

جامعة العربي بن مهدي - أم البواقي

كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الإقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه ل م د في العلوم الإقتصادية تخصص مالية وبنوك

بغنوان:

النموذج الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية

دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية

من إعداد الطالبة: كريمة شلغوم

أمام اللجنة المكونة من السادة:

- أ.د/ السعدي رجال (أستاذ التعليم العالي - جامعة أم البواقي) رئيسا
أ.د/ أحمد بوراس (أستاذ التعليم العالي - جامعة قسنطينة 3) مقرا
أ.د/ السعيد بريكة (أستاذ التعليم العالي - جامعة أم البواقي) مناقشا
أ.د/ زبير عياش (أستاذ التعليم العالي - جامعة أم البواقي) مناقشا
أ.د/ محفوظ جبار (أستاذ التعليم العالي - جامعة سطيف) مناقشا
أ.د/ خير الدين معطي الله (أستاذ التعليم العالي - جامعة قلمة) مناقشا

السنة الجامعية 2019/2018



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية
تخصص مالية وبنوك

النموذج الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية

إشراف الأستاذ:

أ.د. أحمد بوراس

إعداد الطالبة:

كريمة شلغوم

أمام اللجنة المكونة من السادة:

- أ.د/ السعدي رجال (أستاذ التعليم العالي - جامعة أم البواقي) رئيسا
أ.د/ أحمد بوراس (أستاذ التعليم العالي - جامعة قسنطينة 3) مقرا
أ.د/ السعيد بريكة (أستاذ التعليم العالي - جامعة أم البواقي) مناقشا
أ.د/ زبير عياش (أستاذ التعليم العالي - جامعة أم البواقي) مناقشا
أ.د/ محفوظ جبار (أستاذ التعليم العالي - جامعة سطيف) مناقشا
أ.د/ خير الدين معطى الله (أستاذ التعليم العالي - جامعة قالمة) مناقشا

السنة الجامعية: 2019/2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإهداء

إلى صاحبة القلب الكبير، التي أرى فيها دوماً أسمى وأنبى معاني الحب والحنان إلى أمي،

إلى من لم تهزه الرياح العاتية، وبقي صرحاً شامخاً صامداً، وشمعة تضيء الدرب لنا إلى أبي،

إلى الزهور والرياحين الملتفة حولي دعماً وعوناً ومحبة أخي وأخواتي وأزواجهم وأطفالهم،

إلى كل من علمني حرفاً أساتذتي الكرام،

إلى كل غائب وقف إلى جانبي

إلى توأم روحي.

الشكر

بعد الحمد لله، لايسعني إلا أن أتقدم بوافر الشكر وعظيم الإمتنان إلى كل من قدم لي يد العون والمساعدة منذ اللحظة الأولى للبدأ في إعداد هذه الطروحة وحتى الإنتهاء منها، وأخص بالذكر الأستاذ الدكتور أحمد بوراس الذي شرفني بإشرافه على هاته الأطروحة، والذي كان لملاحظاته وتوجيهاته القيمة بالغ الأثر على إخراج الأطروحة على هذا النحو.

كما أتقدم ببالغ الشكر والتقدير والإمتنان لأعضاء لجنة المناقشة على مساهمتهم الفاعلة في إثراء هاته الأطروحة من خلال مناقشاتهم وتعليقاتهم وملاحظاتهم عليها.

ولا أنسى هنا الأستاذة جمال ساكري، طارق بن قسمي وحسان شراييتية لما كان لهم الدور الفاعل خلال مسيرتي البحثية.

كما أتقدم بجزيل الشكر وفائق التقدير لشركة بورصة عمان والقائمين عليها لمنحي ثقتهم الغالية وأخص بالذكر سامر، ملاك، إيمان ورئيس مصلحة العلاقات الخارجية .

المخلص

تهدف هذه الدراسة إلى إختبار النموذج الضعيف لكفاءة بورصة عمان، عن طريق نموذج السير العشوائي، وباستخدام الأسعار الشهرية للرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة العام والقطاعي، خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى 2015، بتطبيق أربعة إختبارات إحصائية مختلفة هي إختبار الإرتباط الذاتي، جذر الوحدة، نسبة التباين والدورات. وقد توصلت الدراسة إلى أن بورصة عمان غير كفاء عند المستوى الضعيف وبالتالي يمكن تحقيق عوائد إستثنائية، وذلك بسبب الطفرة في الأسعار سنة (2005) وأزمة توظيف الأموال في (2008).

الكلمات الدالة

النموذج الضعيف للكفاءة ؛ نموذج السير العشوائي؛ إختبار الإرتباط الذاتي؛ إختبار جذر الوحدة، إختبار نسبة التباين، إختبار الدورات؛ بورصة عمان؛ الرقم قياسي المرجح بالأسهم الحرة.

Abstract

This study examines the Random walk hypothesis to determine the validity of weak-form efficiency for Amman stock Exchange. The Random Walk hypothesis is examined using four statistical methods, namely a serial autocorrelation test, a non-parametric Runs test, a Variance ratio test and Unit root test using Augmented Dickey-Fuller tests. By using monthly prices for Amman free float index and three represented sectors indexes; financial, services and Industry over the period 2000-2015. The empirical results of this study reject random walk hypothesis. The results show that Amman stock Exchange not efficient in weak form due to market boom in 2005 & 2008 financial crisis. Hence to achieve abnormal returns.

Keyword

Weak form efficiency, Random walk model, Unit root test, Variance Ratio Test, Auto Correlation test, Runs test, Amman Stock Exchange, Free Float Index.

I	ملخص
III	قائمة الجداول قائمة الأشكال البيانية قائمة الملاحق
أ	المقدمة

الفصل الأول : الأدبيات النظرية للسوق المالية

2	1. ماهية الأسواق المالية
2	1.1 تعريف الاسواق المالية
2	2.1 أهداف السوق المالية
3	1.2.1 الأهداف العامة للسوق المالية
9	2.2.1 أهداف أخرى للسوق المالية
11	3.2.1 الأهداف الخاصة للسوق المالية
14	3.1 متطلبات قيام الأسواق المالية
15	4.1 أهمية السوق المالي في الإقتصاد
16	2. الأسواق المالية الناشئة
16	1.2 ماهية الأسواق المالية الناشئة
18	2.2 خصائص الأسواق الناشئة
18	1.2.2 ضيق السوق
18	2.2.2 التركيز
19	3.2.2 التذبذب
19	4.2.2 النمو السريع
20	5.2.2 نقص التنظيم وضعف الإدارة
20	6.2.2 قلة الإستثمارات الدولية
21	3.2 دور الأسواق المالية الناشئة في التنمية الإقتصادية
21	3.المنتجات المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية

22	1.3 منتجات الملكية
22	1.1.3 الأسهم العادية
25	2.1.3 الاسهم الممتازة
27	2.3 منتجات الدين
27	1.2.3 خصائص السندات
27	2.2.3 أنواع السندات
29	3.3 مزايا وعيوب الإستثمار في الأوراق المالية بشكل عام
30	4.التقسيمات المختلفة للسوق المالية
30	1.4 التقسيم حسب توقيت الإصدار
30	1.1.4. السوق الأولية
32	2.1.4 السوق الثانوية: بورصة الأوراق المالية
33	2.4 التقسيم حسب آجال العمليات
33	1.2.4 السوق النقدية
34	2.2.4 سوق رؤوس الأموال : سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل
34	3.4 التقسيم حسب طبيعة المنتجات المتداولة
35	1.3.4 بورصة السلع
35	2.3.4 أسواق الأوراق المالية Securities markets
36	3.3.4 أسواق القروض: LOANS MARKTS
36	1.4.4 أسواق المال الدولية
38	2.4.4 أسواق المال الإقليمية
38	3.4.4 السوق المالية العربية
38	4.4.4 أسواق المال المحلية
38	5- البورصة كجزء من السوق المالية ككل (بورصة الأوراق المالية المتداولة)
39	1.5 ماهية البورصة
39	1.1.5 تعريف البورصة
42	2.1.5 الشكل القانوني للبورصة
42	2.5 خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

42	1.2.5 خصائص سوق الأوراق المالية
43	2.2.5 وظائف سوق الأوراق المالية
43	3.2.5 صفات بورصة الأوراق المالية
43	3.5 إدارة بورصة الأوراق المالية والتعاملات فيها
43	1.3.5 إدارة بورصة الأوراق المالية
45	2.3.5 طريقة التعامل في بورصة الأوراق المالية
46	3.3.5 الفئات التي يقوم عليها السوق
47	4.5 مؤشر البورصة والإستثمار فيها
47	1.4.5 مؤشر بورصة الأوراق المالية
48	2.4.5 دور البورصة في التسعير وتقييم رأسمال
49	3.4.5 الإستثمار في البورصة
52	الفصل الثاني: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية
53	1. التحليل الإستثماري
53	1.1 التحليل الأساسي
54	2.1 التحليل الفني
55	3.1 التحليل الفني والسوق المالية الكفاءة وفرضياتها
56	2. كفاءة سوق الأوراق المالية
57	1.2 عرض مبسط لنموذج السوق المالية الكفاءة
58	2.2 ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية
66	3.2 خصائص وشروط أسواق الأوراق المالية الكفاء
66	1.3.2. خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء
67	2.3.2 شروط كفاءة السوق المالي
69	3. أنواع ونماذج كفاءة سوق الأوراق المالية
69	1.3 أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية
70	1.1.3- الكفاءة التشغيلية (الكفاءة الداخلية)
70	2.1.3 الكفاءة السعرية (كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية)
71	3.1.3 الكفاءة التخصيصية

72	4.1.3 الكفاءة الهيكلية
72	5.1.3 الكفاءة التبادلية
72	2.3 كفاءة السوق بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية
72	1.2.3 الكفاءة الكاملة
73	2.2.3 الكفاءة الاقتصادية
75	3.3 نماذج كفاءة سوق الأوراق المالية
75	1.3.3 النموذج الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية
76	2.3.3 النموذج المتوسط لكفاءة سوق الأوراق المالية
78	3.3.3 النموذج القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية
78	4. السوق الكفاء والمعلومات والحركة العشوائية
78	1.4 العلاقة بين قيمة المعلومات وأسواق رأس المال الكفاء
80	2.4 أنواع المعلومات في سوق المال
80	1.2.4 المعلومات التاريخية
80	2.2.4 معلومات جديدة (حالية)
80	3.2.4 معلومات خاصة
81	3.4 كفاءة سوق الأوراق المالية بين التأييد و الانتقاد
84	4.4 السوق الكفاء والحركة العشوائية للأسعار
85	5.4 عوائق تطبيق نموذج السوق الكفاء
87	5. المؤشرات المستخدمة في تحليل بورصة الأوراق المالية
87	1.5. مؤشرات أداء السوق
92	2.5. مؤشرات قياس حالة السوق
92	1.2.5 أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية
92	2.2.5 مفهوم مؤشر بورصة الأوراق المالية
93	3.5 مؤشرات التنبؤ بحركة السوق
93	1.3.5 المؤشرات الفنية
93	2.3.5 التغيرات الاقتصادية للمؤشرات الفنية

98	الفصل الثالث: بورصة عمان للأوراق المالية
99	1. نبذة عامة عن بورصة عمان
99	1.1 نشأة وتطور بورصة عمان
100	2.1 مؤسسات سوق رأس المال الأردني
100	1.2.1 هيئة الأوراق المالية
101	2.2.1 مركز إيداع الأوراق المالية
101	3.1 الرؤية، الرسالة والأهداف لبورصة عمان للأوراق المالية
102	4.1 القيم الجوهرية
104	2. الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة والتوزيع القطاعي للشركات المدرجة ببورصة عمان
104	1.2 التوزيع القطاعي للشركات المدرجة ببورصة عمان
104	1.1.2 التوزيع القطاعي
105	2.1.2 مميزات التصنيف القطاعي الجديد
105	2.2 الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان
107	1.2.2 الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة
108	2.2.2 إحتساب الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة
108	3.2.2 مميزات الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة
109	4.2.2 الأرقام القياسية القطاعية المرجحة بالأسهم الحرة
109	3. قراءة تحليلية لأهم محطات أداء بورصة عمان للأوراق المالية
109	1.3 المحطة الأولى لأداء بورصة عمان للأوراق المالية
109	1.1.3 أداء بورصة عمان عام 2005
112	2.1.3 أداء بورصة عمان للأوراق المالية عام 2006

113	3.1.3 أداء بورصة عمان عام 2007
114	2.3 المحطة الثانية لأداء بورصة عمان لأوراق المالية
114	1.2.3 أداء بورصة عمان للأوراق المالية عام 2008
115	2.2.3 أداء بورصة عمان سنة 2009
116	3.2.3 أداء بورصة عمان سنة 2010
116	4.2.3 أداء بورصة عمان سنة 2011
117	5.2.3 أداء بورصة عمان عام 2012
118	3.3 المحطة الثالثة لأداء بورصة عمان للأوراق المالية
118	1.3.3 أداء بورصة عمان سنة 2013
118	2.3.3 الوضع الإقتصادي لبورصة عمان خلال 2014
119	3.3.3 الوضع الإقتصادي لبورصة عمان خلال 2015
123	الفصل الرابع : البيانات ونتائج الدراسة
124	1.بيانات الدراسة
124	1.1 الجانب الوصفي لمشاهدات الدراسة
125	2.1 إختبار التوزيع الطبيعي لمشاهدات الدراسة
132	2.2 نماذج تفسير سلوك سعر الورقة المالية (السهم)
133	1.2 نموذج اللعبة العادلة أو العائد المتوقع Expected Return Or Fair Game Model
135	2.2 نموذج اللعبة العادلة للأسعار The Martingale or Sub Martingale Model
135	1.2.2 نموذج اللعبة العادلة للأسعار الـ Sub Martingale Model
135	1.2.3 نموذج اللعبة العادلة للأسعار الـ Martingale Model
136	3.2 نموذج السير العشوائي The Random Walk Model
137	3. الإختبارات القياسية للنموذج الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية

138	1.3 إختبار الارتباط الذاتي Auto-correlation Test
139	2.3 إختبار الدورات Runs test
140	3.3 إختبار نسبة التباين Variance Ratio Test
142	4.3 إختبار جذر الوحدة Unit Root test
143	4. نتائج الدراسة
143	1.4 نتائج إختبار الارتباط الذاتي
148	2.4 نتائج إختبار الدورات
149	3.4 نتائج إختبار نسبة التباين
150	4.4 نتائج إختبار جذر الوحدة
153	الخاتمة
160	المصادر والمراجع
165	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
17	مؤشرات تطور بعض الأسواق المالية الناشئة لسنة 2004	الجدول 1.1
28	أهم الفروق بين الأسهم السندات	الجدول 2.1
31	ملخص لأهم الفروق بين السوقيين الأولية و الثانوية	الجدول 3.1
100	تاريخ سوق رأس المال الأردني	الجدول 1.3
125	الإحصاءات الوصفية لأسعار مؤشرات بورصة عمان	الجدول 1.4
144	نتائج إختبار الارتباط الذاتي	الجدول 2.4
145	القيم الحرجة الإحتمالية لمؤشرات بورصة عمان	الجدول 3.4
149	نتائج إختبار الدورات لمؤشرات بورصة عمان	الجدول 4.4
150	نتائج إختبار نسبة التباين للأسعار الشهرية لمؤشرات بورصة عمان	الجدول 5.4
151	نتائج إختبار جذر الوحدة لديكي فولر المطور عند المستوى والفروقات الأولى	الجدول 6.4

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
30	السوق الأولية وعلاقتها بالمتعاملين الإقتصاديين	الشكل 1.1
38	التدفقات النقدية بين المؤسسة المالية والأسواق المالية	الشكل 2.1
125	التمثيل البياني والتوصيف الإحصائي للمؤشر العام لبورصة عمان	الشكل 1.4
126	التمثيل البياني والتوصيف الإحصائي لمؤشر القطاع المالي لبورصة عمان	الشكل 2.4
126	التمثيل البياني والتوصيف الإحصائي لمؤشر القطاع الصناعي لبورصة عمان	الشكل 3.4
127	التمثيل البياني والتوصيف الإحصائي لمؤشر قطاع الخدمات لبورصة عمان	الشكل 4.4
128	المؤشر العام لبورصة عمان	الشكل 5.4
128	المؤشر العام لبورصة عمان بعد الفروق الأولى	الشكل 6.4
129	مؤشر القطاع المالي	الشكل 7.4
129	مؤشر القطاع المالي بعد الفروقات الأولى	الشكل 8.4
130	مؤشر قطاع الخدمات	الشكل 9.4
130	مؤشر قطاع الخدمات بعد الفروق الأولى	الشكل 10.4
131	مؤشر قطاع الصناعة	الشكل 11.4
132	مؤشر قطاع الصناعة بعد الفروقات الأولى	الشكل 12.4
146	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للمؤشر العام لبورصة عمان	الشكل 13.4
146	نتائج اختبار الارتباط الذاتي لمؤشر القطاع المالي لبورصة عمان	الشكل 14.4
147	نتائج اختبار الارتباط الذاتي لمؤشر قطاع الخدمات لبورصة عمان	الشكل 15.4
147	نتائج اختبار الارتباط الذاتي لمؤشر قطاع الصناعة لبورصة عمان	الشكل 16.4

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
165	بيانات الدراسة	الملحق 1
171	إختبار التوزيع الطبيعي للمؤشر العام	الملحق 2
172	إختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر القطاع المالي	الملحق 3
173	إختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر قطاع الخدمات	الملحق 4
174	إختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر الصناعة	الملحق 5
175	نتائج إختبار نسبة التباين في حالة عدم تجانس التباين	الملحق 6
176	نتائج إختبار نسبة التباين في حالة تجانس التباين	الملحق 7

إن سوق المال تعد القناة الواصلة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، فهي أداة تعبئة الموارد المالية وتخصيصها نحو الإستثمارات المثلى، وكي تقوم هاته الأسواق بمهامها على أتم وجه لابد أن تتصف بالكفاءة حيث تستقطب المدخرين والكفاءة تعني أن يكون نفس الإحتمال لجميع المستثمرين في الحصول على الأرباح. وإن سوق الأوراق المالية تعتبر مرآة تعكس الوضع الإقتصادي في الدولة، وكذلك فإن تطور وإزدهار هذه السوق يؤدي الى دفع عجلة التطور الإقتصادي إلى الأمام، فهي تحظى بأهمية كبرى في تنظيم وتطوير أساليب التمويل إذ تقوم بدور هام في الإقتصاد عن طريق تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو الإستثمارات في الأوراق المالية كالأسهم والسندات. فنظرا لأهميتها لابد أن تتصف بالكفاءة وهذا الدور التنموي الذي تضطلع إليه بورصة عمان.

فالكفاءة السعرية تعد من أهم الصفات المطلوبة توافرها في الأسواق المالية ومؤشرا لنجاحها وقوتها لأنها تعكس العدالة في أسعار الأسهم المتداولة في السوق. وفي حالة عدم وجود الكفاءة ستكون هناك فرصة لبعض المستثمرين دون غيرهم من تحقيق أرباح على حساب الآخرين. لذلك تسعى الدول والحكومات وإدارات الأسواق المالية لان تكون السوق المالية على درجة عالية من الكفاءة.

إن مفهوم نظرية السوق الكفاء مهم جدا لتحقيق إدراك وفهم أفضل لأداء وظائف السوق المالي، وإن كفاءة الأسواق في الدول النامية والناشئة إتخذت أهمية أكثر في توجهاتها لتنويع الإستثمارات الدولية الداخلة إلى هذه الأسواق وإزالة المعوقات أمامها. وتعتبر الكفاءة العامل الأساسي عند تحديد اتجاه الإستثمارات الدولية، فالكفاءة تجذب الإستثمار. وتعتبر كفاءة السوق إحدى النظريات الرئيسة التي تقوم عليها المالية الحديثة.

وتعد كفاءة بورصة الأوراق المالية من أساسيات النظام المالي حيث من خلالها يتم إتخاذ القرار بالإستثمار من عدمه في البورصة، وعليه فالبورصة الكفاء هي التي تعكس المعلومات المتاحة لديها في أسعارها أي أن أسعارها مسعرة بقيمة عادلة أي حقيقية، وللكفاءة ثلاث نماذج: النموذج الضعيف، المتوسط والقوي، فالكفاءة عند المستوى الضعيف تعني أن أسعار الأسهم تتبع نموذج السير العشوائي، وعوائد هاته الأسهم غير مرتبطة وغير ممكنة التنبؤ بها.

وعليه لابد من اختبار النموذج الضعيف لكفاءة بورصة عمان وذلك من خلال نموذج السير العشوائي عن طريق إختبار الارتباط المتسلسل، إختبار جذر الوحدة، إختبار التكرارات وإختبار نسبة التباين.

التساؤل الرئيسي

تعد كفاءة السوق أولى المهام التي تسعى إدارة السوق توفيرها لتشجيع عملية الإستثمار فإن ذلك يكون حافزا للمستثمرين لزيادة إستثماراتهم ودخول مستثمرين جدد، ومن أجل إستكشاف مدى كفاءة بورصة عمان وفق النموذج الضعيف، تختبر هاته الدراسة سيرورة الأسعار وفق نموذج السير العشوائي الذي إعتده الإقتصادي الأمريكي فاما، الذي أوضح بأن التغيرات في أسعار الأسهم يجب أن تكون مستقلة وموزعة توزيعا طبيعيا. وحتى يتسنى لنا القيام بذلك يمكنصياغة هذه الإشكالية في التساؤل الرئيسي التالي

فهل تتمتع بورصة عمان بالكفاءة وفق النموذج الضعيف؟

ومن أجل الإجابة على هذا التساؤل الرئيس يمكن الإستعانة بالتساؤلات الفرعية التالية :

- هل يتمتع القطاع المالي ببورصة عمان بالكفاءة وفقا للنموذج الضعيف؟
- هل يمكن إعتبار أن قطاع الصناعة لبورصة عمان كفاء عند المستوى الضعيف؟
- هل الشكل الضعيف من الكفاءة محقق في قطاع الخدمات لدى بورصة عمان؟

فرضيات الدراسة

وبنأنا التساؤلات السابقة يمكن صياغة فرضيات الدراسة على النحو الآتي :

- أسعار المؤشر العام لبورصة عمان تتبع نموذج السير العشوائي.
- التغيرات في أسعار مؤشر القطاع المالي لبورصة عمان مستقلة عن المعلومات التاريخية.
- أسعار مؤشر قطاع الصناعة ببورصة عمان تعطي إمكانية اللاتنبؤ بالتحركات المستقبلية للأسعار، وتعطي فرصة تحقيق عوائد عادية.
- تتصف التغيرات في أسعار مؤشر قطاع الخدمات لبورصة عمان بالإستقلالية والتوزيع الطبيعي.

أهداف الدراسة

تهدف هاته الدراسة إلى زيادة الوعي عند أكبر شريحة ممكنة من الأفراد حول أهمية ودور البورصة في الحياة الإقتصادية بشكل عام وكذلك حول دورها في توفير التمويل اللازم للمستثمرين بما

ينعكس إيجابيا على زيادة الإستثمار وتعزيز معدلات النمو الإقتصادي والمساهمة في تطوير وبناء الإقتصاد.

أهمية الدراسة

تتبع أهمية هذه الدراسة من الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في إقتصاديات الدول بشكل عام، والدور الذي تلعبه بورصة عمان بشكل خاص لتعبئة المدخرات نحو الإستثمارات المختلفة والتعرف على مدى كفاءتها وفقا للنموذج الضعيف خلال فترة زمنية شملت ما قبل الأزمة المالية، فترة الأزمة المالية 2008 وما بعد الأزمة، ومن شأن نتائج هذه الدراسة مساعدة إدارة السوق على زيادة درجة كفاءة السوق لتحقيق أهدافها وغاياتها، كما تفيدهم في وضع سياسات عامة لمراقبة أداء السوق والتحسب لأي احتمالات حادة والعمل على تفاديها، وكذلك مساعدة المتعاملين في السوق على وضع إستراتيجيات إستثمارية مناسبة.

منهجية الدراسة

إعتمدت هاته الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي والمنهج القياسي التجريبي أو المنهج المتكامل من خلال وصف وتحليل مؤشرات بورصة عمان. فقد إشتملت الدراسة على جميع الأسعار الشهرية لمؤشرات بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية 2015 وهي المؤشر العام، مؤشر القطاع المالي، مؤشر قطاع الصناعة ومؤشر قطاع الخدمات. وذلك بإختبار مدى إتباع الأسعار لنموذج السير العشوائي باستخدام الأساليب الإحصائية التي تقيس درجة الاستقرارية والتوزيعات الطبيعية التي تشمل إختبار جذر الوحدة، إختبار الارتباط الذاتي، إختبار التكرارات أو الدورات وإختبار نسبة التباين.

هيكل الدراسة

من أجل الوصول إلى هدف الدراسة تم تقسيم الموضوع إلى أربعة فصول، فصلين نظريين تناولا الاسواق المالية وكفاءة سوق الاوراق المالية، أما الفصلين التطبيين فقد تطرقا الى بورصة عمان ونتائج إختبار كفاءتها عند المستوى الضعيف.

مرجعية الدراسة و الدراسات السابقة

ومن الدراسات السابقة المتعلقة بهذا الموضوع مايلي:

- دراسة فاما 1965

هدفت إلى إختبار كفاءة السوق المالي عند المستوى الضعيف، حيث إعتد على أسعار الثلاثين سهما المسجلة بمؤشر داوجونز للفترة 1956-1961، حيث إحتسب معامل الارتباط بين التغيرات في لوغار يتم أسعار الأسهم بفجوة زمنية (فترات إبطاء) من يوم إلى عشر أيام، ووصلت الدراسة إلى أن معاملات الإرتباط المتسلسل قريبة من الصفر في معظم الأحوال حوالي 0.03 وكانت تقل كلما زاد الفاصل الزمني، وهي تؤكد التحرك العشوائي لأسعار الأسهم، ولا يمكن لأي مستثمر أن يعتمد على الأسعار الماضية في تكوين استراتيجية يحقق من خلالها أرباحا غير عادية.

- دراسة موفيد رواشده

هدفت هاته الدراسة إلى إختبار كفاءة قطاعات بورصة عمان، حيث إعتدت على المؤشرات اليومية للقطاعات بين 1992-2004، من خلال إختبار نسبة التباين، إختبار التتابع (التكرارات) وقد توصل إلى رفض فرضية السبر العشوائي وبالتالي فالإستثمار في جميع قطاعات بورصة عمان تعتبر ذات مخاطر مرتفعة .

- دراسة بشار علي وحسان هيلات

في هذه الدراسة يتم إختبار كفاءة السوق عند المستوى الضعيف للقطاعات الإقتصادية المدرجة أسهما في بورصة عمان المالي خلال الفترة الزمنية الشهرية الواقعة بين شهر جانفي 1997 إلى ديسمبر 2002، والبيانات اليومية من 2001/12/28 إلى 2002/12/24 بواقع 236 يوم خلال 2002 تم فيها تداول الأسهم، وتستخدم منهجية بوكس-جنكينز للتعرف على إستقرار البيانات، و تم تقدير دالة الإرتباط الذاتي والإرتباط الجزئي والتي تقيس العلاقة بين التغيرات في أسعار الأسهم للشهر السابق والتغيرات في أسعار الأسهم للشهر اللاحق، للتأكد من وجود إستقلالية في التغيرات التي تحدث في الأسعار اللاحقة على الأسعار السابقة للأسهم ، إذ تبين وجود هذه الإستقلالية عندها يمكن القول بأن بورصة عمان المالية تتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف.

- دراسة سام سعد محمد

هدفت الدراسة إلى إختبار فرضية كفاءة سوق عمان للأوراق المالية على المستوى الضعيف، وذلك بتطبيق ثلاثة إختبارات إحصائية وقياسية هي : الإرتباط الذاتي ، التكرارات، جذر الوحدة ديكي فولر المطور، بإستخدام بيانات عوائد مؤشر السوق من تاريخ 2009/1/1 حتى 2013/2/17 بينت الإختبارات الثلاثة أن السوق لا تتمتع بالكفاءة على المستوى الضعيف، وبالتالي هناك فرصة بتحقيق عوائد غير إعتيادية بسبب ارتباط البيانات التاريخية والأسعار المستقبلية للأسهم نظرا لأن حركة هذه الأسهم لا تتصف بالعشوائية.

- دراسة فاروق رفيق التهموني

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار فرضية السير العشوائي لبورصة عمان من خلال التطبيق على نوعين من المؤشرات في السوق وهم المؤشر المرجح بالقيمة السوقية والمؤشر المبني على الأسهم المتاحة للتداول وذلك من سنة 2003-2007 . وقد خلصت الدراسة إلى أن السوق لا يتمتع بالكفاءة على أساس المؤشر المرجح بالقيمة السوقية وعلى أساس المؤشر المبني على الأسهم المتاحة للتداول. وتبين أيضا أن المؤشر المرجح بالقيمة السوقية لا يعد مرآة صادقة للسوق وهو ما تبين من خلال نتائج ارتباط المؤشر مع المؤشرات القطاعية والذي تبين أنه مؤشر منحاز للشركات ذات القيمة السوقية الأعلى، وتبين أن المؤشر المبني على الأسهم المتاحة للتداول هو مؤشر معبر عن حركة السوق.

- دراسة سليم جابو

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2001-2010، وذلك من خلال تتبع حركة أسعار الأسهم المدرجة في بورصة عمان، والقيام بدراسة للمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر في حركة أسعار الأسهم، وإجراء تحليل فني قصد أكتشاف نمط للتغيرات التي تطرأ على حركة أسعار الأسهم من أجل التنبؤ بالحركة السعرية المستقبلية، وفي هذه الدراسة تم الإعتماد على نماذج الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد، إضافة إلى نماذج ARCH/GARCH نموذج إنحدار ذاتي مشروط بعدم تجانس التباين للأخطاء. وقد خلصت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم في بورصة عمان لا تتحرك بطريقة عشوائية، كما تبين نتائج الدراسة أن بورصة عمان حساسة بالصدمات الخارجية وإرتباطها سلبا بالأزمات الخيرة.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية للسوق المالية

تمهيد

للأسواق المالية عدة أسماء تشير كلها غالبا على مدلول واحد. فالبعض يسميها سوق الأسهم والسندات، وهذا الإسم وإن كان يعبر عن واقع أسواق الأوراق لمالية القائم اليوم، إلا أنه لايسمح باستحداث أدوات تعامل جديدة في السوق. ويسميها البعض سوق رأس المال، باعتبار أنها مصدر الأموال الضرورية لتمويل مختلف المشروعات. ويعرفها آخرون باسم السوق المالية أو السوق الإستثمارية، أي أنها سوق الأموال طويلة ومتوسطة الأجل تميزها لها عن السوق النقدية. وإن كان البعض قد توسع في تعريف السوق المالية ولم يقصرها على سوق الأوراق المالية وحدها، بل إمتد مفهومه للسوق المالية ليشمل البنوك وشركات التأمين وكافة الأجهزة المؤسساتية التي تقوم بدور الوساطة المالية. ومن الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية إسم بورصة الأوراق المالية.

1. ماهية الأسواق المالية

1.1 تعريف الاسواق المالية

تعد الأسواق المالية من المؤسسات المالية التي تحظى باهتمام جميع الدول المتقدمة والنامية، كونها ضرورية لجمع الأموال وحشد الإذخارات وتوجيهها نحو الإستثمارات، ويمكن من خلال السوق المالي كمساعد في عمليات التمويل والإستشارة من خلال العمل كوسطاء في السوق اومستثمرين، وتقوم البنوك في توفير التمويل على شكل قروض ورهن العقارات لهذا الغرض (شبيب، 2012، صفحة 35)

السوق المالية هي ذلك المفهوم المعروف والمجهول في آن واحد. فهي معروفة من حيث الإسم ومجهولة من حيث الدور والأهمية، خاصة إذا تعلق الأمر بالجمهور العريض. (جبار محفوظ، 2011، ص410)

السوق المالية هي مصطلح معرب لكلمة بورصة التي هي من أصل لاتيني تشير إلى المكان الدوري الذي كان يعقده تجار مدينة بروخ البلجيكية في قصر المصرفي **Burses Vanda** في منتصف القرن السادس عشر. وتستند فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث المرتكزة على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الفكرة على حجم السوق وعلى حجم الإنتاج، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية. وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية، وما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية، وقد جاءت تسمية الأوراق المالية من مفهوم سوق بشكل عام والإدارة التي يتم التعامل بها في تلك السوق (المشهداني و العبيدي، 2013، صفحة 162)

السوق المالية عبارة عن نظام يتضمن مجموعة من الأفراد والمؤسسات والأدوات والإجراءات والذي يعمل على إلتقاء وحدات الفوائض النقدية مع وحدات العجز النقدي، ويعتبر السوق المالي في أي دولة من دول العالم المرآة التي تعكس الأوضاع الإقتصادية والفرص الإستثمارية المختلفة في حشد المدخرات المحلية والإستثمارات الأجنبية وتوجيهها من وحدات الفائض إلى وحدات العجز لإستغلالها في المشاريع الإقتصادية المختلفة والتي تساعد في دفع عجلة الإقتصاد وتوسيع قنوات الإستثمارات المحلية. (دليل الإستثمار في بورصة عمان)

2.1 أهداف السوق المالية

تعتبر السوق المالية مؤسسة حيوية بالنسبة للشركات المساهمة والإقتصاد ككل، أي على المستويين الجزئي والكلي. فهي تعمل على جمع الإذخار من القطاع العائلي والمؤسسات المختصة

وتجنيد في تمويل المؤسسات والإقتصاد بمختلف قطاعاته. كما أنها تساعد المؤسسات على نشر رأسمالها في الجمهور الذي يرغب في الإستثمار في الأوراق المالية، أي الإكتتاب العام، لاسيما بعد توسع الشركات وتزايد احتياجاتها من رؤوس الأموال وأصبحت تفوق إمكانيات الأفراد، وربما حتى الجماعات. فالجمهور العريض هو المؤهل الوحيد، بما في ذلك المؤسسات المالية المختصة، لجمع أموال ضخمة لتلبية حاجة الإقتصاد الوطني من التمويل. وعليه فإن للسوق المالية مجموعة من الأهداف نذكرها فيمايلي:

1.2.1 الأهداف العامة للسوق المالية

وتتمثل أساسا في الأهداف التالية:

تجميع وتجنيد الإدخار:

كما هو الحال في الأدبيات الإقتصادية، فإن الإدخار هو ذلك الفائض من الدخل:أجر أو ربح أو ... الذي يحققه الفرد بعد قضاء كافة حاجاته الإستهلاكية، أي المبلغ الذي لم يصرف في الفترة المعنية بالدراسة. تستثمر الأموال المدخرة في مشاريع اقتصادية مختلفة، مما يبعدها عن خطر تآكل قيمتها نتيجة ظاهرة التضخم التي تميز معظم الإقتصاديات الحديثة. وعليه فإن السوق المالية هي تلك المؤسسة التي تقوم بمهمة تجميع الإدخار وتوظيفه وجعله منتجا بإقامة نشاطات اقتصادية منتجة. وبذلك يمثل الإدخار عن طريق شراء الأوراق المالية بالنسبة للمدخر توظيفا لأمواله في إنتظار عائد معين قد يكون ثابتا كما هو الحال عند شراء السندات أو متغيرا كما هو الحال في الأسهم.

و لا يختلف إثنان في أن المدخر في الأوراق المالية يحتاج دائما إلى الثقة التي تجعله يقدم على التوظيف هناك دون خوف على أمواله. من هنا فإنه يجب أن تتوفر في عملية التوظيف هذه الصفات التالية:

- الأمن التام للأموال المستثمرة:

وهذا يؤدي إلى طمأنة المدخرين وإقدامهم على توظيف أموالهم في الأوراق المالية، ليس بدافع وضع أموالهم في موضع آمن فحسب، وإنما ستنزايد في المستقبل وتنمو أيضا.

- السيولة:

انطلاقا من أن المدخر أو المستثمر في الأوراق المالية قد يحتاج في أي لحظة إلى أمواله لحدوث طارئ ما أجبره على تسديد جزء أو كل تلك الأموال إلى دائن معين، أو لإستثمارها في أوراق مالية أو أخرى يرى أنها أكثر مردودية، فإنه يحاول دائما الإستثمار في أوراق مالية تمتاز بسوق سائلة. حيث يقال عن ورقة

مالية أنها تمتاز بسوق سائلة، إذا ما استطاع المتعاملون فيها شراء أو بيع كميات معتبرة منها في أي وقت من الأوقات وفي ظروف معقولة، أي حسب رغبة المتعاملين. بذلك يستطيع المستثمر تحويل جزء أو كل رؤوس أمواله الموظفة إلى نقود سائلة لسد حاجاته أو تحويل استثماره إلى ورقة مالية أخرى. هذا ما يعرف بحركة الإدخار.

- الحماية من تناقص قيمة الأموال:

فالمدخر يخاف ارتفاع المستوى العام للأسعار وبالتالي تناقص القيمة الحقيقية لمدخراته، أي انخفاض القوة الشرائية لها. ويفضل عندئذ أن تتم هذه الحماية بالتوظيف في الأسهم التي تمثل حقوق الملكية في الشركات، حيث تأخذ أسعارها تلك المعلومات في الحسبان، أي تتغير أسعارها بحيث تعكس معدل التضخم السائد، على عكس السندات وغيرها من أدوات الدين.

- المردوية:

إن الهدف من الإستثمارات التي يقوم بها الأفراد والمؤسسات المختصة هو أساسا الحصول على عائد مرضي، ولولا ذلك لما فكر هؤلاء بالمخاطرة بأموالهم. قد يكون ذلك العائد في شكل فوائد أو أرباح أو قيم مضافة حسب صيغة الإستثمار المختارة. وعليه فإن المستثمر ينتظر دائما عائدا معتبرا للأموال الموظفة، باعتباره من المميزات الأساسية التي يجب أن تتصف بها عملية توظيف الأموال في الأسواق المالية. (محموظ، 2011، الصفحات 432-434). ولعل من أهم عوامل زرع الثقة في المدخرين هو إعلامهم بكل صغيرة وكبيرة فيما يتعلق بالشركات التي تصدر الأوراق المالية عبر السوق المالية وكذا الوضعية العامة للسوق، مما يتيح لهؤلاء المدخرين حرية الإختيار والإطمئنان على أموالهم. وعليه فإن هناك الكثير من المعلومات تقدم للمدخرين. (محموظ، 2011، صفحة 435)

ومنه فإن الهدف الرئيس للسوق المالية هو تجميع الإدخار على المستوى المحلي والدولي ومحاولة تنظيمه عبر قنوات محكمة قصد تجنيده واستعماله في تمويل مختلف أنشطة الإقتصاد المحلي. فللمدخرين الحرية في أن يتعاملوا مباشرة في السوق المالية بتسليم أوامرهم إلى السماسرة أو الوسطاء أو عن طريق صناديق التوظيف الجماعي كالمستثمرين المؤسساتيين وغيرهم والحصول على الأوراق المالية المرغوب الإدخار فيها. وبالتالي تعتبر السوق المالية أداة فعالة لجمع وتوظيف الأموال المدخرة. وتلتزم السلطات العمومية بحماية ذلك الإدخار من العابثين وحماية المدخر وزرع الثقة فيه حتى يتزايد حجم الإدخار ويتقلص حجم الإستهلاك، كنتيجة لذلك كما هو معروف. كما أن تعريف الجمهور بأهمية الإدخار عموما، وعن طريق السوق المالية بصفة خاصة -بالتعامل في الأوراق المالية- بالغ الأهمية في عملية التنمية المحلي، وذلك

بما تملكه السلطات العمومية من تشريعات ضريبية ووقائية وإعطاء الضمانات الكافية للمدخرين. (جبار محفوظ، 2011، ص438)

- نشر رأس مال الشركات:

يمثل رأس المال حصص أو حقوق المساهمين في رأسمال الشركة، والمتكونة أساسا من المساهمات المالية والعينية. إن وضعية أو هيكل رأسمال يحدد ملكية كل مساهم في المؤسسة ويحدد كيفية ممارسة السلطة داخل المؤسسة، كما يستعمل كقاعدة لتوزيع الأرباح. وعليه فإن رأس المال ما هو إلا مجموع الأسهم التي بيعت في السوق المالية أو المكتتب بها لصالح شركة ما وبذلك يصبح كل مشتر لمجموعة معينة من تلك الأسهم مالكا لجزء من الشركة، وفقا لعدد الأسهم المشتراة ويتمتع أو يتحمل كافة النتائج المحققة من قبل المؤسسة حسب ذلك العدد أيضا. وتجدر الإشارة هنا إلى أن الكثير من التشريعات تحدد الحد الأدنى من رأس المال للشركة، خاصة إذا أريد لها أن تقيد في السوق الرسمية أو الأولى، إذ من شروط التقييد أنه يجب ألا يقل رأس مالها عن حد معين وأنه على الشركة أيضا نشر نسبة معينة من رأس المال في الجمهور، أي التخلي عن جزء منه لصالح القطاع الخاص. (محموظ، 2011، صفحة 438)

- المساعدة على تطور التجمعات الصناعية والتجارية والخدمية:

كثيرا ما يلاحظ في الحياة الإقتصادية المعاصرة حدوث عمليات وصفقات ضخمة مثل:

- الإدماج أو الإنضمام: يعني انصهار شركتين أو عدة شركات بتجميع ممتلكاتها وتكوين شركة جديدة. في هذه الحالة فإن الشخصية القانونية لكافة الشركات المندمجة تفسخ وتحل محلها الشخصية القانونية للشركة الجديدة. وعليه فإن رأس مال هذه الأخيرة هو عبارة عن مجموع رؤوس أموال الشركات المنظمة، أي مجموع الأسهم في تلك الشركات. نفس الشيء تقريبا يمكن أن يقال عن انضمام بقية المؤسسات كالبنوك وغيرها.
- الصفقات التي تتم لأغراض الرقابة: عادة ما تهدف هذه الصفقات للسيطرة على شركة ما أو على فرع منها. يقال أن شركة ما تسيطر وتراقب شركة أخرى إذا كانت تملك أكثر من 50% من رأسمالها أو أسهمها، وبذلك يصبح ذلك الجزء فرعا منها .
- الإمتصاص: يعني الإستيلاء على شركة بأكملها من طرف شركة أخرى وبذلك تفقد الشركة محل الإمتصاص شخصيتها القانونية، أي تحل نهائيا. وينتج عن الإمتصاص استحواذ الشركة التي تمتص شركة أخرى على ميراث الشركة الممتصة من آلات، مباني، حسابات دائنة، ديون...إلخ. وبذلك يمكن القول أن هذه الشركة قد استولت على رأس مال الشركة الثانية.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه العمليات التي تتم بين الشركات تخص أساساً بند رأس المال، لاسيما ملكية وانتقال رأس المال من شخص طبيعي أو معنوي لآخر. لاشك في أن سوق الأوراق المالية تساعد كثيراً في إتمام هذه العمليات. فالشركة المقيدة في البورصة يمكن شراء أسهمها وأوراقها المالية بصفة عامة بسهولة وبالتالي يسهل تحويل جزء أو كل رأس مالها من شخص لآخر. كما تحتاج هذه العملية على تسعير الأوراق المالية محل التحويل، حيث تسهل السوق المالية هذه العملية أيضاً بملاقة العرض والطلب على تلك الأوراق. كما تسمح عملية التسعير بتقييم أولي للشركة محل الرقابة أو الإمتصاص أو الشركات المنظمة، باعتبار أن القيمة السوقية للشركة ما هي إلا سعر السهم الخاص بها في البورصة مضروباً في عدد الأسهم المكونة لرأس المال أو المكتتب بها.

كنتيجة لتلك العمليات والصفقات الكبرى التي تتم بين الشركات الصناعية نلاحظ انتقال شركات بأكملها من مالك لمالك آخر، وذوبان شركات في شركات أخرى وظهور شركات ضخمة من تجمع العديد من الشركات المتوسطة والصغيرة، هذا على مستو البلد الواحد. كما قد تأخذ العملية بعداً دولياً بانتقال الشركات من بلد لبلد آخر ومن مالك أجنبي إلى مالك أجنبي آخر وهكذا... وهذا ما يعرف بحركية الهياكل الصناعية. كل هذه الحركية تتم عن طريق السوق المالية لتلك الشركات، وبذلك فالسوق المالية بتداول الأوراق المالية لتلك الشركات، وبذلك فالسوق المالية تسهل تلك الحركية كثيراً.

دوافع هذه الحركية المستمرة كثيرة ومتنوعة. فبعض الشركات تشتري أسهم شركات أخرى بغرض القضاء أو الحد من منافستها، أو من أجل رفع فعالية ومردودية منتجاتها، أو بكل بساطة لأنها ترى فيها صفقة مربحة، إذا ما رأت أن أسهمها تباع في البورصة بأقل من قيمتها الحقيقية، على الرغم من أن عملية الشراء هذه تجعل الطلب يزداد على الأسهم المعنية، مما يرفع من سعرها ويجعله قريباً أو مساوياً للسعر الحقيقي. (محفوظ، 2011، الصفحات 440-442)

- قياس وضعية الإقتصاد المحلي:

لقد قيل في فترات سابقة، أن السبب في ارتفاع الفعالية لكثير من الشركات الأمريكية هو الكفاءة التي تميز الأسواق المالية هناك. وإن دل على شيء فإنما يدل على العلاقة الوطيدة بين الأسواق المالية والشركات العاملة في الولايات المتحدة. كما أن هذه العلاقة صحيحة إلى حد ما في بقية البلدان المتقدمة التي تتوفر على أسواق مالية نشيطة. وعليه فإن للسوق المالية دور في تنشيط وتمويل الإقتصاد المحلي ككل.

فعلى مستوى المؤسسة، فإن المدخر الذي يقوم بشراء الأوراق المالية التابعة لتلك المؤسسة (أسهم وسندات وغيرها)، ينتظر مقابلاً عن ذلك المبلغ المدخر وذلك على الأقل - لحمايته من التآكل بفعل التضخم. كما أن

البورصة عادة ما تفرض على المؤسسات- بصورة مباشرة أو غير مباشرة- تحقيق نتائج أحسن من سنة لأخرى، وبالتالي يحقق المستثمرون أرباحا تشجعهم على الإستثمار في أوراق تلك الشركات وهكذا...

