6/01/10	NA	NA	NA	NA	NA
13/01/10	-1.300000	0.000000	4.050000	-0.330000	0.000000
20/01/10	1.970000	-1.300000	0.000000	4.050000	-0.330000
27/01/10	3.870000	1.970000	-1.300000	0.000000	4.050000
3/02/10	2.170000	3.870000	1.970000	-1.300000	0.000000
10/02/10	3.950000	2.170000	3.870000	1.970000	-1.300000
17/02/10	0.690000	3.950000	2.170000	3.870000	1.970000
24/02/10	2.410000	0.690000	3.950000	2.170000	3.870000
3/03/10	0.000000	2.410000	0.690000	3.950000	2.170000
10/03/10	0.000000	0.000000	2.410000	0.690000	3.950000
17/03/10	-0.330000	0.000000	0.000000	2.410000	0.690000
24/03/10	4.050000	-0.330000	0.000000	0.000000	2.410000
31/03/10	0.000000	4.050000	-0.330000	0.000000	0.000000

obs	SER11	SER12
6/01/10	NA	NA
13/01/10	0.000000	2.410000
20/01/10	0.000000	0.000000
27/01/10	-0.330000	0.000000
3/02/10	4.050000	-0.330000
10/02/10	0.000000	4.050000
17/02/10	-1.300000	0.000000
24/02/10	1.970000	-1.300000
3/03/10	3.870000	1.970000
10/03/10	2.170000	3.870000
17/03/10	3.950000	2.170000
24/03/10	0.690000	3.950000
31/03/10	2.410000	0.690000

obs	SER1	SER2	SER3	SER4	SER5
6/01/10	NA	NA	NA	NA	NA
13/01/10	1.890000	-2.880000	-2.010000	24.00000	2.580000
20/01/10	5.580000	1.890000	-2.880000	-2.010000	24.00000
27/01/10	-5.720000	5.580000	1.890000	-2.880000	-2.010000
3/02/10	4.200000	-5.720000	5.580000	1.890000	-2.880000
10/02/10	0.000000	4.200000	-5.720000	5.580000	1.890000
17/02/10	2.690000	0.000000	4.200000	-5.780000	5.580000
24/02/10	1.740000	2.690000	0.000000	4.200000	-5.720000
3/03/10	1.270000	1.740000	2.690000	0.000000	4.200000
10/03/10	2.580000	1.270000	1.740000	2.690000	0.000000
17/03/10	24.00000	2.580000	1.270000	1.740000	2.690000
24/03/10	-2.010000	24.00000	2.580000	1.270000	1.740000
31/03/10	-2.880000	-2.010000	24.00000	2.580000	1.270000

obs	SER6	SER7	SER8	SER9	SER10
6/01/10	NA	NA	NA	NA	NA
13/01/10	1.270000	1.740000	2.690000	0.000000	4.200000
20/01/10	2.580000	1.270000	1.740000	2.690000	0.000000
27/01/10	24.00000	2.580000	1.270000	1.740000	2.690000
3/02/10	-2.010000	24.00000	2.580000	1.270000	1.740000
10/02/10	-2.880000	-2.010000	24.00000	2.580000	1.270000
17/02/10	1.890000	-2.880000	-2.010000	24.00000	2.580000
24/02/10	5.580000	1.890000	-2.880000	-2.010000	24.00000
3/03/10	-5.720000	5.580000	1.890000	-2.880000	-2.010000
10/03/10	4.200000	-5.720000	5.580000	1.890000	-2.880000
17/03/10	0.000000	4.200000	-5.720000	5.580000	1.890000
24/03/10	2.690000	0.000000	4.200000	-5.720000	5.580000
31/03/10	1.740000	2.690000	0.000000	4.200000	-5.720000

obs	SER11	SER12
6/01/10	NA	NA
13/01/10	-5.720000	5.580000
20/01/10	4.200000	-5.720000
27/01/10	0.000000	4.200000
3/02/10	2.690000	0.000000
10/02/10	1.740000	2.690000
17/02/10	1.270000	1.740000
24/02/10	2.580000	1.270000
3/03/10	24.00000	2.580000
10/03/10	-2.010000	24.00000
17/03/10	-2.880000	-2.010000
24/03/10	1.890000	-2.880000
31/03/10	5.580000	1.890000