وتجب الإشارة هنا إلى أن الظاهرة العامة التي تربط المؤسسة بالبورصة أساسا هي أسعار أسهمها وسنداتها المتداولة من جهة، وتطور تلك الأسعار من جهة أخرى. إن سعر الورقة في البورصة يعكس بصدق، وإلى حد ما، وضعية الشركة المعنية، خاصة من حيث الأرباح المحققة، المردودية وكذا ثقة المستثمرين والمختصين. كما أن تطور تلك الأسعار يعكس- بالإضافة إلى ذلك-مدى قدرة الإدارة المعنية على إدارة المؤسسة بصورة جيدة، مما جعلها تفف في وجه المنافسة الشديدة التي تمتاز بها السوق في أغلب الأحيان، والظروف الخارجية بصفة عامة وتحقق نتائج مرضية. أو عكس ذلك إذا كان التطور في الأسعار سلبيا خلال مدة معقولة. لعل أهم تأثير متبادل بين الشركة باعتبارها جزء من الإقتصاد المحلي وبين البورصة يظهر عندما تعلن شركة ما عن تسجيل خسائر معتبرة- ولو في أحد فروعها- حيث ينعكس ذلك مباشرة على أسعار أسهمها وتنخفض انخفاضا يتناسب مع الخسائر المسجلة. وبذلك تعكس البورصة، إلى حد ما، كافة الأنشطة والتطورات التي تقوم بها الشركات المقيدة.

أما على مستوى الإقتصاد الوطني فإن التأثير متبادل أيضا بين البورصة والإقتصاد على المستوى الكلي. فالتغيرات التي تسجل في البورصة تؤثر في الإقتصاد، وبالمثل فإن التغيرات التي تحدث في هذا الأخير تؤثر على البورصة. وعليه فإن أي تغير في البورصة من شأنه أن يمس هذه الشركات ويخفض أو يرفع من قيمتها السوقية بصورة معتبرة لاشك يؤثر كثيرا في وجهة الإقتصاد الوطني ككل من يد عاملة، أسعار، دخل وطني وغيره من أوجه التأثير. ومن جهة أخرى فإن التغيرات التي تسجل على المستوى الكلي تؤثر كثيرا على تلك المؤسسة المالية (البورصة). ففترة معقولة من الكساد كافية لتؤثر بشكل سلبي على تلك الشركات وبالتالي على البورصة، إذ تنخفض أسعار الأوراق المالية وينخفض مقدار الإستثمار وغيرها من النتائج المترتبة.

لعل من أبرز الظواهر الكلية الأخرى التي تؤثر على مسيرة البورصة الأحداث السياسية، خاصة الإنتخابات التشريعية والرئاسية للبلدان التي توجد فيها البورصة. (محفوظ، 2011، الصفحات 442-444)

هذا لايعني أن الأحداث السياسية هي الوحيدة المسؤولة عن التغيرات الطارئة والمفاجئة التي تمر بها البورصات، بل هناك العديد من الأسباب منها الإكتشافات الهامة لمناجم الذهب وغيره من المعادن الثمينة، البترول والثروات الطبيعية الإستراتيجية، الإختراعات التي من شأنها أن تقلب حقلا صناعيا معينا رأسا على عقب، أسعار الفائدة، خاصة تلك المتعلقة بالسندات والعملات الرائدة في العالم كالدولار الأمريكي،

الين الياباني والبيورو وغيره من العملات. هناك عوامل أخرى تتأثر بها البورصة مثل الحروب، المستوى العام للأسعار أو التضخم، المستوى العام لليد العاملة والبطالة ووضعية الموازين التجارية وموازن المدفوعات للدول العظمى، خاصة الولايات المتحدة، وغير ذلك من الظواهر الإقتصادية. فالبورصة الكفؤة تعتبر المرآة التي تعكس بصدق وضعية الإقتصاد الوطني، وأكثر من هذا فإن المراحل التي تمر بها تعد ترجمة للسياسات الإقتصادية والمالية للبلد.

لقد استمرت البحوث في ميدان معرفة مدى تأثير البورصة بالوضعية الإقتصادية للبلد المعني وعكسها لتلك الوضعية عشرات السنين. إذ قام المكتب الوطني للبحوث الإقتصادية في الولايات المتحدة مشاريع بحوث مركزة وشاملة، استعمل فيها المختصون والمهتمون بالبورصة المئات من السلاسل الزمنية كأسعار الأسهم والسندات، الأرباح المحققة من طرف الشركات ومضاعف السعر، Price Earning Ratio, PER، ومعدلات النمو الإقتصادي وغيرها من المؤشرات الإقتصادية الكلية.

من أهم البحوث التي أجريت في هذا المنحى خلال عشرية الخمسينات من القرن الماضي تلك البحوث التي قام بها صولومان Soloman ووسطن Weston . بالنسبة للأول فقد قام في سنة 1955 بتحليل العلاقة بين أسعار الأسهم ومعدلات النمو الإقتصادي، مركزا على العلاقة بين تطور الناتج المحلي الإجمالي Gross National Product, G.N.P والتغيرات المسجلة في مؤشر Standard & Poor's index الخاص ب 425 شركة صناعية. وقد توصل في هذا الشأن إلى أن هناك علاقة وطيدة بين تطور الناتج الوطني الإجمالي وبين تطور أسعار الأسهم إلى درجة أنه قال " أن مستوى أسعار الأوراق المالية في سنة 1955 كانت جد قريبة من تلك التي كان بالإمكان التكهّن بها، إذا ما كانت القاعدة المستعملة في ذلك هي تطور الناتج المحلي الإجمالي والعلاقة بين ذلك التطور وأسعار الأوراق المالية".

أما Weston فقد قام سنة 1956 بدراسة الكثير من العلاقات بين الظواهر الإقتصادية والمالية ليصل تقريبا إلى نفس النتيجة التي توصل إليها Soloman سنة قبله. إذ وجد أن هناك علاقات وطيدة بين كل من:

- الدخل الوطني الإجمالي وبين المبيعات الإجمالية
- الأرباح المحققة والتوزيعات (الأرباح الموزعة)
- الأرباح الموزعة وأسعار الأوراق المالية.

كنتيجة لما سبق، وجد Weston أن هناك علاقة وطيدة بين الدخل الوطني الإجمالي وبين أسعار الأوراق المالية. كما قام بالتكهن بأسعار الأوراق المالية وكذا بمستوى مؤشر Standard and poor's، وقد أصاب في بعضها، خاصة فيما يتعلق بتوقعاته لمستوى المؤشر السابق سنة 1970.

لقد كانت تلك الدراسات والبحوث وغيرها ألا وهو الإجابة على السؤال المتعلق بالبورصة وكيفية عكسها للواقع الإقتصادي للبلد المعني، أي هل البورصة هي مقياس جيد لوضع الإقتصاد الوطني. وعليه فارتكاز تلك البحوث على المؤشرات الإقتصادية الكلية يرجع إلى تمثيل تلك المفاهيم الكلية كالدخل الوطني الإجمالي GNP لمستوى النشاط الإقتصادي للبلد محل الدراسة، أو كالمؤشرات البورصية وغيرها من المؤشرات على مستوى الإقتصاد الكلي niveau macro-économique .

وتجدر الإشارة إلى أن الظواهر السابقة التي تم تحليل تأثيرها على البورصة هي ظواهر عارضة وطارئة، أي على الأمد القصير الذي قد يكون قصيرا جدا، كالظواهر التي تدوم عدة أيام أو حتى يوما واحدا. إذ لوحظ أن ذلك التأثير قد يتراوح من التغير البسيط في أسعار الأوراق المالية إلى الإنهيار التام وخروج العديد من المستثمرين من السوق نهائيا نتيجة إفلاسهم.

أما على الأمد الطويل فإن وضعية البورصة مستقرة نسبيا. فباستثناء تلك الهزات التي تحدث من فترة لأخرى فإن مؤشرات البورصات في تزايد مستمر، عاكسة بذلك النمو الإقتصادي للبلد المعني.

وانطلاقا من أن البورصة تعتبر المرآة التي تعكس الوضعية الإقتصادية للبلد المعني، وأن تحسين وضعية البورصة في هذا الإتجاه تهدف إلى تحسين وضعية الإقتصاد المحلي ككل وذلك بتشجيع الإدخار وتوجيهه عبر قنوات سليمة نحو السوق المالية، بنشر الوعي الإدخاري والإستثماني وحملات التعريف والإشهار الموجهة للجمهور الواسع. كل ذلك لغرض أساسي هو تمويل الإقتصاد الوطني عن طريق السوق المالية، والوصول إلى التخصيص الكفاء للموارد المتاحة، أو كفاءة التخصيص allocation efficiency . (محفوظ، 2011، الصفحات 446-450)

2.2.1 أهداف أخرى للسوق المالية

بالإضافة إلى الأهداف الرئيسية للسوق المالية والتي ذكر أهمها ، فإن هناك أهدافا ثانوية أخرى أهمها أنها تمتاز بأنها:

- سوق مستمرة وبذلك يستطيع المستثمر في الأوراق المالية أن يستعيد أمواله الموظفة في تلك الأوراق في أي لحظة يريد بسرعة وتكلفة معقولتين، خاصة إذا ما إحتاج لتلك الأموال لطارئ من الطوارئ. يتم ذلك عن طريق البورصة ببيع تلك الأوراق والحصول على الأموال الموظفة، بالإضافة على نسبة من الأرباح، في أغلب الأحيان. بذلك فإن البورصة النشيطة تعني سهولة وسرعة تداول الأوراق المالية التي يمكن تحويلها إلى سيولة متى شاء المستثمر.

تظهر أهمية البورصة في هذا المنحى جليا عند مقارنة توظيف الأموال في السوق المالية وتوظيفها في أشكال أخرى من الإستثمار كسواء المباني أو الأراضي وما شابه ذلك من عقارات والأصول والمعادن الثمينة. إذ نلاحظ أن عملية تحويل هذه الأشكال الأخيرة إلى سيولة نقدية أمر بطيء نسبيا ويتطلب إجراءات قد تكون معقدة ومكلفة أكثر، على عكس التوظيف في الأوراق المالية.

كما تساعد هذه الميزة على إتمام عمليات الموازنة أو المراجعة Arbitrage. إذ يقوم الوسطاء بالشراء من الأسواق حيث الأسعار منخفضة والبيع في تلك التي تكون بها الأسعار مرتفعة والإستفادة من الفرق بين السعرين (تحقيق الربح).

فالإستمرارية في البورصات تسمح للوسطاء والسماسرة بإجراء المقارنة فيما بين أسعار الأدوات المالية والتصرف بسرعة عند تسجيل فرق أو فروق في الأسعار في تلك البورصات المتواجدة في بلدان بعيدة عن بعضها البعض.

- أداة مساعدة على تحديد أسعار الأسهم والسندات وغيرها Cours . فالبورصة مكان لإلتقاء العرض والطلب على تلك الأوراق، وعليه فإن التنافس عليها من قبل ملايين الباعة والمشتريين يجعل كل من العرض والطلب يتغير ارتفاعا وانخفاضا، وفي نهاية الأمر يتحقق التوازن بينهما، ويحدد سعر البيع بصورة آلية. وهكذا بالنسبة لكافة الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وبعد ذلك يتم نشر القائمة الرسمية للأسعار من طرف السلطات المالية. ولولا وجود البورصة لاستحال تحديد تلك الأسعار بصورة فعالة، على الرغم من إمكانية تحديدها من قبل أطراف متخصصة أخرى كالمؤسسات المالية، البنوك والوسطاء بصورة تقريبية فقط.

- وسيلة لتقديم الإرشادات والنصائح للمستثمرين والمديرين. إذ يمكن للمحتاجين لرؤوس الأموال أن يتوجهوا للسوق المالية للحصول على أحسن السبل للتزويد بتلك الأموال. كما أنه عادة تتبع تلك السوق، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، هيئات عمومية وخاصة تقدم مختلف الخدمات للزبائن من مدخرين، مستثمرين ومديرين، في شكل معلومات وتحاليل وتوجيهات وحتى تحذيرات وغيرها من الخدمات.

3.2.1 الأهداف الخاصة للسوق المالية

يقصد هنا بالأهداف الخاصة تلك الأهداف التي تحققها الشركة من وراء دخولها إلى السوق المالية، سواء باعتبارها كيانا مستقلا أو كمجموعة من المساهمين. وتتمثل تلك الأهداف في :

-تنويع مصادر التمويل :

عادة ما تحاول الشركات استعمال مصادرها الخاصة في تمويل كل من الإستغلال والإستثمار، أي التمويل الذاتي. غير أن هذا الأخير قد لا يكفي لتغطية كافة الإحتياجات، مما يجعل إدارة الشركة مضطرة للجوء إلى التمويل الخارجي بمختلف أشكاله، وبما يضمن له المرونة والإستقلالية وكذا الإستفادة من كافة مزايا تلك الأشكال من التمويل. من هنا تأتي أهمية تقييد الشركات في السوق المالية بغرض القيام بعمليات اللجوء العلني للإدخار، واستعمال الأموال المتجمعة لإنشائها وتوسيعها. هذا في الحالة العامة. أما الحالات الخاصة فهي كثيرة ومتنوعة أهمها فيمايلي:

-إذا أراد المساهمون تدعيم بند رأس المال الخاص دون تضييع السيطرة على الشركة يمكنهم إصدار الأسهم الممتازة التي تعطي لحاملها الأولوية في الأرباح ولا يحق له التصويت والمساهمة في إدارة الشركة.

-إذا كانت الشركة ترغب في التوسع فيمكنها رفع رأسمالها عن طريق السوق المالية، وذلك بإصدار أسهم جديدة يمكن للمساهمين القدامى والجدد الإكتتاب فيها ومن ثم يتم جمع رؤوس الأموال الضرورية لتمويل التوسع المرغوب فيه بتكاليف وشروط معقولة.

-إذا كانت إدارة الشركة غير متأكدة من ظروفها المالية في المستقبل بإمكانها إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم لسد إحتياجاتها من التمويل في المرحلة الراهنة بعائدات تلك السندات وتدعيم رأسمالها الخاص في المستقبل.

-إذا أرادت التحوط ضد تذبذب أسعار الفائدة يمكنها إصدار سندات بأسعار فائدة متغيرة وبذلك يمكنها الحصول على رؤوس الأموال الضرورية للتمويل دون تسجيل الخسائر الناتجة عن تغير أسعار الفائدة في السوق. إلى غير ذلك من إمكانيات الإصدار بواسطة منتجات مالية تتماشى وظروف المؤسسة الداخلية والخارجية، لاسيما ظروف السوق من جهة وأهدافها المرسومة من جهة أخرى.

- تحقيق الشهرة

إن التقييد في البورصة يزيد من شهرة الشركة من حيث أنها تصبح معروفة أكثر من قبل الجمهور العريض وكذا منتجاتها. إذ ستصبح حديث الصحف والمجلات المالية المتخصصة والتلفزيون والراديو والإنترنت وغيرها من وسائل الإشهار. كل هذا يدعم شهرتها ومصداقيتها لدى المتعاملين الإقتصاديين من أفراد ومستثمرين وبنكيين وممولين وزبائن وشركات استثمار ويزيد من ثقتهم فيها، الشيء الذي يسهل لها الحصول على رؤوس الأموال في المستقبل كلما احتاجت لذلك، خاصة إذا ما امتازت بالملاءة والكفاءة. كما يتيح لها ذلك التقييد نشر إسمها في النشرة الرسمية للبورصة *la cote* يوميا، كما هو الحال في معظم البورصات في العالم، وبذلك تحقق إشهارا وطنيا ودوليا لاتستطيع الوصول إليه دون هذه الوسيلة، أي التسجيل في البورصة، خاصة وأن معظم تلك النشرات وغيرها أصبحت تنشر على مواقع الأنترنت للبورصات المعنية.

ضمان استمرارية الشركة

يقصد باستمرارية الشركة *pérennité* بقائها في ممارسة النشاط بعد ذهاب أو موت أحد المؤسسين أو أحد المساهمين المهمين دون تقسيمها أو تصفيتها. ففي حالة الذهاب يتم ذلك بتخلي المساهم عما بحوزته من أسهم لأي مستثمر آخر وتستمر الشركة المعنية في صورتها وشكلها القانوني المعتاد. أما في حالة الوفاة، خاصة في الشركات ذات الطابع العائلي، فإن الأسهم تنتقل إلى الورثة مع السماح لهم، كما هو الحال في التشريعات الفرنسية، ببيع جزء من تلك الأسهم في البورصة (إلى حد 49%)، لتغطية مصاريف انتقال ملكية الأسهم الباقية إليهم. يتم ذلك بالأسعار السائدة لتلك الأسهم ودون اضطراب في مسار الشركة. وربما تمر العملية (انتقال الملكية) دون انتباه يذكر من قبل الجمهور. وهكذا تنتقل ملكية الشركات من جيل إلى جيل بصورة سهلة وسلسة وشفافة بأسعار وتكاليف معقولة باستعمال تقنيات البورصة دون تفتيت أو حل تلك الشركات.

تسهيل مساهمة العمال وهيكل المساهمين

إن تسجيل الشركة في البورصة يسهل كثيرا شراء العمال لأسهم شركاتهم أو الحصول عليها مجانا إذا ما أرادت الإدارة تحفيزهم أو مكافأتهم، خاصة إذا ما تم مقارنة الوضعية مع شركة أخرى غير مسجلة، حيث يصعب ذلك. وبنفس الطريقة يمكن القول أن وجود الشركة في البورصة يسهل كثيرا تخلي هؤلاء العمال عما بحوزتهم من تلك الأسهم بغرض تحقيق الأرباح. وعليه فإن تسجيل الشركة في البورصة مفيد للعمال من حيث سيولة الأسهم الموجودة في محافظهم.

وفي نفس المنحى يمكن للشركة المسجلة أن تعدل وتهيكل مساهميتها ودانيتها بالكيفية التي ترى أنها الأفضل. إذ يمكنها تحديد أو تغيير عدد حملة الأسهم العادية، وحملة الأسهم الممتازة، وحملة السندات وغيرهم من حملة المنتجات المالية، وذلك حسب أولوياتها وأهدافها المرسومة. ويلاحظ أنه لولا وجود الشركة المعنية بتلك الهيكلة في البورصة لما استطاعت تحقيق ذلك بسهولة ومرونة.

تسهيل البيع لصغار المساهمين

إن مشكل السيولة مطروح دائما في البورصات بالنسبة لكافة المساهمين، وأنه مطروح بحدة أكثر بالنسبة لصغارهم. إذ يصعب على هؤلاء التخلي عما بحوزتهم من أسهم، على قلتها، لولا وجود البورصة وتسجيل الشركات فيها، على اعتبار أنه في حالة الشركات غير المسجلة أو غير المقيدة في البورصة فإن حملة الأسهم يتوجهون إلى الشركة المصدرة لبيع أسهمهم (وتعتبر بمثابة إعادة شراء الشركة لأسهمها)، مما يستغرق وقتا أطول وبما تكلفه أعلى وبسعر قد يكون غير عادل أيضا مقارنة بالبيع في البورصة.

أهداف أخرى

هناك العديد من الأهداف الأخرى لتسجيل الشركات في البورصة نذكر أهمها فيما يلي:

- تحقيق الأرباح بالنسبة للمساهمين القدامى: إذ تسمح لهم البورصة بالتخلي عن جزء أو كل ما بحوزتهم من أسهم، وذلك حسب رغبتهم، وتحقيق الأرباح الرأسمالية plus-value، من وراء ذلك.
- إن التسجيل الناجح للشركة في البورصة يزيد من ثقة المديرين في أنفسهم ويجعلهم يحصلون على عقود شراكة partenariat، قد تكون ضرورية لتحسين وضعية الشركة والرفع من قدرتها التنافسية.
- يعتبر التقييد في البورصة وسيلة من وسائل الرقابة الداخلية على الإدارة ومتخذي القرارات بصفة عامة، حيث تعطى صلاحيات واسعة للجمعية العامة للمساهمين (بنوعها العادي والطارئ)، في إدارة ومراقبة الشركة بشفافية أكبر مما لو كانت غير مقيدة.
- تأهيل الشركة وجعلها أكثر صلابة، لاسيما من الناحية المالية، حيث يتم ذلك بواسطة تعديل هيكل رأسمالها، خاصة تدعيم رأسمالها الخاص.
- يسهل تداول الأوراق المالية للشركات المقيدة خارج الوطن، الشيء الذي يؤدي إلى عولمتها وعولمة الاقتصاد ككل نتيجة عولمة معظم شركات البلد المعني. (محفوظ، 2011، الصفحات 450-456)

- تنوع المنتجات diversification، حيث أصبحت المؤسسة العصرية تعطي أهمية خاصة لظاهرة المخاطر، مما جعلها تنوع من منتجاتها والدخول إلى قطاعات أخرى، اعتبرت في السابق ليست من اختصاصها. هذا التنوع يتطلب سيولة ضخمة.

كل هذه العوامل وغيرها أدت بالمؤسسة إلى البحث عن وسائل أخرى للتمويل، خاصة التمويل طويل الأجل. هذا من ناحية. ومن ناحية ثانية، هناك القطاع العائلي والمؤسسات المالية من بنوك، شركات التأمين وشركات توظيف الأموال وغيرها... والتي تتوفر على قدرات مالية ضخمة تتمثل في الإدخار المتجمع لديها، والذي ينتظر التوظيف. ومنه فإن هناك مؤسسات مالية تتوفر على تلك الأموال، ومن هنا تأتي أهمية السوق المالية باعتبارها مكان إلتقاء الطرفين السابقين. (محموظ، 2011، الصفحات 546-547)

3.1 متطلبات قيام الأسواق المالية

لقيام سوق مالية في دولة ما لا بد من توافر مجموعة من المتطلبات الضرورية أهمها:

توفر الاستقرار السياسي للدولة: وهو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال، وذو أهمية كبيرة بالنسبة لمستثمرين أجانب، و على الدولة أن تؤمن لهم انتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم، كما شعر إلى التخفيض من التضخم والسيطرة عليه لتشجيع انتقال رؤوس الأموال وكذا تشجيع الاستثمار، ويرتبط بذلك ضرورة الاهتمام بالمرافق العامة كالمواصلات والاتصالات المختلفة.

- تشجيع القطاع الخاص

يتطلب قيام أسواق المال أن يكون اللاعب الأساسي في السوق هو القطاع الخاص، لتشجيع دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، ويتحقق ذلك من خلال:

-تبني سياسة اقتصادية ليبرالية قائمة على اقتصاد السوق.

-توافر الأطر التشريعية و القانونية المناسبة التي تحفز هذا الدور.

-منح القطاع الخاص بعض المزايا الضريبية (الجبايية) لتدعيم دوره في التنمية الاقتصادية.

-وجود عدد كاف من الشركات المساهمة.

-وجود نظام ضريبي (جباي) مرن و غير مغال في أسعاره.

وجود جهاز بنكي متكامل وتوافر بنك مركزي كفؤ:

يعتبر الجهاز البنكي ومؤسساته الدعامة الأساسية لوجود سوق مالي، وذلك بصفته الوسيط المالي الأساسي الذي يعمل على تعبئة المدخرات، ويحقق هذا المطلب لسوق المال الحجم المناسب من المدخرات.

وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفوة في الدولة:

يتطلب قيام سوق مالية في دولة ما وجود عدد كاف من المؤسسات المالية ذات الكفاءة في هذه الدولة مثل: شركات التأمين والشركات المالية وبنوك الاستثمار وشركات المستثمرة وشركات إدارة المخاطر. وهذه المؤسسات المالية تقوم بدور الوسيط بين المتعاملين في الأسواق المالية.

القدرة على تحويل الموارد المتحصل عليها إلى استثمارات

ويتطلب هذا المطلب من خلال توافر مجموعة كافية ومتنوعة من الأدوات المالية المناسبة لرغبات المستثمرين، بالإضافة إلى تشجيع و تنمية الوعي الاستثماري وتهيئة السبل أمام الاستثمار في الأوراق المالية.

توافر الشفافية وشبكة من الاتصالات.

المتطلبات الكافية لقيام سوق المال وهي: أدوات السوق ممسكة بأسهم وسندات الشركات المساهمة، وأنظمة التداول القائمة على وسطاء السوق والمتعاملين فيها، ثم أنظمة المفاضة و التسوية. (القادر، 2006، صفحة 98)

4.1 أهمية السوق المالي في الإقتصاد

-يلعب دورا رئيسيا في تخطيط السياسة النقدية ويؤثر في دور البنك المركزي في تغيير سعر الفائدة.

-يساعد في توفير سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل .

-يساعد في توفير مصادر طويلة الأجل عن طريق ما يعرف بعمليات سوق رأس المال.

-يساعد على تنمية الإدخار وزيادة توجيه المدخرات المالية لماله من تأثير على زيادة تشجيع الإستثمار.

-يساعد وجود السوق المالي على تنظيم ومراقبة الإصدارات للأوراق المالية.

-وجود سوق مالي يساعد في عدالة تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة. ومن هنا فإن ذلك يساعد على توجيه الإستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحا. (البكري، الأسواق المالية والدولية، 2002، صفحة 23)

2. الأسواق المالية الناشئة

لقد تميزت العديد من البلدان النامية لفترة طويلة بضعف الدخل الوطني وثقل المديونية الخارجية والإختلالات في الميزانيات العمومية والموازن التجارية. كما سيطرت الحكومات فيها على جوانب كبيرة من الأنشطة الاقتصادية والاجتماعية بامتلاكها للعديد من المؤسسات العمومية، التي عادة ما تعمل في مختلف المجالات بمرودية وفاعلية متدنيتين مقارنة بمثيلاتها في القطاع الخاص. لهذا قامت تلك الدول بعملية خوصصة (تخصيص) واسع و منذ مطلع الثمانينات من القرن الماضي ضمن برامج إصلاحات اقتصادية وتصحيحات هيكلية شاملة.

أما فيما يتعلق بتمويل تلك الإقتصاديات فلقد كان الإعتماد شبه كلي على البنوك ومؤسسات الإقراض المتخصصة (وساطة بنكية ومالية)، بالحصول على قروض تمويلية كانت في الكثير من الأحيان بشروط قاسية، الشيء الذي رفع من تكلفة التمويل للمؤسسات العمومية في تلك البلدان وعمق عجزها وضعفها وعدم قدرتها على المنافسة. كل ذلك دفع تلك الدول لتقديم تسهيلات وتحفيزات ضريبية للإستثمارات الخارجية لجلب رؤوس الأموال والنهوض باقتصاداتها في تحقيق التنمية المنشودة. (محفوظ، 2011، صفحة 674)

1.2 ماهية الأسواق المالية الناشئة

لقد ساهمت المشاكل الاقتصادية والمالية السابقة وغيرها من ظهور ونمو ما يعرف اليوم بالأسواق المالية الناشئة les marchés financiers émergent. والملفت للإنتباه أن بعض هذه الأسواق حديثة النشأة(السعودية 1985، بيدابيست 1990، صوفيا 1991، براق 1993، الجزائر 1999، دبي مارس 2000، أبوظبي نوفمبر 2000) والبعض الآخر قديم يعود إلى القرن التاسع عشر (الأرجنتين 1854، الربقواي 1864، الهند 1875). ولهذا تبدو هذه التسمية، أي الأسواق المالية الناشئة او البورصات الصاعدة حديثة العهد وإنما هي أسواق نشطت بصفة ملحوظة في العقود السابقة، وذلك في ظروف اقتصادية خاصة مرت بها البلدان المعنية. فأغلب تلك الدول قام بتنفيذ برامج خوصصة طموحة واصلاحات اقتصادية شاملة، كما سبق وان أشرنا، كما أن بعضها قد عجز عن تسديد الديون الخارجية له default وزيادة مخاطر البلد والمخاطر المالية فيها. عندئذ قامت السلطات العمومية فيها بتنظيم تلك

الأسواق وتنميتها لضمان تمويل إقتصادات الوطنية عن طريق تعبئة الإدخار الوطني والأجنبي عبر تلك الأسواق الصاعدة emerging markets .

ولقد عرف البنك العالمي الأسواق المالية الناشئة بأنها " أسواق رأس المال الموجودة في الدول النامية". و عرف الدول النامية بأنها " الدول التي يقل فيها الناتج الوطني الإجمالي للفرد عن 8955 دولار". ولقد اتسمت هذه الأسواق بمعدل نمو مرتفع نسبيا من سنة لأخرى، خاصة منذ سنة 1985، الأمر الذي جلب المستثمرين الأجانب، مدفوعين بالعوائد المرتفعة ومزايا التنوع فيها مقارنة بالأسواق المتقدمة. كما أنه معروف عن هذه الأسواق شدة التذبذب مما يوحي بارتفاع المخاطر واحتمال للأزمات المالية. كما امتازت بضعف الإفصاح والتشريعات وحوكمة الشركات المقيدة بالإضافة إلى قلة الإرتباط بالأسواق المتقدمة وغيرها من المواصفات.

جدول رقم (1.1): مؤشرات تطور بعض الأسواق المالية الناشئة لسنة 2004

البلد	عدد الشركات المقيدة	الرسملة/ن.م.ج	معدل الدوران %	ن.م.ج/الفرد %
الأرجنتين	139	31	4623	7193
البرازيل	497	27	9	3324
الشيلي	259	84	156	4443
الصين	723	20	24	793
مصر	817	20	81	1375
الهند	4811	30	49	406
أندونيسيا	250	20	4	791
الأردن	131	71	41	3150
ماليزيا	636	170	14	3538
المغرب	55	22	5	1189
نايجيريا	179	9	168	363
باكستان	698	15	59	514
السعودية	69	41	91	8908
ج إفريقيا	604	147	9	3039
تونس	33	11	134	1854
تركيا	230	22	-	2777

المصدر: (محفوظ، 2011، صفحة 676)

وربما أنشط الأسواق المالية الناشئة وأسرعها نموا في الأعوام الأخيرة هي الأسواق التابعة للكتلة الصاعدة المعروفة بـ BRICS ، أي البرازيل، روسيا، الهند، الصين وجنوب أفريقيا، نظرا للنشاط المتزايد في اقتصادياتها.

2. خصائص الأسواق الناشئة

على الرغم من اختلاف تلك الأسواق في حجم التعامل والسيولة وعدد الشركات المقيدة وتاريخ النشأة، فإنها تشترك في العديد من الخصائص تلخص فيمايلي:

1.2.2 ضيق السوق

البورصات الناشئة ضيقة سواء من حيث عدد الشركات المقيدة بها أو من حيث الرسملة أو القيمة السوقية. يستعمل مؤشر ثالث، بالإضافة إلى العدد والرسملة، لقياس سعة أو ضيق السوق (وهو من بين مقاييس مستوى التطور)، هو معدل الرسملة $TC \text{ taux de capitalisation}$ ، الذي يحسب بقسمة القيمة الإجمالية لكافة الأسهم المسجلة في بورصة ما على الناتج المحلي الإجمالي GDP للبلد المعني. فعلى سبيل المثال بعض البلدان مثل هونك كونك، ماليزيا وإفريقيا الجنوبية لها معدل رسملة أكبر من الواحد $TC > 1$. هذا يعني أن قيمة الأسهم المسجلة في بورصاتها تفوق قيمة الناتج المحلي الإجمالي. بينما في دول أخرى مثل الأرجنتين وأندونيسيا ونايجيريا فإن معدل الرسملة أقل من 0.06 عللا العموم ازداد تطور الأسواق المالية الناشئة بخطى متسارعة، لاسيما منذ مطلع التسعينات من القرن الماضي حيث ازدادت رسملتها من 168 مليار دولار سنة 1985 إلى 2 تريليون دولار سنة 1995 ثم إلى 5 تريليون دولار سنة 2005. ولقد كانت أسواق هونك كونك والصين وجنوب أفريقيا وتايوان وكوريا الجنوبية والبرازيل وروسيا وتركيا وماليزيا الرائدة في هذا المجال. (محفوظ، 2011، صفحة 677)

2.2.2 التركيز

يعني هذا المؤشر مدى مساهمة الشركات العشرة الأولى (أو 3-5 شركات كما يرى البعض الآخر) في رسملة البورصة. ويعني أيضا تركيز الملكية في يد عدد قليل من المساهمين أو المستثمرين، حيث قد تكون شركات عائلية مغلقة مقيدة من السوق المعنية. أي يمكن قياس مستوى التركيز بالنظر إلى القيمة السوقية للأسهم الكبرى المقيدة. إن شدة التركيز تؤثر سلبا على سيولة السوق ككل. فباستثناء الهند

وباكستان والبرازيل، تمتاز معظم البورصات الناشئة بتركيز عال، بما في ذلك معظم البورصات العربية. وبينما لا تصل هذه النسبة في اليابان والولايات المتحدة 20% ، فإنها تفوق 60% في الأرجنتين وكولومبيا وفنزويلا.

3.2.2 التذبذب volatility

تمتاز الأسواق الناشئة بتذبذب مرتفع في عوائدها مقارنة بمثيلاتها في الدول المتقدمة. يقاس التذبذب، الذي يعبر عن مستوى المخاطر وقلة التطور، عادة بالإنحراف المعياري لعائدات السوق محل الدراسة market return . كما يقاس أيضا بمضاعف السعر Price Earning Ratio PER أي حاصل قسمة السعر السائد للسهم على الأرباح المحققة من الإستثمار فيه. لقد وجد أن هذه النسبة عادة ما تكون مرتفعة في الأسواق الناشئة. فباستعمال المؤشر الأول أظهرت دراسة للبنك العالمي أن أسواقا ناشئة مثل الأرجنتين والبرازيل كانت أكثر تذبذب بثمان مرات من أسواق هولندا والباكستان والولايات المتحدة. وهذا ما يوضح أن التباين قائم حتى بين الأسواق الناشئة نفسها.

4.2.2 النمو السريع

إمتازت بعض تلك الأسواق بالتطور السريع جدا مثل تركيا، أندونيسيا والبرتغال، فنزويلا، اليونان، الأرجنتين، ماليزيا، المغرب، السعودية وغيرها. لقد ظهر ذلك في الإرتفاع الكبير الذي سجلته مؤشرات تلك البورصات، معبرة عن زيادة مطردة في حجم التداول، عدد الشركات المقيدة، والقيمة السوقية. ولقد كان لعمليات التقييد في البورصات المكثفة للشركات التي تم خوصصتها وتداول أسهمها الأثر الحسن والسبب الرئيس في نموها بتلك الوتيرة السريعة. فكل تلك البلدان تتوفر على برامج تخصيص واسعة لقطاعاتها العمومية، حيث لعبت وتلعب الأسواق المالية دورا ايجابيا إلى حد ما. من الأمثلة على ذلك دول أمريكا اللاتينية التي اتبعت تقنية استبدال ديونها الخارجية بأسهم شركاتها المخصصة dept-equity swaps ، حيث ساهمت هذه التقنية كثيرا في تنشيط بعض الأسواق الصاعدة.

ولإقتفاء أثر ومتابعة تطور ونمو أداء الأسواق المالية الناشئة، أنشأت مؤسسة Morgan Stanley Capital International والمعروفة اختصارا ب MSCI مجموعة من المؤشرات مثل MSCI MENA Indices لمعرفة أداء الأسواق في الشرق الأوسط وشمال افريقيا، و MSCI GCC لمعرفة تطور الأسواق الصينية وغيرها من المؤشرات. لقد أنشئ أول مؤشر من سلسلة مؤشرات متابعة أداء الأسواق المالية الناشئة

MSCI EM ، لمتابعة أداؤها سنة 1988، ومنذ ذلك التاريخ تطورت تلك الأسواق تطورا هائلا، حيث لم تكن تمثل آنذاك سوى 1% من قيمة الأسهم العالمية وارتفعت لتصل إلى 14% سنة 2010. إذ يتكون MCSI EM من 2700 سهم متداول في 26 سوق من أهم الأسواق الناشئة. وتعيد مؤسسة Morgan Stanley النظر من فترة لأخرى في ترتيب الدول الناشئة وأسواقها حسب العديد من المعايير أهمها الناتج المحلي الإجمالي للفرد، التشريعات المحلية، مخاطر الإستثمار، حدود الملكية الأجنبية والرقابة على حركة رؤوس الأموال. (محفوظ، 2011، صفحة 679)

5.2.2 نقص التنظيم وضعف الإدارة

فحسن سير تلك الأسواق وغيرها لا يتوقف فقط على الكفاءات والإطارات الي تتوفر عليها فحسب، وإنما يتوقف أيضا بصورة غير مباشرة، على مدى توفر المعلومات الدقيقة عن الشركات المقيدة، الطرق المحاسبية المعتمدة، القوانين المتعلقة بحماية المدخرين، القيود الموضوعية على حركة رؤوس الأموال وغيرها من العوامل التي لو توفرت لكافة المتعاملين لزادت من كفاءة تلك الأسواق. وكل هذا من مهام إدارة الأسواق المالية.

6.2.2 قلة الإستثمارات الدولية

على الرغم من إرتفاع رؤوس الأموال المتوجهة إلى الأسواق الناشئة من 13 مليار دولار سنة 1990 إلى 61 مليار سنة 1993، إلا أن دراسة البنك العالمي تبين أن معظم الأموال المتواجدة آنذاك في الأسواق المالية العالمية والمقدرة ب 18000 مليار دولار (مجموع رسملة البورصات العالمية لسنة 1994)، و 25000 مليار دولار سنة 2000 وحوالي 33.8 تريليون سنة 2005، وحوالي 28.6 تريليون سنة 2009، مستثمرة في الدول الصناعية. هذا على الرغم من أن المستثمرين الأجانب قد وجدوا في الأسواق الناشئة أرباحا أعلى. فبعد أخذ مستويات المخاطر فيها بعين الإعتبار، فإن العائدات المحققة في تلك الأسواق بقيت أعلى من مثيلاتها في المحققة في أسواق الدول المتقدمة. بالإضافة إل ذلك فإن الأولى لاتتأثر كثيرا بالإنهيارات التي تصيب الثانية من فترة لأخرى، نظرا لقلة الإرتباط فيها، الأمر الذي زاد من إمكانية التنويع نحوها. تجدر الإشارة إلى أن هؤلاء المستثمرين الأجانب قد ساهموا في دمج الأسواق المالية الناشئة integration مع الأسواق المالية العالمية. (محفوظ، 2011، صفحة 680)

3.2 دور الأسواق المالية الناشئة في التنمية الاقتصادية

إن بعض الأسواق الناشئة حديثة النشأة والبعض الآخر يعود إلى القرن ماقبل الماضي. غير أن البلدان المعنية تنتظر من أسواقها أن تلعب دورا أساسيا في عملية التنمية، باعتبارها قنوات ينساب من خلالها الإدخار الوطني والأجنبي لتمويل مختلف القطاعات الاقتصادية لتلك البلدان. ذلك في إطار تحرير اقتصادياتها وخلق المنافسة بين المتعاملين الاقتصاديين، الشيء الذي يؤدي إلى أسواق فعالة كفؤة ونشطة وشفافة ومحل ثقة المدخرين والمستثمرين كفيلة بتوزيع الموارد المالية المتاحة بكفاءة على الإستثمارات الأكثر مردودية.

على العموم فقد أثبتت جملة من الدراسات الارتباط الوثيق بين إرتفاع قيمة المؤشرات للأسواق الناشئة والنمو الاقتصادي للبلدان المعنية. أكثر من هذا فإن وجود نظام بنكي متطور إلى جانب سوق مالية فعالة وكفؤة ونشطة لايزيد من النمو الاقتصادي فحسب وإنما يتيح التنبؤ به أيضا. ويكون ذلك أسهل إذا ما رفعت الحواجز في وجه إنتقال رؤوس الأموال وتشجيع وتحفيز أصحابها على إستثمارها في الأسواق الناشئة. (محفوظ، 2011، صفحة 681)

3. المنتجات المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية

تتسم البورصات الحديثة بكثرة المنتجات المالية المتداولة إلى درجة أن المصدرين أصبحوا يطرحون منتجا ماليا لكل شريحة من المكتتبين بمرونة فائقة المهم جلب الإصدار جزء ولو يسير من الادخار و توظيفه بما يضمن التوزيع الفعال لمصادر التمويل المتاحة (كفاءة التوزيع)، فقد أصبحت مؤشرات البورصة منتجات مالية تتداول في أسواق خاصة بها ، لها خيارات ،مستقبليات و غيرها من المشتقات المركبة

فالأوراق المالية هي مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسة ،تتكون من نوعين رئيسيين بالإضافة إلى نوعين هجين يقع بينهما ، فهناك من الأوراق ما يمثل ملكية جزء من الشركة ، و هناك ما يمثل حق الحصول على عائد ثابت متفق عليه بين المستثمر و الهيئة المصدرة نتيجة دين استدانته من ذلك المستثمر عبر إصدار أدوات الدين المعروفة.

1.3 منتجات الملكية

تتمثل أساسا في تلك الأدوات المالية التي تمثل مساهمة في رأسمال الشركات المصدرة، وتتكون من الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

1.1.3 الأسهم العادية

يمثل هذا النوع من الأسهم مقدار الاشتراك في رأسمال شركة المساهمة، فالمساهمين العاديين هم ملاك الشركة المعينة بالإصدار. جاءت هذه الملكية نتيجة شرائهم لأسهمها و تحملهم المخاطر الناجمة عن ذلك بمقدار مساهمتهم في رأس مال الشركة، لهذا توزع الأرباح وفقا لعدد الأسهم التي يمتلكها كل مساهم في حالة تصفية الشركة بعد إفلاسها أو بيعها فإن هؤلاء المساهمين يأتون في الدرجة الثالثة من حيث الأولوية في إسترجاع أموالهم المستثمرة، أي بعد الدائنين و المساهمين الممتازين.

أخصائص الأسهم العادية

لهذه الأسهم خصائص عديدة أهمها :

- إن عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة ،
- إن الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف و لمن أصعب من حيث التحليل و المعالجة ، وتفسير غير محدودة العمر و الأرباح.
- للسهم العادي عدة قيم منها ،القيم الاسمية par value ،و هي التي تظهر على الشهادة المسلمة للمساهم عند الشراء و تكون محددة في القانون الأساسي للشركة ،كما توجد للسهم قيمة دفترية book value تساوي مجموع قيم الأسهم العادية و علاوة الإصدار والاحتياطيات و الأرباح المحتجزة مقسوما على عدد الأسهم العادية

على العموم فإن سعر السهم يتوقف كما هو معروف على عدة عوامل منها :الأرباح المحققة و المتوقعة للسنوات القادمة ،نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين تقدير الخطر الخاص بالشركة المصدرة للسهم ،نسبة المديونية معدل النمو للشركة، العائدات الموزعة من قبل الشركات تعمل في نفس القطاع و كذا طبيعة النشاط الذي بالإضافة إلى الوضع الاقتصادي السائد . (محفوظ، 2011، صفحة 701)

لشركة المساهمة الحق في سحب جزء من أسهمها من التداول و ذلك بشرائها من الجملة ، كما يحق لأي مستثمر بقدرات إستثمارية عالية أن يستحوذ على عدد كبير من أسهم الشركة ، طبعاً في حدود ما يسمح به القانون.

ب- أنواع الأسهم العادية

يمكن تصنيف الأوراق المالية إلى عدة أنواع و حسب معايير محددة .سواء حسب إستفادتها من الأرباح أو حسب حقها في التصويت أو غيره من المعايير . على هذا الأساس هناك أسهم لها حق أكثر في التصويت و ليس لها أولوية عند توزيع الأرباح ، وبالمقابل هناك نوع آخر من الأسهم له أولوية في الأرباح و لكن ليس له ثقل عند التصويت وهكذا . و بناء على إيجابيات و سلبيات كل نوع ، و كذا الهدف من شراء الأسهم يتحدد قرار التوظيف من قبل المستثمرين

بالإضافة إلى ذلك هناك أسهم لحاملها و أخرى إسمية و عليه بإمكان الشركة صيغة أسهمها سواء من أسهم لحاملها إلى اسهم إسمية او العكس .وتجدر الإشارة إلى أنواع جديدة من الأسهم العادية للأقسام الانتخابية ذات التوزيعات المخصصة المضمونة القيمة و الاسهم المصدرة خصيصاً للعمال و غيرها من اشكال الأسهم.

ج- حقوق المساهمين العاديين

إن الحقوق التي يتمتع بها المالكون الموضح في القانون الاساسي للشركة وبطبيعة الحال في إطار القوانين السارية المفعول في الدولة التي تستقر فيها الشركة ومن أهم هذه الحقوق مايلي :

- حق التصويت

إن المساهمين لهم الحق في إختيار الطاقم الإداري الذي يقود شركتهم في سوق عادة ما تسودها المنافسة الحارة . و التصويت يتم على مسائل هامة كتعديل القانون الأساسي للشركة و كيفية توزيع الأرباح بين الشركاء بإختلاف أصنافهم و إتخاذ قرارات رفع رأس المال و التوسع و الإندماج و الإستلاء و غيرها من المسائل و الأمور الإستراتيجية . و يعتبر التصويت أيضاً وسيلة من وسائل السيطرة على الشركة .

- حق الأولوية في الإكتتاب :

فبمجرد إصدار اسهم عادية جديدة أو أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، أو أي أوراق مالية أخرى فإن، المساهمين العاديين القدامى الأولوية في شراء بنسبة ما يمتلكون من أسهم قديمة وهذا ما يعرف بالأولوية في الإكتتاب.

- حق حضور الجمعيات العامة :

قد تكون الجمعيات العامة للمساهمين عادية أو طارئة. فالللمساهم العادي الحق في حضور النوعين معا.

- حق بيع الأسهم :

للمساهمين العاديين الحق في نقل ملكية جزء أو كل الأسهم و تأتي هذه الفكرة من كون أن الشركة المساهمة ليست ملزمة بإرجاع المبالغ المستثمرة للمساهمين وأن الأسهم هي عبارة عن أموال الدائمة في الشركة والتي تبقى معها مادامت قائمة (محفوظ، 2011، صفحة 709)، و تتبع أهمية هذا الحق من كون أن المستثمر وحق جزء من امواله في شراء الاسهم يجب ان يتأكد من إمكانية تسهيل تلك الأسهم إذا ما إحتاج إلى أمواله مرة أخرى ليس أو لآخر .

- حق الإطلاع على وثائق الشركة :

للمساهمين العاديين الحق الإطلاع على وثائق شركتهم متى أرادو ومتى كان ذلك ضروريا، خاصة وثائق المحاسبة وقائمة المساهمين الآخرين و إذا ما رفضت الإدارة يمكن الإطلاع عن طريق المحكمة .

يدخل ضمن هذا الحق أيضا حق المساهمين العاديين في الحصول على المعلومات الضرورية عن شركتهم ومركزها المالي وكذا عن مخططاتها المستقبلية و الإستراتيجية و كل ما من شأنه أن يؤثر على اسعار اسهمها في السوق المالية . (محفوظ، 2011، صفحة 709)

- حق الإستفادة من موجودات الشركة بعد التصفية :

يأتي حق المساهمين العاديين بعد الدائمين والمساهمين الممتازين ، ومسؤوليهم محدودة بتلك المبالغ التي ساهموا بها .

إن الاسهم العادية وسيلة هامة من الوسائل التمويل طويل الاجل التي يمكن لشركات المساهمة إحتتمالها وفق القانون الأساسي لكل منها هي لا تتوفر على تاريخ إستحقاق. لهذا تعتبر من الأموال الخاصة الدائمة في الشركة. و بالموازات مع ذلك تم إصدار الأدوات المالية المعروفة باسم الحصص «les parts»، حيث تستعمل في العديد من التشريعات بمعنى اسهم رأس المال أو الأسهم العادية غير أنها تختلف عن هذه الأخيرة في بعض الأمور الشكلية ولكنها مهمة مثل أنها تصدر دائما اسمية، انها ممتازة في حالة تسوية الشركة، ليس لها حق التصويت محررة جزئيا، لا يمكن التنازل عنها، و تصدر مرفقة بقيمات warrants كما انها مرتبطة بظاهرة المضاربة أكثر من الاسهم العادية. و غيرها من الاختلافات.

2.1.3 الاسهم الممتازة

هي الشكل الاخر من أشكال الملكية و هي من الأموال الخاصة، هي شهادات تصدرها الشركات للتزويد برؤوس الاموال عند الحاجة إذ تمثل ملكية لجزء من الشركة و يتوقف على ما بحوزته من تلك الأسهم كما كما أن لها قيمة إسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية و ليس لها تاريخ إستحقاق. تتمثل عوائدها في التوزيعات و الأرباح الرأسمالية، والخسائر تكون نتيجة إنخفاض إتجاه السوق ككل وتدني في أداء الشركة المصدرة وهي أقل إصدار .

الاسهم الممتازة بين أدوات الملكية و الدين. تتسم هذه الأسهم بأفضليتها من الأولوية في التوزيعات و إقتسام الأصول عند التصفية أو البيع. أما إذا لم تتحقق الشركة أرباحها فهي غير ملزمة بدفع تلك النسبة: و عدم الحق في التصويت. تم إصدارها أثناء إنشاء الشركة وعند رفع رأسمالها و قبول مساهمين جدد لتمويل توسعها أو تسديد ديونها.

أ- خصائص الأسهم الممتازة و حقوق المساهمين الممتازين:

-تمتاز هذه الأسهم بخاصية تجميع الأرباح

-لهذه الأسهم قيمة إسمية، دفترية و سوقية

-تتصف بإمكانية الإستدعاء و التسديد

-تمتاز بأولويتها في الحصول على الأرباح الموزعة بعد تسديد الديون

- تتصف في بعض الأحيان بخاصية المشاركة
- قد تعطي بعض الامتيازات الخاصة مثل المعلومات الإضافية حول الشركة المصدرة ،التمثيل في مجلس الإدارة و حقوق الرقابة الخاصة على الشركة
- تعتبر وسيلة تمويل دون التدخل في الإدارة .

ب- أنواع الأسهم الممتازة :هناك العديد منها أهمها :

- الاسهم الممتازة ذات الدخل الثابت غير المستردة (غير التجميعية)،تحسب الأرباح كنسبة مئوية من القيم الاسمية للسهم
- ذات الدخل الثابت المستردة (التجميعية)
- الأسهم الممتازة بأرباح متغيرة (المشاركة participantes)
- الأسهم دون حق التصويت
- أسهم ممتازة أخرى ،مثل الأسهم ذات المميزات الضريبية وذات الإقتطاعات الضريبية المنقولة.

ج- استعمال الأسهم في التمويل :

- للتمول بالأسهم الممتازة ايجابيات وسلبيات. فمن الايجابيات المرونة بترك مجال مناورة لإدارة الشركة، عدم إجبارية توزيع الأرباح، مصدر من مصادر الأموال الخاصة الدائمة وقضية الاستدعاء وإستبدالها بأوراق مالية أخرى.
- أما السلبيات التي حدث استعمال الأسهم الممتازة كمصدر تمويل هي ارتفاع التكاليف نسبيا، الأرباح الموزعة لا تخضع للضريبة وتقل الأرباح المتراكم لسنوات متتالية وغير الموزعة.

2.3 منتجات الدين

من أهم منتجات الدين السندات، وهي تلك الأدوات المالية التي تمثل وسيلة تستعملها الشركات أو الحكومة أو الهيئات المحلية للحصول على رؤوس الأموال في شكل ديون طويلة الأجل، عند عدم كفاية الأموال الخاصة المقدمة من طرف المساهمين لتمويل المشاريع، وخاصة المتعلقة منها بتوسع الشركات. فحملة الأسهم هم دائنين الشركة المصدرة، لهم الأسبقية في حالات التصفية والبيع وتوزيع الأرباح وإن عملية تسجيل السندات في البورصة تتيح لحملةا تسيلها لمن شاءوا.

إن الثقة في الحكومة أو الشركة المصدرة للسند الدولي يجب أن تكون أكثر حتى يمكن إنجاز عملية الإصدار نظرا لإرتفاع مستوى المخاطر، إذ تتطلب هذه الإصدارات ضمانات كثيرة كإسناد الإصدار إلى مجموعة من البنوك المعروفة غالبا أو لضمانات حكومية أو غيرها.

1.2.3 خصائص السندات

تختص السندات بخصائص هي :

- السندات هي فئة من الأوراق المالية ذات دخل ثابت في الغالب، بغض النظر عما حققته الشركة من نتائج
- تمثل إتفاقا بين الشركة المصدرة أو الحكومة وبين المستثمرين (المدخرين من جمهور ومؤسسات مالية) تلتزم بمقتضاه الشركة المصدرة بإرجاع قيمة القرض في فترة محددة على شهادة السند .
- يجب أن تظهر وثيقة الإصدار: اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة لحملة السندات، والقيمة الإسمية له.
- قد تباع السندات بأسعار تقل عن القيم الإسمية.

2.2.3 أنواع السندات

قسمت السندات لكثرتها إلى السندات التقليدية والأخرى

السندات التقليدية: (الكلاسيكية)

هي الشكل البسيط لمنتجات الدين، هي تدر فائدة ثابتة محددة مسبقا وتسديد المبلغ الأولي للمستثمر .

ولحملتها حقوق توجز في :

- الحق في الفائدة ، تدفع سنويا أو نصف سنويا في شكل نسبة مئوية محددة في عقد الإصدار في نفس التاريخ كل سنة مهما كانت النتيجة المالية للشركة
- الحق في إسترجاع المبلغ محل الاكتساب ، ك شراء الشركة لسنداتها من البورصة قبل تاريخ الاستحقاق
- الحق في بيع سنداتهم
- الحق في المشاركة في الجمعيات الخاصة بحملة النداءات ، للخروج بتصويبات تتعلق بحقوقهم .

ب- الأنواع الأخرى من السندات :

من الأنواع الشائعة ما يلي :

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم (OBSA)، فهي وسيلة للسيطرة على الشركة
- السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات (OBSO) ، يسمح لحامل الاكتساب في سندات مماثلة قد تم إصدارها في مدة زمنية محددة و بسعر محدد مسبقا
- السندات المضمونة ببعض أصول الشركة، و بالتالي فلا يمكن للشركة المعنية للتصرف في تلك الأصول المرهونة إلا في حدود ما استهلكته (سدده) من تلك السندات
- السندات غير المضمونة ، تمثل دين عادي غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة
- السندات بمعدل فائدة متغير floating rate bonds، ثم تسويقه انطلاقا من نقائص السندات (دين طويل الأجل) ذات الممثل الثالث وترتكز فوائد هذه السندات في تغييرها على معدل العائد للسندات الحكومية معدل العائد للسندات القطاع العام ذات معدل فائدة ثابت ، المعدل المتوسط الشهري لمعدل الفائدة السائد في السوق النقدية .و معدل العائد المتوسط لديون الحكومة. بهدف الحفاظ على مصالح المصدر والمستثمر ربطه بالسوق .
- السندات المرتبطة بالمؤشر (index bonds) هو من السندات المستقرة هو ذلك السعر الذي يربط معدل فائدته وأصله بتغيرات مؤشر معين المؤشر مستوى المعيشة

فهي تحافظ على القيمة الحقيقية للمبلغ المستثمر (الأصل) وتماشي الفوائد مع المستوى العام للأسعار فهي طريقة مناسبة في فترات التضخم

- سندات الحكومة (الريوع): تصدرها الحكومات لتمويل المشاريع الاجتماعية، تقلص كتلة النقدية وتخفيض نسبة التضخم. ومما سبق يمكن تلخيص أهم الفروق بين الأسهم السندات.

جدول رقم (2.1): أهم الفروق بين الأسهم السندات

طبقة الفرق	الأسهم العادية	السندات
الطبيعة القانونية	تمثل ملكية الشركة (مساهمة)	تمثل دين على الشركة أو الحكومة
الأسبقية	حقوق المساهم تأتي بعد حقوق عملة السندات	حقوق حملة السندات الممتازة تسد بغض النظر عن النتيجة المسجلة.
العائد	أرباح موزعة متغيرة	فوائد ثابتة (سنوية أو نصف سنوية)
تاريخ الإستحقاق	غير محدد	محدد في عقد الإصدار
التصويت	للمساهمين الحق في التصويت وإدارة الشركة	ليس لهم حق التصويت ولا انتخاب مجلس الإدارة
استرداد المبلغ المستمر	لا يمكن استرداد من الشركة	يمكن استرداده في نهاية مدة القرض
حضور الجمعيات العامة	لهم الحق في ذلك	ليس لهم الحق في ذلك
المصدرون	شركات المساهم	الشركات، الحكومة، المؤسسات المالية المختصة (المرخصة)

المصدر: (محفوظ، 2011، صفحة 745)

3.3 مزايا وعيوب الإستثمار في الأوراق المالية بشكل عام

-يوجد للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم من النادر أن تتوفر للأدوات الإستثمارية الأخرى.

- إنخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مقارنة مع تكاليف المتاجرة بالأدوات الإستثمارية الأخرى.
- سهولة عملية تقويمها وإحتساب معدلات عوائدها وذلك لكونها تتمتع بخاصية التجانس من حيث قيمتها وثبات شروطها.
- وجود المختصين والقادرين على تقديم الخبرة والمشورة للمستثمرين كالوسطاء والسماسرة.
- أما عيوب الإستثمار في الأوراق المالية فيمكن عرضها كالتالي:
- عرضة للتقلبات السعرية أكثر من غيرها وبالتالي إرتفاع درجة المخاطرة عند الإستثمار فيها لكن هذا بالطبع لا يمنع وجود أوراق مالية غير الأسهم العادية كالسندات والأسهم الممتازة أو المشتقات يمكن لها أن تمنع أو تقلل من هذه التقلبات.
- عرضة لتقلبات القوة الشرائية لوحدة النقد خاصة إذا كانت من الأدوات المالية طويلة الأجل كالسندات. (الشواور، 2008، صفحة 88)

4.التقسيمات المختلفة للسوق المالية

نظرا للتنوع الكبير الذي تمتاز به تلك الأسواق المالية تصنف وفقا لعدة معايير محددة، ويظهر كل تصنيف الفرق الموجود بينها، على الرغم من أنها متداخلة في كثير من الأحيان.

1.4 التقسيم حسب توقيت الإصدار

تقسم أسواق العمليات المالية وفق هذا المعيار إلى سوقين هما:

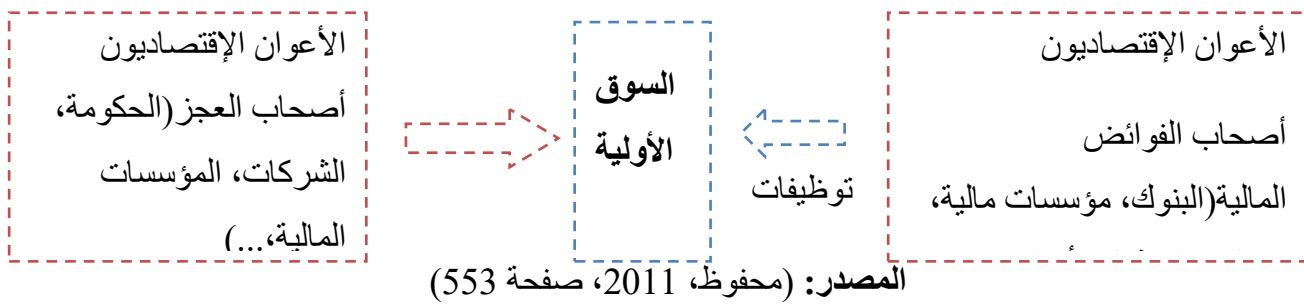
1.1.4 السوق الأولية

السوق الأولية Primary market هي جزء من السوق المالية، أين يتم بيع وشراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة للتعامل أو المصدرة حديثا. لهذا تعرف بسوق الإصدارات الجديدة le marché du nouveau. وبمجرد بيع تلك الأوراق ولو لمرة واحدة، تنتقل للسوق الثانوية. وبذلك يمكن للدولة أو المؤسسات أن تجمع الأموال التي تحتاجها لبناء نفسها أو توسعها أو ببساطة لتمويل عجز سجله، خاصة إذا كانت تتمتع بسمعة لا بأس بها لدى الجمهور والمؤسسات المالية

المختصة كم هو موضح في الشكل (1). من الأمثلة على هذه الإصدارات: إمكانية اقتراض الشركة الوطنية للبترولوكيماويات 'Sonatrach' 100 مليار دينار لشراء معدات جديدة لتحسين الإنتاج في آبار حاسي مسعود وذلك في شكل أوراق مالية أو كجمع الشركة الوطنية للسيارات الخاصة "SNVI" 120 مليار دينار من الجمهور لتمويل مشروع بناء مصنع السيارات، أو كطرح وزارة المالية بالتنسيق مع ولاية من ولايات الوطن لأوراق بغرض تمويل مشروع سكني ضخم أو الطريق السيار شرق/غرب. كما يمكن لأية شركة من استعمال السوق الأولية لرفع رأس مالها لتمويل الإستثمارات الجديدة وتحقيق التوسع المرغوب وغيرها من أشكال التزويد برؤوس الأموال عبر السوق الأولية.

تكون العمليات في هذه السوق على نوعين مباشرة وغير مباشرة. فالمباشرة تتم عندما تباع الشركة المصدرة الأسهم والسندات والأوراق المالية المصدرة للجمهور-من أفراد ومؤسسات مختصة- مباشرة، أي للمستثمرين الذين فضلوا أوراقها المالية، وهوما يعرف باللجوء العلني للإدخار. وعادة ما تمتاز العمليات المباشرة بارتفاع تكاليفها لأن البحث عن المشتري قد يطول، مما يرفع من تكاليف العملية. أما العمليات غير المباشرة فتتم ببيع تلك الأسهم والسندات بالجملة إلى وسيط معين-عادة ما يكون مؤسسة مالية مختصة- بنك استثماري مثلا investment banker كما هو الحال في الولايات المتحدة، أو شركة أوراق مالية. ويقوم ذلك الوسيط ببيعها مرة أخرى بالتجزئة للجمهور والمؤسسات التي ترغب في الإستثمار في تلك الأوراق، وهذا ما يعرف بتنظيم أو الإشراف على الإصدار underwriting . وقد لوحظ أن التكاليف الخاصة بهذه العمليات عادة ما تكون أقل من سابقتها.

الشكل رقم (1.1): السوق الأولية وعلاقتها بالمتعاملين الإقتصاديين



من المخطط السابق يمكن ملاحظة أن السوق الأولية ما هي إلا ملتقى طرفين: المالكون لرؤوس الأموال والمدخرات من بنوك وجمهور ومؤسسات مالية مختصة وشركات استثمار وصناديق توظيف مختلفة، والمحتاجون لتلك الأموال من هيئات ومؤسسات حكومية وخاصة تطرح أوراقا مالية لأول مرة. وعليه فإن ميكانيزمات تلك السوق تسمح بتنظيم العرض والطلب على تلك الأوراق المالية وتلك المدخرات

وتسهل انسيابها عبر قنوات منظمة ومحكمة، مما يرشد استخداماتها بكفاءة، أي كفاءة التخصيص .allocation efficiency

غير أن حامل الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها، أي المستثمر، قد يحتاج إلى سيولة في أي وقت من الأوقات، لسبب أو لآخر، وعندئذ لا يمكنه العودة للشركة أو الهيئة المصدرة لإستعادة أمواله مرة أخرى، طبقا للقوانين واللوائح المعمول بها في كافة الأسواق المالية العالمية. وعليه فبإمكانه بيع تلك الأوراق لمستثمر آخر والحصول على السيولة المطلوبة، وهذا موضوع السوق الثانوية.

2.1.4 السوق الثانوية: بورصة الأوراق المالية: *secondary market*، سوق الإصدارات القديمة *marché de l'occasion*

هي ذلك الجزء من السوق المالية الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها، لتحقيق السيولة والأرباح عند البيع والرغبة في الاستثمار في تلك الأوراق بغرض إعادة بيعها و تحقيق الأرباح أيضا. أو بغرض الإحتفاظ بها في المحافظ المالية لوقت لاحق عند الشراء.

ولعل أهم ما يميز هذا التقسيم هو الارتباط الوثيق بين السوقيين: الأولية والثانوية، فلولا السوق الاولية التي تباع فيها الأوراق المالية لأول مرة لما وجد هناك ما يتداول في السوق الثانوية، كما أنه لولا السير الحسن لهذه الأخيرة بالنسبة لورقة معينة وزيادة الطلب عليها لما سارت السوق الأولية كما ينبغي بالنسبة لتلك الورقة. لهذا فإن السير الحسن للسوق الأولية يتوقف إلى حد ما على نشاط و سيولة السوق الثانوية، أي البورصة، بالنسبة لكافة الأوراق المالية، وكذا على ثقة الجمهور في تلك السوق و تمكن تلخيص أهم الفروق بين السوقيين الأولية و الثانوية في الجدول التالي :

جدول رقم (3.1) : ملخص لأهم الفروق بين السوقيين الأولية و الثانوية

السوق الثانوية	السوق الأولية	معيار التفرقة
تبادل الأوراق المالية	إصدار الأوراق المالية	الوظيفة الأساسية
مستمرة طوال السنة	ظرفية، محددة بفترة الإكتتاب	الدوام
المؤسسات المالية، الجمهور، صناديق الاستثمار، شركات الادخار.....	المؤسسات، الدولة، الجمهور والمؤسسات المالية، صناديق الاستثمار، شركات الادخار...	المتعاملون
توظيف الادخار وإمكانية تنويع المحفظة المالية	توظيف الإدخار	الأهمية بالنسبة للمستثمر
الإصدارات القديمة	الإصدارات الجديدة	طبيعة الإصدارات
	الدولة ممثلة بالخرينة العمومية، الشركات، البنوك، صناديق الإدخار والإستثمار، صناع السوق، البريد،	المؤسسات المرخصة لجميع الأموال

المصدر: (محفوظ، 2011، صفحة 557)

من الجدول أعلاه تعتبر السوق الثانوية الجزء الأهم في السوق المالية باعتبارها دائمة ومستمرة، فعملية تداول تلك الأوراق في البورصة هي عملية يومية تقريبا على عكس السوق الأولية التي تعتبر ظرفية، فعمليات الطرح العام الجديدة و ما يليها من إكتتاب قد تتم مرة كل سنة أو مرتين أو عدة مرات على الأكثر بالنسبة لكل شركة.

وبالتالي تبرز أهمية السوق الثانوية في توفير السيولة للأوراق المالية المتداولة.

2.4 التقسيم حسب آجال العمليات

تقسم أسواق العمليات المالية حسب آجال تلك العمليات إلى سوق نقدية و سوق رؤوس الأموال

1.2.4 السوق النقدية : Money Market

سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية أو سوق السيولات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل

هي تلك السوق التي يلتقي فيها العارضون و الطالبون لرؤوس الأموال قصيرة الأجل " يعتبر البعض أن السوق النقدية تشمل القروض متوسطة الأجل أيضا، فهي غير محددة بمكان معين كما هو الشأن بالنسبة لكثير من البورصات، بل تم العمليات فيها باستعمال الهاتف، الفاكس وغيرها من وسائل الاتصال.

توفر هذه السوق فرصا جيدة للادخار والاستثمار لأجل قصيرة نسبيا وبذلك يتخلص المتعاملون الاقتصاديون من أفراد ومؤسسات، من السيولة الفائضة لمدة قصيرة والاستفادة من الفوائد على تلك السيولة بعبارة أخرى فإن هذه السوق تساعد في القضاء على الإكتناز ولو على الأمد القصير.

"وعليه يمكن القول أن هناك فوائض (دخول، أرباح، فوائد،....)، أي أموال سائلة متوفرة لمدة قصيرة نسبيا ومن جهة أخرى هناك أفراد ومؤسسات في حاجة إلى تلك الفوائض لتسديد مستحققاتها الآنية دون اللجوء إلى الديون متوسطة الأجل أو طويلة الأجل. ومن هنا تأتي أهمية السوق النقدية في الجمع بين هاتين الجهتين" (جبار محفوظ، 2011، ص561)

2.2.4 سوق رؤوس الأموال : سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل

هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل على مساهمات و قروض طويلة الأجل، إذ نقصدها المؤسسات للتزود بأموال إضافية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها وهي شركات المساهمة وذلك بطرح أسهمها للإكتتاب العام أو قد تجمع تلك الأموال في صورة دين وذلك بطرح السندات. نفس الشيء بالنسبة للحكومة عندما تريد أن تتزود بالأموال لتغطية العجز أو لتمويل مشاريع جديدة أو لأي غرض آخر. وتجدر الإشارة إلى أن المؤسسات خاصة الإنتاجية منها تتوفر على معدات وتجهيزات أي الأصول الثابتة التي يجب تمويلها برؤوس أموال دائمة أو طويلة الأجل وهنا تكمن أهمية سوق رؤوس الأموال في تزويد الشركات بما تحتاجه من أموال لشراء وسائل الإنتاج المختلفة، وتمويل استثمارات والتوسع بصفة عامة. (محمود، 2011، صفحة 562)

3.4 التقسيم حسب طبيعة المنتجات المتداولة

تقسم الأسواق من هذا المنظور إلى بورصة السلع، أسواق الأوراق المالية وأسواق القروض

1.3.4 بورصة السلع *BOURSE DE MARCHANDISES*، بورصة التجارة *BOURSE DE* COMMERCE

هي ذلك المكان الذي يتوفر على سوق حرة لبيع وشراء مختلف السلع بصفة تنافسية ودائمة كالحبوب، اللحوم، المعادن، الخشب والأوراق المالية وغيرها. أي أنها ذلك المكان الذي يلتقي فيه الباعة والمشترون للسلع المختلفة، خاصة تلك السلع التي تتوفر فيها بعض الشروط كحد معين من الجودة وعدم إندثارها بسرعة كالفواكه وإمكانية قياسها ونمطيتها وغيرها من الشروط. فهذه السوق تسودها المنافسة وبذلك يمكن تركيز العرض والطلب في مكان واحد وتحديد أسعار السلع المتداولة في تلك البورصة بصورة فعالة.

"يمكن التأكيد على أهمية بورصات السلع في تطوير الاقتصاد الوطني، إذ يمكنها توفير المواد الأولية المختلفة وإمداد الصناعات الوطنية بها. كما أنها تغذي الأسواق المحلية بمختلف المواد الاستهلاكية بصفة عامة والغذائية بصفة خاصة وبصورة مستمرة ودون انقطاع، لا سيما الموسمية منها. ولعله من أهم مظاهر هذه السوق العقود الآجلة التي تعقد فيها، إذ قد يستحق العقد في 6.4.3 أو 8 أشهر أو سنة أو أية فترة قادمة، الشيء الذي يوفر نوعا من المضاربة والمخاطرة التي تزداد بزيادة تلك الفترة. وبذلك يمكن للمتعاملين من مشتريين و بائعين التحوط من أخطار تذبذب الأسعار التي قد تكون في غير صالحهم (محفوظ، 2011، صفحة 569)

2.3.4 أسواق الأوراق المالية *Securities markets*

هي ذلك المكان الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم و السندات و غيرها من الأوراق وفقا لقواعد خاصة بكل سوق و بكل بلد على الرغم أن المبادئ العامة متشابهة، حيث يقوم بتنشيط هذه الأسواق أفراد ومؤسسات وساطة مختصة مرخصة من قبل السلطات العمومية . فيقوم بالوساطة في العمليات المالية في سوق لندن ما يعرف ب: brokers و jobbers وفي سوق نيويورك ما يعرف ب dealers و في سوق باريس ما يعرف بشركات البورصة وغيرها من المؤسسات. كما أن العمليات في أسواق الأوراق المالية تكون على نوعين : الفورية و الآجلة، إذ تتم العمليات الفورية خلال نفس اليوم، وبمجرد حصول الإتفاق يمكن للمشتري أن يتسلم الأوراق محل الصفقة و يدفع ثمنها فورا . أما الآجلة فيتم الإتفاق في يوم ما وسعر محدد على أن يتم التسليم والتسديد في وقت لاحق. تمتاز هذه الصفقات الأخيرة بالمضاربة مثلها في ذلك مثل العقود الآجلة على السلع، حيث تكون الفترة الفاصلة بين تاريخ الإتفاق على

الصفقة و تاريخ تصفيته محل المضاربة بين المتعاملين في أسواق الأوراق المالية والإستفادة من تغيرات الأسعار أثناءها. (محفوظ، 2011، صفحة 569)

3.3.4 أسواق القروض: LOANS MARKTS

هي وسيلة التقاء الباحثين على القروض بمختلف آجالها من طرف الأفراد و المؤسسات و الحكومات و بين العارضين لتلك القروض من بنوك، مؤسسات مالية مختصة وغيرها من المقرضين .

4.4 التقسيم حسب المجال الجغرافي المغطى

قسمت وفق هذا المعيار إلى أسواق رأس المال الدولية، أسواق المال الإقليمية و أسواق المال المحلية.

1.4.4 أسواق المال الدولية

هي مصدر من مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات العمومية والخاصة وكذا الحكومات لتمويل العجز المختلفة. هذه المصادر أو الودائع قد تكون قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل، و يتم جمعها من الجمهور والمؤسسات المالية المختصة من طرف البنوك والمؤسسات المالية الأوروبية و الدولية المرخصة و التي تقوم هي الأخرى بإعادة إستثمارها او إقراضها للمؤسسات و الحكومات الطالية لمصادر التمويل.

أقسام أسواق المال الدولية

تنقسم إلى السوق النقدية الدولية وسوق رأسمال الدولية،

- السوق النقدية الدولية INTERNATIONAL MONEY MARKET

هي ذلك النظام الذي يمكن المؤسسات والحكومات من التزود برؤوس الأموال قصير الأجل بعملات صعبة، وأهم المتعاملين الإقتصاديين و الماليين فيها البنوك المركزية، البنوك التجارية، الشركات متعددة الجنسيات و بعض البلدان صاحبة الفوائض المالية مثل دول الخليج العربي، خاصة في ارتفاع

سعر النفط، فالسوق النقدية الدولية هي وسيلة هامة من وسائل التمويل على المستوى العالمي وبالتالي تساعد على انتقال رؤوس الأموال فيما بين البلدان والناجحة عن المبادلات التجارية الدولية، أي تسديدها، وكذلك عن السياسات المالية والنقدية لمختلف الدول وتدخلات بنوكها المركزية وسلطاتها المالية، وبالخصوص بإستعمال الأدوات المتمثلين في أسعار الفائدة وأسعار الصرف

- سوق رأسمال الدولية International capital market

هي تلك السوق التي يقوم فيها المقرضون و المستثمرون بعرض قروض متوسطة و طويلة الأجل مقابل الحصول على أصول مالية يعرضها المقترضون أو حاملوها الأصليون، ويتمثل متعاملوها في البنوك، المؤسسات المالية الدولية، الشركات المتعددة الجنسيات وغيرها من الشركات العالمية. وهي تنقسم إلى سوق الإقراض المصرفي بالعملة الأجنبية، سوق السندات الدولية، سوق الأسهم الدولية، والسوق الدولية للتسيمة وسندات الخزنة.

ب- تداول الأوراق المالية في أسواق المالية الدولية

إن شراء الأصول المالية الدولية من الأسواق العالمية يطرح نفس المشكل عند الشراء من الأدوات المالية الوطنية و المتمثلة في السيولة. لذا يمكن تقسيمها إلى السوق الأولية العالمية والسوق الثانوية العالمية.

-السوق الأولية العالمية

هي مكان بيع الأصول المالية لأول مرة أي سوق الإصدار بمساعدة هيئات دولية مختصة تقوم بضمان و تسويق او التكفل بإصدار underwriting تلك الأدوات في مختلف الدول واختيار العملة والتقنيات الضرورية للإصدارات وإنجاح عملية جمع المدخرات من تلك الدول. وهي تتوقف على شهرة الهيئة أو المؤسسة المصدرة ومدى قدرتها على التسديد أو ملاءتها للسنوات الأخيرة، كما يعتبر تحقيق الأرباح بمثابة المحرك الرئيسي فيها.

-السوق الثانوية العالمية SECONDARY MARKET السوق غير رسمية أو موازية OVER THE COUNTER

يتم فيها تبادل الأصول المالية الدولية المصدرة في السوق الأولية، باستخدام تقنيات الاتصال الحديثة وهي لا ترتبط بمكان معين، فهي تساعد على توفير السيولة وتنشيط السوق الأولية.

2.4.4 أسواق المال الإقليمية

هي تلك الأسواق التي يشترك التعامل فيها عدة دول غير مرتبطة جغرافياً، تاريخياً أو مصيرياً، مثل الدول العربية مجتمعة، الدول الخليجية، المغربية، الأوروبية، أو الآسيوية.

3.4.4 السوق المالية العربية

السوق المالية العربية ضرورية لأن الفوائض المالية العربية تدهمها مخاطر كالتقلبات في أسعار الصرف، باعتبار أن معظم تلك الفوائض مقيمة بالدولار الأمريكي و بعض العملات الأجنبية الرئيسية، و تآكل المدخرات المالية العربية في الأسواق المالية الغربية بسبب التضخم، وتجميد تلك الفوائض من طرف الدول المستقبلية لأسباب سياسية في الغالب وغيرها من المخاطر.

بعبارة أخرى فالسوق المالية العربية تمكن من استرجاع تلك الأموال إلى الوطن العربي واستعمالها في التنمية الاقتصادية بدل استثمارها في الأسواق المالية العالمية و صناديق الاستثمار السيادية.

4.4.4 أسواق المال المحلية

هي التي تقوم بتمويل المؤسسات الوطنية والخاصة وكذا تغطية العجز الحكومي و ذلك داخل حدود الدولة الواحدة. و تمكن من تبادل الأوراق المالية لتلك المؤسسات وكذا إصدارات الحكومة داخل البلد الذي توجد به تلك السوق.

5- البورصة كجزء من السوق المالية ككل (بورصة الأوراق المالية المتداولة)

لعل أول ما يفكر فيه الفرد أو مجموعة من الأفراد عند إنشاء مؤسسة ما، هو توفير رأسمال ضروري لإنطلاقها. وهذا ما يعرف برأسمال الاجتماعي capital social، والذي يعتبر أساس قيام كافة المؤسسات، مهما كان نوعها، شكلها وطبيعتها وحجمها(عمومية، خاصة، صغيرة، متوسطة، كبيرة... إلخ). بالإضافة إلى ذلك فإن المؤسسة الحديثة أصبحت تتميز بعدة خصائص منها:

- كبر الحجم إلى درجة أن الأفراد أصبحوا عاجزين(بشكل منفرد) عن إنشاء مؤسسات منافسة، لما يتطلبه ذلك من رؤوس أموال ضخمة.

- التوسع باستمرار، إذ أصبحت المؤسسات التي تقوم بإنشاء فروع لها في مناطق أخرى من الوطن أو حتى في دول أخرى فأصبحت بذلك بعض الفروع تبعد عن الشركة الأم بالآلاف الأميال، مما جعل تلك المؤسسات تحتاج إلى رؤوس أموال تفوق قدرات الأفراد.

1.5 ماهية البورصة

1.1.5 تعريف البورصة

البورصة كجزء من السوق المالية ككل، أو بورصة الأوراق المالية المتداولة la bourse des valeurs mobilières هي المكان الذي يلتقي فيه السماسرة والوسطاء والهيئات المرخصة للتعامل في المنتجات المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأدوات تحت رقابة السلطات العمومية. أي هي مكان تبادل ولقاء بين العرض والطلب - أي هي السوق - على أدوات مالية تمثل رؤوس الأموال طويلة الأجل وتأخذ شكل الأوراق المالية، خاصة الأسهم والسندات التي تم إصدارها خلال فترات سابقة من في السوق الأولية، وعليه يمكن اعتبار البورصة بمثابة الفرع المكمل للسوق المالية بصفة عامة. فهذه الأخيرة هي ذلك المكان العمومي الذي يلتقي فيه المحتاجون لرؤوس الأموال طويلة الأجل من أصحاب المؤسسات، الحكومة والجماعات المحلية بقصد إنشاء وتوسيع المشاريع من جهة والمستثمرون الذين استطاعوا أن يجمعوا ويجندوا الادخار بقصد توظيفه في شراء الأسهم والسندات من جهة أخرى. وأهم هؤلاء المستثمرين: الأفراد، المستثمرون المؤسساتيون، البنوك وتجمعات التوظيف المشترك، وكذا المؤسسات التي عادة ما تكون طالبة لرؤوس الأموال ولكن قد توظف بدورها أموالا في الأوراق المالية.

وعليه يمكن القول أن البورصة هي مكان التقاء العرض والطلب على الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية وبذلك يتحدد سعرها وفقا لقوى أو ميكانيزمات السوق بمساعدة الوسطاء والهيئات الإدارية المكلفة بذلك. كما تعتبر بأنها ذلك الفرع من السوق المالية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق وأن بيعت في السوق الأولية.

من حيث توفير السيولة، تجدر الإشارة إلى أن هناك حالات كثيرة أين نجد أن المستثمر في الأوراق المالية، أي تلك الهيئة أو الفرد الذي استثمر أمواله على الأمد الطويل نسبيا، قد يحتاج إلى تلك الأموال في أي لحظة لحدوث طارئ مثلا يتطلب سيولة نقدية، أو قد يحتاجها ذلك الفرد أو الهيئة لشراء أوراق أخرى يرى أنها تدر عليه أرباحا أكثر. عندئذ يمكن لهذا الفرد أن يتوجه إلى البورصة لبيع الأوراق التي بحوزته لمستثمر آخر والحصول على السيولة المطلوبة دون العودة إلى المؤسسة التي أصدرتها، من هنا نقول أن

توظيف الأموال على الأمد الطويل في البورصة أو السوق الأولية بشراء الأوراق المالية لا يعيق المستثمر في الحصول على أمواله مرة أخرى في حالة سائلة، بفضل بورصة الأوراق المالية، وذلك في أي وقت يشاء وبتكلفة معقولة.

إن التعرض إلى البورصة والأسواق المالية بصفة عامة يقود إلى العودة مرة أخرى إلى مسؤول مهم في أي مؤسسة حديثة، ألا وهو المدير المالي. فهو يقوم مقام الوسيط بين المؤسسة والأسواق المالية كما هو مبين في الشكل الموالي، والتي تتداول فيها الأوراق المالية لمؤسسته. إذ هو مطالب بمتابعة التدفقات المالية من وإلى المؤسسة وبالتالي من وإلى المستثمرين.

شكل رقم (2.1): التدفقات النقدية بين المؤسسة المالية والأسواق المالية



المصدر: جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 550.

يوضح الشكل أن التدفقات تبدأ بإصدار الأسهم والسندات من قبل المؤسسة للحصول على سيولة. تستعمل هذه الأموال المتجمعة في شراء أصول حقيقية تستخدمها المؤسسة للقيام بنشاطاتها العادية. وبعد أن تمر مدة معينة وتحقق المؤسسة نتائج معتبرة فإنها تدر تدفقات نقدية -نتيجة تلك النشاطات- تفوق مقدار الإستثمار الأولي. وأخيرا فإن هذا الفائض الذي حققته المؤسسة، إما أن يعاد استثماره في أصول حقيقية أخرى، أو يستعمل لدفع الأرباح لأصحاب الأسهم.

ويلاحظ أن كل هذه العمليات والتدفقات قد مرت على المدير المالي أو تمت بواسطته. وعليه فإنه مطالب بمعرفة كافة جوانب هذه النشاطات المالية التي تقوم بها المؤسسة. فهو مطالب مثلا بمعرفة السوق المالية من هيئات وميكانيزمات وغيرها، وبمعرفة الأوراق المالية من حيث التسعير واختيار تلك التي تجعل المساهمين أحسن مما كانوا عليه، ومطالب بمعرفة كيفية اختيار الإستثمارات في ظروف تتسم بالمخاطر... وهكذا. (محفوظ، 2011، الصفحات 548-552)

وتعرف أسواق الأوراق المالية بأنها آلية تتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن تلك الآليات الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الإقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الإقتصادية

التي تعاني من العجز المالي، ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد عدة، تعود على كل من مصدري الأوراق المالية.

ويمثل مصدر الأوراق المالية المشروعات الخاصة والهيئات الحكومية جانب الطلب على الأموال، وتمكنهم سوق الأوراق المالية من الحصول على إحتياجاتهم التمويلية. ففي الدولة الرأسمالية، تعمل أسواق الأوراق المالية على توجيه المدخرات للإستثمار في الصناعات التي تتميز بإرتفاع إنتاجية رأس المال، كما تتمكن الحكومة من خلال أسواق الأوراق المالية من تمويل خططها الإتفاقية بدلا من اللجوء إلى الأساليب التضخمية.

ويمثل المدخرون (مستثمرو الأوراق المالية) جانب عرض الأموال والذين يفكرون كثيرا قبل التخلي عن مدخراتهم لفترات، وهنا تبرز أهمية أسواق الأوراق المالية، إذ أنها تجعل الإستثمار في الأصول المالية أكثر جاذبية وأقل مخاطر، حيث تسمح للمدخرين بالحصول على الأصول المالية مقابل عائد وإعادة بيعها بسرعة ويسر عند الحاجة لإسترداد الأموال او عند الرغبة في تدوير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم.

وتتم عملية تبادل الأوراق المالية بإحدى وسيلتين مباشرة حيث يقوم المقرصين بشراء الأوراق المالية التي تصدرها المشروعات والحكومة مباشرة وغير مباشرة، حيث يقوم بشراء الأوراق المالية وسيط مالي ثم يقوم ببيعها للأفراد. (وليم، 2006، صفحة 21)

عرفت سوق الأوراق المالية بتعريفات عدة، منها ماجاء في القاموس الإقتصادي والتجاري "إن سوق الأوراق المالية سوق منظمة تنظيما دقيق لتداول الأسهم والسندات"، كما عرفها أحد الإقتصاديين بأنها "سوق مالية منظمة يتداول فيها الأسهم والسندات وتتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب"، كما عرفها آخر بأنها "سوق مالية منظمة تباع وتشتري فيها الأوراق المالية وينفذ السماسرة فيها أوامر عملائهم مقابل عمولة مناسبة". كما عرفت بالتعريف التالي "البورصة سوق منظمة تتعقد في مكان معين، في أوقات دورية للتعامل بيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية".

يلاحظ أن هذه التعريفات أكدت على أن سوق الأوراق المالية سوق منظمة تميزها لها عن المبادلات التي تتم بواسطة المتعاملين من غير تقيد بقوانين ونظم ولوائح سوق الأوراق المالية. كما أن المتتبع للتعريفات السابقة يجد أنها لم تزد على أن جعلت من سوق الأوراق المالية مجرد مكان يجتمع فيه المتعاملون، ومجموع العمليات التي تعقد فيه، دون أن تعطي مدولا مباشرا للدور التنموي الذي ممكن أن تلعبه هذه السوق. وقد أبرزت دراسة مشتركة بين المؤسسة العربية لضمان الإستثمار وسوق عمان المالي هذا الدور لسوق الأوراق المالية، حيث عرفتها بأنها هي السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء

بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة بما ساعد على تنمية الإدخار وتشجيع الإستثمار من أجل مصلحة الإقتصاد". (أحمد بوراس، ص65)

2.1.5 الشكل القانوني للبورصة

يختلف الشكل القانوني للبورصات والأسواق المالية من بلد لآخر. فمن التشريعات ما يعتبر البورصة مؤسسة خاصة ومنها ما يعتبرها مؤسسة عمومية. فهولندا على سبيل المثال تعتبر بورصة أمستردام من الناحية القانونية بمثابة جمعية خاصة private association تضم المتعاملين في الأوراق المالية المعتمدين لديها. وتعتبر السويد بورصة ستوكهولم شركة محدودة المسؤولية ابتداء من أول جانفي 1993 ولمسؤوليها صلاحيات واسعة خولت لهم من قبل السلطات المالية. نفس الشيء تقريبا يمكن أن يقال عن بورصة لندن منذ نوفمبر 1986 وبورصة نيويورك التي تعتبران بمثابة شركتي أسهم تخضعان للقانون الخاص وتهدفان إلى الربح.

وعلى العكس من ذلك تعتبر بعض الدول البورصة مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة، وعليه تخضع للقانون العام وتمارس أنشطتها وفقا لقواعده وعادة مالا تهدف للربح. وتجدر الإشارة في هذا المقام إلى أن الكثير من بورصات العالم قد تحولت إلى شركات أسهم ومن ثم تم تقييدها في البورصة، شأنها في ذلك شأن أي شركة عادية. (محفوظ، 2011، صفحة 664)

2.5 خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

1.2.5 خصائص سوق الأوراق المالية

-سوق الأوراق المالية هي من الأسواق المنتظمة.

-التداول في سوق الأوراق المالية خاصة السوق الثانوي يتم من خلال الوسطاء.

-التداول في السوق الأوراق المالية يعطي صورة لظهور المنافسة كاملة يعتمد على الطلب والعرض لتحديد الأسعار

-تمتاز أسواق الأوراق المالية بأنها واسعة يتم بها صفقات كبيرة تنتسج لتشمل معظم أجزاء من العالم.

-تعتبر هذه الأسواق أكثر الأسواق تطورا وتعطي المستثمر فيها فرصة كبيرة لتحقيق الأرباح

-يتطلب الإستثمار في سوق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات وإتخاذ قرارات رشيدة . (البكري، الأسواق المالية والدولية، 2002، صفحة 34)

2.2.5 وظائف سوق الأوراق المالية

-إيجاد حلقة إتصال بين البائعين والمشتريين

-تشجيع الإدخار بفتح أبواب أمام صغار المدخرين.

-توجيه الإدخار نحو الإستثمارات الأكثر كفاءة.

-يساعد هذا السوق في رسم السياسة النقدية والمالية للدولة.

-المساعدة في توفير المعلومات والبيانات. (البكري، الأسواق المالية والدولية، 2002، صفحة 34)

3.2.5 صفات بورصة الأوراق المالية

لبورصة الأوراق المالية صفات معينة تميزها عن غيرها من الأسواق الأخرى يمكن إجمالها بالتالي:

-التعامل في أسواق الأوراق المالية لا يتم على سلع منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع والخدمات الأخرى، وإنما على أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على حجم أو كمية المبيعات.

-الصفقات التي تعقد في أسواق الأوراق المالية كبيرة نسبيا مقارنة مع الأسواق الأخرى، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على أسعار البيع والشراء.

ولهذا يمكن إعتبار بورصة الأوراق المالية هي أكثر الأسواق إقترابا من النموذج الفكري لسوق المنافسة الكاملة في الإقتصاد الحر(الإقتصاد الرأسمالي)، وهي بالتالي تعتبر من أقوى الأسواق اتحادا وتنظيما وتجانسا على المستوى المحلي وحتى العالمي. (الشواورة، 2008، صفحة 46)

3.5 إدارة بورصة الأوراق المالية والتعاملات فيها

تدار البورصة من خلال مايلي:

1.3.5 إدارة بورصة الأوراق المالية

أولجنة أو مجلس إدارة البورصة

تتكون من عدد من السماسرة المنتجين، ولها مكتب مكون من رئيس، نائب وأمين صندوق، يتفرغ عنه لجان فرعية، وتكون هذه اللجان بمثابة مجلس إدارة البورصة حيث تختص بضمان حسن سير العمل، وممارسة دور السلطة التأديبية على المندوبين، الوسطاء، السماسرة وتحديد الحد الأدنى والأعلى من للأسعار.

ب- الجمعية العامة:

تتكون من أعضاء البورصة العاملين حيث تختص بإنتخاب لجنة أو مجلس إدارة البورصة والمصادقة على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة كافة الأعمال والأنشطة.

ت- اللجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية:

تختلف من بورصة لأخرى، وغالبا ما تختص بإتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بتطبيق القوانين، الأنظمة والإجراءات ذات العلاقة.

ث- هيئة التحكيم:

تختص بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء بشرط أن يكون هناك إتفاق على التحكيم، وتكون قراراتها ملزمة للأطراف المتنازعة.

ج- مجلس التأديب:

ويكون برئاسة لجنة البورصة أونائبه، وعضوية أحد الأعضاء العاملين، ويختص بالفصل في المخالفات وفقا للقوانين والأنظمة القائمة.

ح- مندوب الحكومة:

ويقوم بمراقبة تنفيذ القوانين واللوائح المعمول بها، وحضور إجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة. (الشواورة، 2008، صفحة 60)

2.3.5 طريقة التعامل في بورصة الأوراق المالية

يتم التعامل بالأوراق المالية في الأسواق المالية على إختلاف أنواعها أو مستوياتها من قبل جمهور المتعاملين على أساس شراء وبيع عدد محدود، أو على أساس الأوامر التي يصدرها العملاء للسماسرة، والتي تختلف بإختلاف أهداف وتوقعات هؤلاء الزبائن، فمنها ما يكون لأحسن سعر، ومنها ما يكون عند سعر محدد، ومنها ما يكون عند أقل خسارة، أو على أساس البيع قصير الأجل، والذي يتمثل في قيام عميل بإقتراض سهم من قبل عميل آخر، لبيعه في السوق، وعند إنخفاض سعره يقوم بشرائه من السوق، وإعادته إلى المالك الأصليلا وهنا يتحقق مكسب للمقترض من خلال فرق الأسعار بين عملية البيع والشراء، ومكسب للمالك بنسبة يتم الإتفاق عليها مسبقا، وبالطبع عمولة للسمسار الذي يقوم بهذه العملية.