obs	SER1	SER2	SER3	SER4	SER5
6/01/10	NA	NA	NA	NA	NA
13/01/10	-4.730000	-1.760000	-4.610000	-1.210000	1.230000
20/01/10	7.560000	-4.730000	-1.760000	-4.610000	-1.210000
27/01/10	-3.700000	4.560000	-4.730000	-1.760000	-4.610000
3/02/10	1.270000	-3.700000	7.560000	-4.730000	-1.760000
10/02/10	2.820000	1.270000	-3.700000	7.560000	-4.730000
17/02/10	3.550000	2.820000	1.270000	-3.700000	4.560000
24/02/10	3.110000	3.550000	2.820000	1.270000	-3.700000
3/03/10	-1.810000	3.110000	3.550000	2.820000	1.270000
10/03/10	1.230000	-1.810000	3.110000	3.550000	2.820000
17/03/10	-1.210000	1.230000	-1.810000	3.110000	3.550000
24/03/10	-4.610000	-1.210000	1.230000	-1.810000	3.110000
31/03/10	-1.760000	-4.610000	-1.210000	1.230000	-1.810000

obs	SER6	SER7	SER8	SER9	SER10
6/01/10	NA	NA	NA	NA	NA
13/01/10	-1.810000	3.110000	3.550000	2.820000	1.270000
20/01/10	1.230000	-1.810000	3.110000	3.550000	2.820000
27/01/10	-1.210000	1.230000	-1.810000	3.110000	3.550000
3/02/10	-4.610000	-1.210000	1.230000	-1.810000	3.110000
10/02/10	-1.760000	-4.610000	-1.210000	1.230000	-1.810000
17/02/10	-4.730000	-1.760000	-4.610000	-1.210000	1.230000
24/02/10	7.560000	-4.730000	-1.760000	-4.610000	-1.210000
3/03/10	-3.700000	7.560000	-4.730000	-1.760000	-4.610000
10/03/10	1.270000	-3.700000	7.560000	-4.730000	-1.760000
17/03/10	2.820000	1.270000	-3.700000	7.560000	-4.730000
24/03/10	3.550000	2.820000	1.270000	-3.700000	7.560000
31/03/10	3.110000	3.550000	2.820000	1.270000	-3.700000

obs	SER11	SER12
6/01/10	NA	NA
13/01/10	-3.700000	7.560000
20/01/10	1.270000	-3.700000
27/01/10	2.820000	1.270000
3/02/10	3.550000	2.820000
10/02/10	3.110000	3.550000
17/02/10	-1.100000	3.110000
24/02/10	1.230000	-1.810000
3/03/10	-1.210000	1.230000
10/03/10	-4.610000	-1.210000
17/03/10	-1.760000	-4.610000
24/03/10	-4.730000	1.760000
31/03/10	7.560000	-4.730000

ب- قطاع الصناعات البتروكيمياوية:

1- سابق:

obs	SER1	SER2	SER3	SER4	SER5
6/01/10	NA	NA	NA	NA	NA
13/01/10	1.150000	1.530000	0.350000	2.950000	3.330000
20/01/10	1.990000	1.150000	1.530000	0.350000	2.950000
27/01/10	-3.340000	1.990000	1.150000	1.530000	0.350000
3/02/10	0.860000	-3.340000	1.990000	1.150000	1.530000
10/02/10	-2.570000	0.860000	-3.340000	1.990000	1.150000
17/02/10	3.810000	-2.570000	0.860000	-3.340000	1.990000
24/02/10	0.000000	3.810000	-2.570000	0.860000	-3.340000
3/03/10	1.690000	0.000000	3.810000	-2.570000	0.860000
10/03/10	3.330000	1.690000	0.000000	3.810000	-2.570000
17/03/10	2.950000	3.330000	1.690000	0.000000	3.810000
24/03/10	0.350000	2.950000	3.330000	1.690000	0.000000
31/03/10	1.530000	0.350000	2.950000	3.330000	1.690000