ولهذه العمليات بالطبع تكلفة تتمثل في العمولة، التي يتقاضاها السماسرة من المستثمرين، والتي تختلف بإختلاف نوع الورقة، وحجم التعامل في السوق، وقد تكون محددة أو حسب الإتفاق بين الطرفين. (الشواورة، 2008، الصفحات 60-61)

ولا توجد قواعد نمطية ثابتة لآلية قيام الوسطاء بإنجاز تعاملات المستثمرين في الأسواق جميعا. تشمل التعاملات في أسواق الأوراق المالية الأوامر، التنفيذ، التسوية وحساب تكاليف التعاملات.

-تمثل الأوامر طلبات الشراء والبيع الصادرة من المستثمر إلى سمسار الوكيل أو القيام بها بنفسه.

-تشمل الأوامر على ما يأتي

-حجم الطلبية (دائرية، كسرية)

-المدى الزمني (أوامر محددة، أوامر مفتوحة، أوامر خاصة)

-تنقسم الأوامر إلى نوعين، أمر محدد، أمر سوق، لكل منهما قواعد لتنفيذه منقبل السمسار.

-أوامر الإيقاف نوع من الأوامر يجمع ما بين الحدود التي يضعها الأمر المحدد، والمرونة التي تتمتع بها أمر السوق. وهناك أمر إيقاف شراء وأمر إيقاف بيع.

-تتضمن عملية التنفيذ، الخطوات التي يتبعها السمسار في تنفيذ امر الزبون حسب طبيعة الأمر الذي أصدره.

-تتضمن تسوية المعاملات عمليات التسليم والإستلام للأوراق المالية التي جرى التعامل بها ما بين السماسرة (بيع وشراء) أو ما بين السماسرة والتجار والمتخصصين، فضلا عن مواعيد الإستلام والتسديد وإجراء المقاصة.

-تشتمل تكاليف تنفيذ المعاملات في البورصة، التكاليف المباشرة (عمولات، خصم، الرسوم، الضرائب) والتكاليف غير المباشرة الناتجة عن حساب الفرصة البديلة. (الداغر، 2007، صفحة 258)

3.3.5 الفئات التي يقوم عليها السوق

يقوم السوق على الفئات التالية

أفئة المقرضين أو المستثمرين أو المدخرين: وهي فئة مصدري الأموال في السوق وتتمثل في الأفراد والشركات التي تزيد مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب بتغطية الإستثمار أو العجز لديها، بالإقتراض المباشر أو بيع الأوراق المالية.

ب فئة المقرضين أو المستثمرين أو البائعين: وهي فئة مستخدمي الأموال في السوق وتتمثل في الأفراد والشركات التي تزيد مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب بتغطية الإستثمار أو العجز لديها، بالإقتراض المباشر أو بيع الأوراق المالية.

ت فئة الوسطاء الماليين، وهي فئة السماسرة وتابعيهم وتشمل على:

السمسار: وهو الشخص ذو الكفاءة والخبرة المختص في شؤون الأوراق المالية من بيع وشراء مقابل حصوله على العمولة من البائع والمشتري معا.

المندوب الرئيس: وهو من مساعدي السمسار ويعمل عنده باسمه ومقابل الأجر.

الوسيط: وهو أيضا من مساعدي السمسار وهو بمثابة أداة الإتصال بين العميل والسمسار.

هذا وهناك قواعد ينبغي مراعاتها عند إختيار السمسار وهي كالآتي:

-أن يكون مقيد لدى البورصة

-مشهود له بالأمانة والصدق

-له مقدرة مالية عالية

-له قدرة عالية على تقديم البيانات والمعلومات

-المهارة والحرص على تنفيذ أوامر العمل.

وبالطبع للسماح وظائف رئيسة تتمثل في التالي:

-البيع والشراء لصالح العملاء مقابل عمولة محددة من قبل كل من البائع والمشتري

-القيام بدور حلقة الوصل بين الشركة المصدرة وجمهور المكتتبين مقابل عمولة محددة وبموجب إتفاقية

يتعهد فيها بتغطية كل أو بعض الإصدارات الجديدة

-ترويج الإصدارات الجديدة دون الإلتزام بتغطية أو شراء جزء من الإصدارات وبيعها للمستثمرين.

-تقديم الإستشارات والإشراف على الإستثمارات لدى العميل، وحسب ما تقره إتفاقية المبرمة بينهما.

(الشواورة، 2008، صفحة 62)

4.5 مؤشر البورصة والإستثمار فيها

1.4.5 مؤشر بورصة الأوراق المالية

مؤشر البورصة أو معدل الأسعار هو قيمة كافة الأسهم في وقت معين، وهو أداة تعتمد للتنبؤ في إتجاهات المستقبل صعودا أو هبوطا، ويختلف حسب الأسس المبنية على أساسه في كل بورصة، والمؤشر المعبر بها الممثل للبورصة هو المبني على أسس سليمة. فالمؤشر هو معيار معرفة المستثمر لمستوى أداء الإستثمار، وإتجاهاته من خلال المقارنة به أو القياس عليه ومن ثم إتخاذ الإجراءات الإحترازية اللازمة لتحقيق أفضل العوائد بأقل مخاطر ممكنة.

وبناء مؤشر موضوعي للبورصة يعتمد على العينة الممثلة لكل الأسهم المقيدة والمتداولة، كافة القطاعات الإقتصادية، مع وضع أوزان نسبية متساوية لأسهم العينة ولا بد من وضوحه.

ويحسب بإحدى الطرق:

أ-على أساس متوسط الأسعار: وهو حاصل قسمة مجموع أسعار العينة على عددها الكلي في تاريخ معين، ثم مقارنة النتيجة مع المؤشر السابق، ومنه تحديد الإتجاه وتحليل الإنحرافات ومعرفة الأسباب، كمؤشر داوجونز الصناعي.

ب- على أساس القيمة السوقية: هو جمع حاصل ضرب عدد الأسهم في السعر السوقي لكل سهم من أسهم العينة.

وذلك من خلال قيمة (سعر الإقفال الحالي في عدد الأسهم من كل سهم للفترة الحالية على سعر الإقفال السابق في عدد الأسهم من كل سهم للفترة السابقة) مضروبة في القيمة الافتراضية للمؤشر كأن تكون (10، 100، 1000، ...).

وللمؤشر دور فعال في تحديد اتجاهات السوق والإقتصاد الوطني، ويستخدمه المستثمر لحساب العائد والمخاطرة المرجعية، وتقدير المخاطرة المنتظرة، ومعرفة العوامل الاقتصادية المؤثرة في الأسعار (التضخم، نسبة العوائد والمخاطرة) والتنبؤ للأسعار.

2.4.5 دور البورصة في التسعير وتقييم أسهم

يترتب على كل تصرف يؤدي إلى تخفيض الجزء المتبقي من الدخل مثل تخفيض الأجر وزيادة الضرائب وارتفاع الأسعار انخفاض مواز لمجموع رؤوس الأموال المتاحة للإستثمار في الأصول المالية، وعلى العكس من ذلك فإن زيادة الأجر وانخفاض الضرائب وانخفاض الأسعار سوف يؤدي إلى ارتفاع مواز لرؤوس الأموال المتاحة للإستثمار في الأصول المالية. وعن طريق السياسات النقدية والمالية يمكن تعديل كيفية إستخدام المدخرات على نحو يمكن معه من إستقطاب المزيد من تدفق رؤوس الأموال نحو سوق الأوراق المالية. أما التسعير في البورصة فإنه لا بد من وأن يتم للأوراق المالية على مرحلتين متتاليتين:

أمرحلة الإصدار الجديد

تتمثل في نقطة تلاقي الطلب ممثلاً بالحاجة للتمويل مع العرض ممثلاً بالقدرة على التمويل، وتكمن المشكلة في كيفية الوصول إلى أعلى سعر يقبل به المشتري ويرضى به البائع، ويقاس هنا النجاح بالقدرة على جذب المستثمرين الإحتماليين، وذلك بالإفصاح عن الأداء المالي والإقتصادي للشركة المصدرة، وقوة أداء السوق الثانوي (البورصة) (الذي يضمن توفير عنصر السيولة في أي وقت وبأسعار عادلة) وان تقدير سعر السهم المصدر يعتمد على أساس العائد السنوي المتوقع، وإذا كانت الشركة مقيدة وأسهمها متداولة في السوق فإن أسعار السوق يعتبر أفضل دليل لما ق يكون عليه سعر الشراء والذي يكون المشتري مستعداً لدفعه مقابل حصوله على السعر الجديد، مع مراعاة ما للزيادة في العرض من آثار سلبية على الأسعار مستقبلاً.

ب مرحلة التداول

ينطبق عليها آلية السوق، وتتأثر أسعارها بالمتغيرات التالية:

الأوضاع الإقتصادية: وتعكسها نتائج المشروعات من ربح أو خسارة وعلى ذلك فإن القيمة السوقية للأوراق المالية للشركات المقيدة في البورصة تتأثر بمدى سلامة المركز المالي والإقتصادي لهذه الشركات.

التضخم: ويعبر عنه بارتفاع الأسعار بشكل عام مع أن قيمة الأوراق المالية لا يمكن إعتبارها في جميع الحالات حمائية لأن آثار التضخم قد تمتد إليها وخاصة إن كانت من الأوراق طويلة الأمد .

السيولة: وخير ما يعبر عن السيولة في الإقتصاد هو مستوى الربحية ومدى رواج الأسعار بشكل عام الأمر الذي ينعكس بشكل أو بآخر على آلية العرض والطلب في البورصة.

سعر الفائدة الدائنة والمدينة: حيث أنه كلما كانت أسعار الفائدة الدائنة عالية إتجه المستثمرين إلى الإستثمار في الودائع لدى البنوك وهذا سوف يؤدي منحيت النتيجة إلى إنهيار أسعار البورصة والعكس صحيح. اما الفائدة المدينة فإن إرتفاعها أو إنخفاضها يؤدي إلى زيادة أو إنخفاض نفقات المشروع ومن ثم إنخفاض أو زيادة صافي الأرباح وبالتالي إنخفاض أو زيادة التوزيع على المساهمين ومن ثم إنخفاض أو إرتفاع القيمة الحقيقية وبالنتيجة إنخفاض أو إرتفاع الأسعار السوقية.

-الضرائب: إن الضرائب لها نفس تأثير الفائدة المدينة على الأسعار السوقية لأن إرتفاعها أو إنخفاضها يؤدي بالنتيجة إلى إنخفاض أو إرتفاع التوزيعات من الأرباح وبالتالي إرتفاع الأسعار السوقية في البورصة.

3.4.5 الإستثمار في البورصة

يتميز الإستثمار في البورصة بالعديد من العوامل أهمها:

أ- إرتفاع معدل العائد: لإحتوائه على التوزيعات السنوية (الأرباح التشغيلية) وفروقات أسعار البيع والشراء (الأرباح الرأسمالية)

ب- إنخفاض درجة المخاطر الكلية: لأن المخاطرة غير المنتظمة يفترض أن تكون واضحة ويمكن تجنبها. أما المخاطرة المنتظمة فإنه من السهل إحتسابها وأخذ ما يقابلها وهما يشكلان معا المخاطرة الكلية.

ج. توفير عنصر السيولة: وذلك لتوفير فرصة البيع والشراء في السوق الثانوية في أي وقت يختاره المستثمر ودون خسارة. (الشواورة، 2008، صفحة 42) هذا بالإضافة إلى عنصرى التنظيم والأمان، وعلى العكس من ذلك فإن المستثمر بالضرورة سوف يعزف عن الإستثمار في سوق الأوراق المالية ليكتفي بالإدخار إن كان يخشى المخاطرة أو يتجه إلى الإستثمار في الأصول المالية والمادية الأخرى إن كان ممن يبحثون عن العائد المجزى مقابل المخاطرة المعقولة او المدروسة. (الشواورة، 2008، صفحة 42)

إن الإستثمار يعتبر من الركائز الأساسية الدافعة لعجلة التنمية الإقتصادية، لاسيما دوره الفعال في إستخدام وإعادة توجيه الموارد المتاحة صوب المشاريع القائمة أو المزمع إقامتها بكفاءة عالية وبالتالي المساهمة في رفع الأداء الإقتصادي في مختلف القطاعات.

خلاصة

إن السوق المالية مؤسسة ضرورية لإقامة اقتصاد عصري متطور وتمويله وتنشيطه. إذ تقوم بتجميع وتجنيد وتوجيه الإدخار الوجهة السليمة ممولة بذلك مختلف الأنشطة الإقتصادية لتمويل إصدارات وليس تمويل إستدانة (القروض البنكية)، بكل ما للأسلوب الأول من مزايا كتخفيض تكلفة رأس المال وغيره، وما للثاني من عيوب فيما يتعلق بالفوائد المدفوعة على القروض، التي أصبحت تشكل عبئا ثقيلا على كاهل الكثير من الشركات المدينة. كما أن لذلك تأثير حسن على الكتلة النقدية المتواجدة في الإقتصاد، أي تخفيض نسبة التضخم نتيجة تشجيع ونشر الوعي الإدخاري في الجمهور وتوجيه هذا الإدخار عبر قنوات خاصة وإيصاله للسوق المالية. كما تمثل هذه الأخيرة وسيلة هامة وضرورية لتوسيع ملكية الشركات وغيرها من الأهداف التي ترمي إليها.

الفصل الثاني: الإطار النظري لكفاءة سوق الأوراق المالية

تمهيد

شهد موضوع كفاءة سوق الأوراق المالية على مدار السنوات العديدة السابقة جدلاً واسعاً في الأوساط الإقتصادية والمالية، ليذهب البعض إلى التأكيد على أنه أهم الأحداث على المستوى النظرية الإقتصادية والمالية. في حين ذهب البعض الآخر في إتجاه التشكيك في صحة هذا الإفتراض والتأكيد على أنه أثر في عمل الأسواق والرقابة عليها وإستمرار توفير القدر الكافي من المقومات التي يحتاجها التعامل في هذا النوع من الأسواق كما وكيفاً لعل أهمها المعلومات بجانب إفرزات عديدة أخرى.

1. التحليل الإستثماري Investment Analysis

الإستثمار الكفاء هو مراد المستثمر المحقق لأعلى العوائد بأقل مخاطر ممكنة، لذلك فإنه لا بد من تحديد مدى كفاءة السوق ومستواها.

فإذا كان السوق غير كفاء، فالمستثمر يبحث عن الربح الرأسمالي، من خلال الإتجاه نحو السهم المتمتع بفارق زمني بين السعر الحالي (السوقي) الذي تعرف وتفهم عنده على المعلومات الواردة إلى السوق قبل غيره وبين السعر المستقبلي (الحقيقي) للسهم نفسه الذي سوف يصل إليه بعد إنتشار المعلومات بين المستثمرين كافة.¹

أما إذا كان السوق كفاء فالمستثمر يبحث عن الربح التشغيلي من خلال السهم ذات التوزيعات السنوية الكبيرة، أما الأرباح الرأسمالية فهي تدرج وفقاً لتدرج كفاءة السوق، ولإجراء التحليل الإستثماري فإنه لا بد من إستخدام التحليل الأساسي أو الفني أو الإثنين معاً وكالتالي:

1.1 التحليل الأساسي Basic Analysis

لتفسير حركة السوق لا بد من التحليل الأساسي الذي يبدأ بالتحليل الإقتصادي Economic Analysis المتمثل في فحص الناتج المحلي الإجمالي بشقيه الإنفاق الإستثماري والإنفاق الإستهلاكي، سياسات الدولة النقدية " عرض النقود والسيولة التي يتولاها البنك المركزي، سياسات الدولة المالية التي تقوم بها وزارة المالية (الإنفاق الحكومي والضرائب) لمعرفة تلك المؤشرات والسياسات على الإستثمار، وبالتالي على المبيعات وأرباح الشركات ودخول الأفراد ومعدلات البطالة، وأسعار الفائدة ومعدلات التضخم، وأسعار صرف العملات الأجنبية لأن لهذه المتغيرات جميعاً آثاراً كبيرة على الإستثمارات المختلفة وبالتالي على خيارات المستثمرين المتاحة في بورصة الأوراق المالية.

بالإضافة إلى التحليل الإقتصادي لا بد من التحليل القطاعي لتجديد القطاع المختار للإستثمار (صناعة، تجارة، زراعة) كون درجة تأثر هذه القطاعات بالعوامل والمتغيرات الإقتصادية متفاوتة، وتختلف من قطاع لآخر خاصة ما يتعلق منها بالعائد، المخاطرة التي تعد بالنسبة للمستثمر من أهم مؤشرات الأداء الإقتصادي في أي قطاع.

¹ القيمة الحقيقية (المتمثلة في حاصل قسمة تدفقاته النقدية المتوقعة على معدل العائد المطلوب) والقيمة السوقية هي (المتمثلة في السعر المتداول في السوق)

وإذا ما انتهى المستثمر من التحليل القطاعي لأبد من الإتجاه أفقياً داخل كل قطاع أي يقوم بتحليل مكونات كل قطاع Unit Analysis المتمثلة في الشركات القائمة فيه لتصنيفها حسب قدرتها على النمو في المبيعات والأرباح، فمنها ما هو تامين متقلب، دفاعي ومغامر، وكذلك الأمر بالنسبة للأسهم، وليس من الضروري تتطابق أصناف الأسهم والشركات وذلك بسبب تفشي ظاهرة المضاربة في البورصة.

والمستثمر ينصب إهتمامه على الأسهم ويكون ذلك من خلال التعرف على طبيعة ونوع الشركة وتقدير القيمة الحقيقية للسهم ومقارنتها بالقيمة السوقية له لإتخاذ القرار المناسب، وذلك من خلال تحليل القوائم المالية وإستخدام نماذج الإقتصاد القياسية تحليل السلاسل الزمنية. مع قبول ما يرافقها من صعوبات تتمثل في عدم توافر البيانات والقدرة على التحليل والإستنتاج والمؤهلات والخبرات المطلوب توفرها في المستثمر، وأهم من ذلك كله هو الخوف من أن السوق المراد الإستثمار فيه قد يكون عند أي مستوى من مستويات الكفاءة على درجة عالية من الكفاءة أي أن الأسعار فيه تعكس دائماً وأبداً كافة المعلومات التاريخية أو التاريخية والحالية أو المستقبلية المتاحة. (الشواورة، 2008، صفحة 66)

لأن المستثمر في السوق الكفاء يراهن على تدرج إنعكاس المعلومات على الأسعار أو ما يسمى بالفارق الزمني بين لحظة تلقيه للمعلومات ولحظة تجاوب السعر معها نتيجة لتفشيها عند المستثمرين الآخرين.

2.1 التحليل الفني Technical Analysis

يعتبر مدخل مكمل أو بديل للتحليل الأساسي ، ويعتمد على إستخدام معلومات الماضي للتنبؤ بأسعار الأسهم مستقبلاً على افتراض أن القيمة السوقية تتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب، وأن قوى العرض والطلب محكومة بالعوامل الإقتصادية وتوقعات المستثمرين، وأن الأسعار تتحرك بإتجاه عام ولفترة من الزمن وأي تغيرات في الإتجاه العام ما هي إلا رد فعل طبيعي لعلاقة العرض بالطلب.

فالتحليل الفني يلتقي مع التحليل الأساسي من حيث القيمة السوقية تتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب، أما الإتجاه العام وتغيراته من وجهة نظر المحللين الأساسيين فإنه ليس شرطاً أن تتحرك الأسعار في المستقبل بإتجاه عام ولفترة من الزمن، وبالتالي يتعذر النظر إلى أي تغيرات تطرأ عليه من خلال رد فعل السوق تجاه هذه التغيرات لأن المحلل الفني يعتمد على عمله على مرحلية وتدرج تطور سعر السهم وفقاً للمعلومات التاريخية الواردة إليه، لكن إذا كان السوق كفاء وفترة من الزمن ذلك يؤدي إلى إخفاق توقعاته المستقبلية، هذا بالإضافة إلى أن صحة النتائج تعتمد على قدرة وخبرة المحلل وليس على نماذج رياضية دقيقة الأمر الذي يجعلها عرضة للتفاوت والتباين بين محلل وآخر.

ولكن على الرغم من تلك الصعوبات، فإن التحليل الفني له بعض المزايا (الشواور، 2008، صفحة 67) فمنها: سهولة الممارسة، (عدم الاعتماد بشكل أساسي على القوائم المالية والإكتفاء بمعرفة الإتجاه العام للأسعار دون الخوض في الأسباب كالأساسي)، وعدم قناعة المحلل الفني بضرورة الإحتفاظ بالأسهم لفترات طويلة (فهو ينصح بالبيع عند أعلى نقطة وبالشراء عند أدنى نقطة على منحني التقلبات السعرية التي ترسمها حركة الإتجاه العام للأسعار وتحركات المستثمرين).

ونجاح التحليل الفني مرهون بالقدرة على التشخيص المسبق لإتجاه الأسعار في المستقبل، التي تتعزز عند الإلمام بتصرفات غالبية المتعاملين في السوق من حيث مستوى الرشد والحكمة (إذا كانت التصرفات رشيدة ينصح بالبيع عند أعلى نقطة وبالشراء عند أدنى نقطة على منحني التقلبات السعرية أما إذا كانت التصرفات غير رشيدة ينصح بالبيع عند أعلى نقطة وبالشراء عند أدنى نقطة على منحني التقلبات السعرية أما إذا كانت التصرفات غير رشيدة فينصح بالبيع عند أدنى نقطة والشراء عند أعلى نقطة وللخروج من هذا المأزق ينصح بالإعتماد على حركة التداول المعبر عنها بعدد الإصدارات وعدد الأسهم المباعة و الأحجام الكبيرة التي تنفذها المؤسسات المالية المتخصصة بالإضافة إلى متوسط حركة التداول في السوق.

فالمحلل الأساسي يحدد الأسباب والعوامل المؤثرة على حركة الأسعار، أما المحلل الفني فيحدد حركة الأسعار وحجم التداول. فهما يسعيان لهدف واحد (وبوسائل مختلفة) وهو البحث عن الإستثمار المالي الذي يخطئ السوق في تقديره(من أجل بيعه إذا كانت قيمته السوقية أعلى من الحقيقية وشرائه ان كانت قيمته السوقية أقل من الحقيقية) (وبما أن الحقيقية يمكن تقديرها كميًا من خلال قسمة التوزيعات النقدية، المتوقعة على معدل العائد المطلوب) فإن القيمة السوقية المتداولة هي القيمة التي ينبغي إجراء عليها المزيد من الدراسة والتحليل. (الشواور، 2008، صفحة 68) لتجنب المفاجئات وبالتالي تخفيض الفارق بين تقلباتها السعرية.بالإضافة إلى ذلك مدى قدرة المستثمر على مواكبة سلوك أسعار البيع في سوق المال، وأي تخلف يؤدي إلى عواقب وخيمة،ومنه الحرص على ضمان سلامة قرار الإستثمار الكفاء في الأوراق المالية من خلال أخذ الأسلوبين معا.

3.1 التحليل الفني والسوق المالية الكفاءة وفرضياتها

لقد خضعت كفاءة سوق الأسهم للمناقشة لسنوات عدة ويعتقد العديد من الأكاديميين بأن هناك فرصة قليلة أو تكاد تكون معدومة لتحقيق عوائد استثنائية في ظل هذه الأسواق. وإن السؤال الذي يتعلق بفائدة التحليل الفني يبدأ من نقطة النقاش حول كفاءة السوق.

فإذا كان سوق الأسهم في حالة توازن مستمر فإن السعر السوقي لهذا السهم يعادل قيمته الحقيقية. ولا بد أنهما يتقلبان معا. على أن التحليل الفني يدعي بأن أسعار الأسهم لا تتقلب بذلك النحو. حيث أن واضعوا الرسوم البيانية (الفتيون) يدعون بأن أسعار الأسهم لا تتحرك بشكل عشوائي وأنهم وجدوا أنماطا للتقلبات السعرية تكرر نفسها وبالوسع الإستعانة بها في التنبؤ بحركات السعر المستقبلية. وحيث أن فرضيات السوق الكفاءة الناجمة عن فكرة أن المستثمرين الساعين الى ربح سوف يعملون وفق المعلومات الجديدة بشكل سريع وبأن الأسعار سوف تعكس دائما كل المعلومات المتاحة العامة، بينما يفترض التحليل الفني وجود الإتجاهات الطويلة في الأسعار، التي تستمر حتى النهاية بشكل بطيء، إن مثل هذه الأنماط اذا كانت موجودة سوف تؤدي إلى خرق مفهوم فرضيات السوق الكفاءة لتغيرات أسعار الأسهم غير المتوقعة.

يتبين من ذلك بأن التحليل الفني في حالة تعارض مع إفتراض بأن أسعار الأوراق المالية على الأقل في كفاءة السوق ذات الشكل الضعيف. كما أن المعلومات ذات الصلة الوثيقة كالأسعار الماضية وحجوم التداول قد عكست بشكل كامل وسريع في الأسعار الحالية. ويستمر التعارض بين التحليل الفني والسوق الكفاءة وفرضياته حيث يعتقد الفتيون أن أسعار الأسهم تظهر الإتجاهات التي تستمر لفترة طويلة من الزمن وبشكل بطيء. أي أن التحليل الفني مبني على قناعة بالإتجاهات والأنماط المتكررة في أسعار الأسهم وتتحرك بشكل غير كفوء بعيدا عن قيمها الحقيقية التي تتحرك بشكل عشوائي كما يشير أصحاب التحليل الأساسي، والتحليل الفني يعتمد على مفهوم بأن أسعار السوق تعدل بشكل بطيء مع المعلومات الجديدة. وطالما أن ذلك يكون على خلاف مع الفرضيات السوق الكفاءة. لذا فإن التحليل الفني يكون غير مجديا في السوق الكفاءة. (العامري، 2013، الصفحات 244-245)

2. كفاءة سوق الأوراق المالية

السوق المالية الكفاء هي السوق التي يجري فيها تبادل الأدوات الإستثمارية بسهولة وذلك عند أسعار قريبة من القيم الحقيقية (لهذه الأدوات)، حيث يتحقق التوازن مع قبول طرفي (الطلب والعرض) الأسعار.

وقد إقترح هذا النموذج للسوق المالية بناءا على فرضيات أساسية وطور منذ بداية الخمسينات من القرن الماضي وفق صيغ نظرية تعتمد الأسلوب الإستنباطي غير أن تطبيق هذه الصيغ ومتطلباتها الأساسية لازال يواجه عوائق متعددة. وعليه يقتضي ذلك معالجة الموضوعات الرئيسة التالية.

1.2 عرض مبسط لنموذج السوق المالية الكفوء

إقترح هذا النموذج M.kendal في العام 1953 وذلك من خلال بحث إحصائي قدمه مع Roberts و Osborne إلى جمعية الإحصاء الملكية البريطانية حينما قام بتحليل السلاسل الزمنية التصادفية stochastic لتغيرات أسعار الأسهم على وفق نموذج احتمالي يكون فيه الوسط صفرا والتباين ثابتا

$$P_t = P_{t-1} + a_t \quad a \sim N(0, \delta^2)$$

فيكون الفرق بين السعرين $P_t - P_{t-1}$ مساويا لسعر ماض زائد متغير عشوائي. (كاكامولا، 2003، صفحة 57)

لقد بين كندل بأن الأسواق المالية المتسمة بالكفاءة هي الأسواق التي تتقلب أسعار الأدوات بشكل عشوائي حول قيمها الطبيعية المقبولة. والتي تعكس بدورها بشكل عقلاني كافة المعلومات المتوفرة لجميع الأطراف بصورة ملائمة وتتعديل هذه الأسعار بسرعة حسب المعلومات الجديدة.

وهنا تم التأكد على أنماط الأسعار الماضية لا يمكن الإعتماد عليها في التنبؤ بأنماط الأسعار المستقبلية.

ومن المهم الإشارة إلى أن النموذج رغم نشوئه من خلال دراسة إحصائية إلا أن تطبيقه يعتمد على الأسلوب الإستنباطي (المنطقي) والذي يقوم على هدفين يتركز فيها محور الإهتمام بالسوق المعنية، وهما:

1- لبيان ردود أفعال الأسعار تجاه المعلومات الجديدة

2- لتحليل الأدوات المالية وبالتالي لتوضيح كيفية بناء المحفظة الإستثمارية وباعتماد هذا الأسلوب يخرج النموذج بنتيجة، مفادها (أن أي شخص لا يمكن أن يتنبأ، بدقة وتوافق، الحركات قصيرة الأجل لأسعار الأدوات المتداولة)

لقد حاول E.F Fama بناء نظرية للسوق الكفوء من خلال تطوير نموذج عرفه بـ: لعبة عادلة a fair game أو بنموذج العائد المتوقع ويعتمد هذا النموذج على الفرضيات الأساسية للسوق الكفوء وبالتالي فإن أسعار الأدوات المالية تعكس تماما كافة المعلومات المتوفرة في نقطة زمنية معينة، ومن خلال ربط هذه الأسعار بعلاقة العائد بالمخاطرة فقد إقترحت الصيغة التالية:

$$P_{t+1}^x = P_{t+1} - \epsilon (P_{t-1} - P_T^P)$$

P_{t+1}^x الفرق بين السعر الفعلي في الزمن $(t+1)$ والسعر المتوقع في نفس الزمن كقيمة سوقية فائضة. (كاكامولا، 2003، صفحة 74)

P_T^P السعر المتوقع للأداة عند توافر كافة المعلومات في الزمن (t) وإن هذا السعر يساوي السعر الجاري للأداة وذلك توافقاً في السوق مضروباً في $(+1)$ العائد المتوقع للأداة عند المعلومات الكاملة.

2.2 ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

إن بداية الاهتمام الحقيقي بمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية كان بعد ظهور نتائج دراسة Kendall (1953) حول سلوك التغيرات الأسبوعية في مؤشرات الأسواق المتطورة حيث لاحظ أن أسعار الأوراق المالية تأخذ بسلوكها حركة عشوائية بحيث تميل العوائد الناتجة عنها في فترة ما لأن تكون مستقلة عن عوائد الفترات السابقة وإعتقد Kendall أن ذلك إشارة إلى عدم رشادة السوق ليؤكد من جاء بعده من الباحثين أن ذلك دليل على رشادة السوق و كفاءتها.

ومفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية هو إمتداد للنظرية الاقتصادية الكلاسيكية والتي تفترض انعدام العوائد الفائضة في ظل ظروف المنافسة التامة، فإذا توزعت مجموعة من المعلومات بشكل عادل على جميع المتعاملين، فإنه يتوقع في ظل ظروف المنافسة الشائعة في السوق أن يتطابق معدل العائد الفعلي مع معدل العائد المتوقع أو قريباً منه مما يعني تحقيق سمة العدالة لما يتم تداوله في السوق. (الدقاف، 2009-2010، صفحة 10).

و لقد تعددت التعريفات التي أعطيت لكفاءة سوق الأوراق المالية وإن كانت تدور حول فكرة واحدة حيث عرفها (Fama) بأنها "السوق التي تعكس فيها الأسعار كافة المعلومات المتاحة".

كما عرف (Jensen) كفاءة السوق بقوله "إن السوق تكون كئنة بالنسبة لمعلومات من النوع (O_t) إذا كان من المستحيل تحقيق أرباح إقتصادية بواسطة المتاجرة على أساس هذه المعلومات" (الدقاف، 2009-2010، صفحة 11)

كما عرفها (Beaver) بأنها "السوق التي تعكس أسعار الاستثمارات فيها جميع المعلومات التي تصل إلى المستثمرين خلال فترة زمنية معينة كما يلاحظ المستثمرين فيها وجود فارق بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها الحالي في السوق". (الدقاف، 2009-2010، صفحة 11)

و عرفها (Horgen) بأنها "السوق التي تتغير فيها الأسعار بطريقة عشوائية بمعنى أن التغيير الذي يحدث اليوم لا يرتبط بما حدث في الماضي من تغير. "

كما عرفها (Hal Kiel) "بأنها السوق التي لا تسمح للمستثمرين بجني معدل عوائدها بعيدا عن معدل المخاطر. "

يتضح من خلال التعريفات السابقة أن كفاءة السوق ترتبط بكل من مدى توفر المعلومات و سرعة توفرها وكذا بمدى إستجابة السوق لهذه المعلومات و ردة فعلها تجاهها و ذلك بدراسة أثرها على أسعار الأوراق المالية.

إذ يمكن تعريف السوق الكفئة بأنها السوق العادلة التي في ظلها تعكس أسعار الأوراق المالية بدقة وخاصة الأسهم كافة المعلومات المؤثرة على القيمة الحقيقية للورقة سواء المتعلقة بالسوق أو الشركة المصدرة للأوراق أو الاقتصاد أو الصناعة، وسواء كانت تاريخية أو حالية متاحة للجميع أو خاصة و ذلك بالسرعة التي لا تترك فجوة زمنية فاصلة كبيرة بين وصول المعلومة و عكس الأسعار لها ولا تسمح بتحقيق أرباح غير عادية لبعض أطراف السوق دون باقي الأطراف.

ففي ظل السوق الكفئة يشعر الجميع أنهم أمام قيمة سوقية عادلة (Fair Value) للورقة تعكس قيمتها الحقيقية المحددة على أساس المعلومات المتاحة للمستثمرين تدفع الأسعار لتساوي القيمة الحقيقية، و بحيث يستحيل على أي من المتعاملين في السوق تحقيق عائد غير عادي يزيد عن العائد الذي يكفي للتعويض عن مخاطر الاستثمار في تلك الورقة، كما أنه لن يوجد في السوق في أي لحظة ورقة مالية تباع بقيمة تقل أو تزيد عن قيمتها الحقيقية التي تعكس المعلومات المتاحة عنها في تلك اللحظة.

ويمكن التعبير عن المفهوم السابق بصيغة رياضية من خلال نموذج القيمة الحالية كما يلي:

$$PN = \sum_{t=i}^{\infty} \left(\frac{D_t}{(1+K)^t} \right) - P = 0$$

حيث أن:

PN: صافي القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية.

D_t : التوزيعات المتوقعة.

P: القيمة السوقية للورقة المالية في اللحظة t.

K: معدل العائد المطلوب على الاستثمار الذي يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر.

$$\frac{D_t}{(1+K)^t} : \text{القيمة الحقيقية أو الحالية للسهم } i \text{ و التي تعادل القيمة السوقية. (الدقاف، 2009-2010، صفحة 12)}$$

ومن ثمة فإنه في ظل السوق الكفئة يعكس سعر الورقة المالية توقعات المستثمرين حول التدفقات المستقبلية (أي توزيعات الأرباح والعوائد الرأسمالية) المتوقعة من الورقة المالية المعينة والمخاطر المرتبطة أو المقابلة لهذه التدفقات مع التأكيد هنا على أمرين:

الأمر الأول: أن القيمة السوقية تبقى ثابتة دوماً.

الأمر الثاني: أن حدوث التقلب في سعر الورقة المالية من وقت لآخر لا يعني عدم كفاءة السوق وإنما العكس إلى أن يتم التعرف على طبيعة هذا التقلب، إذ أنه مع ورود معلومات حول الشركة المصدرة للورقة فإنه من المتوقع أن ترتفع أو تنخفض قيمتها السوقية و ذلك حسب محتوى المعلومات الخاصة بالشركة. (هندي، 1999، صفحة 490)

ولقد قام (فاما) Fama (1970) بصياغة محتوى فرضية السوق الكفئة في إطار نموذج يعرف بنموذج المباراة العادلة The fair Game Model كما يلي:

"أنه في المتوسط لا يكون هناك اختلاف بين التحيز الفعلي في أسعار الأوراق المالية و التغير المتوقع في السعر خلال فترة معينة، و بناءاً عليه و من خلال و جود عدد كبير من المشاهدات فإن العائد المتوقع للاستثمار المالي بمعلومية مجموعة معينة من المعلومات المتاحة سوق يعادل العائد الفعلي لها لأن سعر التداول في سوق الأوراق المالية يعكس كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية و يتسق مع حجم مخاطر الاستثمار فيها و بذلك فإن اتجاه السعر سوف يكون مباراة حادثة." (حنفي، 2004، صفحة 181)

وقد عبر Fama عن ذلك بالصيغة الرياضية على النحو الموالي:

$$E\left(\frac{P_{j,t+1}}{Q_t}\right) = [1 + E\left(\frac{r_{j,t+1}}{Q_t}\right)]$$

E: القيمة المتوقعة لسعر الورقة.

$P_{j,k}$: سعر الورقة المالية z عند اللحظة t.

$P_{j,t+1}$: سعر الورقة z عند اللحظة t+1.

$r_{j,t+1}$: معدل العائد عن فترة واحدة (اليوم التالي للتداول).

Q_t : مجموعة المعلومات المتاحة عن الورقة المالية المتعلقة بالنقطة الزمنية $t+1$ و الواردة في اللحظة t .

$$(r_{j,t+1}) = \frac{(p_{j,t+1}) - P_{j,t}}{P_{j,t}}$$

و حيث أن ورود المعلومات تم بطريقة عشوائية، فإن السعر الذي يتوقعه المستثمر عند النقطة الزمنية $t+1$ لن يكون مساويا لسعر التداول عن تلك النقطة الزمنية $t+1$ ، و لذلك فإنه ينتج عن ذلك ظهور خطأ تنبؤ يمكن تقديره بـ :

$$X_{j,t+1} = P_{j,t+1} - E(P_{j,t+1}/Q_t)$$

حيث أن:

$E(P_{j,t+1}/Q_t)$: سعر التداول المتوقع من قبل المستثمر في النقطة الزمنية t للورقة المالية j عند اللحظة الزمنية $t+1$ بموجب المعلومات الواردة Q_t في اللحظة t .

$X_{j,t+1}$: خطأ التنبؤ (الخطأ العشوائي)

و حتى تعد السوق كفئة وفقا لنموذج اللعبة العادلة (The Fair Game Model) يتوجب أن تكون القيمة المتوقعة لخطأ التنبؤ معدومة بمعنى أن:

$$E(X_{j,t+1}/Q_t) = 0$$

و هذا يعني أن السعر الفعلي عكس بالفعل كافة المعلومات المتاحة عن الورقة الحالية و الذي توقعه المستثمر عند اللحظة t وبجانب إمكانية ظهور خطأ التنبؤ فإنه يمكن أن يكون هناك تباين في توقعات المستثمرين للعائد الفعلي و العائد المتوقع يترتب عليه تحقيق المستثمر خسائر أو أرباح غير عادية تحسب كما يلي:

$$Z_{j,t+1} = r_{j,t+1} - E(r_{j,t+1}/Q_t)$$

حيث أن:

$Z_{j,t+1}$: خطأ التنبؤ (التباين) عند اللحظة t و يمثل الزيادة غير المتوقعة في عائد الورقة j عند النقطة الزمنية $t+1$ ، (خسائر أو أرباح غير عادية).

$r_{j,t+1}$: معدل العائد الفعلي للورقة j عند النقطة الزمنية $t+1$ (و الذي يعرف بأنه نسبة التغير في أسعار الاستثمارات معدلة بالتوزيعات الفعلية).

$E(r_{j,t+1}/Q_t)$: معدل العائد المتوقع تحقيقه عند اللحظة $t+1$ بمعلومية المعلومات المتاحة و التي يفترض أن تنعكس بالكامل و بدون تحيز في الأسعار في النقطة الزمنية t .

و حتى تكون السوق كفئة يجب أن تكون قيمة الزيادة غير المتوقعة في العائد صفرا و يعبر عنه كما يلي:

$$E(Z_{j,t+1}/Q_t) = 0$$

في ظل هذه الوضعية فإن الإستثمار في السوق هو لعبة عادلة بين جميع المستثمرين، بمعنى أن القيمة السوقية للورقة المالية (و التي تساوي أيضا القيمة المتوقعة لسعر الورقة) عند النقطة الزمنية $t+1$ في ظل المعلومات الواردة Q_t في اللحظة t هي أفضل تقدير لقيمتها الحقيقية، حيث تنعكس المعلومات بصفة تامة و بسرعة في أسعار السوق الكفئة، مما لا يتيح فرصة تحقيق العوائد غير العادية لبعض المستثمرين على حساب الآخرين طالما أن المعلومات متاحة لجميع المستثمرين و في آن واحد.

و بإفتراض أن المستثمر يملك محفظة استثمارية مكونة من n سهم، فإنه يمكن صياغة المعادلة العامة لحساب القيمة الكلية للعوائد غير العادية لهذه المحفظة عند اللحظة $t+1$ على النحو التالي:

$$V_{t+1} = \sum_{j=i}^n \alpha_j(Q_t) [r_{j,t+1} - E(F_{j,t+1}/Q_t)]$$

حيث:

$\alpha_j(Q_t)$: حصة مشاركة كل سهم من أسهم المحفظة، و بحيث:

$$\alpha_j(Q_t) = [\alpha_1(Q_t), \alpha_2(Q_t), \dots, \alpha_n(Q_t)]$$

و في ظل نموذج اللعبة العادلة ستصبح المعادلة على النحو التالي:

$$E(V_{t+1}/Q_t) = \sum_{j=i}^n \alpha_j(Q_t) E(Z_{j,t+1}/Q_t) = 0$$

يفسر الاستدلال الرياضي السابق أن العائد المتوقع للورقة المالية يتساوى مع العائد الفعلي و من ثم لن تباع أي ورقة (سهم) بقيمة تزيد أو تقل، عن قيمتها الحقيقية مهما بذل المستثمر من جهد لجمع المعلومات و تحليلها.

ومن ثم فإن تمتع كل ورقة من الأوراق المالية المتداولة في السوق باحتمال متماثل و متساو في زيادة أو نقص قيمتها يترتب عليه أن كل ورقة تعتبر بديلة عن الأخرى و ذلك بالرغم من وجود التكاليف الخاصة ببيع أو شراء هذه الورقة نظرا لأن قيمة هذه التكلفة تتضاءل أمام قيمة تلك الورقة ولا تتغير بدرجة ملحوظة من مستثمر لآخر.

و في ضوء العرض السابق لا بد من الإشارة إلى أن كفاءة السوق ليست مطلقة و لكنها مشروطة و معرفة في حدود معلومات معينة أي أن السوق تكون كفاءة (أو غير كفاءة) بالنظر إلى معلومات معينة و على هذا الأساس قام Fama بالتمييز بين صيغ كفاءة السوق، كذلك أنها تتعلق بانتقاء عدم القدرة على تحقيق أرباح استثنائية في حالة السوق الكفاءة و معنى ذلك أن سلسلة العوائد أو الأرباح على المدى الزمني تمثل سلسلة عوائد عادية أو عادلة بالنسبة للمعلومات المفترضة و من تلك الخاصية اشتق Fama التسمية التي أطلقها على تعريفها.

تعريفه للسوق الكفاءة بأنها لعبة عادلة (The Fair Game Model)، أيضا أن المقصود بعدم القدرة على تحقيق أرباح غير عادية في حالة كفاءة السوق هو أن القيمة المتوقعة (أي المتوسط المرجح بالاحتمالات) للأرباح غير العادية يعادل الصفر، و من ثم فإن التعريف لا ينفي قدرة بعض الأفراد على تحقيق أرباح استثنائية في بعض الصفقات و لكن التعريف يعني أن تلك الأرباح الاستثنائية المترتبة عن المضاربة بناء على المعلومات المتاحة للسوق.

كذلك فإن كفاءة السوق تعني أمرين الأول يتعلق بالاستيعاب الكامل و السريع للمعلومات و انعكاسها على أسعار الأوراق المالية أما الأمر الثاني فيتعلق بعدم التحيز في انعكاس المعلومات الجديدة على الأسعار، وتبين عنصر السرعة فإن الدليل التجريبي للعديد من الدراسات التي تم التعرض لبعض منها في هذا الذي يشير إلى أن المعلومات تنعكس على أسعار الأوراق المالية بمجرد نشرها بل ذهب بعضها إلى أنها تنعكس قبل فترة وجيزة من الإعلان عنها (و إن كان ذلك نفي للكفاءة بالصيغة القوية). كما هو دراسة Ball and Brown (1968) وكان السوق تستوعب المعلومات و تعكسها في الأسعار بصورة تنبؤية، أما الاستجابة غير المتخيرة للمعلومات (كالمعلومات المحاسبية مثلا) فتتعلق غالبا بقدرة السوق على استيعاب الأرقام المنشورة و تفهم الاختلافات الناجمة عن مجرد اختلاف الطرق المحاسبية فالسوق لا تخدعه ولا تضلله مجرد التغيرات الشكلية في الطرق المحاسبية و يستطيع أن يرى الحقيقة الاقتصادية من خلال أرقام المحاسبية (حسب افتراضات كفاءة السوق). ثم إن الدليل المتجمع عن كفاءة السوق ينبغي تفسيره على أنه دليل على كفاءة السوق على المستوى الإجمالي لا الفردي فكفاءة السوق لا يعني أن كل مستثمر فرد يستقبل المعلومات الجديدة و يستوعبها بشكل غير متحيز و يتخذ قراراته الاستثمارية على أساس

ذلك، أي أن كفاءة السوق لا تعني ولا تتطلب أن يكون كل المستثمرين متمدرسين و قادرين على التحليل الجيد للمعلومات. (صديق الشحات، 1985، صفحة 137)

فإن الأمر الغريب هو أن كفاءة السوق تتحقق من خلال وجود مجموعة من المستثمرين الذين يعتقدون بعدم كفاءة السوق، بمعنى ظهور انحراف للقيمة السوقية للسهم عند قيمته الحقيقية مما يدفع هؤلاء المستثمرين إلى محاولة الحصول على المعلومات و تحليلها بهدف تحديد الأوراق المالية المسعرة بشكل خاطئ في محاولة لتحقيق أرباح غير عادية والنتيجة تغير القيمة السوقية للسهم لتتساوى مع قيمته الحقيقية بسرعة ودون أن يحصل هؤلاء المستثمرين على العائد غير العادي الذي خططوا له.

و قد قدم (Mal Kiel) توضيح لهذه الفكرة حيث يقول:

السوق تستطيع أن تكون كفأة إذا كانت تضع أحيانا خطأ في التقييم كما حصل في حالة فقاعة الانترنت Internet Bubble عام 1999 ميلادي، و إذا كان لعدد من المشاركين في السوق عدم عقلانية إلى حد ما و إذا كانت أسعار الأسهم تبدي تغيرات كبيرة غير ممكن رؤيتها

فقاعة الانترنت Internet Bubble أو فقاعة الثوت كوم هي إشارة إلى حالة أو موجة التوجه نحو اسم الشركات العاملة في مجال الانترنت و كل ما يرتبط به و التي سادت أسواق الأسهم في البلدان الصناعية في الفترة 1988-2000، و بلغت ذروتها في 10 مارس 2000 حيث وصل مؤشر ناسداك إلى ذروته في ظل نمو تجاري ملفت في الفترة السابقة لأرباح هذا القطاع في حين كانت الفترة المذكورة هي المرحلة الأخيرة لحالة الازدهار و بدء مرحلة الكساد و بدأت تشهد حالات فشل ذريعة لمجموعات تعتمد على net و مع ذلك استمرت موجة الثقة في مقدرة شركات قطاع net على إعادة تحقيق تعافي و مكاسب والإقبال نحو أسهم شركات القطاع من رفع أسعار الأسهم و المؤشر و أضحى المتعاملين بمؤشرات تحذيرية هامة تغاضوا عنها مثل مضاعف الربحية أنظر

وشرحها بواسطة أدوات التحليل الأساسي مثل الأرباح و التوزيعات. و يبقى مفهوم كفاءة السوق الأساس القاعدي للنظرية المالية الحديثة بالرغم من عدم الاتفاق على تحديد معناه و مدى جدواه، و بقائه محل جدل كبير بين الأكاديميين و المختصين. (براق، 1999، صفحة 188)

إن سوق المال الكفاء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، مما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق، وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق العادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، هذا بالإضافة

إلى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية.

والسعر الحقيقي للورقة المالية يعبر عنه بسعر التوازن، حيث يعرف سعر التوازن بأنه سعر السوق إذا كانت السوق كفؤاً، ويتحدد سعر التوازن عند نقطة التقاء منحني العرض بمنحني الطلب على الأوراق المالية.

ففي سوق المال الكفاء سعر السهم، الذي تصدره شركة ما، المعلومات المتاحة عنه كافة سواء تمثلت تلك المعلومات في السعر التاريخي لسجل الورقة في الأيام و الأسابيع أو السنوات الماضية أم في تحليلات وتقارير عن تأثير الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أم غير ذلك من المعلومات التي تؤثر في القيمة السوقية للورقة المالية. (القادر، 2006، صفحة 101)

على وإذا كان الأمر كذلك فيمكن القول إنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للورقة المالية هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعريف المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار من مخاطر.

وبعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية، الناجمة عن امتلاك الورقة، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمرين من المخاطر مساوية تماما القيمة السوقية للورقة يوم شرائها.

إن الاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفق المعلومات المتاحة عن تلك الورقة أي أن القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ معين تعتبر دالة في المعلومات المتاحة عنها في السوق.

- أن المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي لن يكون لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية فعلى سبيل المثال: فإن سعر الورقة المالية في يوم 10 من الشهر لا يتأثر كثيرا بمعلومة قد تشملها السوق قد شملت المعلومة واستوعبتها جيدا و تعاملت معها بإحداث تغييرات في سعر الورقة المالية بصورة فورية.

- أن المعلومات تصل إلى المتعاملين كافة في وقت واحد وأن قدراتهم على التحليل متقاربة، الأمر الذي يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية (العوائد التي يحققها البعض على حساب البعض الآخر) بناء على معلومات خاصة التي تتوافر للمتعامل الأول ولم تتوافر للمتعامل الثاني.

3.2 خصائص وشروط أسواق الأوراق المالية الكفاء

1.3.2. خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء

يكمن إبراز أهم خصائص الأسواق المالية الكفاء فيما يلي:

أ- الشفافية

تعني الشفافية في أبسط صورها قدرة المستثمرين في سوق المال على الحصول على المعلومات والبيانات حول أسعار العروض والطلبات، وحجمها وحجم التداولات في كل وقت و بدقة تامة سواء أثناء التداول أم بعد التداول، وكذلك نتائج أعمال الشركات وتوصياتها بشكل متساو وعادل دون أفضلية للبعض على حساب الآخرين.

والشفافية في أعلى صورها تعني قدرة المستثمر على معرفة العناصر المحركة الأساسية لسوق المال، والاطلاع على قدراتها الاستثمارية في سوق المال، سواء كانت تتعلق بالمحافظ الاستثمارية، صناع السوق، كبار المستثمرين وأعضاء مجالس الإدارات للشركات المدرجة في السوق.

ب- الإفصاح

هو الإعلان عن كل المعلومات المختلفة بالشركات المدرجة في سوق المال والتي من شأنها أن تؤثر على قوى العرض والطلب على الورقة المالية، وذلك بهدف توفير مناخ استثماري عادل وصحي على إتخاذ قراره الاستثماري واتخاذ قرارات الشراء والبيع وتقدير السعر المناسب للورقة المالية، لهذا يعتبر الإفصاح هو جوهر العملية الاستثمارية والذي يعمل على تطوير وترسيخ المناخ الاستثماري ويدعم ويرسخ الثقة بين المستثمرين.

ج- توفر السيولة

وتعني أنه يمكن إجراء تداولات على كل الأدوات الاستثمارية المتاحة بسرعة وبسهولة متى ما اتفق الطرفان، و بأسعار معقولة ثرية من آخر التداولات التي أجريت على السلعة نفسها (إلا إذا كانت هناك معلومة جديدة وجوهرية يكمن أن تؤثر على السعر السوقي للسلعة الإستثمارية) بحيث لا يكون هناك تغيير كبير ومفاجئ في سعر السهم بين تداول وآخر، و حتى يملك السوق السيولة يجب أن تملك سهمها كافيًا من خلال عدد كبير من المستثمرين والبائعين الذين يضمنون التداول من خلال رغبتهم في إجراء التداولات بأسعار قريبة من السعر السوقي للسهم وفقا لكل مرحلة من مراحل حركة سعر السهم.

ومن العرض السابق خصائص سوق المال الكفاء يكمن إعادة تعريف السوق الكفاء بأنه سوق المال الذي تتوفر فيه المعلومات للمتعاملين كافة بالإضافة إلى توفير السيولة، وأن حدوث خلل في أسهمها – المعلومات، السيولة- يترتب على حدوث خلل في السعر التوازني للأوراق المالية بعيدا عن قيمتها الحقيقية، وبالتالي تعدم أو تنخفض كفاءة سوق الأوراق المالية خاصة، وأن الاستثمار سيتحقق في المستقبل.

2.3.2 شروط كفاءة السوق المالي

تتمثل شروط كفاءة السوق المالي في:

أ- أن تسود السوق المالي المنافسة الكاملة، وبالتالي تحقق هذا الشرط مرتبط بتوفر عدد كبير من البائعين والمشتريين، وأن يكون لهم حرية الدخول والخروج من السوق.

ويحقق هذا الشرط ما يعرف بخاصية العمق والإتساع. وهي تقلل من نشوء ما يسمى بالإحتكار، وكما يمكن أن تظهر لنا خاصية أخرى داخل هذا الشرط وهي الإستجابة وهذه الخاصية تجعل كل التغيرات الحاصلة في الأسواق المالية خاضعة فقط لعوامل العرض والطلب.

ب- أن يوفر هذا السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه.

ومن خلال توفر السيولة يستطيع المستثمر سواء كان بالشراء أو البيع للأوراق المالية بسعر التكلفة وبالوقت والسرعة المناسبة. ويوفر هذا الشرط خاصية إستمرارية الأسعار السائدة. وهي تعمل على تقليل ما يسمى بالمضاربة لأنها تقلل من التقلبات المفاجئة للأسعار.

ج- أن تتوفر للسوق المالي وسائل وقنوات إتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة.

وغالبا تكون هذه المعلومات خاصة بالسعر أو حجم عمليات التبادل، ومعلومات عن مؤشرات العرض والطلب سواء كان في الوقت الحاضر أو المستقبل، ونتيجة لذلك ظهرت لنا نشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

د- يشترط أن يكون المتعاملين في السوق المالي محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة إدارة السوق.

ويجب أن تكون هذه الهيئة محايدة مكونة من أفراد ذوي خبرة كافية وأن يتوفر لهم مجموعات إستشارية، وتستمد هذه الهيئة سلطتها من خلال اللوائح والقوانين التي تساعد على توفير جو من الإستقرار داخل السوق يزيد من فاعلية السوق المالي. (البكري، الأسواق المالية والدولية، 2002، الصفحات 17-18-19)

وعلى أية حال يعتمد نموذج السوق المالية الكفاء على عدد من الفرضيات هي:

-سيادة نظام المنافسة الصافية وبخصائصها الرئيسية

-وجود عدد كبير من المشاركين المتنافسين في السوق، يبحثون عن تعظيم الأرباح ويقومون بتحليل ظروف السوق وقيمون الأدوات بشكل مستقل عن الآخرين.

-عدم تحكم أي من المشاركين في الأسعار السائدة بل في كميات تعاملهم بأدوات الإستثمار المتداولة.

-توافر الشفافية التامة في السوق وذلك حيث تنتشر كافة المعلومات المتعلقة بالأدوات المتداولة بصيغة عشوائية وبشكل واضح ومستقل عن غيرها من البيانات.

-يجري إعداد وتحليل ونشر المعلومات بتكاليف زهيدة نسبياً، ولا يظهر أي تمايز-وبأي شكل من الأشكال- في إيصال المعلومات حتى تكون في متناول جميع الراغبين في الإستثمار والمتعاملين والوسطاء والعاملين في السوق المعنية.

-يقوم المستثمرون المتنافسون بتعديل أسعار الأدوات المتداولة بسرعة لتعكس تأثير المعلومات الجديدة ودون أن يترتب على المعلومات السابقة مثل هذا التأثير كما ولا يمكن التنبؤ بتغيرات الأسعار المستقبلية وبالتالي لا يجري التحضير المسبق لأي تعديلات في هذه التغيرات

-لايشترط في التعديلات المتأثرة بالمعلومات الجديدة أن تكون كاملة غير أن من الضروري في هذه التعديلات ألا تحمل إتجاهات شاذة تهدد بتقلبات بعيدة عن التوازن أن المنافسة ستكون كفيلة بتعديل الأسعار في النهاية. (كاكامولا، 2003، صفحة 77)

ويبدو من حقائق السوق السائدة في نظام المنافسة الإحتكارية القائمة أن الجمع بين شرطي المعلومات الكاملة، والحرية التامة للتداول يجعل حالة عدم التأكد والمخاطر الضمنية فيها أكثر فعالية، وهذا ما يصعب معه تحقيق أي إنجاز إستثماري متفوق، خاصة عندما يكون هذا الإنجاز مرتبطاً بالتحرك العشوائي للأسعار وبالواقع التنافسي المسيطر للمتعاملين.

ولكن من جانب آخر، حيث يبقى المستثمرون عقلانيين ومتنافسين، فإن تغيرات الأسعار تستمر عشوائية وتبحث عن نقطة الكفاءة القصوى في السوق. هذا إضافة إلى أن أسعار الأدوات تعكس الأفعال وردود

الأفعال وبالتالي فإن المشاركين الذين يسبقون غيرهم بمعلومات معينة لا يمكن لهم تحقيق عوائد غير إعتيادية. لأن المنافسة والشفافية تسهمان بإستمرار في إلغاء هذه العوائد كما أن التشريعات المرعية في كثير من البلدان تتدخل لمنع الإستغلال الإحتكاري للمعلومات. وهذا ما حدث مع شركة Microsoft عندما أعلنت في العام 2002 إستعدادها لنشر تفاصيل مئات الرموز المستخدمة في منتجاتها. كما وأن NYSE والأسواق المالية الرئيسية الأخرى تعدل من حيث وآخر التسجيلات الخاصة بنشاطات التبادل اليومية وتحدد الأخطاء أو النواقص في المعلومات الداخلية للشركات المسجلة وقد فرض هذا الإتجاه في الوم. أ مجلس الأدوات والتبادل SEC².

حيث ألزم هذا المجلس كافة المؤسسات المعنية بتبادل الأدوات الإستثمارية أن تعمل في شفافية تامة وفي هذا السبيل على هذه المؤسسات أن تنشر على الجمهور وبشكل منظم دليلا تفصيلا بأوضاعها المالية وبأدواتها المتداولة وبمخاطر إستثماراتها كما وأجبرت المؤسسات المذكورة على العهد بسلامة سجلاتها وبالإمتناع عن تحقيق مكاسب أسرية أو شخصية من وراء تعميم المعلومات، ففي حالة شركتي Enron Anderson أنهم مسؤولها بإتلاف بعض الوثائق مما أدى إلى وقوع هؤلاء تحت طائلة المساءلة القانونية من أعلى سلطة تشريعية (الكونغرس). (ككامولا، 2003، صفحة 78)

وهكذا يمكن القول بأن دعم السلطة التشريعية بالإضافة إلى جهاز إداري متطور للسلطة التنفيذية يعد شرطا أساسيا لبروز ونجاح السوق المالية الكفوء.

3. أنواع ونماذج كفاءة سوق الأوراق المالية

وعلى ماسبق يقوم نظام السوق المالية الكفؤ على أنواع ونماذج من الكفاءات

1.3 أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تنقسم في الواقع إلى نوعين رئيسيين هما كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية، وكفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية غير أنه توجد مفاهيم تفصيلية للكفاءة تندمج ضمن النوعين الرئيسيين، وهاته الأنواع هي:

² SEC; securities and Exchange commission

1.1.3 الكفاءة التشغيلية (الكفاءة الداخلية)

وتعني قدرة السوق على توظيف المدخرات في أفضل الاستثمارات بأقل تكلفة ممكنة (تكلفة الوساطة و تكلفة تحويل ملكية الورقة المالية)، و تعكس قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب في ظل شروط صفرية لتكلفة المعلومات. (سلام، 2004، صفحة 18)

وهي تتطلب خاصية السيولة، التي تعني إستمرارية التسعير للقيم المتداولة وهذا ما يقلل إحتماية حدوث حركات و تلقبات مفاجئة و غير مبررة في الأسعار، و بالتالي التقليل من فرص المضاربة العشوائية.

والكفاءة الداخلية تركز على تخصيص الأموال ومتابعة المعلومات وإعداد وتنفيذ الصفقات فتكون هذه الكفاءة هي العامل الحاسم في تعظيم كفاءة السوق ككل.

وهنا يفترض إختزال الإجراءات وتخفيف التكاليف وتوافر المتاجرين والسماسة الأكفاء الذين يجمعون المشترين والبائعين مقابل مكافئات عادلة أو إعتيادية ويلتزمون بالإحتفاظ بجزء من الأدوات غير المطلوبة فيكونون مستعدين لشراء هذه الأدوات أو بيعها عند الأسعار المعلنة. وبذلك يجنب هؤلاء السوق حالات الركود الشديد ويحققون في نفس الوقت لأنفسهم أرباحا من الفروقات بين أسعار الشراء والبيع. كما ويفترض لتحقيق الكفاءة المعنية وجود مكتبيين من بين المؤسسات المتخصصة في زيادة رؤوس أموال الشركات خلال تصريف الأسهم والسندات.

وفضلا عن ذلك فإن مع تزايد كفاءة العمليات تنخفض تكاليف المبادلات وهذا ما يؤدي إلى إشباع حجم السوق المالية لتكون أكثر قدرة على إستيعاب كافة أو غالبية المشروعات الإستثمارية.

2.1.3 الكفاءة السعرية (كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية)

تشير الكفاءة السعرية إلى أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة بحيث تعبر القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية العادلة، و بالتالي لا يستطيع أحد المتعاملين إستغلال معلومات خاصة في تحقيق عائد غير عادي على إستثماراته، و هذا ما يجعل عملية الإستثمار في السوق لعبة عادلة بين جميع الأطراف، وترجع أي خسارة تلحق بالمستثمر إلى نقص الخبرة أو عدم تحليل المعلومات المتوفرة بدقة. (الشحات، 2003، الصفحات 23-24)

وقد يستطيع قلة من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية باستخدام وسائل خاصة للحصول على المعلومات قبل غيرهم، و هي تحدث في مرات محدودة، و الكفاءة السعرية تستلزم وجود الكفاءة التشغيلية. (سلام، 2004، صفحة 141)

وتتحقق الكفاءة السعرية من خلال إعداد وتحليل وتطوير المعلومات المتسمة بالدقة الشمولية. وتمثل هذه المعلومات جوهر السوق المالية الكفاء وهنا من الضروري التأكيد على أن المعلومات المطلوبة لضمان شفافية السوق تتطلب الكشف عن كافة البيانات المتعلقة بالحقائق الاقتصادية (والمالية والنقدية) للأدوات المتداولة وللجهات المصدرة لهذه الأدوات وللظروف السائدة السوق والإقتصاد.

وعليه لا بد وأن تصل المعلومات إلى عناصر التحليلين الأساسي والفني على حد سواء، وتشمل عناصر التحليل الأول قوائم الميزانية وحسابات الربح والخسارة وبيانات القيم الفعلية والطبيعية لحصص المساهمين وكشوفات عوائد الشركات وموجوداتها وإدارتها وحصصها ومخاطرها ... هذا بالإضافة إلى المعلومات الخاصة بالصناعات التي تنتمي إليها الشركات وتم تحليل مؤشرات العلاقة الهيكلية ومعدلات النمو للإقتصاد (القومي) المعني. (ككامولا، 2003، صفحة 76)

وبالنسبة لعناصر التحليل الفني فإنها تشمل الحقائق المهمة بالأسواق المالية من الداخل مثل أسعار الأدوات وأحجام المبيعات ونشاطات التبادل وكل ما يتعلق بالتغيرات الجارية في مؤشرات السوق بشكل يومي أو لبضعة أسابيع أو حتى لفترات أطول.

ونظرا لأن نموذج السوق الكفاء يتبنى عادة الأسلوب الإستنباطي في التحليل وحيث أن من الصعب "حسب نتيجة النموذج" على أي شخص (معنوي أو طبيعي) إعتقاد المعلومات المتاحة فعلا في التنبؤ الدقيق والواقع بحركات أسعار الأدوات وخاصة في الفترات القصيرة جدا فإن النموذج المذكور يهتم بالتحليل الفني أكثر من التحليل الأساسي.

3.1.3 الكفاءة التخصيصية

يقصد بها توجيه الموارد إلى المجالات ذات الربحية الأكثر ذلك بالاعتماد على توفر المعلومات الملائمة الملبيه لحاجات أصحاب الفائض و العجز. وهي تعتمد على توجيه الأموال المتاحة نحو الأصول المتسمة بأعلى قيمة صافية مقارنة (بعد طرح هامش المخاطرة)، وذلك توافقا مع هدف المستثمر في توفير أدوات ذات أسعار أعلى وبيعها عند هبوط الأسعار أو شراء أدوات ذات أسعار منخفضة قبل أن تبدأ هذه الأسعار بالإرتفاع وإن الأهم من كل ذلك هو الحصول على ادوات تضمن عوائد مستقرة متزايدة.

4.1.3 الكفاءة الهيكلية

وهي توفر عدد كبير من المتعاملين في السوق من بائعين و مشتريين بما يجد من آثار تصرفاتهم في حركة التعامل و الدخول و الخروج من و إلى السوق على أسعار الأسهم.

5.1.3 الكفاءة التبادلية

أي إنخفاض تكاليف التبادل و عمولة السمسرة حيث أن المعلومات متاحة للجميع وفي نفس اللحظة ودون تكلفة.

2.3 كفاءة السوق بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

انتقل الحديث عن كفاءة السوق من سوق ذات كفاءة كاملة إلى سوق ذات كفاءة اقتصادية لصعوبة أو إمكانية القول استحالة تحقق الأولى.

1.2.3 الكفاءة الكاملة

في ظل الكفاءة الكاملة بين المستثمرين لن يتمكن أحد منهم من الاستفادة من الفروق السعرية في تحقيق أرباح غير عادية، وهناك شروط أساسية يجب توافرها في السوق المالية الكفؤة حتى تنتم هذه السوق بالكفاءة الكاملة (Perfectly Efficient Market) وهذه الشروط كما سيتضح هي نفسها شروط المنافسة الكاملة ولكن في سوق المال وهي:

-تمائل المعلومات: بأن تكون المعلومات الاستثمارية متاحة للجميع بالقدر نفسه وفي الوقت نفسه و دون تكاليف، وإلا تحولت إلى سوق احتكار. (القادر، 2006، صفحة 104)

-عدم وجود قيود على التعامل، مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها، عدم وجود للسمسرة أو العمولات أو تكلفة الإصدار للأوراق المالية، وعدم التمييز بين ضرائب الدخل وضرائب الأرباح الاستثمارية، في مكان جميع المتعاملين في سوق الإقراض بمعدلات سعر الفائدة نفسها.

-حرية الدخول والخروج من وإلى السوق الإستثماري، بمعنى حرية إقامة المشروعات الجديدة وعدم وجود تكاليف إفلاس قانونية أو محاسبية تنتج عن تصفية الاستثمارات. (القادر، 2006، صفحة 105)

-للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.

-وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.

-إتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

ولكن في الواقع قد لا تتحقق بعض هذه الشروط فمثلا قد لا تكون المعلومات الاستثمارية متاحة للجميع بالقدر نفسه وفي الوقت نفسه وفي الوقت نفسه ودون تكاليف، كما قد يوجد قيود على وجود تمييز بين ضرائب الدخل وضرائب الأرباح الإستثمارية، كما قد يكون هناك قيود على الدخول والخروج من وإلى السوق الإستثماري في ظل وجود عدد محدود من المستثمرين. وهي تتطلب توفر شروط المنافسة التامة في سوق الأوراق المالية و هي:

-وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق من الباعين و المشترين ومن ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم، بحيث تسود المنافسة التامة، و هذا يعني أنه على كل مستثمر أن يتقبل الأسعار على أنها قضية مسلمة.

-عدم وجود أي قيود على التعامل، فلا توجد قيود على دخول أي مستثمر إلى السوق و خروجه منه، أو على بيعه و شرائه لأي كمية من الأسهم و للشركة التي يرغب كما لا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف.

-المعلومات عن السوق متاحة للجميع و في نفس الوقت و دون تكاليف و تتكيف الأسعار وفقا للمعلومات الجديدة بسرعة فائقة كما لا يوجد في السوق أوراق مالية تباع في أي لحظة بقيمة تزيد أو تقل عن قيمتها الحقيقية التي تعكسها المعلومات المتاحة للجميع في تلك اللحظة أي أن توقعات كافة المستثمرين متماثلة لتمائل المعلومات مما يترتب عليه صعوبة تحقيق أرباح غير عادية، أي أن الأسعار تتحرك بصورة عشوائية.

-إتصاف المستثمرين بالرشد و سعيهم إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

-غير أنه توجد صعوبة في تحقيق أغلب الشروط النظرية المذكورة خاصة الأولى الثلاث في الواقع كما أكدت عليه الدراسات الميدانية.

لذا فإنه لا توجد سوق أوراق مالية تتمتع بكفاءة كاملة و إنما سوق ذات كفاءة اقتصادية في ظل اتصاف المستثمرين بالرشد فيما يتعلق بتعظيم ثروتهم. (هندي، 1999، الصفحات 494-495)

ولكن في ظل إمكانية توافر شرط إتصاف عدد كبير من المستثمرين بالرشد الاقتصادي وسعيهم إلى تعظيم مكاسبهم قد يكون من المناسب أن نشير إلى معنى آخر من الكفاءة الاقتصادية.

2.2.3 الكفاءة الاقتصادية

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من وراءها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات إلى السوق قبل أن تعكسها أسعار الأسهم في شكل تحركات عن قيمتها الحقيقية سواء للأعلى أو الأسفل لبعض الوقت، غير أنه مع وجود تكاليف للمعاملات و الضرائب (المتوقع و جودها و المسموح بها لحد معين اقتصاديا) أو تكاليف أخرى فإن الفرق لن يكون كبيرا إلى الحد الذي يسمح بتحقيق أرباح طائلة غير عادية خصوصا في المدى الطويل.

و لتفسير فرضيات السوق الكفئة من الناحية الاقتصادية و بأكثر واقعية، فإنه من أجل أن تعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات، لا بد من أن هامش الربح الناتج من التصرفات المعتمدة على المعلومات (توقع الأرباح التي تستحق من التصرفات المبينة على المعلومات) لا تتجاوز التكاليف الحديثة لجمع هذه المعلومات، أي لا يتم تحقيق أرباح إضافية من المعلومات لأي شخص في السوق.

ومن ثمة يمكن القول أن الاختلاف الجوهرى بين الكفاءة الكاملة والإقتصادية يتمحور في مدى سرعة استجابة الأسعار للمعلومات.

3.3 نماذج كفاءة سوق الأوراق المالية

قام فاما بتصنيف كفاءة السوق بحسب استجابتها للمعلومات التي تعكس الأسعار إلى ثلاثة نماذج (تعكس كل منها مستوى أو شكل من الكفاءة) وهي النموذج الضعيف، المتوسط و القوي.

حيث قدم FAMA ما بين عامين (1970-1976) جهوداً متميزة وحثيثة من أجل جعل قضية سوق رأسمال الكفاءة واقعا ملموسا، تمثلت تلك الجهود بمحاولاته لصياغة النظرية وتنظيم وتنامي الدليل التجريبي بخصوصها. قدم فاما نظرية السوق الكفاءة بشكل نموذج اللعبة العادلة Fair Game Model، مجدلاً بأن المستثمرين بإمكانهم الوثوق بأن سعر السوق الحالي يعكس بالكامل المعلومات المتاحة حول الورقة المالية، وأن معدل عائدها المتوقع المستند إلى هذا السعر منسجماً مع مخاطرتها. وفي مقالته الأصلية جزأ فاما الفرضية العامة لسوق رأس المال الكفاءة وإختباراتها التجريبية، إلى ثلاثة نماذج لأشكال الكفاءة وكل واحد منها يستند على فكرة مختلفة تتعلق بالضبط حول أي نوع من المعلومات تكون مناسبة في إطار افتراض (أن جميع الأسعار تعكس وبشكل كامل جميع المعلومات المناسبة) وهذه النماذج الثلاثة هي :

- فرضية الشكل الضعيف لكفاءة السوق المالية EMH of weak form efficiency ،

- فرضية الشكل شبه القوي لكفاءة السوق المالية EMH of Semi Strong-Form Efficiency ،

- فرضية الشكل القوي لكفاءة السوق المالية EMH of Strong-form Efficiency .

1.3.3 النموذج الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية

في النموذج الضعيف تعكس أسعار الأوراق المالية كل المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم و على دعم المعاملات، أي أن الأسعار المتداولة تعكس بصورة كاملة المعلومات المشار إليها بواسطة السعر التاريخي لسلسلة من الزمن، و يعني هذا أن أي محاولة للتنبؤ بسعر الورقة المالية على المدى القصير بالاعتماد على المعلومات التاريخية متاحة و معروفة لجميع المستثمرين في السوق. كما أن النموذج الضعيف يقوم على نظرية الحركة العشوائية و التي تم بحثها للمرة الأولى من قبل لويس باشوليني (1990) Louis Bachelier في نشرة لمحتوى بحث الدكتوراه الذي أنجزه حول The Theory of Speculation نظرية المضاربة، حيث وجد أن التغيرات السعرية المتتالية في المستقبل غالباً

ما تكون مستقلة كلياً عن التغيرات التي حدثت في الماضي ولا يوجد ارتباط فيما بينهما و بذلك فإن المتغير في الأسعار كنتيجة لذلك سيحدث في أية لحظة في مسارات عشوائية. (Bachelier, 1990, pp. 21-86)

و قد أورد (1999) Mal Kiel توضيح لمفهوم السير العشوائي بأنه حالة فيها الخطوات أو الاتجاهات المستقبلية في السوق لا يمكن التنبؤ بها بناء على الأداء الماضي للسوق، و عندما تكون المدة المطبقة على سوق الأسهم، فإن ذلك يعني أن تغيرات أسعار الأسهم في السير القصير Short run لا يمكن التنبؤ بها. و تكون خدمات مستشاري الاستثمار و تنبؤات الأرباح و نماذج الرسوم و الخرائط المعقدة غير المفيدة.

و بالتالي فإن تدفق المعلومات يكون بدون عوائق و المعلومات تنعكس مباشرة في أسعار الأسهم و أن تغير الأسعار عند السوق يعكس فقط تغير الأخبار غدا و سوق تكون هناك استقلالية في تغيير السعر اليوم، و لأن الأخبار تكون غير قابلة للتنبؤ فالنتيجة أن تغيرات السعر يجب أن تكون غير قابلة للتنبؤ و يمكن للمستثمر غير الملم بالمعلومات أن يكون محظوظة متنوعة مماثلة لمحظوظة السوق، و عند السعر المقدم في جداول السوق و سوف يحصل على نسبة عائد تماثل تماماً ما يحصل عليه المستثمر المحترف.

و منه فإن النموذج الضعيف هو رفض صريح و كلي لفلسفة التحليل الفني. و ليس هناك اتصال مباشر بين المحاسبة و أسعار الأسهم.

و بموجب هذه الفرضية للنموذج الضعيف للكفاءة فإن الأسعار تعكس جميع المعلومات التاريخية ذات العلاقة بالورقة المالية و حجم التداول، و الفائدة قصيرة الأجل بجانب متغيرات أخرى، لذا لا يمكن للمشاركين في السوق من تحقيق عوائد غير اعتيادية (إضافية) Excess Analysis للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية لا تفضي إلى نتائج بشأن التوقعات لتحركات أسعار الأوراق المالية (الأسهم العادية).

و عليه إذا كان تقييم السهم العادي يستند فقط على المعلومات التاريخية للسوق، فإن التغيرات اللاحقة في الأسعار السوقية تعكس المعلومات الجديدة التي يستلمها السوق من دون سابق إنذار، و بذلك فالمشارك الذي يعتمد على معلومات الأسعار التاريخية لا يمتلك ميزة على المشاركين الآخرين في تحقيق عوائد غير اعتيادية مادام أن المعلومات التاريخية متاحة إلى جميع المشاركين. (العامري، 2013، صفحة 174)

2.3.3 النموذج المتوسط لكفاءة سوق الأوراق المالية

يفترض النموذج المتوسط للكفاءة بأن أسعار الأوراق المالية (خاصة الأسهم) تعكس المعلومات التاريخية المرتبطة بهذه الأسعار و المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، سواء كانت المعلومات خاصة

بالاقتصاد الوطني ككل أو بالقطاع أو الشركة ذاتها أو البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية المتضمنة لمعلومات عن العائد و التوزيعات و التحسينات المدخلة على المنتج. (جبار، 2004، صفحة 85)

وفي ظل هذا الافتراض يتوقع أن يستجيب الأسعار للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، و كلما زادت سرعة الاستجابة كان ذلك مؤشرا على كفاءة السوق، و بالتالي فلن يوجد مستثمر- حتى لو استرشد بتوجيهات التحليل الأساسي- بمقدوره تحقيق عوائد مميزة تفوق تلك التي يحققها ممر آخر يتبع إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ التي لا تتطلب القيام بأي نوع من أنواع التحليل، و ذلك نظرا سرعة تعديل السعر مع المعلومات الجديدة خلال فترة زمنية عادة ما تكون قصيرة، و قصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات الجديدة و بين تغير السعر في ظل هذه المعلومات كما تقتضي الكفاءة الاقتصادية يجعل العوائد أو الأرباح الرأسمالية التي يتوقع تحقيقها محدودة إلى حد قد لا تكفي حتى لتغطية ما تكبده المستثمر من تكاليف إضافية في سبيل إجراء مزيد من التحليل للمعلومات المتاحة.

و كفاءة السوق وفق هذا النموذج لا تدل على أن جميع المستثمرين سيدركون و سيأخذون كل المعلومات الجديدة الحسبان، و لكن يكفي أن يكون هناك عدد كاف من المحليين المحترفين للمعلومات و المستثمرين على استعداد للاستجابة لهذه المعلومات المتاحة، فالمحاسبة تعتبر مصدر لنوع هام و متكرر من المعلومات المحاسبية تأخذ أهم أنواع المعلومات المتاحة، فالمحاسبة تعتبر مصدر لنوع هام و متكرر من المعلومات المنشورة حول الشركات و أوراقها المالية المتداولة داخل السوق.

يشير النموذج شبه القوي من الكفاءة إلى أن الأسعار السوقية للورقة المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة وكذلك المعلومات الجديدة، و تحتوي المعلومات جميع المعلومات عن السياسات المالية للشركة والإعلان عن الأرباح والإعلان عن التغير في الطرائق المحاسبية وغيرها من المعلومات العامة المتاحة لجميع المشاركين في السوق، بالإضافة إلى المعلومات التاريخية لذا فان النموذج شبه القوي يحتوي المعلومات الخاصة بالنموذج الضعيف لكفاءة السوق، لكون بيانات السوق جزءا من مجموعة المعلومات العامة المتاحة. والمضامين الرئيسة لكفاءة السوق المالية بالشكل شبه القوي هو عدم إمكانية تحقيق المشاركين في السوق عوائد غير إعتيادية بالاعتماد على تحليل المعلومات العامة أو بعد الإعلان عن المعلومات الجديدة والتي تصبح معلومات متاحة إلى جميع المشاركين، وعند حصول تباطؤ في تعديل أسعار الأوراق المالية (الأسهم العادية) للإعلان عن المعلومات الجديدة يمكن الإستفادة من هذا التباطؤ من قبل قسم من المشاركين لتحقيق عوائد غير اعتيادية من بيع أو شراء الأسهم العادية بعد الإعلان عن المعلومات الجديدة مما يشير إلى عدم كفاءة السوق المالية بشكل كامل للنموذج شبه القوي.

لذلك إذا كان تقييم السهم العادي يستند إلى معلومات متاح نشرها تعكس طبيعة عمل الشركات المصدرة لتلك الأسهم وظروف السوق، فإن المستثمر يتمكن من تحقيق عوائد في ظل مخاطرة مرغوبة بالاستناد إلى مجموعة المعلومات تلك. (العامري، 2013، صفحة 175)

3.3.3 النموذج القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية

وفق هذا النموذج القوي للكفاءة فإن أسعار الأوراق المالية (خاصة الأسهم) تعكس كافة المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين إلى جانب المعلومات الخاصة لفئة معينة كأعضاء محلين إدارة الشركة المصدرة للأسهم و كبار العاملين فيها وفئة المحللين ذوي الخبرة والمهارة في التحليل بحيث لن يستطيع أي مستثمر حتى لو امتلك خبرة و كفاءة عالية في التحليل والتنبؤ بالأسعار أن يحقق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين. (هندي، 1999، صفحة 510)

وبموجب هذا النموذج للكفاءة فإن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات العامة، والمعلومات الخاصة، ولا يمكن لأي مشترك من تحقيق عوائد غير اعتيادية باستخدام المعلومات العامة أو الخاصة، على الرغم من الجدل في أن بعض المطلعين في السوق قد يمتلكون معلومات إضافية ذا قيمة، قبل ان تصبح تلك المعلومات متاحة إلى الآخرين. وتعد الأسعار السوقية للأوراق المالية بموجب هذا النموذج من الكفاءة أسعارا حقيقية مادامت جميع المعلومات العامة والخاصة تعكس في الاسعار السوقية.

إن كفاءة السوق المالية مضامينها هامة بالنسبة لعملية تقييم الأسهم العادية، ففي ظل السوق المالية الكفوءة بالشكل الضعيف يكون التباين كبيرا بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية للأسهم العادية في حين أن التباين بين القيمة الحقيقية وبين السعر في السوق المالية الكفوءة بالشكل القوي مساويا للصفر، أي بمعنى أن أسعار السوق هي في توازن مستمر، ومن ثمة فإن سعر السهم العادي يساوي قيمته الحقيقية في أي وقت. (العامري، 2013، صفحة 176)

4. السوق الكفاء والمعلومات والحركة العشوائية

1.4 العلاقة بين قيمة المعلومات وأسواق رأس المال الكفاء

لقد عرف فاما (Fama-1976) أسواق رأسمال الكفاء على أنها التوزيع المترابط joint distribution لأسعار الأوراق المالية، $f_m(p_{1t}, p_{2t}, \dots, p_{nt} | \Omega_{t-1}^m)$ وبإعطاء مجموعة المعلومات التي يستخدمها السوق لأجل تحديد أسعار الأوراق المالية عند (t-1) تكون مساوية إلى التوزيع المترابط

للأسعار السائدة إذا كانت جميع المعلومات المناسبة والمتاحة عند (t-1) قد استخدمت فإن

$$f_m(p_{1t}, p_{2t}, \dots, p_{nt} | \eta_{t-1})$$

ورياضيا تعني:

$$f_m(p_{1t}, p_{2t}, \dots, p_{nt} | \eta_{t-1}^m) = f_m(p_{1t}, p_{2t}, \dots, p_{nt} | \eta_{t-1}) \quad (1)$$

إذا ما أريد أن يكون لهيكل المعلومات ذا قيمة فيجب أن يخبرك، وعلى نحو دقيق، بشيء لا تعلمه الآن. فإذا كان توزيع الأسعار في فترة زمنية (t) لا يختلف عن الأسعار المتنبأ بها باستخدام كل المعلومات المناسبة من الفترة الزمنية السابقة، عندئذ يجب ألا يكون هناك أي فرق بين المعلومات التي يستخدمها السوق ومجموعة المعلومات المناسبة وثيقة الصلة. وهذا هو جوهر سوق رأس المال الكفاء. أنه السوق الذي يعكس بشكل كامل و فوري جميع المعلومات المناسبة. وباستخدام نظرية المعلومات فإن هذا يعني أيضا، أن صافي الكلف، وقيمة المكاسب من المعلومات يجب أن تكون صفرا.

$$V(\eta_i) - V(\eta_0) = 0 \quad (2)$$

ولأجل إيضاح ما اعلاه، خذ على سبيل المثال، حالة أسواق رأس المال التي تكون كفاء بشكلها الضعيف، أن هيكل المعلومات المناسبة (η_i)، يعرف على أنه مجموعة من الأسعار التاريخية على مختلف الموجودات. فذا كانت اسواق راسمال كفاءة فان المعادلة (1) تشير الى ان توزيع الاوراق المالية اليوم، تكون غير متوافقة مع تواريخ الأسعار الماضية التي سوف تسمح لأي شخص من التفوق على السوق. ان المعادلة (2) تقول لا أحد يدفع أي شيء عن مجموعة المعلومات عن الأسعار التاريخية وبهذا تكون قيمة المعلومات صفرا.

ان من المهم التأكيد على أن قيمة المعلومات تحدد صافي الكلف، التي تشمل على كلفة الفعل وكلفة نقل وتقييم الرسائل. مثل أجور الوساطة المالية، كلف البحث عن أفضل سعر (في حالة وجود أكثر من سعر واحد)، والضرائب، بالإضافة الى كلفة البيانات واجور المحللين الماليين.

ان من الضرورة بمكان تقييم كل من اسواق راس المال الكفاءة واسواق المعلومات في ان واحد. ان سوق راس المال يكون كفاءا بالعلاقة مع مجموعة المعلومات المعطاة فقط بعد الأخذ بنظر الاعتبار كلف الرسائل المطلوبة واتخاذ افعال مناسبة لهيكل معلومات محدد. ان هذا التمييز يكون مهما وخصوصا للاسواق الكفاءة بشكل قوي التي تفترض بانه لا يمكن لأي مستثمر ان يجني عوائد متزايدة بصرف النظر عن هيكل المعلومات الذي يستخدمه. لقد قام Jaffe (1974) باختبار اداء المطلعين في السوق فوجد انه حتى بعد كلف المعاملات المعقولة فان المطلعين بإمكانهم جني الارباح غير العادية نظرا لاقتنائهم

المعلومات التي لا يملكها السوق، ومع ذلك، فإن هذا قد لا يظهر بالضرورة بان اسواق راس المال هي غير كفاءة. لا بل العكس من ذلك فقد تعني بأن المطلعين لديهم وسائل احتكارية للوصول الى المعلومات عن شركاتهم وهم قادرون على الربح من خلال مراكزهم او مواقعهم الخاصة وربما يمثل هذا عدم كفاءة في سوق المعلومات وليس في اسواق راس المال. (العامري، 2013، الصفحات 184-185)

2.4 أنواع المعلومات في سوق المال

في ظل الكفاءة يفترض أن سعر الورقة المالية يعكس المعلومات المتاحة كافة عن تلك الورقة، أما إذا عكست الأسعار بالسوق بعض المعلومات ولم تعكس البعض الآخر ستقل درجة كفاءة السوق. ولقد صنف فاما تلك المعلومات التي يتضمنها سعر الورقة في المستقبل

عندما تتمكن جميع المعلومات في سعر الورقة المالية هذا في ظل الكفاءة، أما انعكاس الأسعار بعض المعلومات فقط فستقل درجة كفاءة السوق. وقد صنف فاما Fama 1970 هاته المعلومات إلى ثلاثة أصناف:

1.2.4 المعلومات التاريخية

وهي المعلومات التي تخص فترات سابقة وتكون متاحة للجميع مثل أسعار الأسهم وأرباحها ونشاط الشركات المصدرة لهذه الأسهم.

2.2.4 معلومات جديدة (حالية)

وهي المعلومات السابقة نفسها ولكن يتم الإفصاح عنها في الوقت الراهن، وتكون هذه المعلومات –أيضا- متاحة للجميع من خلال ما يتم نشره من تقارير و ميزانيات و قوائم مالية، إلا أنها تحتاج لبعض التغيير و ربط المتغيرات بعضها البعض.

3.2.4 معلومات خاصة

وهذه المعلومات قد لا تكون متاحة للجميع ولكنها تكون قاصرة على البعض دون الآخر وهم من لهم اتصالات بصانعي القرارات في المنشآت، وهنا فإن من الضروري التأكيد أن المعلومات الخاصة Insider Information تأخذ إحدى الصورتين التاليتين:

-الحصول على المعلومات قبل باقي المتعاملين.

-فهم الأثر الحقيقي للمعلومة أكثر من الآخرين.

وتمكن إضافة النوع الرابع للمعلومات وهي المعلومات المستقبلية أي المعلومات المتوقع حدوثها في المستقبل. " (القادر، 2006، صفحة 107)

3.4 كفاءة سوق الأوراق المالية بين التأييد و الانتقاد

بالرغم من قوة الاعتقاد بكفاءة سوق الأوراق المالية نتيجة اختبارات الدراسات السابقة، غير أنه توجد مظاهر شذوذ في سلوك السوق تثير الدهشة وتجعل وجود إمكانية تنبؤية بهذا السلوك في بعض الأحيان تشكك في فكرة كفاءة السوق.

لقد أثارت الدراسات التطبيقية حول كفاءة أسواق الأوراق المالية على الصعيد الدولي الكثير من الجدل والتضارب في نتائجها في ضوء الشواهد والأحداث التي شهدتها الأسواق الدولية والتي شككت وانتقدت كفاءة السوق، ففي أعقاب أزمة 1987 كتب Larry Summers ما يلي:

"إن فروض كفاءة السوق هي المغالطة أو الخطأ الأكبر في تاريخ النظرية الاقتصادية"

في حين يرى Mal-Kiel (2003): "أن الثورة غالباً ما تصنع بذور الثورة المضادة وفروض كفاءة السوق في العلوم المالية ليست استثناء وتشهد ثورة مضادة، فالسيطرة الفكرية لثورة كفاءة السوق أصبح لديها نواقص بواسطة الاقتصاديين الذين أكدوا و شددوا على دور العوامل النفسية والسلوكية في تحديد أسعار الأسهم من جهة وجادلوا في مدى كبر أو وزن العوائد لتلك الأسهم وإمكانية التنبؤ بها".

ففي الوسط الأكاديمي للاقتصاديات المالية لقيت فروض كفاءة السوق قبولا واسعا لدى الجيل السابق كفا ما Fama (1970) وتأثير أفكاره التي قدمها غير أنه ظهر جيل جديد من الماليين يرى أن هيمنة فروض كفاءة السوق أصبحت إلى حد ما أقل عمومية وعالمية، حيث ظهر الذين أكدوا على إمكانية التنبؤ جزئياً بالأسعار وعلى تأثير عوامل سلوكية ونفسية في تقدير أسعار الأسهم من قبل المتعاملين في السوق.

فالماليين الجدد قدموا الحجج الداحضة لفكرة السوق الكفاءة التالية:

-إن تحديد أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم يخضع لعوامل نفسية وسلوكية

- أنه أصبح بالإمكان إلى حد ما التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم بناء على الأسعار السابقة وباستعمال جزء من أدوات مدخل التحليل الأساسي بجانب الفني.

أنه أصبح بإمكان المستثمرين المغامرين جني عوائد غير عادية من خلال نماذج تنبؤية ممكنة مما يشير أيضا إلى عدم رشادة أو عقلانية السوق.

فقد أثبتت دراسة Grossman and Stiglitz 1980 أنه على المستوى النظري فإن الأسواق لا تستطيع أن تكون كفاءة تماما باكتمال الكفاءة المعلوماتية للسوق حيث ناقشنا هذا من ناحية أنه يستحيل إذا كانت السوق كفاءة تماما أن يستطيع العائد المتجمع للمعلومات أن يكون صفر، لأن المعلومات ذات تكاليف و السعر لا يستطيع تماما أن يعكس المعلومات التي تكون متاحة كما أن الأطراف التي تستطيع الحصول على المعلومات من مصادرها بطريقة غير مشروعة يمكن لها أن تحقق مكافأة بعائد أكبر من الآخرين و النتيجة أن الكفاءة المعلوماتية للسوق مستحيلة.

توجد حقائق أكدت شذوذ الأوراق المالية عن فروض كفاءة السوق أهمها:

- تأثير يناير

كان Rozeff and Krimey 1976 أول من قدم شواهد وثيقة تؤكد ظهور متوسط عوائد مرتفعة في شهر يناير مقارنة مع باقي أشهر السنة اعتمادا على دراسة أسهم نازداك للفترة من 1904-1974 حيث وجد أن معدل عوائد شهر يناير تصل إلى 3.48% و معدل عوائد باقي الشهور 0.42%، واستمرت الدراسات الحديثة في إعطاء نفس الشواهد لاستمرار أثر يناير في السنوات اللاحقة من أهمها Bhardrajand 1992 Brooks التي أكدت أثر يناير للفترة 1961-1990 كما أن تأثير يناير وجد في دول أخرى خلاف السوق الأمريكية و أيضا ظهر في حالة السندات كما في دراسة Chang and Pinegar 1986, Maxwell 1998

كما قدم Siegl 2008 شواهد في أكثر من عشرين سوق أوراق مالية مختلفة بالإضافة إلى متوسط أسواق تجمعات و اتحادات اقتصادية تظهر تأثير يناير بشكل ملفت. (Philips, 2002)

-تأثير سبتمبر

يوجد تأثير سبتمبر (أسوأ شهر السنة من حيث انخفاض العوائد) ففي الولايات المتحدة الأمريكية فإن أكبر عوائد سالبة تتحقق في شهر سبتمبر كما تنخفض توزيعات الاستثمار بالمثل شهر أكتوبر، و لا تقتصر

الأمر على الولايات المتحدة الأمريكية بل ظهر في أسواق دولية حيث يلخص الشكل تأثير يناير إلى ما بعد 1987 و كذا تأثير سبتمبر و حتى نهاية العام 2006.