obs	SER6	SER7	SER8	SER9	SER10
6/01/10	NA	NA	NA	NA	NA
13/01/10	1.690000	0.000000	3.810000	-2.570000	0.860000
20/01/10	3.330000	1.690000	0.000000	3.810000	-2.570000
27/01/10	2.950000	3.330000	1.690000	0.000000	3.810000
3/02/10	0.350000	2.950000	3.330000	1.690000	0.000000
10/02/10	1.530000	0.350000	2.950000	3.330000	1.690000
17/02/10	1.150000	1.530000	0.350000	2.950000	3.330000
24/02/10	1.990000	1.150000	1.530000	0.350000	2.950000
3/03/10	-3.340000	1.990000	1.150000	1.530000	0.350000
10/03/10	0.860000	-3.340000	1.990000	1.150000	1.530000
17/03/10	-2.570000	0.860000	-3.340000	1.990000	1.150000
24/03/10	3.810000	-2.570000	0.860000	-3.340000	1.990000
31/03/10	0.000000	3.810000	-2.570000	0.860000	-3.340000

obs	SER11	SER12
6/01/10	NA	NA
13/01/10	-3.340000	1.990000
20/01/10	0.860000	-3.340000
27/01/10	-2.570000	0.860000
3/02/10	3.810000	-2.570000
10/02/10	0.000000	3.810000
17/02/10	1.690000	0.000000
24/02/10	3.330000	1.690000
3/03/10	2.950000	3.330000
10/03/10	0.350000	2.950000
17/03/10	1.530000	0.350000
24/03/10	1.150000	1.530000
31/03/10	1.990000	1.150000

obs	SER1	SER2	SER3	SER4	SER5
6/01/10	NA	NA	NA	NA	NA
13/01/10	0.000000	-0.560000	2.030000	3.290000	0.300000
20/01/10	-2.630000	0.000000	-0.560000	2.030000	3.290000
27/01/10	-5.420000	-2.630000	0.000000	-0.560000	2.030000
3/02/10	-2.000000	-5.420000	-2.630000	0.000000	-0.560000
10/02/10	-2.920000	-2.000000	-5.420000	-2.630000	0.000000
17/02/10	0.600000	-2.920000	-2.000000	-5.420000	-2.630000
24/02/10	1.190000	0.600000	-2.920000	-2.000000	-5.420000
3/03/10	-1.480000	1.190000	0.600000	-2.920000	-2.000000
10/03/10	0.300000	-1.480000	1.190000	0.600000	-2.920000
17/03/10	3.290000	0.300000	-1.480000	1.190000	0.600000
24/03/10	2.030000	3.290000	0.300000	-1.480000	1.190000
31/03/10	-0.560000	2.030000	3.290000	0.300000	-1.480000

obs	SER6	SER7	SER8	SER9	SER10
6/01/10	NA	NA	NA	NA	NA
13/01/10	-1.480000	1.190000	0.600000	-2.920000	-2.000000
20/01/10	0.300000	-1.480000	1.190000	0.600000	-2.920000
27/01/10	3.290000	0.300000	-1.480000	1.190000	0.600000
3/02/10	2.030000	3.290000	0.300000	-1.480000	1.190000
10/02/10	-0.560000	2.030000	3.290000	0.300000	-1.480000
17/02/10	0.000000	-0.560000	2.030000	3.290000	0.300000
24/02/10	-2.630000	0.000000	-0.560000	2.030000	3.290000
3/03/10	-5.420000	-2.630000	0.000000	-0.560000	2.030000
10/03/10	-2.000000	-5.420000	-2.630000	0.000000	-0.560000
17/03/10	-2.920000	-2.000000	-5.420000	-2.630000	0.000000
24/03/10	0.600000	-2.920000	-2.000000	-5.420000	-2.630000
31/03/10	1.190000	0.600000	-2.920000	-2.000000	-5.420000

obs	SER11	SER12
6/01/10	NA	NA
13/01/10	-5.420000	-2.630000
20/01/10	-2.000000	-5.420000
27/01/10	-2.920000	-2.000000
3/02/10	0.600000	-2.920000
10/02/10	1.190000	0.600000
17/02/10	-1.480000	1.190000
24/02/10	0.300000	-1.480000
3/03/10	3.290000	0.300000
10/03/10	2.030000	3.290000
17/03/10	-0.560000	2.030000
24/03/10	0.000000	-0.560000
31/03/10	-2.630000	0.000000