من خلال الشكل أعلاه يظهر تسجيل متوسط عوائد مرتفعة في شهر يناير في جميع الدول و الاتحادات عن باقي أشهر العام، حيث ظهر تأثير يناير بصورة أكبر خلال الفترة في السوق الإيطالية التي وصل الفرق في العائد لشهر يناير عن باقي الأشهر حوالي 5 % يليها سنغافورة ثم سوق هونغ كونغ و بلغاريا وأن أقل الأسواق تسجيلا لتأثير يناير هي الأسترالية، النيوزلندية، والألمانية كما يظهر انخفاض العوائد في شهر سبتمبر حيث سجل أكبر تأثير في السوق الهولندية والتي بلغ الفارق بين المتوسط عوائد شهر سبتمبر وباقي أشهر السنة بما فيها يناير حوالي (-25%) تليها السوق الإسبانية و الألمانية و السويدية و كان أقل الأسواق وقوعا تحت تأثير سبتمبر هي السوق الأسترالية ثم اليابانية.

و بذلك فإن الإدعاء بأن ظهور تأثير يناير و سبتمبر من الأسواق قد انتهى في ثمانينات القرن الماضي خاصة بعد عام 1987م و الأزمة المالية هو ادعاء غير صحيح بما شكك في صحة افتراض كفاءة السوق و يسمح للمتعاملين باتباع إستراتيجية توقيتات لعمليات الشراء و البيع لشهر يناير و سبتمبر.

أخيرا فإن التفسير المقدم لارتفاع العوائد هو شهر يناير أرجعه البعض إلى قيام بعض المستثمرين و الشركات خاصة الأمريكية و التي تخضع فيها عوائد الاستثمارات المالية إلى الضرائب بعمليات بيع كثيفة قبل نهاية العام بهدف تسجيل خسائر تخصم من الوعاء الضريبي ومع انقضاء السنة المالية يعود المتعاملين في السوق إلى شراء كثيف للأسهم التي تخلصوا منها لعلمهم أنها بيعت بأقل من قيمتها الحقيقية وحالات الشراء الكثيفة ترفع من أسعار الأسهم و يظهر من ثم عوائد مرتفعة في شهر يناير.

تأثير نهاية الأسبوع (أو تأثير يوم الاثنين)

قام French 1980 بتحليل عوائد الأسهم اليومية للفترة من 1953-1977 حيث وجد أن هناك ميل أو نزعة لأن تكون العوائد سالبة في أيام الاثنين (وهي أول يوم عمل للسوق الأمريكية). في حين تكون موجبة في باقي أيام الأسبوع، و من ثم لاحظ أن كل تلك العوائد السالبة كانت فقط بسبب تأثير أسعار إغلاق السوق، و بالتالي يمكن إتباع إستراتيجية تجارية مربحة تعتمد على شراء الأسهم في يوم الاثنين ثم بيعها يوم الجمعة، وفي نفس الموضوع وجد Kamara 1997 أنه لا يوجد تأثير لأثر يوم الاثنين على مؤشر شاندر أندبوز 500 بعد أبريل 1982، و حديثا وجد تأثير يوم الاثنين بصورة كاملة في الفترة 1962-1993 لمحفظة من الأسهم الأمريكية الصغيرة، أما على الصعيد الدولي فقد توصل Agrawal ad

Tandan 1994 إلى وجود عوائد سلبية معنوية يوم الاثنين في عشرة بلدان و في يوم الثلاثاء لثمانية دول ووجود عوائد ايجابية معنوية يوم الجمعة في سبع عشر دولة من أصل ثمانية عشر دولة شملتها الدراسة. (Philips, 2002)

-تأثيرات موسمية أخرى

للأعياد و العطل من الشهر تأثير على العوائد عبر العوائد المختلفة، فقط لاحظ Lakourishak and 1988 أن عوائد الأسهم الأمريكية أكثر معنوية في فترة تغير الشهر أي في أيام العمل الثلاثة من نهاية و بداية كل شهر و لاحظ 1991 م Ariel أن العوائد تتجه إلى تكون مرتفعة في اليوم الأخير من الشهر السابق، و كذلك وجد كل من 1992 Cadsby and Ratner م أنه يوجد تأثير نهاية الشهر ظاهر في بعض الدول وغير ظاهر في دول أخرى، أيضا توصل 1991 م Ziembra إلى براهين تؤكد إلى اتجاه وجود تأثير نهاية الشهر في اليابان و ذلك في فترة تحول الشهر يكون واضح في الخمسة أيام الأخيرة من نهاية الشهر السابق و اليومين الأولين من بداية الشهر.

4.4 السوق الكفاء والحركة العشوائية للأسعار

تخضع تحركات متغير أسعار الأوراق المالية في سوق المال لما يعرف إحصائية بخاصية السير أو الحركة العشوائية Random Walk، وإذا اتصف سلوك متغير ما بهذه الخاصية فإن معنى ذلك أن تقلبات هذا المتغير لا يمكن التنبؤ بها في المستقبل لأن قيمته الحالية ترتفع و تنخفض بشكل متواصل دون وجود رابط بين قيم المتغير على طول السلسلة الزمنية لهذا المتغير.

وطبقا للباحث الفرنسي Louis Bachelier 1900 الذي اكتشف خاصية السير العشوائي في سوق أسعار السلع، فإن المضاربة في السوق تصبح لعبة عادلة لا يكمن في ظلها أن يحقق البائع أو المشتري الأرباح على حساب غيره (الأرباح الغير العادية)

قد قدمت دراسة فاما Fama 1965 دليلا على صحة فرضية السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية من خلال قياس عشوائية أسعار الثلاثين سهما المسجلة بمؤثر داوجونز لمدة خمس سنوات للفترة ما بين 1956 إلى 1961، وقد تم احتساب معامل الارتباط بين التغيرات في لوغاريتم أسعار الأسهم بفجوة زمنية من يوم إلى عشرة أيام، وقد كانت نتيجة القياس أن معاملات الارتباط قريبة من الصفر في معظم الأحوال (حوالي 0.03) وكانت تقل كلما زاد الفاصل الزمني المستخدم، وهذه النتيجة تؤكد التحرك العشوائي

لأسعار الأسهم، وبناءا عليه لا يمكن لأي مستثمر أن يعتمد على الأسعار الماضية في تكوين إستراتيجية تحقق من خلالها أرباحا غير مبررة. (القادر، 2006، صفحة 106)

5.4 عوائق تطبيق نموذج السوق الكفاء

توجد حواجز ومعوقات تحد من تطبيق نموذج السوق المالية الكفاءة منها

- تأثير سعة الإنتاج

هناك بعض المؤسسات الصغيرة قد تحقق ولفترات طويلة عوائد مالية عالية مما يخلق أحيانا اختلالا في توازن المحفظة الاستثمارية، حيث نعتبر تكاليف المعلومات الخاصة بقيم معلومات هذه المؤسسات العالية فيكون من الصعب معرفة المخاطر.

- تأثير التضليل الإعلامي

عند حدوث التضخم ثم يكتشف المستثمرون بأنهم وقعوا في خدعة مالية، وهو ما يتسبب في إنهيار الثقة في المؤسسات المالية و الشركات المعنية ومن ثم في السوق المالية

- تأثير حساسية السعر

إن حساسية المستثمرين اتجاه الأسعار والتي يمكن تحديدها من خلال معدلات التغيير أو المرونات، تكشف عن مدى إيجابية ردود الأفعال،

- تأثير ضعف التقدير

إن المعدلات الكاملة للعوائد أو المخاطر تجعل التقديرات عند مستويات أدنى وبالتالي تشهد الأسواق تقلبات أسعار الأدوات المالية بمعدلات أكبر من تلك التي يجري التنبؤ بها عند اعتماد المعلومات الخاصة بالقيم الأساسية.

- تأثير القيم المتوسطة

إن العوائد المحققة تتقلب في فترات قصيرة بين مستويات عالية ومنخفضة، وبالتالي فإن اعتماد القيم المتوسطة لتحديد الاتجاه المستقبلي جزئيا أو كليا قد يكون مضللا.

تأثير فترات زمنية معينة

إن هناك فترات معينة خلال السنة تشهد اتجاهات محددة لتقلبات الأسعار، كما هو الحال بالنسبة لما يعرف بتأثير شهر كانون الثاني "ديسمبر" في الولايات المتحدة الأمريكية حيث ترتفع أسعار الأسهم في هذا الشهر وهو ما يأتي من أن المستثمرين يقومون ببيع أسهمهم في شهر ديسمبر في السنوات الأخيرة قد قل كثيرا بالنسبة للشركات الكبيرة إلا أنه لا يزال مستثمر في حالة المؤسسات الصغيرة." (القادر، 2006، صفحة 110)

-التلاعب في الأسواق المالية

إن نظرية السوق الكفاءة والسعي الحديث لتطبيقها بشويه شوائب عدة بفعل الجرائم المالية Financial Crimes من خلال التأثيرات السلبية على الشركات ومساهميتها، ومن ثم على السوق المالي مما يؤدي إلى عزوف المستثمرين عن ادخار أموالهم واستثمارها بطريقة فعالة. وهناك أربعة صور لهذه الجرائم.

-التلاعب في السوق Market Manipulation

-التلاعب بناء على معلومات داخلية (الخاصة) Lauddrying

-غسيل الأموال وتمويل الإرهاب Money and Terrorist Finance

-تفادي الضرائب Tax Evasion

فالتلاعب في السوق يكون بفعل المضاربين عن طريق افتعال الشائعات وترويج التوصيات دون وجود معلومة صحيحة يتم الاعتماد عليها. والتلاعب بناء على معلومات داخلية (الخاصة) تتحقق بفعل مجالس إدارات شركات المساهمة أو بعض مديريها التنفيذيين عن طريق تسريب المعلومات إلى غيرهم، في حالة عدم وجود أو ضعف تطبيق قبل الإعلان عن العملية للاستفادة بما لديهم وتحقيق منفعة.

قوانين حكومة الشركات Corporate Governance التي تلزم بوجود موانع -يطلق عليها جدران ناربية- "التي تحول دون وصول المعلومات المهمة إلا لبعض الموظفين المطلعين الذين لا بد أن يكون ضمن قائمة معينة تحدها الشركة عند كل عملية خاصة بمهمة معينة".

ومفهوم التلاعب في الأسواق المالية إجمالاً يعني التصرفات التي يقوم بها متداول أو مجموعة من المتداولين لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية وقيمتها بهدف الربح على حساب بقية المتداولين في السوق.

5. المؤشرات المستخدمة في تحليل بورصة الأوراق المالية

ظهرت مؤشرات بورصة الأوراق المالية لغرض قياس تحركات السوق من أجل التنبؤ باتجاهاته، فهي تعبر عن اتجاهات أسعار الأسهم المتداولة في البورصة في وقت معين، لذلك يمثل المؤشر مستوى مرجعي للمستثمر في بورصة الأوراق المالية، إذ يستخدم لتحديد اتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق، وقد صاحب التطور السريع في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ظهور العديد من المؤشرات لقياس أداء البورصة والتي يتم نشرها بواسطة البورصات ذاتها عن طريق المؤسسات الصناعية أو المعاهد الإحصائية أو المؤسسات المالية، وتقوم جهة من هذه الجهات بتصميم مؤشراتنا لتتنفق مع الحاجات المتنوعة للمستخدمين منها. إضافة إلى هذا، هناك مؤشرات كثيرة لقياس جودة الأسهم في البورصة من أجل اختبار الأسهم ذات العوائد الجيدة والتي تتمتع شركاتها بمركز مالي جيد، وهذا ما يتم تناوله من خلال ما يلي:

-مؤشرات أداء السوق

-مؤشرات قياس حالة السوق

-مؤشرات جودة الأسهم. (جابو، 2012، صفحة 51)

1.5. مؤشرات أداء السوق

تعد مؤشرات السوق مقياساً حقيقياً لأداء سوق الأوراق المالية، فهي تلخص الأداء الإجمالي للسوق، ونظراً لكون المؤشر يتكون من شركات في قطاعات اقتصادية مختلفة، فضلاً عن أنه يعد أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، فإنه يمكن أن يمثل مرجعاً واضحاً للمستثمر في سوق الأوراق المالية.

ولتحديد مدى تطور سوق الأوراق المالية وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاديات اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات تتمثل أهمها في حجم سوق الأوراق المالية (رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم وعدد الشركات المدرجة في البورصة)، وسهولة البورصة (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل الدوران)، و معدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية. و من شأن هذه المؤشرات أن تسهل فهم العلاقة بين تطور البورصات والوسطاء الماليين من جهة و قرارات تمويل الشركات والنمو الاقتصادي من جهة أخرى، كما تسمح للاقتصاديين و أصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم و إجراء

المقارنات بينها بحسب مستوى تطور البورصات بها، ويعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور البورصة، ويمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق إما معدل القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الخام، أو بعدد الشركات المدرجة في البورصة. (جابو، 2012، صفحة 52) ومما يلي عرض لأهم تلك المؤشرات:

-مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق)

يقصد برسملة السوق المالية مجموعة الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق. وغالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قيمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنوع المخاطر.

ويعتبر مؤشر رسملة السوق مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، إذ كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق، سواء من حيث زيادة عدد الأسهم، و عدد الشركات المدرجة فيه، أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معا، وبالتالي يكون ذلك انعكاسا لارتفاع النشاط الاقتصادي، و تغرى الزيادة في القيمة السوقية إلى العديد من الأسباب، من أبرزها:

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

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

-التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات والثورة التكنولوجية و الابتكارات الالكترونية، ولا سيما بعد إدخال نظام التداول الالكتروني.

هذا المؤشر شهد تباينا بين الدول نهاية القرن العشرين، حيث فاقت هذه النسبة المرتبين من الناتج المحلي الخام لبعض الدول مثل هونغ كونغ، سنغافورة و ماليزيا، في حين قاربت هذه النسبة الواحد لدى أمريكا

واليابان ويفسر هذا الاختلاف بدرجة اعتماد القطاع المالي على البنوك أو على الأسواق المالية في تمويل العمليات الاقتصادية.

من أوجه قصور هذا المعيار هو عدم أخذ بعين الاعتبار لبعض الأسهم غير المدرجة في البورصة والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية على الرغم من الدور الذي يلعبه في الاقتصاد.

-مؤشر عدد الشركات

يعبر هذا المؤشر عن عدد الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية، ويستخدم للدلالة على حجم السوق، ويدل على عمق السوق وتنوعها، ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة.

وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالية في البلد المعني، لماله من دلالة مهمة على التطور السريع، إلا أن هذا المؤشر يفتقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام المؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً، بينما إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات الصغيرة. لذلك يجب عند الاعتماد على هذا المؤشر في تحديد حجم السوق الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المطروحة للتداول في البورصة.

ويغري ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصات إلى العديد من العوامل أبرزها خصوصية الشركات العمومية، وتسهيل إجراءات الإدراج في البورصات سواء للشركات المحلية أو الشركات الأجنبية، بالإضافة إلى تحسين البيئة الاستثمارية للدول المستقبلية، مما ترتفع فرص الربح فيها. (جابو، 2012، صفحة 53)

-سيولة السوق

تعبر سيولة السوق عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعاً أو شراءً، وتعتبر مؤشراً هاماً لإغراء المستثمرين للتعامل، في البورصة، كما تسمح بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة إلى ذلك، هذا من جهة، و من جهة أخرى يكون في وسع الشركات رفع رأسمالها عن طريق الإصدارات الجديدة من أجل تجاوز الأجل الطويلة التي تتطلب الاستثمارات المنتجة، مما ينعكس بالإيجاب على التخصيص الأمثل للموارد.

وتغري سيولة السوق إلى العديد من الأسباب، من أبرزها توفر المعلومات وانتشار الوعي الادخاري في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة وارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة وتنوع الأدوات الاستثمارية التي توفرها من أجل تحقيق قيم تداول مرتفعة.

ومن بين المؤشرات التي تساعد في حساب درجة السيولة يمكن التركيز على مؤشر حجم التداول الذي يحدد دور البورصة في الاقتصاد ككل، و مؤشر معدل الدوران والذي حدد درجة نشاط التداول في البورصة.

-مؤشر حجم التداول

يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أوراق مالية بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قيمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد، ويكمل مؤشر هذا المؤشر مؤشر القيمة السوقية فمن الضروري الأخذ بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون التحليل أكثر دقة.

فقد كان حجم البورصة كبيرا نتيجة عدد الشركات المدرجة أو بسب ارتفاع القيمة السوقية للبورصة فالانطباع الأولي إذا تم الأخذ بمؤشر الحجم بشكل منفرد في هذه الحالة هو أن البورصة المعينة تتميز بالنشاط، غير أن التعمق في التحليل من خلال الأخذ بعين الاعتبار مؤشر التداول قد يقضي إلى التوصل بأن هذا المؤشر منخفض مما يعني أن وزن البورصة في اقتصاد البلد المعني منخفضاً، وبالتالي قلة نشاط البورصة، وهو ما يتناقض مع النتيجة الأولى.

- مؤشر معدل الدوران (%)

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة من الشركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة، فهو يعبر عن قيمة الأوراق المتداولة كنسبة من القيمة السوقية للبورصة خلال مدة زمنية معينة، ويتم حسابه حسب الصيغة الآتية:

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{اجمالي الأسهم المتداولة (حجم التداول)}}{\text{رسملة السوق (القيمة السوقية)}}$$

ويؤثر المعدل المرتفع إلى انخفاض تكاليف الصفقات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة، ولكنها غير نشيطة، فالبورصة ذات الحجم الكبير والتي تتسم بالركود تدل على أنه بالرغم من ارتفاع القيمة السوقية إلا أن معدل الدوران فيها منخفض كما يكمل هذا المؤشر حجم التداول نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، لأن معدل الدوران يرتبط بحجم البورصة فيما يرتبط مؤشر حجم التداول بحجم الاقتصاد ككل، فالبورصة التي يكون حجمها صغير مع سيولة مرتفعة تعبر عن ارتفاع معدل الدوران فيها على الرغم من انخفاض حجم التداول. (قرياقص، 2005، صفحة 313)

-تقلبات العائد-

إن صانع السوق يحدد الهامش الذي يطلبه تبعاً لدرجة الخطر التي يواجهها في سبيله لاستقرار السوق، ويرتبط ذلك بمدى تغير أو تقلب السعر، والذي بدوره يقاس بدرجة العائد على مر الزمن معبراً عنها بالانحراف المعياري، ومع تزايد درجة التشتت يزيد احتمال تعرض المستثمر للخسائر خلال الفترة الزمنية بين عملية الشراء وعملية البيع مما يعكس على عدم استقرار الأسعار.

يمكن قياس درجة الخطر باستخدام معامل الاختلاف الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة معينة، أو باستخدام الانحراف المعياري.

- درجة تركيز السوق

يعد تقييم رسملة البورصة على عدد متنوع من الشركات مؤشراً هاماً لأصحاب الحوافز المالية لما ينتجه، لهم من تنوع للمخاطر، وهي الحالة السائدة في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان وكندا وبريطانيا، حيث تكون درجة تركيز التنمية السوقية للبورصة على عدد كبير من الشركات، وعلى العكس من ذلك تهميش بعض الشركات متعددة الجنسيات على بورصة سويسرا وهولندا، مما يعني تركيز نشاط البورصة في عدد محدد من الشركات.

وبالتالي يفسر هذا المؤشر ما إذا كانت القيمة السوقية مركزة في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعة على عدد كبير من الشركات، وتمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشرة شركات من إجمالي القيمة السوقية. تعد مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية مهمة جداً خاصة إذا ما تم ربطها بمؤشرات قطاعية، و بالتالي تمكن تحديد مدى تأثير اقتصاد البلد المعنى بأساليب التمويل المختلفة، ومدى تأثير كل أسلوب على النمو الاقتصادي. (جابو، 2012، صفحة 55)

2.5. مؤشرات قياس حالة السوق

يتعرف المستثمر على اتجاهات أسعار الأوراق المالية عن طريق ما يعرف بمؤشرات السوق أو متوسطات السوق، وذلك من خلال وسائل الإعلام المختلفة والتي تهتم بالنواحي المالية، وتعتبر مؤشرات السوق عن اتجاهات أسعار الأسهم المتداولة في البورصة في وقت معين، إذ تتغير في كل وقت طالما هناك عمليات بيع وشراء للأسهم في البورصة (الموسوي، 2003، صفحة 132) لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن بورصة الأوراق المالية. (الداغر، 2005، صفحة 298)

ويستخدم المؤشر لتحديد اتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق، ويكون جيدا إذا كان يعطي فكرة على الاتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية، كما أنه يعطي مؤشرا لوضع السوق. (البكري، 2009، صفحة 244)

ومن هنا فإن لمؤشرات قياس حالة السوق أهمية خاصة لمعرفة علاقتها بالحالة الاقتصادية واستخداماتها الأساسية، وكيفية بنائها و حسابها.

1.2.5 أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية

تعد مؤشرات سوق الأوراق المالية من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في البورصة، من أجل توقيت استثماراتهم وتنفيذها، كذلك في رصد التطورات التي تشهدها الأسواق ودرجة فعاليتها، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق، الأمر الذي يمنح فرصة أخرى للمستثمرين لاتخاذ قرارات الاستثمار، فهو بمثابة مقياس لدرجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة.

2.2.5 مفهوم مؤشر بورصة الأوراق المالية

تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات بورصة الأوراق المالية فمنها من يعتمد على التغير في سعر الأوراق المالية "مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يكمن التعرف على تحركات السوق سواء للأعلى أو للأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها." (العيد، 2002، صفحة 251)

وهناك من تعتمد على مؤشرات أخرى "يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار أو كلاهما وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأسمال المستهدف قياسه." (جابو، 2012، صفحة 56)

عددية بواسطة علاقة بين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثلها هو نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى."

3.5 مؤشرات التنبؤ بحركة السوق

1.3.5 المؤشرات الفنية

تتمثل في الإحصاءات والبيانات والمعلومات إضافة عن الخرائط لإيجاد العلاقة بين هذه المعلومات وبين الاتجاه المستقبلي للأسهم في السوق المالي.

2.3.5 التغيرات الاقتصادية للمؤشرات الفنية

تبنى بعض مؤشرات التحليل الفني على أساس الأنشطة الاقتصادية المعبرة عن حركة السوق، المثيرة لانتباه خاص في السوق المالي، العاكسة لسلوك إدارة الشركات الاستثمارات المالية خاصة القرارات الرابطة بين الأحداث العامة وحركة الأسعار إلى حد معين.

-هامش الديون والفائدة القصيرة (Short Interest and Margin Leon)

"الفائدة القصيرة يمكن استخدامها أيضا كأحد مؤشرات السوق، إن طبيعة التقرير لبعض المحللين الفنيين ولهذا النوع من الفائدة القصيرة ستكون مفيدة، عندما يكون المتعامل مع المعلومات الخاصة مثل الأسهم الخاصة، تزيد عن المبيعات القصيرة لها، إن هذا السلوك لمجموعة معلومات جيدة عن المشاركين في السوق والذين يطلقون عليه مؤشر النقود الذكية (Smart Money Indicator)". (شبيب، 2012، صفحة 293)

"بعض الأشخاص يعتقدون بأن المستثمرين الصغار في العادة ينتظرون لفترات طويلة لاتخاذ القرارات، وعلى العموم فإن صنع قرارات الاستثمار تتنافر لأنها تعكس تصرفهم الأمثل، إن العديد سوف يرتبطون

مع المستثمر الصغير، فإذا بدأ المستثمرون بالبيع القصير في رفع العلاقة لإجمالي تحويلات العديد من المستثمرين. هذا يعني إشارة إن نهاية نزول السوق قد بدأت ولذلك فهي إشارة بالصعود." (شبيب، 2012، صفحة 294)

-هامش المديونية (Margin Loans)

هو مؤشر يقيس فيما إذا كان المشاركون في السوق يقترضون الأموال لتمويل عمليات التبادل بالأسهم. "إن الزيادة التاريخية في الشراء بالهامش يرتبط بارتفاع السوق، إن الشراء بالهامش غالبا يكون بالقمة فقط قبل صعود السوق، وعليه فعلى المحللين الفنيين مراقبة الارتفاع في الدين كإشارة نحو الهبوط." (شبيب، 2012، صفحة 294)

-رصيد النقد في الصناديق المشتركة (Mutual Fund Cash Position)

"إن النشاطات الاستثمارية لإدارة صناديق الاستثمار المشتركة تؤثر بصورة كافية ومباشرة على سعر السهم في السوق، وتقيس هذه الصناديق إجمالي الأصول المتداولة في هذه الصناديق" (شبيب، 2012، صفحة 294)، وهي تبحث عن الوقت المناسب للدخول إلى سوق المال، أي تزيد نسبة الشراء عند الاعتقاد بشروط التفضيل للسوق المتقدم، والاحتفاظ بالنقد عند الاعتقاد أن السوق تستيقظ.

مؤشرات الثقة (Confidence Index)

"تقوم بعض المجالات بإعداد مثل هذا النوع من المؤشرات والتي هي عبارة عن نسبة عائد الاحتفاظ للأصناف المتميزة من السندات، وعادة نبدأ بالتصنيف (AAA) ثم إلى المستوى الأقل (BBB) وهكذا، وتمكن للمستثمر اعتماد هذا التصنيف في إتخاذ قرارات البيع والشراء." (شبيب، 2012، صفحة 296)

-بداية خط الانحدار (Advance Decline Line)

"إن بداية خط الانحدار بحسب زيادة والهبوط نقصان، وإن الأوراق المالية التي لا تتغير تحسب بقيمة الصفر." (شبيب، 2012، صفحة 296)

-العلاقات بين النسب الحالية المتميزة (Relation Strength Ratio)

"وهي الطريقة التي من خلالها تتم مقارنة بيانات أحد الأسهم اتجاه بيانات مؤشر السوق." (شبيب، 2012، صفحة 297)

-المتوسط المتحرك (Moving Average)

"هي عبارة عن مرض هادي للبيانات التاريخية تحت مستوى أي نقطة من البيانات، والتي هي عبارة عن معدل حسابي لجزء من البيانات السابقة." (شبيب، 2012، صفحة 298)

-مؤشرات القناعات المغلقة (Closing Thoughts on Indicators)

إن بيانات و مؤشرات السوق تساعد البعض في اتخاذ القرار، مع أن المدير يتخذ القرار دون الاعتماد عليها، على خلاف التحليل الأساسي والفني المعتمدان عليها لاتخاذ القرارات والتنبؤ بحركة الأسهم واتجاه السوق.

-مؤشر الكميات الكبيرة (Big Block Index)

هي صفقات تتضمن 50 ألف سهم على الأقل، وذلك باتخاذ قرار الشراء والبيع للصفقات الكبيرة وتحقق العوائد، وتحسب كما يلي:

$$\text{الكميات الكبيرة} = \text{ص} / \text{ص} + \text{هـ}$$

ويتراوح المؤشر بين الصفر والواحد وكلما اتجه نحو الواحد دل على مرحلة صعود السوق، والعكس صحيح

ص: عدد الصفقات الكبيرة المبرمة بأسعار أعلى من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة (Big Block Up Tick)

هـ: عدد الصفقات التي أبرمت بسعر أقل من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة (Big Block Down Tick)

-مؤشر تقلب الأسعار (Volatility)

يستخرج من خلال الفرق بين الأسعار وقيمتها على السعر القديم.

-اتساع السوق (Market Breadth)

يحسب على نسبة مئوية من خلال طرح عدد الأسهم الصاعد من عدد الأسهم الهابط أسعارها يوميا، قيمة عدد الأوراق المالية المتعامل بها، وبين الزيادة في عدد الأسهم الصاعدة والهابط كل يوم.

-الإصدارات الجديدة للأسهم (New Issues)

يتم تقييمها خلال خمسة أسابيع من إصدارها، والتنبؤ بردة فعل السوق اتجاهها من خلال عددها و استجابة المتعاملين معها.

-أسهم القطاعات القائدة (Industry Trend)

يكن توقع حركة أسعار الأسهم في السوق من خلال العلاقة بينها وبين أسهم القطاعات القائدة.

خلاصة

في ضوء إستعراض موضوع كفاءة سوق الأوراق المالية يتضح أن مفهوم كفاءة السوق يشير إلى الحالة التي تعكس فيها أسعار الأسهم كافة المعلومات المؤثرة على الأسعار والواردة إلى السوق بالسرعة المطلوبة بحيث تكون الأسعار السوقية معبرة عن القيمة الحقيقية للسهم وبما يحرم بعض المتعاملين في السوق من تحقيق أرباح غير عادية وأن مفهوم الكفاءة قد إنتقل من الكفاءة التامة للسوق إلى الكفاءة الإقتصادية التي تفترض مرور بعض الوقت قبل أن تعكس الأسعار المعلومات الواردة وأن كفاءة السوق تقاس بالنسبة لنوع معين من المعلومات وليس كافة المعلومات وبحيث قسمت كفاءة السوق إلى ثلاثة نماذج (صيف أو أشكال) هي : النموذج الضعيف، المتوسط والقوي.

وقد أظهرت البحوث التطبيقية المختلفة تأييدا وتعارضا مع فكرة السوق الكفاء وإمكانية وجودها في الواقع على الأقل في المدى الطويل مما يجعل من ثم التعامل مع هذه الفكرة أو الإفتراضات أو النظرية كما يسميها البعض يحتاج إلى نوع من عدم التعميم وإنهاء حالة الرقابة والتحكم في السوق من قبل الدول والهيئات المنظمة لمنع التجاوزات أو الممارسات المؤثرة في السوق لعل أهمها الممارسات غير المشروعة المعتمدة على المعلومات التي يركز عليها التعامل في السوق وتقوم عليها كفاءة السوق.

الفصل الثالث: بورصة عمان للأوراق المالية

تمهيد

يقع الأردن جنوب غرب آسيا ومتوسط المشرق العربي بوقوعه في الجزء الجنوبي من منطقة بلاد الشام والجزء الشمالي لمنطقة شبه الجزيرة العربية، ويطل على البحر الأحمر من خلال ميناء العقبة، فهو موقع إستراتيجي وبيئة إستثمارية متميزة. نظرا لتمتعه ببيئة سياسية وديمقراطية مستقرة وإحتلاله لمرتبة متقدمة بين دول المنطقة من حيث الحرية الإقتصادية. فهو يتميز بوجود مناخ إستثماري جاذب من خلال حزمة من الحوافز والإعفاءات لتشجيع الإستثمار وحرية إنتقال رؤوس الأموال، بالإضافة لتوفير عدد من المناطق الحرة والمدن الصناعية المؤهلة التي تتمتع ببنية تحتية كاملة ونظام اتصالات على مستوى عال، كما يتمتع بموارد بشرية مؤهلة ومنافسة.

وعرف الأردن التداول بالأسهم منذ أوائل ثلاثينات القرن العشرين، حيث كان التداول يتم من خلال سوق غير منظم بواسطة بعض شركات الوساطة حتى صدور قانون سوق عمان المالي (31) لسنة 1976 الذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالي كسوق منظم وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد.

1. نبذة عامة عن بورصة عمان

بورصة عمان سوق ناشئة عصرية تتمتع بمستوى عال من التنظيم، ظل سوق عمان المالي يلبي إحتياجات المستثمرين حتى منتصف عقد التسعينات الذي بدأ يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية.

1.1 نشأة وتطور بورصة عمان

أنشأت بورصة عمان في 11 مارس 1999 وذلك بموجب قانون الأوراق المالية الملغى رقم (23) سنة 1997 كمؤسسة مستقلة إداريا وماليا تدار من قبل القطاع الخاص، أوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية.

"وفي 20 فيفري 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان. وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة العمال اليومية للبورصة. تهدف شركة بورصة عمان إلى ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، ونشر ثقافة الإستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة. ولتحقيق غاياتها تضع الشركة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق أفضل الممارسات العالمية المتبعة، ولها انشاء واحتساب المؤشرات المالية الخاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها، والدخول في اتفاقيات استراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق المال والمشتقات داخل المملكة أو خارجها ومع مزودي الخدمات أو أي جهات أخرى ذات علاقة بعملها، والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والإشرافية على الأسواق المالية ذات الصلة والسلطات الحكومية وغير الحكومية وغيرهم من الجهات والأشخاص داخل المملكة وخارجها.

ومن المتوقع أن يساهم تحويل البورصة إلى شركة في تعزيز المنفعة الإقتصادية التي تقدمها البورصة للإقتصاد الأردني، وسيتمكنها من تقديم خدمات أفضل واستقطاب شركات جديدة ومتعاملين جدد والدخول في اتفاقات إقليمية ودولية مع جهات مختلفة لزيادة الحصة السوقية لها إقليميا ودوليا." (عمان، 2016)

تم إنشاء هيئة الأوراق المالية بموجب قانون الأوراق المالية الملغى رقم (23) سنة 1997 كخلف قانوني لسوق عمان المالي وأصبحت الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة.

كما أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب قانون الأوراق المالية الملغى رقم (23) سنة 1997 كمؤسسة مستقلة تدار من قبل القطاع الخاص وكجهة مصرح لها بالحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية والإشراف على عمليات التسوية والمقاصة. وقد تطور سوق رأس المال الأردني كما يلي :

جدول رقم (1.3): تاريخ سوق رأس المال الأردني

1930	بدء التداول في الأوراق المالية
1976	صدور قانون سوق عمان المالي رقم (31) لسنة 1976
1976	إنشاء سوق عمان المالي
1978	بدء التداول في سوق عمان المالي
1997	صدور قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997
1997	إنشاء هيئة الأوراق المالية
1999	إنشاء بورصة عمان
1999	إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية
2002	صدور قانون الأوراق المالية رقم (86) لسنة 2002

المصدر: دليل الاستثمار في بورصة عمان، ص ص: 2-3

2.1 مؤسسات سوق رأس المال الأردني

تكونت سوق رأس المال الأردني من ثلاث مؤسسات : بورصة عمان، هيئة الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية.

1.2.1 هيئة الأوراق المالية

وهي هيئة رسمية لها شخصية اعتبارية وتتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء مباشرة وذلك تعزيزاً لاستقلالها لكي تعمل بكفاءة وفعالية لتحقيق الأهداف التالية:

- حماية المستثمرين في الأوراق المالية

- تنظيم سوق رأس المال وتطويره بما يكفل تحقيق العدالة، الكفاءة والشفافية.

-حماية سوق رأس المال من المخاطر التي قد يتعرض لها.

2.2.1 مركز إيداع الأوراق المالية

مؤسسة ذات نفع عام لا تهدف إلى تحقيق الربح مستقلة إداريا وماليا تدار من قبل القطاع الخاص، وهو الجهة الوحيدة في المملكة الأردنية الهاشمية المصرح لها بتسجيل وإيداع الأوراق المالية وحفظ ونقل ملكيتها وإجراء عمليات التقاص والتسوية وتخضع لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية. ويهدف إلى :

- بناء سجل مركزي لحفظ ملكية الأوراق المالية

- الحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول في البورصة

- تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية وتمكينهم من متابعة إستثماراتهم بسهولة ويسر. (دليل الإستثمار في بورصة عمان ، ص 4)

3.1 الرؤية، الرسالة والأهداف لبورصة عمان للأوراق المالية

تتمثل رسالة بورصة عمان، رؤيتها وأهدافها في:

1.3.1 الرؤية

سوق مالي متقدم ومتميز تشريعيا وتقنيا على المستوى الاقليمي والعالمي متماشيا مع المعايير العالمية في مجال الأسواق المالية ويسهم في توفير بيئة جاذبة للاستثمار.

2.3.1 الرسالة

توفير سوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية وتوفير بيئة آمنة لتداول الأوراق المالية لزيادة الثقة بسوق الأوراق المالية وخدمة الاقتصاد الأردني.

3.3.1 الأهداف

- إيجاد بيئة استثمارية جاذبة وآمنة ومنافسة تتسم بالشفافية والمصداقية.

- تطوير عمليات وأساليب وأنظمة تداول الأوراق المالية وفق أحدث الطرق المتبعة عالميا.

- تطوير العمل في البورصة والتميز في الخدمات التي تقدمها للجهات ذات العلاقة.

- نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.
- تنمية الوعي الاستثماري لكافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية.
- زيادة عمق وشفافية السوق وتنويع الأدوات المالية المتاحة للمستثمرين.
- تعزيز التعاون المشترك مع البورصات والمنظمات والاتحادات العربية والإقليمية والدولية.

4.1 القيم الجوهرية

تتمثل القيم الجوهرية لبورصة عمان في :

1.4.1 الأمانة والنزاهة

العدل والمساواة في التعامل مع جميع الجهات ذات العلاقة.

2.4.1 الشفافية

الإفصاح عن جميع المعلومات بشكل دقيق وسريع وبنفس الوقت ولجميع الجهات.

3.4.1 التميز والإبداع

تبني وتطبيق معايير التميز في كافة جوانب العمل في البورصة.

4.4.1 الكفاءة

الإستخدام الأمثل للموارد المتاحة وتحقيق الأهداف بأقل تكلفة وأقل وقت ممكن.

5.4.1 التحسين المستمر

المراجعة الدائمة للأداء وتطبيق أفضل الممارسات العالمية.

6.4.1 الاهتمام بالموظفين

رفع كفاءة الموظفين والمحافظة على بيئة عمل مهنية وتعزيز العمل بروح الفريق.

7.4.1 الانفتاح

التشاور مع الشركاء الاستراتيجيين وتلقي الآراء حول الخدمات المقدمة وأخذها بعين الاعتبار وصولاً إلى خدمات متميزة.

6.1 مجلس إدارة البورصة

يتألف مجلس إدارة البورصة من سبعة أعضاء؛ ثلاثة أعضاء من القطاع الأهلي من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والإقتصادية يعينهم مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية . وأربعة أعضاء منتخبين يمثلون شركات الوساطة.

-عضوية البورصة

تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية. وتتألف الهيئة العامة للبورصة من الأعضاء المسددين للرسوم ويكون لكل عضو فيها صوت واحد في إجتماعاتها.¹

ويتم التداول في بورصة عمان حالياً الأوراق المالية التالية :

أسهم الشركات، سندات الخزانة، أسناد قرض الشركات، سندات المؤسسات العامة، حقوق الإكتتاب وأذونات الخزانة. وسيتم عند الطلب إدراج وتداول صكوك التمويل الإسلامي وإيصالات إيداع الأوراق المالية.

7.1 البنية التشريعية

حماية سوق الأوراق المالية الأردني، قامت بورصة عمان بالعمل على إصدار مجموعة من الأنظمة والتعليمات اللازمة لضمان تحقيق البورصة لأهدافها ومهامها على مستوى عال من الكفاءة والعدالة والتي تم وضعها بناء على المعايير الدولية في هذا المجال، وتقوم بورصة عمان بمراجعة وتعديل أنظمتها وتعليماتها باستمرار لمواكبة التطورات الدولية بما يضمن رفع كفاءتها وزيادة الشفافية وحماية المستثمرين فيها.

¹ لمزيد من الإطلاع أنظر موقع البورصة1654http://www.ase.com.jo/ar/node/1654

2. الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة والتوزيع القطاعي للشركات المدرجة ببورصة عمان

شهد سوق رأس المال الأردني تطورات كبيرة خلال السنوات الأخيرة هدفت إلى زيادة الشفافية والكفاءة في هذا السوق، كذلك إلى زيادة ثقة المستثمرين فيه، حيث تم تحديث التشريعات التي تحكم هذا السوق في مختلف النواحي. كذلك تم تحديث وتطوير عمل بورصة عمان وآلية التداول بشكل خاص، حيث تم تطبيق نظام تداول إلكتروني حديث يتم التداول فيه عن بعد ويحقق الكفاءة والعدالة والشفافية والسرعة في إنجاز وتنفيذ الصفقات، ويساهم في توفير بيئة آمنة للتداول وتوفير العدالة والكفاءة بين المتعاملين. كذلك قامت البورصة بتطوير طرق نشر معلومات التداول المباشرة من خلال كافة الوسائل المتاحة بحيث تصل المعلومات إلى المهتمين في داخل الأردن وفي العالم ككل.

1.2 التوزيع القطاعي للشركات المدرجة ببورصة عمان

قامت بورصة عمان بإعتماد توزيع قطاعي جديد للشركات المدرجة في البورصة بما يتماشى والمعايير العالمية في هذا المجال ويعطي صورة أوضح عن الشركات المدرجة تساعد المستثمرين في إتخاذ قرارهم الإستثماري.

1.1.2 التوزيع القطاعي

بهدف إعطاء صورة أوضح عن الشركات المدرجة، وللتسهيل على المهتمين لغايات تقييم أداء الشركة ومقارنته بأداء الشركات التي تعمل في نفس المجال بدقة أكبر "قامت بورصة عمان بعمل توزيع قطاعي جديد للشركات المدرجة في البورصة يتماشى مع المعايير العالمية في هذا المجال. وبموجب هذا التوزيع فقد تم تصنيف الشركات المدرجة في ثلاث قطاعات رئيسة وهي القطاع المالي ويضم البنوك، شركات الخدمات المالية، العقارات وشركات الإستثمار، وقطاع الخدمات ويضم الشركات التي تعمل في مجال الخدمات الصحية، التعليم، الطاقة والمنافع، النقل، السياحة والاتصالات، وقطاع الصناعة والذي يضم الشركات التي تعمل في مجال الصناعات الإستخراجية، التعدين، الإنشائية، الكهربائية، الغذائية،

المشروبات، الدخان، الملابس، الجلود والخزف. وقد تم تقسيم القطاعات الرئيسية الثلاثة إلى (23) قطاع فرعي، بحيث تم تصنيف الشركات التي لها نفس النشاط التشغيلي في نفس المجموعة.¹

2.1.2 مميزات التصنيف القطاعي الجديد

- "يتماشى التصنيف الجديد مع المعايير الدولية ومعتمد من قبل المؤسسات الدولية.
- يساعد في إظهار طبيعة وغايات عمل الشركات بصورة أوضح وأدق للمستثمرين مما يسهل عمليات التحليل المالي للشركة ومقارنتها مع الشركات المشابهة لها ومع القطاع الذي تنتمي إليه.
- يوفر إمكانية تحديد المتغيرات والعوامل الاقتصادية الداخلية والخارجية وعلاقتها مع القطاعات والشركات بصورة أدق، وبالتالي تحديد أي من هذه المتغيرات قد تؤثر على الشركة والقطاع الأمر الذي يمكن المهتمين من دراسة أثر هذه المتغيرات على الشركات والقطاعات.
- إبراز الأهمية النسبية لكل قطاع وإعطاء مقياس لأداء الشركة بالمقارنة مع مثيلاتها في نفس القطاع.
- يمكن المستثمرين من متابعة التغيرات في أسعار أسهم القطاعات المختلفة من خلال المؤشرات التي قامت البورصة باحتسابها لكل قطاع رئيسي وفرعي.
- يمكن صناديق الإستثمار التي تهتم بالإستثمار في قطاعات معينة من متابعة التغيرات التي تحدث على هذه القطاعات.²

2.2 الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان

" تعتبر الأرقام القياسية من أهم المؤشرات في الأسواق المالية التي تدل على مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام للأسعار، وتستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى.

بدأ سوق عمان المالي منذ عام 1980 باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم، وتم اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات وذلك لاحتساب الرقم القياسي العام، وقد تم تحديد أسعار افتتاح

¹ http://www.ase.com.jo/sites/default/files/Free_Float_Index_&_New_Sectoral_Specification.pdf

² الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة والتوزيع القطاعي للشركات المدرجة ببورصة عمان، ص4 <http://www.ase.com.jo/>

تداول الأول من جانفي 1980 كفترة أساس بحيث تكون قيمة الرقم القياسي 100 نقطة، وقد تم تغيير قيمة الأساس إلى 1000 نقطة اعتبارا من بداية عام 2004. علما بأنه إضافة إلى الرقم القياسي العام يتم احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات وهي: قطاع البنوك والشركات المالية، التأمين، الخدمات والصناعة.

وبعد دراسات إحصائية مكثفة، بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام 1992 باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية وتم تحديد 31 ديسمبر 1991 كفترة أساس (الرقم القياسي = 100 نقطة)، تم تغييره إلى 1000 اعتبارا من بداية عام 2004. ويقوم هذا الرقم على أساس إختيار عينة مكونة من خمسين شركة ممثلة للسوق تم زيادتها إلى ستين شركة في عام 1994 وإلى سبعين شركة في عام 2001 وإلى 100 شركة في العام 2007، ولاختيار هذه العينة فقد تم اعتماد خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها حيث تمثل هذه المعايير: القيمة السوقية للشركة وعدد أيام التداول ومعدل دوران السهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة.

ونتيجة للتطورات العالمية في مجالات احتساب الأرقام القياسية ويهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق، قامت البورصة بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة (المتاحة للتداول) بحيث يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ويخفف حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالية بحيث يخفض ثقلها.

حيث تم احتساب هذا الرقم من خلال التوزيع بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول Free Float

في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة. وهذا الأسلوب معتمد من قبل عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم وتعتبر من أكبر الشركات العالمية في خدمات التزويد بالأرقام القياسية مثل مؤسسة ستاندرد اند بورز S&P والـ FTSE Group وشركتي داوجونز وستوكس. Dow Jones Indexes and STOXX .

وقد تم تطبيق معايير شركة داوجونز في إختيار عينة الشركات التي يتم احتساب هذا الرقم على أساسها. ويشتمل نطاق المؤشر على جميع الشركات المحلية والمدرجة في بورصة عمان فيما يتم استثناء الشركات التي تمثل بمجموعها أقل من 1% من القيمة السوقية الإجمالية للبورصة والشركات التي لا تزيد نسبة أيام تداولها على 33.33% من أيام التداول الكلية في كل ربع. ويتكون المؤشر من أكبر 100 شركة من الشركات التي استوفت الشروط من حيث القيمة السوقية في المؤشر الجديد. ويحدد وزن المؤشر بالقيمة السوقية للأسهم الحرة فيما تحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10% كحد أقصى بهدف منع هيمنة الأسهم الفردية على المؤشر. كما تم إختيار الرقم (1000) نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي كما في نهاية العام 1999.

ويتميز هذا الرقم بأنه يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق، وكذلك فإنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة. إضافة لذلك فإنه يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته.

يتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناء على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي ضمن العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي. ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل ثلاثة أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة بحيث تضاف الشركات النشيطة الى العينة ويتم سحب الشركات غير النشيطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات.

يتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد أثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم وذلك لكي تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط.¹

1.2.2 الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة

" يستند إحتساب هذا الرقم على التريج بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول Free Float في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة. ويعتمد هذا الأسلوب عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم، وتعتبر من أكبر الشركات العالمية في خدمات التزويد بالأرقام القياسية مثل مؤسسة ستاندرد أند بورز S&P's والـ FTSE Group وشركتي داوجونز وستوكس.

أما بالنسبة لتعريف الأسهم الحرة والذي يمثل عدد الأسهم المتاحة للتداول من قبل المستثمرين. فقد استند في تعريفه على تعليمات الإدراج الصادرة عن بورصة عمان، حيث تعني هذه الأسهم ضمن التعريف الوارد بتلك التعليمات عدد الأسهم الكلي المدرج في البورصة مطروحا منها الأسهم التالية:

1. الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس إدارة الشركة وأقربائهم.
2. الأسهم المملوكة من قبل الشركات الأم أو التابعة أو الحليفة.

¹ <http://www.ase.com.jo/ar/node/820>

3. الأسهم المملوكة من قبل مساهمين يملكون (5%) أو أكثر من راس مال الشركة.
4. الأسهم المملوكة من قبل الحكومات والمؤسسات العامة.
5. الأسهم المملوكة من قبل نفس الشركة (اسهم الخزانة)

ويتم احتساب نسبة الأسهم الحرة وذلك بقسمة الأسهم الحرة حسب التعريف المشار إليه أعلاه على العدد الكلي للأسهم المدرجة.¹

2.2.2 احتساب الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة

"يتم احتساب الصيغة التالية لاحتساب الرقم القياسي العام $Index_t$:

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{ti} \times S_{ti} \times FF_{ti})}{D_t}$$

حيث أن:

- P_{ti} : سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن t (اليوم)
- S_{ti} : عدد الأسهم المدرجة للشركة i كما هي في الزمن t (اليوم)
- FF_{ti} : نسبة الأسهم الحرة للشركة i كما هي في الزمن t (اليوم)
- D_t : مقام divisor الرقم القياسي في الزمن t (اليوم).

3.2.2 مميزات الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة

1. إعطاء تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق،
2. لا يتحيز بشكل كبير للشركات ذات القيمة السوقية العالية،
3. يوفر التنوع في مكوناته من خلال إعطاء فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته،
4. يمكن استخدامه كأداة أساس في تكوين المشتقات المالية لما يتمتع به من الخصائص أعلاه،
5. يتفق مع المعايير العالمية المتبعة في احتساب الأرقام القياسية.

¹ http://www.ase.com.jo/sites/default/files/Free_Float_Index_&_New_Sectoral_Specification.pdf

4.2.2 الأرقام القياسية القطاعية المرجحة بالأسهم الحرة

يهدف معرفة تحركات الأسهم في القطاعات المختلفة تم استخراج أرقام قياسية قطاعية للقطاعات الرئيسية الثلاثة وهي: القطاع المالي، قطاع الخدمات وقطاع الصناعة. وقد تم اختيار معظم الشركات المدرجة في القطاعات ليتم احتساب هذه الأرقام عليها. ومما يذكر بأن هذه الأرقام تساهم في معرفة تحركات أسعار الأسهم بشكل دقيق ومعرفة نسب النمو في القطاعات المختلفة.

3. قراءة تحليلية لأهم محطات أداء بورصة عمان للأوراق المالية

يمكن تقسيم أهم محطات أداء بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2015 كمايلي :

1.3 المحطة الأولى لأداء بورصة عمان للأوراق المالية

تشهد المحطة الأولى سنوات 2005، 2006 و2007م كمايلي :

1.1.3 أداء بورصة عمان عام 2005

تعد سنة 2005 عام الطفرة، وذلك في ظل المكاسب التي كانت تتحقق على مستوى المؤشر العام المرجح لبورصة عمان. ففي بداية ذلك العام بدأ مؤشر البورصة عند مستوى 2837.7، وانتهى ذلك العام عند 4259.7 نقطة، مسجلا بذلك ارتفاع وصلت نسبته 50%. أما المؤشر الذي كان أكثر استخداما في تلك الفترة فهو الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية فقد كان ذلك المؤشر في بداية العام 2005، عند مستوى 4422.5 نقطة، وأغلق في نهاية ذلك العام عند مستوى 8191.5 نقطة، حيث ارتفع بمقدار 3769 نقطة أو ما نسبته 85%. وكان صعود الشركات ينبع من نتائجها تفوق التوقعات، ما ساهم في إقبال كثيرين على عمليات بناء المراكز المالية وإن كان جزء لا يستهان به من القادمين للإستثمار في الأوراق المالية راغبين في الحصول على أرباح سريعة. وصاحب هذا التحسن في المؤشر العام زيادة غير معهودة في مستويات أحجام التداول، حيث أن القيمة التداول التراكمية للعام 2005 بلغت 16.871 مليار دينار، مقارنة مع 3.793 مليار دينار في العام 2004، وبنسبة إرتفاع 344%. واستمر نتائج الشركات، ما أدى

إلى الإرتفاع القوي وخاصة في القطاع المالي، حيث كان سهم البنك العربي يستحوذ على 45 % من التداول في نهاية عام 2005. (ضمرة، 2014، صفحة 4)

ومن أبرز العوامل المؤثرة على البورصة مايلي:

- الإرتفاع الكبير في حجم التداول :

تقديم البنوك التسهيلات بطريقة تلبي رغبات الزبائن، لشراء الأسهم، الطفرة النفطية وتحسن مداخل الأورديين المغتربين جراء ارتفاع الأسواق العربية أثمر عن مشتريات لهم في المملكة، بالإضافة إلى مشتريات العراقيين عبر ايداعات نقدية لدى مكاتب الوساطة المالية بأسماء أورديين.

-أسباب الإرتفاع في أسواق المال

الرغبة الجامحة للأورديين على الاستثمار بالأوراق المالية وسط عوائد مغرية، حيث ازداد عدد المستثمرين في بورصة عمان حيث وصل عد المساهمات الى 661 ألف مساهمة شكلت نسبة الأورديين فيها 94.9%، تلتها مساهمة العرب بنسبة 4.5% فالأجانب 0.46% بحسب إحصاءات مركز ايداع الأوراق المالية المتعلقة بتصنيف الجنسية.

" من أبرز العوامل التي دعمت الصعود في أسعار النفط بالأسواق العالمية، هو معدلات النمو العالمي القوي، بالإضافة الى بعض الكوارث سواء السياسية او الطبيعية، فمن الناحية الأولى كان ما يحدث في الشرق الاوسط ممثلا باحتلال العراق وتبعاته والأعاصير في خليج المكسيك وتداعياتها قد زاد من مستوى المضاربات في الاسواق المستقبلية في الضغط على اسعار النفط في الارتفاع" (ضمرة، 2014، صفحة 4)" شهد عام 2005 طفرة كبيرة في أغلب القطاعات الاقتصادية ، مدفوعا بتوفر سيولة عالية لدى جمهور المستثمرين والمتعاملين مما جعل صناعة الاوراق المالية المكان الأمثل للاستثمار فيه" (ضمرة، 2014، صفحة 14)

-حلم الثراء

" كما هو معروف فان اقدام جمهور المستثمرين للاستثمار بالأوراق المالية كان له مبرراته المنطقية الى جانب حلم الثراء السريع، حيث ان لغة الارقام اشارت الى وجود بضاعة جيدة تمثلت بالأسهم المصدرة من قبل الشركات المساهمة التي ظهرت نتائجها بظهور نتائج مالية مرتفعة بنسبة 1118% مقارنة بمستواها بالعام 2004.

وبلغت ارباح الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال العام 2005 ما مقداره 1.18 مليار دينار اردني، مقارنة بربح بعد الضريبة قدره 568 مليون دينار في 2004، أغرت التوزيعات النقدية والاسهم المجانية الى جانب الارباح الراسمالية نتيجة القفزات النوعية في مستويات اسعار الاوراق المالية الكثيرين للاقبال وما صاحبها من مغالاة فيما بعد بالاعتماد على الاخيرة كمولد للارباح عبر المضاربة قصيرة المدى لجني الارباح حيث هب كثيرون لتأسيس الشركات ودفعها للاكتتاب العام والحصول على تغطية مرتفعة وما تلاها من دخول الشركات المساهمة العامة، وخصوصها الحديثة منها بغض النظر عن غاياتها الاساسية باضافة غاية جديدة هي الاستثمار بالاوراق المالية لتحقيق الارباح" (ضمرة، 2014، صفحة 16)

-تفجيرات عمان –الاربعاء الاسود-

في التاسع من نوفمبر 2005 هزت ثلاث عمليات تفجير ارهابية، باستخدام احزمة ناسفة، ثلاثة فنادق تقع في وسط العاصمة عمان، وفي الرابع عشر من نوفمبر تراجعت بورصة عمان مقارنة باغلاق التاسع من نوفمبر بعد ان اغلقت البورصة تداولاتها، لتعلق عند مستوى 4643.5 نقطة مقابل 4705 نقطة بانخفاض نسبة 1.3%.

وقامت بورصة عمان اعتبارا من 24 نوفمبر 2005 باعتماد الية جديدة لاحتساب اسعار الاسهم التي يزيد راسمالها عن طريق الاكتتاب الخاص وذلك في صباح يوم العمل التالي لليوم الخامس عشر من موافقة مجلس مفوضي هيئة الاوراق المالية على تسجيل اسهم الزيادة في راسمال الشركة والذي يحدث فيه مساهمي الشركة الذين يحق لهم المشاركة في الاكتتاب الخاص للشركة. (ضمرة، 2014، الصفحات 18-19)

- نخب اقتصادية واستثمارية

أكدت فاعليات وشخصيات ونخب استثمارية اردنية وعربية رفيعة، عزمها مواصلة توسيع حجم استثماراتها في المملكة والوقوف جنبا الى جنب للتصدي لأي محاولات تحول دون تواصل تنامي مؤشرات الإقتصاد الاردني وجاذبية بيئة المملكة الاستثمارية. (ضمرة، 2014، صفحة 19)

- الاكتتابات العامة

تهافت المستثمرين على تعبئة اكبر عدد ممكن من طلبات الاكتتاب دون الاهتمام بالحصول على نسخة من الاصدار، معتمدين اعتمادا كليا في اغلب الاحيان على سمعة وأسماء المستثمرين المؤسسين ونصائح الوسطاء المستندة الى التخمين والإشاعات في اتخاذ قرار الاستثمار في هذه الشركات التي لم تتعد بعد مرحلة الفكرة والتأسيس من دورة حياتها، وهي مرحلة يسودها قدر كبير من المخاطر وعدم اليقين. وكان

جوهر الاقبال من جمهور المواطنين يكمن في تعويم السعر الافتتاحي في الاكتتابات العامة. (ضمرة، 2014، صفحة 22)

- المالك الخفي

" من أبرز الأسباب التي ادت لارتفاع بورصة عمان ولا يتم التعرض لها بشكل كبير، ما أشيع استخدامه في العام 2005، هو *المودع لديه-المالك الخفي*، حيث ان بعض المستثمرين، وخصوصا الكبار منهم لا يرغبون بان تظهر كشوفات المساهمين متضمنة أسمائهم خصوصا عند الدخول للاستثمار بالأوراق المالية بغرض المضاربات السريعة. وقد انتشرت في العام 2005، عبر خدمة وفرتها شركة بنك الصادرات والتمويل بعد أن منعت هيئة الأوراق المالية في العام 2006 ممارسة الشركة تلك الخدمة لزيائنها." (ضمرة، 2014، صفحة 24)

2.1.3 أداء بورصة عمان للأوراق المالية عام 2006

إنهت معظم البورصات العربية في اغلاقات مؤشراتنا في عام 2006 وكانت هناك مظاهرات الاحتجاج على وقع الخسائر. وتعالى الاصوات لدى معظم الحكومات العربية وخصوصا الخليجية منها للتدخل وقرار تشريعات جديدة في محاولة لإمتصاص غضب المستثمرين على الخسائر التي تكبدوها. في حين كانت وتيرة الاصدارات الأولية وادراج الشركات على اشدها حيث وصل عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان نهاية العام 2006 الى 227 شركة جلفها في قطاع الخدمات وخصوصا العقارية منها.

انخفضت اسعار الاسهم بنسبة 32.6% مقارنة مع عام 2005. "ونتيجة تلك الاوضاع السيئة لأداء أسواق المال الرئيسية فقد تخلت فكرة التعبير عن الهبوط بالتظاهرات." 3 سنوات من اعمال *أموال انفست* حققت لها ربحا قدره 18.3 مليون دينار.

-جدلية التعامل النقدي

أعلنت هيئة الأوراق المالية في جوان 2006 عزمها على تطبيق تعليمات التعامل النقدي في بورصة عمان، بمعنى أن الزبون لا يمكن الشراء في الحساب الا اذا كان يملك ثمن الأوراق المالية المتحتم شراؤها، وتم شهد تظاهرة ثانية جراء ذلك، ويعد التعامل النقدي من بين الامور المرفوضة لدى الوسطاء والمتعاملين في السوق وتم تأجيل تفعيل تلك التعليمات. (ضمرة، 2014، صفحة 38)

-الخصوصة-

في عام 2006، تم تنفيذ عدد من عمليات الخصوصية ليرتفع بذلك اجمالي عوائد التخاصية بنحو 650 مليون دينار، و ليصل الى نحو 2 مليار دولار منذ بدا برنامج التخاصية في اواخر عقد التسعينات الماضي.

3.1.3 أداء بورصة عمان عام 2007

عادت بورصة عمان خلال عام 2007 لتستعيد بريقها مدعومة بارتفاع أسعار النفط والسلع عالميا، وجذبت تلك التطورات المستثمرين في بورصة عمان مدعومة بمشتريات اجنبية وباحجام تداول كبيرة على اسهم منتقاة.

-صعود المؤشر العام-

ارتفعت أسعار معظم الشركات المدرجة خلال العام 2007 وانعكس ذلك على الارقام القياسية للبورصة. (ضمرة، 2014، صفحة 44)

وكمحصلة لارتفاع اسعار الاسهم للعام 2007 وازدياد عدد الشركات المدرجة وقيام عدد كبير من الشركات القائمة بزيادة رؤوس اموالها ارتفعت القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية العام 2007 بنسبة 38.7% لتشكل ما نسبته 289.1% من الناتج المحلي الاجمالي. (ضمرة، 2014، صفحة 46)

-السوقان الاول والثاني-

شهد عام 2007 تأسيس عدد كبير من الشركات المساهمة العامة ومنه ارتفاع العدد المدرج بالبورصة الى 245 مقابل 227 شركة عام 2006 وقيام عدد كبير من الشركات القائمة بزيادة رؤوس اموالها.

-أزمة الرهن العقاري تطل برأسها-

انخفض معدل النمو الاقتصادي العالمي في سنة 2007 بشكل طفيف نتيجة أزمة الرهن العقاري في الوم ا الممتدة تداعياتها الى العديد من دول العالم، ترتب عنها أزمة الائتمان البنكي في اوروبا وانعكست على الاقتصادات العربية بشكل مباشر التطورات في اسعار النفط والسلع الغذائية، وتذبذبات اسعار صرف العملات الرئيسية واسعار الفائدة العالمية، وتراجع معدلات النمو وتراخي الطلب المحلي في

الدول الشريكة التجارية الرئيسة للدول العربية وبعض الانعكاسات الاخرى على اقتصادات الدول العربية بشكل غير مباشر. (ضمرة، 2014، الصفحات 50-51)

-قطاع العقار

سجل قطاع العقار ارتفاع بنسبة 7.6 % سنة 2007 مقارنة بسنة 2006 حسب بيانات دائرة الاراضي والمساحة الصادرة (ضمرة، 2014، صفحة 51)

شهدت اسعار النفط ارتفاعات غير مسبوقه بتجاوز المعدل اليومي لسعر سلة اوبك حاجز 90 دولار للبرميل، كما تجاوز سعر نفط برنت حاجز 95 دولار، متزامنا مع وصول سعر الخام الامريكي الى 100 دولار للبرميل، بسبب الاختناقات في تكرير الطاقة بحسب تشخيص لصندوق النقد العربي والتحديات التي تواجه صناعة التكرير، الى جانب القوة في الطلب العالمي بنسبة ارتفاع 1.3% سنة 2007 مقارنة بـ 2006م 85.7 برميل يوميا.

2.3 المحطة الثانية لأداء بورصة عمان لأوراق المالية

تشهد المحطة الثانية لأداء بورصة عمان سنوات 2008، 2009، 2010، 2011 و2012 كمايلي :

1.2.3 أداء بورصة عمان للأوراق المالية عام 2008

انهيار اسواق المال والسلع كأحجار الدومينو عقب سقوط ليمان براذرز يوم 15 سبتمبر 2008 الإثنين الأسود، واكتملت التداعيات بنقص السيولة بسبب توظيف الأموال.

-الازمة والبورصة

كانت تداعيات الازمة العالمية تنعكس سلبا على اسعار السلع والخدمات عالميا كالنفط والحديد والفسفات، كما انخفضت اسعار الاسهم في بورصة عمان بنسبة 24.9%، العمليات المستثناة من التداول: (وتشمل التحويلات الارثية والعائلية والشركات المستثناة من التداول واخرى) قد انخفضت خلال العام 2008.-

-الاستثمار غير الاردني: قد ارتفع هذا الاستثمار

-السوق الاولية: استمر النشاط في سوق الاصدارات الاولية لعام 2008

- ست شركات من اصل 18 شركة مدرجة في العام 2008 تحقق ارباحا في ثلاثة ارباع من عام 2008 كان اثر ايجابي خير وعطاء و ثراء فيما كان الربع الاخير اثر سلبي على الشركات والدول. (ضمرة، 2014، صفحة 64)

"عكست النتائج المالية لعام 2008 طفرة في اسعار السلع والخدمات في الاسواق العالمية بتحقيق الشركات المدرجة في السوق ربحا بعد الضرائب هو الاعلى في تاريخ بورصة عمان منذ 1978 بمجموع قدره 1.44 مليار دينار، مقارنة بـ 1.22 مليار دينار لنفس الفترة من العام 2007" (ضمرة، 2014، صفحة 74)

نفاذ السيولة

تعرض اقتصاد الاردن لأزمة ثقيلة أصابته، اصطلح على تسميتها بشركات البورصات الا ان التسمية الحقيقية هي ازمة توظيف الاموال لكون الشركات الوهمية التي وظفت اموال المواطنين تحت ذريعة الاستثمار بالاسواق العالمية كانت تمنح اولئك المواطنين نسب ارباح خرافية تصل 30%، وأكثر من رأسمال وهو غير مقنع ويصعب تحقيقه وبالتالي كان التوظيف اكثر دقة. ففي الوقت الذي قدرت ارقام رسمية لرئيس الوزراء الاسبق نادر الذهبي بان مجموع اموال المواطنين المتورطين في فخ أزمة توظيف الاموال بنحو 300 مليون دينار اردني، فان التقديرات الواقعية لتلك الارقام أكثر بكثير. (ضمرة، 2014، صفحة 74)

2.2.3 أداء بورصة عمان سنة 2009

بداية تراجع بورصة عمان عن البورصات الاقليمية. مع نهاية العام 2009، ظهرت سمتان لبورصة عمان لم تستطع التخلص منهما، الأولى أنها منذ تفجر الازمة المالية العالمية لم يتمكن مؤشرها العام من الاغلاق على ارتفاع منذ ذلك التاريخ، والثانية استمرار سيطرة النزعة الفردية في تعاملات البورصة بعيدا عن الصناديق والاستثمار المؤسسي، ما يزيد الهبوط عند حدوثه في تلك الاوقات. وفيما يلي تداعيات الازمة المالية العالمية وتأثيراتها السلبية على الاقتصاد الاردني. (ضمرة، 2014، صفحة 82)

-أثار الازمة

الشركات الوهمية المتسببة بأزمة البورصات وظفت أموال المواطنين تحت ذريعة الاستثمار بالأسواق العالمية ومنحتهم أرباحا بنسب خرافية تصل 30%.

انخفض الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة في نهاية العام 2009 بنسبة 8.2% ليغلق عند مستوى 2534 نقطة. (ضمرة، 2014، صفحة 90)

وكمحصلة لانخفاض اسعار الاسهم للعام 2009، انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية العام 2009م 11.3% لتشكل ما نسبته 149.1 من الناتج المحلي الاجمالي.

3.2.3 أداء بورصة عمان سنة 2010

بدأ تفجر أزمة تعثر التسهيلات وتنفيذ الحجوزات على الشركات والافراد

يعد العام 2010، بالنسبة للاقتصاد الأردني ، عام تغلغل الازمة المالية العالمية، وخصوصا على الشركات والمستثمرين الكبار، حيث بدأوا يشكون انقطاع التيسير في التسهيلات كما كان معتادا قبل تفجر الازمة العالمية، لتبدأ بالظهور مشكلة الشركات المساهمة عبر صدور حجوزات من البنوك على أشخاص وشركات.

4.2.3 أداء بورصة عمان سنة 2011

ربيع العرب خريف الاسواق المالية، يغلق مؤشر الأسعار المدرجة في بورصة عمان على تراجع متأثرا بعوامل خارجية وداخلية، مما عمق مشاكل الشركات المدرجة وزاد من حالة عدم اليقين، فشهية المستثمرين تراجعت عن التداول جراء جسامه الخسائر التي تكبدها، تضاف الى ذلك سلسلة المشاكل التي يمر بها السوق. (ضمرة، 2014، صفحة 100)

فقد شهدت المملكة خلال العام 2011 مظاهرات سلمية في عدد من المحافظات مطالبة بالإصلاح، وأثرت تلك المظاهرات بشكل مباشر على طبيعة الأجواء الإستثمارية، بالإضافة الى انعكاسها على معدلات النمو الإقتصادي. وكانت البورصة تتأثر سلبا في الربيع العربي وفي جلسة 31 جانفي 2011، فقدت القيمة السوقية في بورصة عمان 600 مليون دينار نتيجة الهبوط الذي منيت به أسعار الأسهم المدرجة في السوق. وعلى صعيد المؤشرات في بورصة عمان، فقد إنخفض الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة في نهاية العام 2011 بنسبة 15.9% ليغلق عند مستوى 1995 نقطة. أما على المستوى القطاعي،

فقد انخفض الرقم القياسي لقطاع الصناعة بنسبة 16.6% مقارنة مع العام 2010، كما انخفض الرقم القياسي للقطاع المالي بنسبة 16.1%، فقد انخفض الرقم القياسي لقطاع الخدمات بنسبة 10.7%.

اولا: الربيع العربي يعمق حالة عدم اليقين ويضعف شهية المستثمرين بالتعامل بالاوراق المالية.

ثانيا: سقوط الأنظمة في تونس ومصر وليبيا واتساع حالة عدم الاستقرار.

ثالثا: مظاهرات في المملكة تطالب بالاصلاح السياسي والاقتصادي.

رابعا: أزمة الديون السيادية في اوروبا تتفاقم.

خامسا: المؤشر العام يهبط بنسبة 12.6% بنهاية 2011 مقارنة بمستواه في 2010.

سادسا: أوضاع الشركات المساهمة تتأثر بأحداث المنطقة. (ضمرة، 2014، صفحة 102)

أما عن معدلات التداول اليومي في بورصة عمان، فقد واصلت هي الأخرى تراجعها، حيث بلغ المعدل اليومي لحجم التداول الى 11.5 مليون دينار، بانخفاض نسبته 56.8% مقارنة بالمعدل اليومي للعام 2010 والبالغ 26.7 مليون دينار.

5.2.3 أداء بورصة عمان عام 2012

عام التغيير المتسارع والعودة الى احضان صندوق النقد الدولي، اتسم عام 2012 بالتغيير المتسارع في المملكة، التغيير في المناصب القيادية لم يقتصر على الحكومة بل امتد الى القطاع الخاص مثل البنك العربي. كما سجل ذلك العام عودة المملكة لبرامج صندوق النقد الدولي بعد ان بعد ان كان قد خرج من برامج التصحيح الاقتصادي والمالي في جوان 2006، عبر برامج الإستعداد الإنتماني والمقدم من الصندوق لقاء الحصول على قرض يمتد لنحو 36 شهرا. ويلاحظ ان بورصة عمان قد أغلقت على تراجع، حيث اغلق الرقم القياسي لاسعار الاسهم المرجح بالاسهم الحرة عند مستوى 1958 نقطة مقارنة مع 1995 نقطة بنهاية 2011، اي بانخفاض نسبته 1.9%.

3.3 المحطة الثالثة لأداء بورصة عمان للأوراق المالية

تشهد المحطة الثالثة سنوات 2013، 2014 و2015 كمايلي :

1.3.3 أداء بورصة عمان سنة 2013

تعافي للمرة الأولى منذ 6سنوات، لأول مرة منذ 6 سنوات أغلق الرقم القياسي العام لأسعار الاسهم في بورصة عمان على ارتفاع بنسبة 5.5%، ليظهر اول تعافي منذ تفجر الازمة المالية العالمية في سبتمبر 2008، بإغلاقه عند مستوى 2065.8 نقطة مقارنة مع 1958 نقطة بنهاية العام 2012.

كما بلغت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة عمان بنهاية العام 2013 نحو 18.2 مليار دينار مشكلة بذلك ما نسبته 83% من الناتج المحلي الاجمالي، كما بلغ حجم التداول الاجمالي في بورصة عمان ما مجموعه 3.0 مليار دينار مقارنة مع 2.0 مليار دينار للعام السابق. كما ارتفع عدد الاسهم المتداولة بنسبة 13.5%.

2.3.3 الوضع الإقتصادي لبورصة عمان خلال 2014

شهد عام 2014 العديد من التطورات الإقتصادية والتي كانت آثارها واضحة على الإقتصاد العالمي وإقتصاد المنطقة العربية والتي دفعت صندوق النقد الدولي الى خفض توقعاته للنمو العالمي للمرة الثالثة لعام 2014 إلى 3.3%، ومن أهم هذه التطورات الإنخفاض الكبير في أسعار النفط خلال النصف الثاني من العام 2014 . وعلى المستوى المحلي، شهد الإقتصاد الأردني عدد من التطورات، حيث قامت وكالة ستاندرد اند بورز للتصنيف الإئتماني للأردن من وجهة النظر المستقبلية من سالب إلى مستقر وذلك لعدة أسباب منها تحسن الأوضاع المالية العامة والأرصدة الخارجية إضافة إلى الإجراءات التي اتخذت لتنويع مصادر الطاقة. ومن التطورات الأخرى صدور قانونين جديدين وذلك من أجل زيادة حجم الإستثمار وتشجيع المستثمرين على الإستثمار في المملكة وهما: قانون ضريبة الدخل لعام 2014 وقانون تشجيع الإستثمار رقم (30) لسنة 2014.

وعلى مستوى الأداء، استطاع الإقتصاد الأردني تحقيق أداء ايجابي على الرغم من الأوضاع الإقليمية، حيث سجل الناتج المحلي الإجمالي خلال الأرباع الثلاثة الأولى من عام 2014 نموا حقيقيا نسبته 3.1% بأسعار السوق الثابتة، وقد شهدت غالبية الأنشطة الإقتصادية نموا حقيقيا بنسب متفاوتة. أما فيما يتعلق

بالمستوى العام للأسعار، فقد ارتفع الرقم القياسي لتكاليف المعيشة لعام 2014 بنسبة 2.8%، مقابل ارتفاع بنسبة 5.6% للعام 2013.

وعلى صعيد السياسة النقدية، قام البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة على سعر إعادة الخصم من 4.5% بنهاية عام 2014 إلى 8.78% مقارنة مع 9.03% في نهاية عام 2013. كما نمت السيولة المحلية مقاسة بعرض النقد M2 كما في نهاية العام 2014 بحوالي 6.9% عن مستواها في نهاية عام 2013. ومن جهة أخرى، فقد بلغ إحتياطي البنك المركزي من العملات الأجنبية مستويات قياسية حيث ارتفع إلى 9982 مليون دينار بنهاية عام 2014 مقارنة مع نفس الفترة من العام 2013، وبذلك يبلغ العجز المالي في الموازنة العامة للحكومة المركزية بعد المنح الخارجية حوالي 899.9 مليون دينار للفترة المذكورة أعلاه من العام 2014 مقارنة مع 1100.8 مليون دينار لنفس الفترة من العام 2013.

أما فيما يتعلق بالمديونية، فتشير البيانات الصادرة عن وزارة المالية إلى ارتفاع رصيد الدين العام الداخلي بنهاية شهر تشرين الثاني من العام 2014 ليلعب 12664 مليون دينار مقابل 11862 مليون دينار بنهاية العام إلى ما قيمته 8040.9 مليون دينار مقابل ما مقداره 7234.5 مليون دينار بنهاية العام 2013.

وحول التجارة الخارجية، أشارت الأرقام الصادرة عن دائرة الإحصاءات العامة إلى ارتفاع في حجم التجارة الخارجية خلال العام 2014 مقارنة مع عام 2013، حيث سجلت الصادرات الأردنية (الصادرات الوطنية والمعاد تصديرها) خلال الأحد عشر شهرا من عام 2014 ارتفاعا بنسبة 4.6% مقارنة بنفس الفترة من عام 2013، كما ارتفعت المستوردات بنسبة 4.3% خلال الأحد عشر شهرا من عام 2014 مقارنة مع نفس الفترة من عام 2013، وبذلك يكون العجز في الميزان التجاري قد ارتفع بنسبة 4.1% مقارنة مع نفس الفترة من عام 2013. (التقرير السنوي السادس عشر، 2014، صفحة 16)

3.3.3 الوضع الاقتصادي لبورصة عمان خلال 2015

شهد عام 2015 العديد من التطورات الاقتصادية والتي كانت آثارها واضحة على الاقتصاد العالمي وإقتصاد المنطقة العربية والتي دفعت صندوق النقد الدولي الى خفض توقعاته للنمو العالمي لعامي 2015-2016 الى 3.1% و 3.6% على التوالي، ومن اهم هذه التطورات التوقعات بتباطؤ النمو الإقتصادي في الصين ثاني أكبر اقتصاد في العالم نتيجة التراجع في مؤشراتنا الصناعية، إضافة إلى الإنخفاض الكبير في أسعار النفط. وعلى المستوى المحلي، شهد الإقتصاد الأردني في العام 2015 عدد من التطورات منها، تقدم ترتيب الأردن عالميا في موضوع التجارة عبر الحدود من ترتيب (54) من أصل

(189) دولة على الترتيب (50) في تقرير البنك الدولي لبيئة الأعمال والذي صدر بتاريخ 2015/10/27 مما كان له الأثر الواضح في تحسن مستوى ترتيب الأردن في مؤشر الرفاهية العالمي الخاص بعام 2015 والذي يصدره معهد ليغاتوم البريطاني.

وعلى مستوى الأداء، استطاع الإقتصاد الأردني تحقيق أداء ايجابي على الرغم من الأوضاع الإقليمية، حيث سجل الناتج المحلي الإجمالي خلال الثلاثة أرباع الأولى من عام 2015 نموا حقيقيا نسبته 2.3% بأسعار السوق الثابتة مقابل نمو بلغت نسبته 3.1% في نهاية عام 2014، وقد شهدت غالبية الأنشطة الإقتصادية نموا حقيقيا بنسب متفاوتة. أما فيما يتعلق بالمستوى العام للأسعار، فقد إنخفض الرقم القياسي لتكاليف المعيشة لعام 2015 بنسبة 0.9%، مقابل ارتفاع بلغت نسبته 2.8% للعام 2014.

وعلى صعيد السياسة النقدية، قام البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة على سعر الخصم من 4.25% بنهاية عام 2014 إلى 3.75% بنهاية عام 2015. وإنخفض الوسط المرجح لأسعار الفائدة على التسهيلات الإئتمانية الممنوحة على شكل قروض وسلف بنهاية عام 2015 إلى 8.24% مقارنة مع 8.84% في نهاية عام 2014. كما نمت السيولة المحلية مقياسة بعرض النقد M2 في نهاية عام 2015 بحوالي 8.1% على مستواها في نهاية عام 2014. ومن جهة أخرى، فقد بلغ احتياطي البنك المركزي من العملات الأجنبية مستويات قياسية حيث إنخفض إلى 9845.7 مليون دينار لعام 2015 مقارنة مع 9981.9 مليون دينار لعام 2014، أي بإنخفاض نسبته 1.4%.

وفيما يتعلق بأداء المالية العامة فقد أظهرت البيانات الصادرة عن وزارة المالية انخفاضا في إجمالي الإيرادات المحلية والمنح الخارجية حتى نهاية تشرين الثاني من العام 2015 بنسبة 5.3% مقارنة مع نفس الفترة للعام 2014، في حين إنخفض إجمالي الإنفاق حتى نهاية شهر تشرين الثاني 2015 بنسبة 2.8% مقارنة مع نفس الفترة للعام 2014، وبذلك بلغ العجز المالي في الموازنة العامة للحكومة المركزية بعد المنح الخارجية حوالي 1026.5 مليون دينار للفترة المذكورة أعلاه من العام 2015 مقارنة مع عجز مالي بلغت قيمته 899.9 مليون دينار لنفس الفترة من العام 2014.

أما فيما يتعلق بالمديونية، فتشير البيانات الصادرة عن وزارة المالية إلى إرتفاع رصيد الدين العام الداخلي بنهاية شهر تشرين الثاني من العام ليبلغ 13573 مليون دينار مقابل 12525 مليون دينار بنهاية العام 2014، كما إرتفع الرصيد القائم للدين العام الخارجي حتى نهاية شهر تشرين الثاني من العام 2015 ليصل إلى ما قيمته 9243.6 مليون دينار مقابل ما مقداره 8030.1 مليون دينار بنهاية العام 2014.

وحول التجارة الخارجية، أشارت الأرقام الصادرة عن دائرة الإحصاءات العامة إلى تراجع في حجم التجارة الخارجية خلال العام 2015 مقارنة مع عام 2014، حيث سجلت الصادرات الكلية (الصادرات

الوطنية والمعاد تصديرها) خلال العام 2015 تراجعاً بنسبة 6.6 % مقارنة مع عام 2014، كما تراجعت المستوردات بنسبة 11.3 % خلال عام 2015 مقارنة مع عام 2014، وبذلك يكون العجز في الميزان التجاري قد إنخفض بنسبة 14.0 % مقارنة مع عام 2014. (التقرير السنوي السابع عشر ، 2015، صفحة 16)

خلاصة

باشر سوق عمان المالي عمله كسوق منظم وكجهة رقابية في 1987/1/1. ومن أوائل الشركات التي تم إدراج اسهمها في سوق عمان المالي: البنك العربي وشركة الإسمنت الأردنية. حيث تقسم الأسواق في بورصة عمان الى السوق الأولية والثانوية، فالاولية هي السوق التي يتم خلالها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة والتي تسهم في زيادة التكوين الرأسمالي. أما السوق الثانوية فهي السوق التي يجري فيها التعامل بالأوراق المالية بعد إصدارها والإكتتاب بها وذلك في إطار القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها. وقد تم تطبيق نظام التداول الإلكتروني NSC في 2000/3/26، ونظام مزادة مستمر، وتم تحديث نظام التداول أكثر من مرة آخرها كان بتاريخ 2009/3/22 حيث تم تطبيق النسخة NSC V900 . أما آلية التعامل في بورصة عمان من خلال أنواع التفاوض فهي: خطية، هاتفية، ورسائل إلكترونية.

وبدأ احتساب الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة للقيمة السوقية عام 2006، تم اعتماد نهاية كانون الول 1999 كسنة أساس 1000 نقطة، لايصح للشركات بأن يزيد وزنها في هذا المؤشر عن 10 بالمائة من إجمالي القيمة السوقية لشركاته العينة. وتبلغ نسبة ملكية غير الأردنيين في القيمة السوقية للشركات المساهمة الأردنية المدرجة حوالي 50 بالمائة.

وقامت بورصة عمان بالإنضمام إلى مبادرة الأمم المتحدة للتنمية المستدامة والتي تهدف إلى زيادة الوعي بأهداف التنمية المستدامة والمتعلقة بحماية البيئة والمسؤولية الإجتماعية والحوكمة. وضمن هذا الإطار ستعمل بورصة عمان على زيادة الوعي بأهمية الإستدامة في سوق رأسمال الأردني من خلال التواصل مع كافة الأطراف ذات العلاقة.

الفصل الرابع : البيانات ونتائج الدراسة

تمهيد

من أجل معرفة مدى إتباع بورصة عمان لنموذج السير العشوائي تم إجراء أربعة إختبارات إحصائية لدراسة سلوك المؤشر العام والمؤشرات القطاعية لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية 2015م. وتتمثل هاته الإختبارات في إختبار الارتباط الذاتي، نسبة التباين، الدورات وإختبار جذر الوحدة.

وقد تم إستخدام الأسعار الشهرية للرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة العام والقطاعي من أجل تحديد فيما إذا كانت بورصة عمان تتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف أم لا.

1. بيانات الدراسة

تتكون البيانات المستخدمة في هاته الدراسة من سلسلة الأسعار الشهرية لمؤشر بورصة عمان الذي يمثل الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة، وكذلك الأسعار الشهرية لمؤشرات القطاعات الثلاثة المدرجة بالبورصة (القطاع المالي، القطاع الصناعي وقطاع الخدمات) التي تمثل الأرقام لقياسية الشهرية المرجحة بالأسهم الحرة القطاعية. وقد تم الحصول على بيانات المؤشرات من شهر جانفي سنة 2000 حتى شهر ديسمبر من سنة 2015، من خلال الموقع الإلكتروني لبورصة عمان. كما هو مبين في الملحق رقم (1.4) والتي تشمل 192 مشاهدة.

1.1 الجانب الوصفي لمشاهدات الدراسة

يعرض الجدول رقم (1.4)، والأشكال رقم (4.1)، (2.4)، (3.4)، (4.4)، والملحق رقم (2)، (3)، (4)، (54) التوصيف الإحصائي وإختبار التوزيع الطبيعي للمؤشرات الشهرية لبورصة عمان خلال فترة الدراسة.

حيث بلغ متوسط أسعار المؤشر العام للبورصة 2281.770 بإنحراف معياري 1005.35، وكان أعلى متوسط لأسعار مؤشر القطاع المالي 2987.77 بإنحراف معياري 1612.36 وأدنى متوسط لأسعار مؤشر قطاع الخدمات 1676.87 بإنحراف معياري 520.67، أما متوسط أسعار القطاع الصناعي فقد بلغ 2090.77 بإنحراف معياري 861.32.

جدول رقم(1.4) : الإحصاءات الوصفية لأسعار مؤشرات بورصة عمان

Statistiques descriptives

	N	Intervalle	Minimum	Maximum	Somme	Moyenne	Ecart type	Variance	Asymétrie	Kurtosis			
	Statistique	Statistique	Statistique	Statistique	Statistique	Statistique	Erreur std	Statistique	Statistique	Erreur std			
الرقم القياسي الشهري للرياح بالأسهم لعام الذرة لبورصة عمان	192	3972,40	799,80	4772,20	437990,90	2281,2026	72,55535	1005,35647	1010741,633	,567	,175	-,220	,349
الرقم القياسي الشهري للرياح بالأسهم الذرة لقطاع المالي لبورصة عمان	192	6882,90	782,20	7665,10	573653,70	2987,7797	116,36278	1612,36992	2599736,751	,741	,175	,137	,349
الرقم القياسي الشهري للرياح بالأسهم الذرة لقطاع الخدمات لبورصة عمان	192	2490,60	876,10	3366,70	321960,20	1676,8760	37,57637	520,67346	271100,848	,338	,175	,055	,349
الرقم القياسي الشهري للرياح بالأسهم الذرة لقطاع الصناعة لبورصة عمان	192	4907,90	752,10	5660,00	401428,70	2090,7745	62,16108	861,32923	741888,038	,833	,175	2,371	,349
N valide (listwise)	192												

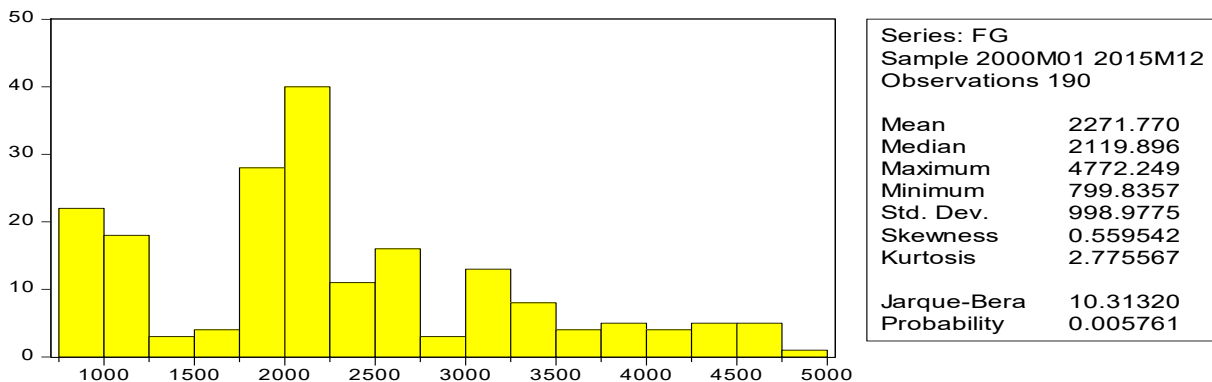
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية SPSS.20

2.1 إختبار التوزيع الطبيعي لملاحظات الدراسة

للتأكد من فرضية التوزيع الطبيعي لملاحظات الدراسة عن طريق الفحص البصري للأشكال البيانية تتبع التوزيع الطبيعي أم لا، ولذلك تم استخدام التمثيل البياني للبيانات بكم حجم عينة الدراسة التي تضمنت 192 مشاهدة شهرية، وكما توضحه الأشكال التالية، ويستنتج رفض فرضية التوزيع الطبيعي.

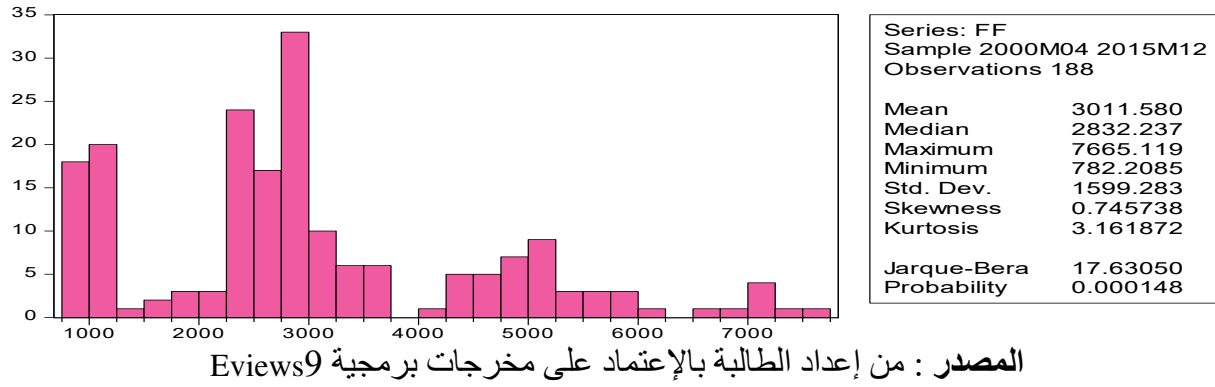
لم تقتصر الدراسة على الإعتماد على الفحص البصري للأشكال البيانية لغرض التأكد من أن البيانات تتبع فرضية التوزيع الطبيعي أم لا، وإنما تم استخدام بعض الإختبارات ببرمجية Eviews.9 كما هو مدرج في الملاحق والأشكال التالية :

الشكل رقم(1.4) : التمثيل البياني والتوصيف الإحصائي للمؤشر العام لبورصة عمان

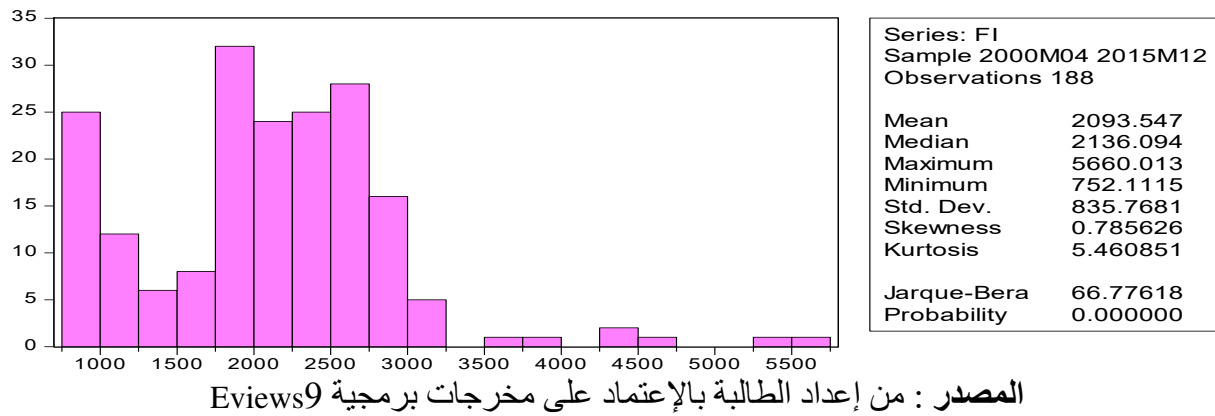


المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

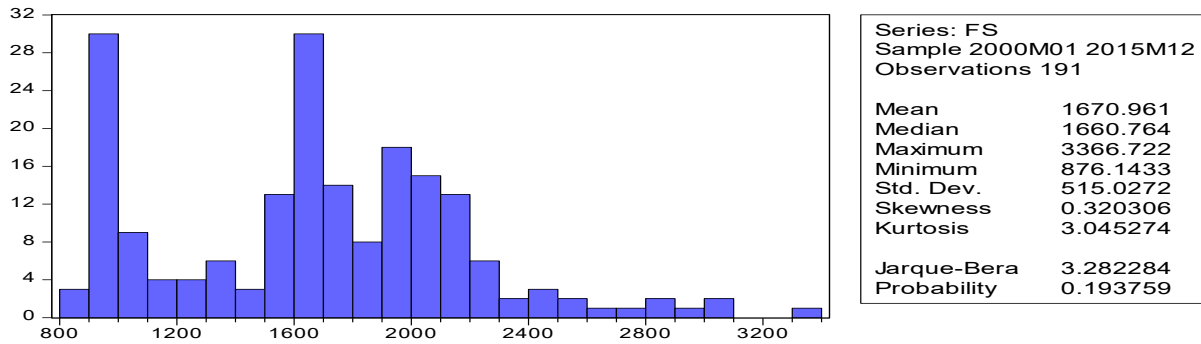
الشكل رقم (2.4) : التمثيل البياني والتوصيف الإحصائي لمؤشر القطاع المالي لبورصة عمان



الشكل رقم (3.4) : التمثيل البياني والتوصيف الإحصائي لمؤشر القطاع الصناعي لبورصة عمان



الشكل رقم (4.4) : التمثيل البياني والتوصيف الإحصائي لمؤشر قطاع الخدمات لبورصة عمان



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

كما يتبين من النتائج أيضا أن هناك إلتواء وتفلطح في أسعار المؤشرات. والتوصيف في الملاحق يقدم دليل على أن فرضية التوزيع الطبيعي لم تتحقق. ولكن حسب نظرية النهاية المركزية (تقارب التوزيعات) يمكن إعتبارها موزعة طبيعيا، التي تنص على أنه إذا أخذت عينة عشوائية حجمها n من مجتمع إحصائي وسطه μ وتباينه δ^2 فإن توزيع الوسط الحسابي للعينة \bar{x} يقترب من التوزيع الطبيعي ذي الوسط

$$\mu \text{ والتباين } \frac{\delta^2}{n} \text{ كلما كبرت } n$$

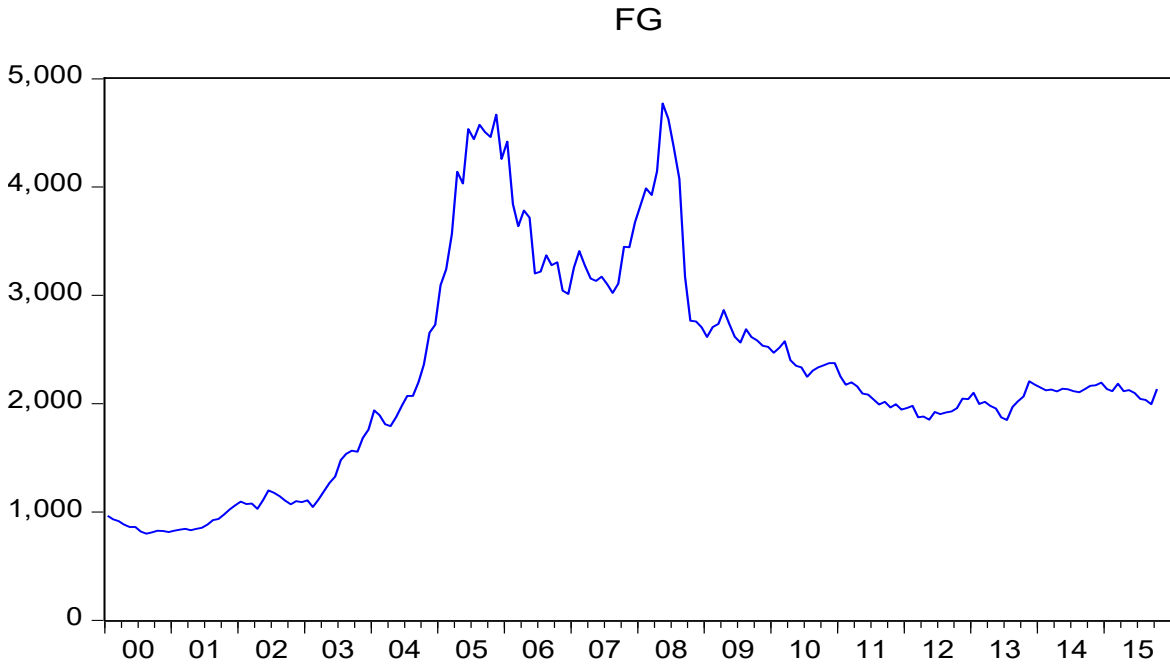
وبعبارة أخرى فإن $\frac{\bar{x}-\mu}{\sqrt{n}}$ يقترب من التوزيع الطبيعي المعياري كلما كبرت n ويكفي أن نقول أن n كبيرة عندما تكون $n \geq 30$ (أبو صالح، 2000)

ويستند معظم المختصين الإحصائيين أمثال أبو حطب الشربيني ... وآخرون على نظرية النهاية المركزية لتقارب التوزيعات في إمكانية التغاضي عن إفتراض الإعتدالية عند استخدام الاختبارات عندما يكون حجم العينة كبيرا بالقدر الكافي أن تكون ($n \geq 30$) بينما شدد هؤلاء على ضرورة التأكد من اعتدالية توزيع الدرجات عندما يكون حجم العينة صغيرا أي يكون ($n < 30$) (صبحي، 2000).

ومن عرض المشاهدات يلاحظ عدم استقرار السلاسل الزمنية إلا بعد الفروق الأولى، كما هو

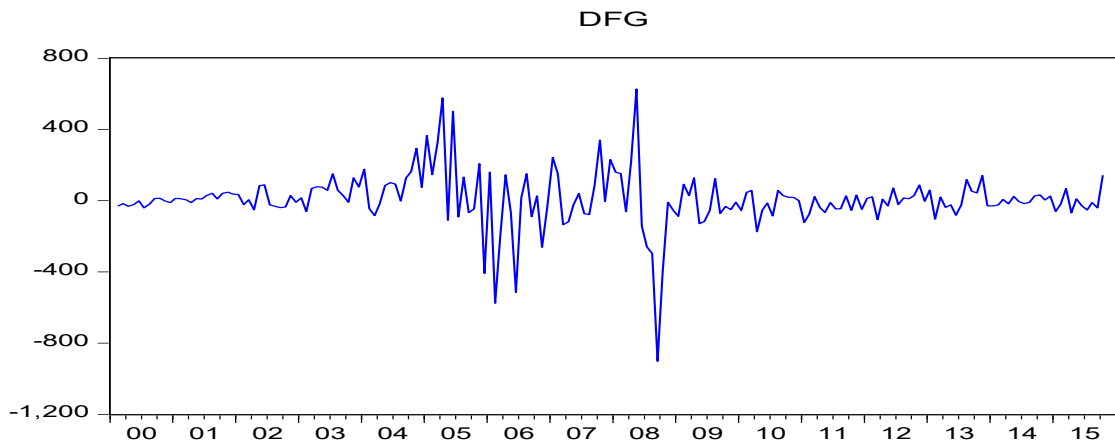
موضح في الأشكال التالية:

الشكل رقم(5.4): المؤشر العام لبورصة عمان



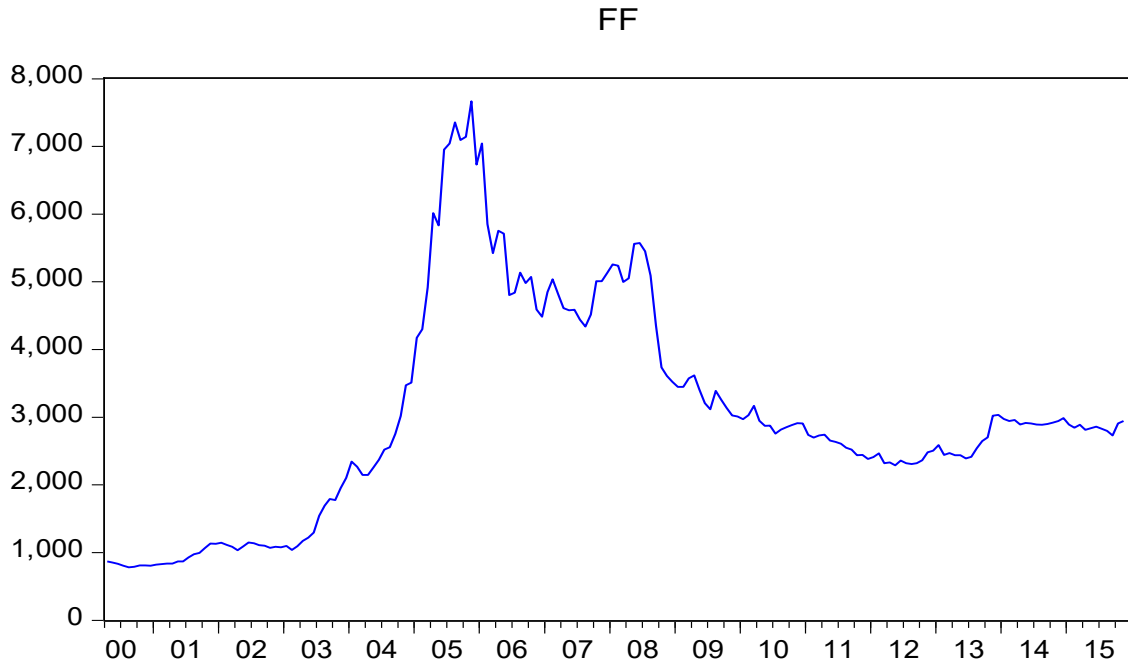
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

الشكل رقم(6.4): المؤشر العام لبورصة عمان بعد الفروق الأولى



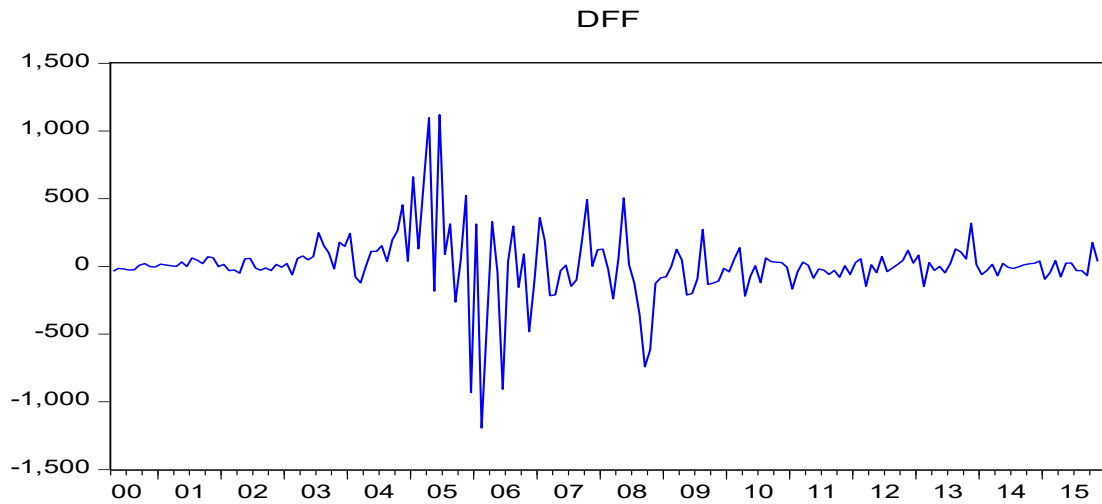
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

الشكل رقم (7.4): مؤشر القطاع المالي



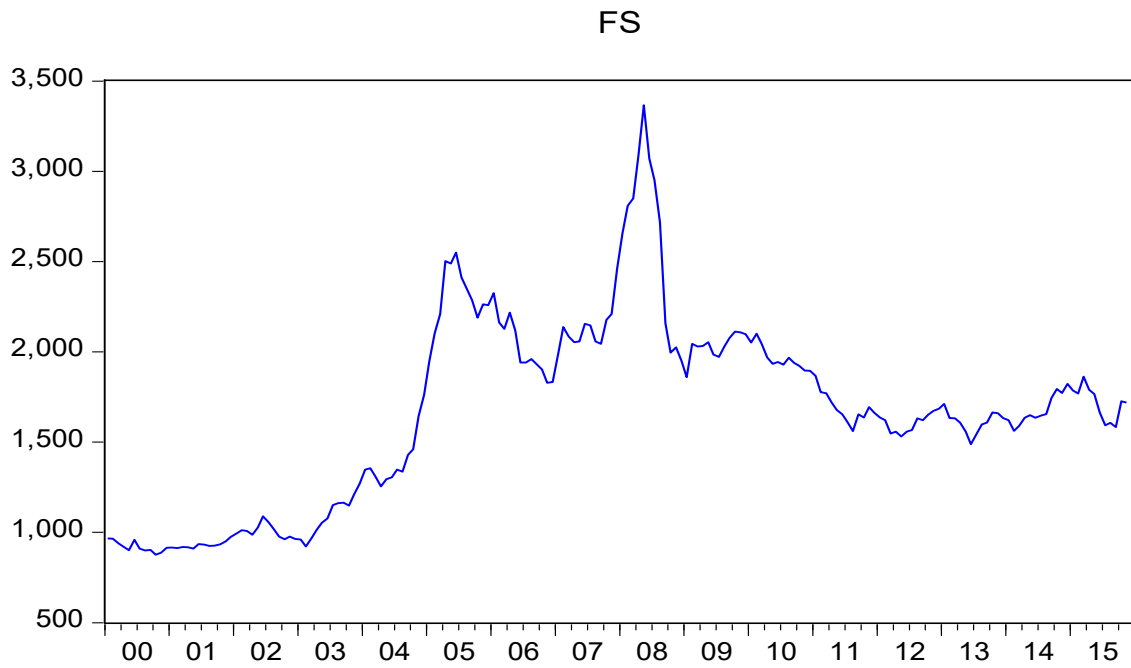
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

الشكل رقم (8.4): مؤشر القطاع المالي بعد الفروقات الأولى



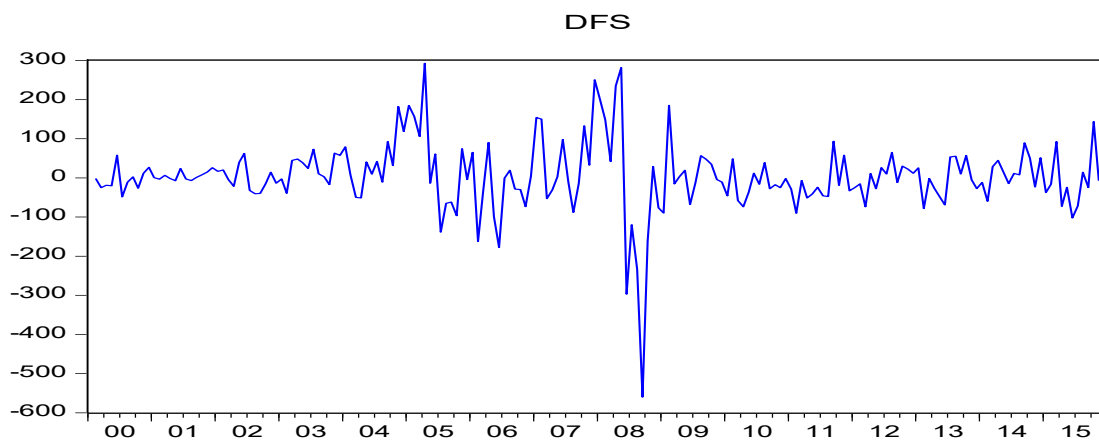
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

الشكل رقم (9.4): مؤشر قطاع الخدمات



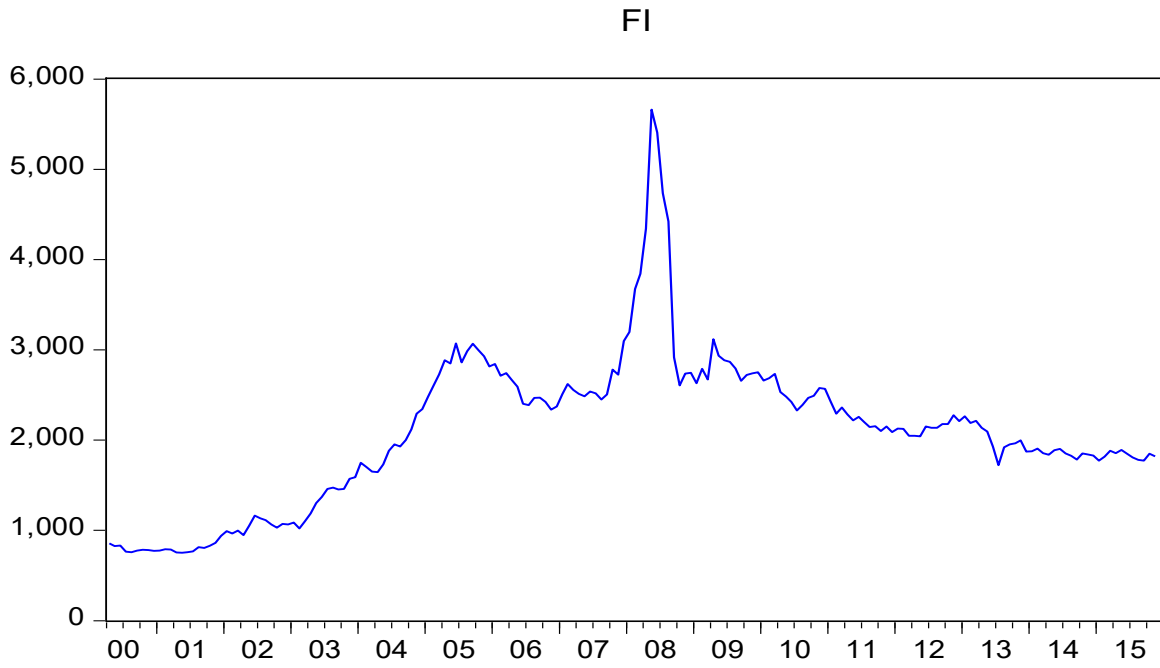
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

الشكل رقم (10.4): مؤشر قطاع الخدمات بعد الفروق الأولى



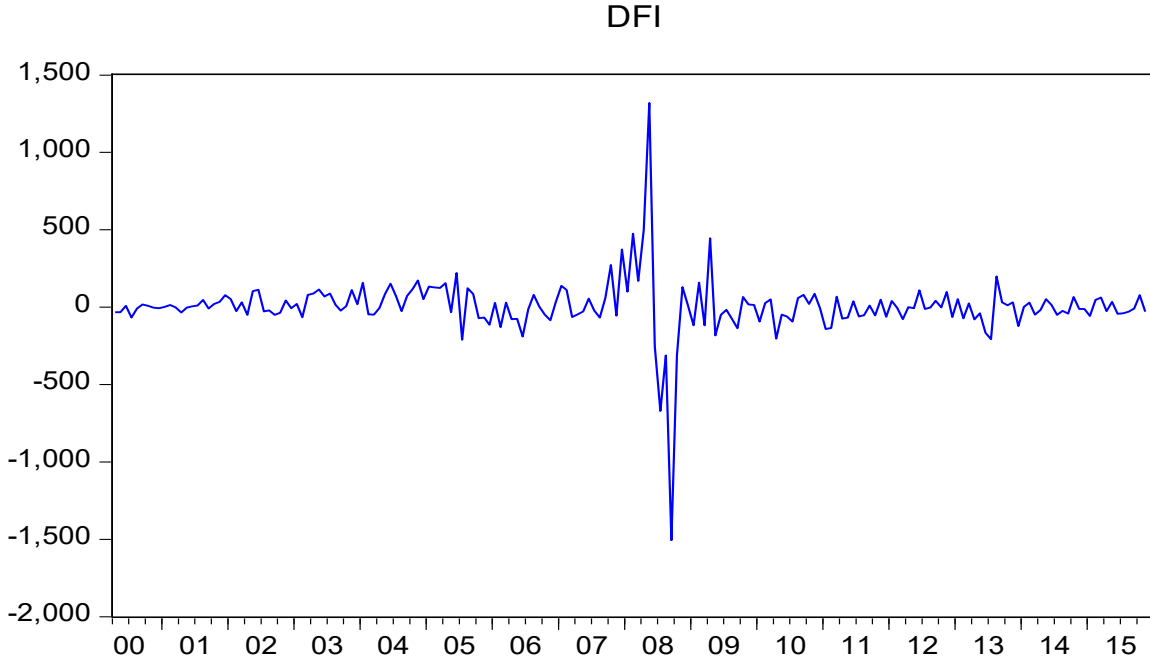
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

الشكل رقم(11.4):مؤشر قطاع الصناعة



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

الشكل رقم (12.4): مؤشر قطاع الصناعة بعد الفروقات الأولى



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

2. نماذج تفسير سلوك سعر الورقة المالية (السهم)

تتضمن هذه الفقرة الإختبارات الإحصائية غير المعدلة للمخاطرة Statistical Tests Unadjusted For Risk ، كان من الممكن تاريخيا إختبار تنبؤات محددة لفرضيات الأسواق الكفاءة حتى قبل أن تسمح نظرية تحمل المخاطرة بمقارنة العوائد المعدلة بالمخاطرة. فعلى سبيل المثال اذا كانت المخاطرة لموجودات معنية تتغير بمرور الزمن، او اذا كانت المخاطرة تتغير عشوائيا بمرور الزمن، عندئذ لا يكون هناك اي نمط لعوائد الأوراق المالية ضمن السلسلة الزمنية واذا ما كان هناك نمط متكرر من اي نوع، فان المستثمرين الذين يكونوا قادرين على تمييز ذلك النمط وإدراكه سيعمدون الى استخدامه للتنبؤ بالعوائد المستقبلية وتحقيق أرباح غير عادية. ولكن مع ذلك، وفي أقصى جهودهم لإستخدام تلك الأنماط، فإنهم يحاولون من جانب إزالتها والتخلص منها، وهناك ثلاث نظريات في سلوك السلاسل الزمنية للأسعار يمكن إيجازها في التالي:

- نموذج اللعبة العادلة The Fair-Game Model

- نموذج اللعبة العادلة للأسعار الـ The Martingale or Sub Martingale Model
- نموذج السير العشوائي The Random Walk Model .

1.2 نموذج اللعبة العادلة أو العائد المتوقع Expected Return Or Fair Game Model

ويسمى كذلك النموذج العام، وهو نموذج اللعبة العادلة للعوائد، ويستند هذا النموذج على سلوك معدل العوائد، وليس على التوزيع الإحتمالي الكلي كما يعبر عنه رياضياً. اللعبة العادلة مصطلح وصفي يؤكد على أنه لا يوجد هناك طريقة لاستخدام المعلومات المتاحة في وقت معين لتحقيق عوائد غير إعتيادية. بمعنى آخر لا يوجد اختلافاً بين التغيرات الفعلية والمتوقعة لأسعار الأوراق المالية عبر فواصل زمنية معينة ووفق الصيغة الآتية :

$$\begin{aligned} \varepsilon_{j,t+1} &= \frac{P_{j,t+1} - P_{j,t}}{P_{j,t}} - \frac{E(P_{j,t+1}|\eta_t) - P_{j,t}}{P_{j,t}} \\ &= \frac{P_{j,t+1} - E(P_{j,t+1}|\eta_t)}{P_{j,t}} \end{aligned}$$

حيث أن:

$\varepsilon_{j,t+1}$: العائد غير الإعتيادي ويساوي الفرق بين العوائد الفعلية والمتوقعة أو المتنبأ بها.

$P_{j,t+1}$: السعر الفعلي للورقة المالية ز للفترة t+1

$P_{j,t}$: السعر السابق للورقة المالية ز للفترة t

$E(P_{j,t+1}|\eta_t)$: السعر المتوقع للفترة t+1 باستخدام المعلومات η_t

η : رمز عام يشير إلى مجموعة المعلومات التي يفترض بأنها تنعكس بالكامل في السعر للفترة (t).

يمكن إعادة كتابة المعادلة أعلاه وفق الصيغة الآتية :

$$\varepsilon_{j,t+1} = r_{j,t+1} - E(r_{j,t+1}|\eta_t)$$

حيث أن :

$r_{j,t+1}$: العائد الفعلي للورقة المالية للفترة $t+1$

$E(r_{j,t+1}|\eta_t)$: العائد المتوقع للفترة $t+1$ باستخدام المعلومات η_t

ويؤكد نموذج اللعبة العادلة على أن عبر عدد كبير من المشاهدات، يكون العائد المتوقع على الأوراق المالية باستخدام مجموعة المعلومات يساوي العائد الفعلي. وبذلك يكون نمط السعر لعبة عادلة وعلى وفق الصيغة الآتية:

$$E(\varepsilon_{j,t+1}) = E[r_{j,t+1}/E(r_{j,t+1}|\eta_t)] = 0$$

والتعبير الرياضي العام لنموذج اللعبة العادلة وفق الصيغة الآتية :

$$E(\tilde{P}_{j,t+1}|\phi_1) = [1 + E(\tilde{r}_{j,t+1}/\phi_t)] P_{jt} \quad (1)$$

حيث أن :

E : عامل القيمة المتوقعة

ϕ_t أو η_t : رمز عام يشير الى مجموعة المعلومات التي يفترض بانها تنعكس بالكامل في السعر للفترة

$\tilde{}$: رمز يشير بأن كلا من $P_{j,t+1}$ و $r_{j,t+1}$ هي متغيرات عشوائية للوقت (t)

تعني اللعبة العادلة، بالمتوسط، بأنه عبر عدد كبير من العينات، فإن العائد المتوقع على الموجودات يساوي العائد الحقيقي. إن اللعبة العادلة لا تظهر بأنك ستحقق عائد إيجابي، وإنما تظهر فقط تلك التوقعات غير المنحازة

يوضح نموذج اللعبة العادلة الطريقة التي تتم بها عملية تعديل السعر P_{jt} الى ان تصل قيمته إلى $P_{j,t+1}$ باستخدام مجموعة المعلومات ϕ_t ، ولا يمكن تحقيق عوائد غير اعتيادية بالإعتماد على مجموعة المعلومات المتاحة ϕ_t . وبذلك فان نموذج اللعبة العادلة ينص على تساوي العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة المتضمنة مجموعة المعلومات ϕ_t . وفي حالة عدم التساوي، فإن مجموعة المعلومات ϕ_t لم تنعكس بشكل كفوء في أسعار الأوراق المالية. ومن ثمة فإن المشترك الذي بإمكانه تحديد الأوراق المالية

المسعرة تسعيرا خاطئا، أقل أو أكثر من قيمتها الحقيقية سيتمكن من تحقيق عوائد غير إعتيادية.
(العامري، 2013، الصفحات 191-193)

2.2 نموذج اللعبة العادلة للأسعار The Martingale or Sub Martingale Model

1.2.2 نموذج اللعبة العادلة للأسعار الـ Sub Martingale Model

الحالة الخاصة الأخرى للنموذج العام للكفاءة، هم نموذج Sub Martingale إذ أشار فاما (Fama، 1970) بأن هذا النموذج يفترض بأنه لجميع قيم (t) ولجميع مجاميع المعلومات (\emptyset_t) ، فإن قيمة $(P_{j,t+1}|\emptyset_t)$ المتوقعة هي أكبر أو تساوي قيمة $(P_{j,t})$ الحالية.

وكما عرفنا اللعبة العادلة في المعادلة (1) ، فإن Sub Martingale هي لعبة عادلة عندما يتوقع أن يكون سعر يوم غدا أكبر من سعر اليوم. ورياضيا فإن Sub Martingale هي:

$$E(P_{j,t+1}|\eta_t) > P_{jt}.$$

أما في إطار صيغة العوائد فيظهر هذا بأن العوائد المتوقعة ايجابية ويمكن أن تكتب كمايلي :

$$E\left(\frac{P_{j,t+1}/\eta_t}{P_{jt}}\right) = E(r_{j,t+1}|\eta_t) > 0$$

2.2.2 نموذج اللعبة العادلة للأسعار الـ Martingale Model

أما الـ Martingale فهي أيضا لعبة عادلة عندما يتوقع أن يكون سعر يوم غدا مساويا إلى سعر اليوم. ورياضيا يكتب هذا بالصيغة التالية :

$$E(P_{j,t+1}|\eta_t) = P_{jt}$$

أما في إطار صيغة العوائد فتكتب :

$$E\left(\frac{P_{j,t+1}/\eta_t}{P_{jt}}\right) = E(r_{j,t+1}|\eta_t) = 0$$

إن الـ Submartingale ينطوي على المضامين التطبيقية الأساسية التالية :

بالنظر لتوقع زيادة الأسعار بمرور الزمن، فإن أي إختبار للعائد غير العادي من المحفظة التجريبية يجب أن تقارن عائدها مع العائد المتولد من استراتيجية الشراء والمسك الساذج لمحفظة الرقابة لنفس المكون. إذا كانت السوق كفاءة لـ Submartingale ، فإن كلا المحفظتين سيكون لهما عائد موجب، وإن الفرق بين عائديهما سوف يكون صفراً. وبعبارة أخرى سوف نلاحظ مباراة عادلة مع عوائد موجبة: Submartingale . (العالمي، 2013، الصفحات 190-194)

3.2 نموذج السير العشوائي The Random Walk Model

أوضح لويس باشوليه مفهوم ديناميكية السير العشوائي لأسعار البورصة، فبين أن التغيرات المالية للأسعار تفتقد وجود أي ترابط بينها، أي أنها مستقلة، وهي ترتبط فقط بالمعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق دون سابق إنذار وبشكل غير منتظم. (شحات، 2015، صفحة 84)

ويعتبر (Kandal 1953) أول من إستخدم نموذج السير العشوائي (Random Walk Model) عندما قام بدراسة أسعار الأسهم العادية في محاولة منه لإيجاد نماذج متكررة لتلك الأسعار في مختلف الأزمنة، وكانت نتائج محاولته تلخصت بأن الأسعار تتقلب بشكل عشوائي لا يمكن عن طريقها التنبؤ بسعر سهم معين.

يشير نموذج السير العشوائي Random Walk Model إلى عدم وجود فرق بين توزيع العوائد المشروط بوجود هيكل معلومات والتوزيع غير المشروط للعوائد، وبهذا فإن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس بشكل كامل المعلومات المتاحة على إفتراض أن تغيرات السعر المتعاقبة مستقلة Independent، بالإضافة إلى أن تلك التغيرات المتعاقبة موزعة توزيعاً متماثلاً Identically Distributed عبر الزمن. والصيغة الرياضية لنموذج السير العشوائي في العوائد بموجب الإفتراض أعلاه على وفق الصيغة الآتية :

$$F(r_{1,t+1}, \dots, r_{n,t+1}) = f(r_{1,t+1}, \dots, r_{n,t+1}/n_t)$$

ويمكن إعادة كتابة الصيغة الرياضية لنموذج لسير العشوائي على النحو الآتي :

$$f(r_{jt+1}|\phi_t) = f(r_{jt+1})$$

حيث أن:

f : الدالة الإحتمالية المتماثلة لجميع المدد الزمنية.

r_{jt+1} : معدل العائد للفترة $t+1$ (العامري، 2013، الصفحات 194-195)

ويفترض نموذج السير العشوائي أن المعلومات الجديدة ترد إلى السوق بشكل عشوائي تتسبب بإحداثيات تغييرات عشوائية في أسعار الأوراق المالية ذات العلاقة، لذا فإن هذا النموذج يبين أن حجم وإتجاه تغير أسعار الأسهم العادية يكون عشوائياً في لحظة زمنية إذا ما تمت مقارنته بالمعرفة المتاحة عند تلك اللحظة.

وبذلك فإن أسعار الأوراق المالية تكون مساوية لأسعار الأسهم مضافاً إليها المتغير العشوائي (حد الخطأ) وفق الصيغة الآتية:

$$P_t = P_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث أن

P_t : سعر الورقة المالية للفترة t

P_{t-1} : سعر الورقة المالية للفترة $t-1$

ε_t : حد الخطأ

فنموذج السير العشوائي عبارة عن حالة خاصة من نموذج اللعبة العادلة Fair game، وأن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس بشكل كامل المعلومات المتاحة على إفتراض أن تغيرات السعر المتتالية مستقلة، بالإضافة إلى أن تلك التغيرات موزعة توزيعاً متماثلاً عبر الزمن. (الشمري، 2015، صفحة 5)

3. الإختبارات القياسية للنموذج الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية

تتمثل الإختبارات القياسية للنموذج الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية في :

- إختبار الارتباط الذاتي،

- إختبار الدورات،

- إختبار نسبة التباين و

- إختبار جذر الوحدة.

1.3 إختبار الارتباط الذاتي Auto-correlation Test

يهدف إختبار الارتباط الذاتي إلى تحديد مدى إستقلالية الأسعار عن بعضها البعض، من خلال مدى إختلاف معامل الارتباط الذاتي (AC) إحصائياً عن الصفر، لأن الأسعار إذا كانت مرتبطة ذاتياً أي معامل الارتباط يختلف عن الصفر فإنه يتم رفض فرضية السير العشوائي. (Terraaza, 2010, p. 87)

فالمدخل الأول لإختبار نموذج السير العشوائي لأسعار المؤشرات هو إختبار الارتباط الذاتي الذي يستخدم لتحديد العلاقة بين أسعار الأسهم في الفترة الحالية وقيمتها في الفترة السابقة ويهدف الإختبار إلى تحديد مدى إستقلالية أسعار الأسهم عن بعضها بعضاً من خلال إختبار مدى إختلاف معامل الارتباط الذاتي إحصائياً عن الصفر، فإذا كانت الأسعار الأسهم مرتبطة ذاتياً (معامل الارتباط يختلف عن الصفر) فإنه يتم رفض فرضية المستوى الضعيف من الكفاءة. وتأخذ فرضية إختبار الارتباط الذاتي الشكل الآتي:

$$H_0 : \rho_k = 0$$

$$H_1 : \rho_k \neq 0$$

فرضية العدم: جميع معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر

الفرض البديل: يوجد أحد معاملات الارتباط الذاتي يختلف عن الصفر

ولإختبار هذه الفرضية تستخدم إحصائية Ljung-Box Q، وأن الأسعار في السوق التي تسير عشوائياً يجب أن تكون غير مرتبطة ذاتياً أو بمعنى آخر إذا دلت النتائج على عدم وجود إرتباط ذاتي في الأسعار، فإن سلسلة الأسعار تتبع السير العشوائي.

2.3 إختبار الدورات Runs test

يقوم هذا الاختبار على أساس أنه إذا كانت السلسلة عشوائية فإن عدد التكرارات الفعلية في السلسلة يجب أن يكون قريبا من التكرارات المتوقعة، ويعرف التكرار بأنه التغير في الأسعار بنفس الإشارة. والفرضية الصفرية لإستقلالية المشاهدات ترفض في حالة كانت قيمة إحصائية (Z) أكبر من العدد (1.96).

ويمثل إختبار غير معلمي وصمم لفحص السير العشوائي للسلاسل الزمنية، وبخاصة تلك السلاسل غير الموزعة توزيعا طبيعيا، ويقوم هذا الاختبار على أساس أنه إذا كانت سلسلة البيانات عشوائية فإن عدد التكرارات الفعلية هو السلسلة يجب أن يكون قريبا من التكرارات المتوقعة، ويعرف التكرار بأنه التغير في الأسعار بنفس الإشارة حيث يمكن احتساب العدد الكلي للتكرارات المتوقعة (m) من خلال المعادلة التالية:

$$m = \frac{[N(N+1) - \sum_{i=1}^n 3ni^2]}{N}$$

حيث أن:

N: عدد الملاحظات

n: عدد تغيرات الأسعار

وتستخدم إحصائية Z لاختبار فيما إذا كان العدد الفعلي للتكرارات مترافقا مع فرضية استقلالية الأسعار ويمكن حسابها كالتالي:

$$Z = \frac{R \pm 0.5 - m}{\delta_m}$$

حيث أن:

R: عدد التكرارات الفعلية

m : عدد التكرارات المتوقعة

0,5: تعديل الاستمرارية حيث تأخذ الإشارة سالبة إذا كان $R \geq m$ ، وإشارة موجبة في الحالات الأخرى. (درويش، صفحة 9)

3.3 إختبار نسبة التباين Variance Ratio Test

يتم إختبار نسبة التباين عن طريق إحصائية Lo and Mackinlay، والذي يسمح بتحديد فيما إذا كانت السلاسل الزمنية تتبع نموذج السير العشوائي من عدمه (Eviews 9 Users Guide P565). والقائم على فرضية أن تباين السلسلة الزمنية التي تسير عشوائيا، يزيد بصورة خطية مع الزمن وبالتحديد إذا كانت سلسلة العوائد تتبع السير العشوائي، فإن تباين الفروقات (q) للسلسلة يجب أن يكون (q) مرة من تباين فروقاتها الأولى، حيث أن (q) عدد موجب.

ويعد اختبار نسبة التباين واختصاره VR مكافئا لقوة اختبار جذر الوحدة ولذلك استخدم بشكل واسع في الدراسات الحديثة التي اختبرت الكفاءة على المستوى الضعيف، ويقوم الاختبار على فرضية أن تباين السلسلة الزمنية التي تسير عشوائيا يزيد بصورة خطية مع الزمن، وبالتحديد إذا كانت سلسلة العوائد تتبع السير العشوائي، فإن تباين الفروقات q للسلسلة يجب أن يكون q مرة من تباين فروقاتها الأولى أي أن:

حيث أن Var: التباين q: أي عدد موجب

وبناء على هذه العلاقة فإن نسبة التباين VR تحسب من خلال المعادلة الآتية:

$$VR(q) = \frac{\frac{1}{q} V_q(R_t - R_{t-q})}{\text{Var}(R_t - R_{t-q})} = \frac{\delta^2(q)}{\delta^2(1)}$$

ولحساب $\delta^2(q)$ و $\delta^2(1)$ لسلسلة مكونة من n ملاحظة تستخدم المعادلات الآتية:

$$\delta^2(q) = \frac{\sum_{t=q}^n (R_t - R_{t-q} - q\hat{M})^2}{h}$$

حيث أن:

$$\hat{M} = \frac{1}{n} \sum_{t=q}^n (R_t - R_{t-q}) = \frac{1}{n} (R_n - R_0)/n = q(n+1-q) \left(1 - \frac{q}{n}\right)$$

$$\delta^2(1) = \frac{\sum_{t=1}^n (R_t - R_{t-1} - \hat{M})^2}{n-1}$$

وقد طور Lo and Mackinlay 1998 إحصائيتين $Z(q)$ و $Z^*(q)$ على افتراض حالتي ثبات التباين وعدم ثبات التباين على التوالي، ويمكن حسابهما بالمعادلتين الآتيتين:

$$Z(q) = \frac{VR(q)-1}{[\phi(q)]^2}$$

$$Z^*(q) = \frac{VR(q)-1}{[\phi(q)]^{1/2}}$$

حيث أن $\phi(q)$ تحسب على افتراض ثبات التباين و $\phi^*(q)$ تحسب على افتراض عدم ثبات التباين وفقا للمعادلات الآتية:

$$\phi(q) = \frac{2(2q-1)(q-1)}{3q(n)}$$

$$\phi^*(q) = \sum_{t=1}^{q-1} \left[\frac{2(q-j)}{q} \right]^2 \hat{\delta}(j)$$

حيث أن :

$\hat{\delta}(j)$ هو تقدير لحالة عدم ثبات التباين ويحسب بالمعادلة الآتية:

$$\hat{\delta}(j) = \sum_{t=j+1}^{q-1} \frac{(R_t - R_{t-1} - \hat{M})^2 - (R_{t-h} - R_{t-j-1} - \hat{M})^2}{\sum_{t=1}^n (R_t - R_{t-1} - \hat{M})^2}$$

ويمكن صياغة الفرضية التي يختبر من خلالها السير العشوائي على النحو الآتي:

$$H_0 : VR(q) = 1$$

سلسلة العوائد تتبع السير العشوائي

$$H_1 : VR(q) \neq 1$$

سلسلة العوائد لا تتبع السير العشوائي

فإذا رفضت فرضية السير العشوائي وكانت $VR(q) > 1$ فإن العوائد ستكون ذات ارتباط ذاتي إيجابي، أما إذا كانت $VR(q) < 1$ فإن العوائد ستكون ذات ارتباط ذاتي سلبي. (درويش، صفحة 11)

4.3 اختبار جذر الوحدة Unit Root test

تستخدم عدة اختبارات لبيان فيما إذا كانت السلسلة مستقرة أم لا. إلا أن أكثرها شهرة هو اختبار ديكي - فولر Dickey-Fuller، وبما ان العملية العشوائية قد تتضمن الحد الثابت intercept أو الإتجاه الزمني trend فإن هناك ثلاثة أشكال مختلفة لإختبار ديكي- فولر صممت لتأخذ بعين الإعتبار دور الحد الثابت والإتجاه. (السواعي، 2011، صفحة 190)

فإختبار جذر الوحدة يسمح بتحديد وجود الإستقرارية من عدمها، ومن أحسن أنواعه إختبار ADF (ديكي فولر المطور) (Bourbonnais, 2005, p. 231)

ومن أجل إختبار إستقرارية السلاسل الزمنية تم إستخدام إختبار ديكي فولر المطور Augmented Dickey - Fuller واختصاره ADF المقترح من قبل (Engle and Granger 1987) والمعتمد على ثلاثة نماذج:

- نموذج دون اتجاه عام ودون ثابت
 $P_t = \mu + \alpha P_{t-1} + \varepsilon_t$
- نموذج بوجود ثابت ودون اتجاه عام
 $P_t = \mu + \alpha P_{t-1} + \varepsilon_t$
- نموذج بوجود ثابت واتجاه عام
 $P_t = \mu + \beta(t - 1) + \alpha P_{t-1} + \varepsilon_t$

حيث أن :

P_t : الأسعار في اليوم t وفي اليوم السابق $t-1$

μ : ثابت معادلة الانحدار الذاتي.

α : معامل معادلة الانحدار الذاتي.

t : العدد الكلي للملاحظات

ε_t : الخطأ العشوائي.

ويعتمد اختبار ديكي فولر المطور ADF على إحصائية t لمعامل معادلة الانحدار الذاتي من أجل اختبار الفرضية التالية:

- سلسلة العوائد تحتوي على جذر الوحدة $H_0 : \alpha < 0$

- سلسلة العوائد مستقرة $H_0 : \alpha = 0$

وفي حال رفض الفرضية الصفرية، فإن سلسلة الأسعار تكون مستقرة، وذلك يعني أن السلاسل الزمنية لا تسير بشكل عشوائي أي أن السوق غير كفاء عند المستوى الضعيف. (درويش، صفحة 9)

4. نتائج الدراسة

تتجسد نتائج الإختبارات الإحصائية للدراسة فيمايلي:

1.4 نتائج إختبار الارتباط الذاتي

لإختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف من خلال الارتباط الذاتي، أخذت 12 فترة إبطاء للأسعار الشهرية لمؤشر البورصة المرجح بالأسهم المتاحة للتداول ومؤشرات القطاعات الثلاثة المدرجة في السوق، حيث يشير الجدول رقم (2.4) إلى نتائج أول 12 فترة إبطاء الأسعار الشهرية الأصلية.

وبينت نتائج الإختبار رفض الفرضية الصفرية Null hypothesis بأن جميع معاملات الارتباط الذاتي لجميع الفترات مساوية للصفر، وذلك لسلسلة الأسعار الشهرية لمؤشر البورصة (المرجح بالأسعار الحرة المتاحة للتداول) والمؤشرات الشهرية القطاعية (المالي، الخدمات والصناعي) حيث لم تكن قيم معاملات الارتباط الذاتي ذات دلالة إحصائية في جميع الفترات.

جدول رقم(2.4): نتائج إختبار الارتباط الذاتي

مؤشر قطاع الصناعة		مؤشر قطاع الخدمات		مؤشر القطاع المالي		المؤشر العام		Log
Q	AC	Q	AC	Q	AC	Q	AC	
184.62	0.970	186.50	0.980	188.08	0.985	186.72	0.964	1
350.18	0.927	362.69	0.950	370.37	0.976	336.06	0.961	2
500.81	0.876	526.59	0.914	545.06	0.944	536.25	0.934	3
633.92	0.822	676.31	0.871	710.65	0.917	695.96	0.902	4
754.43	0.780	812.38	0.829	866.38	0.886	845.04	0.870	5
865.16	0.745	936.74	0.790	1010.9	0.852	983.15	0.835	6
967.12	0.713	1050.7	0.754	1144.5	0.817	1110.8	0.800	7
1062.9	0.960	1155.6	0.722	1266.8	0.779	1228.0	0.765	8
1153.4	0.669	1254.2	0.698	1378.3	0.745	1336.1	0.733	9
1240.3	0.653	1347.2	0.676	1481.3	0.708	1435.3	0.700	10
1323.6	0.638	1434.5	0.653	1573.7	0.672	1526.3	0.668	11
1402.5	0.619	1516.8	0.632	1658.0	0.640	1610.1	0.639	12

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9. عند مستوى معنوية 5%
كما يعرض الجدول التالي رقم (3.4) نتائج إختبار الارتباط الذاتي للأسعار الشهرية المؤشر العام والقطاعات المرجح بالأسهم الحرة لبورصة عمان، حيث بينت نتائج رفض الفرضية الصفرية للاختبار حيث جميع القيم الحرجة (الاحتمالية) مساوية للصفر وهي أقل تماما من الصفر وبالتالي رفض فرضية العدم وبالتالي يوجد ارتباط بين الأسعار أي عدم الاستقلالية بين الأسعار.

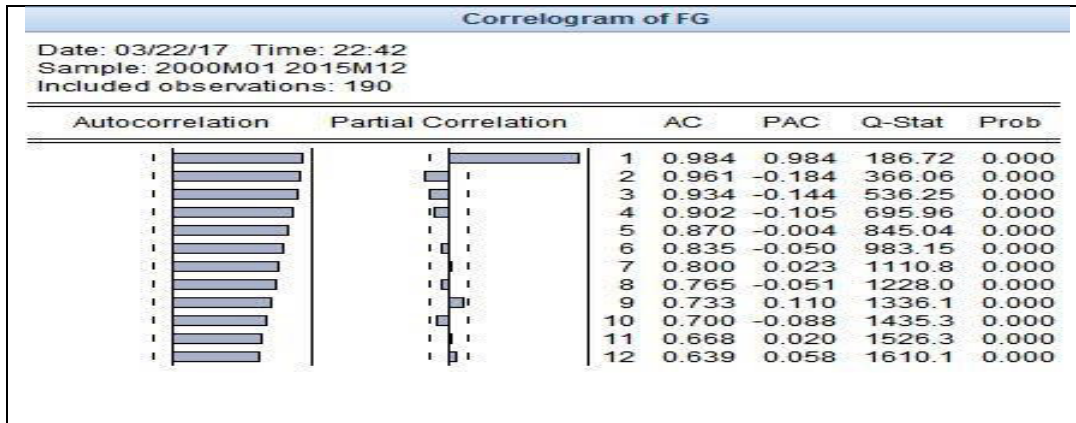
جدول رقم (3.4): القيم الحرجة الإحصائية لمؤشرات بورصة عمان

القطاع الصناعي	قطاع الخدمات	القطاع المالي	المؤشر العام	Log
Prob	Prob	prob	prob	
0	0	0	0	1
0	0	0	0	2
0	0	0	0	3
0	0	0	0	4
0	0	0	0	5
0	0	0	0	6
0	0	0	0	7
0	0	0	0	8
0	0	0	0	9
0	0	0	0	10
0	0	0	0	11
0	0	0	0	12

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9.

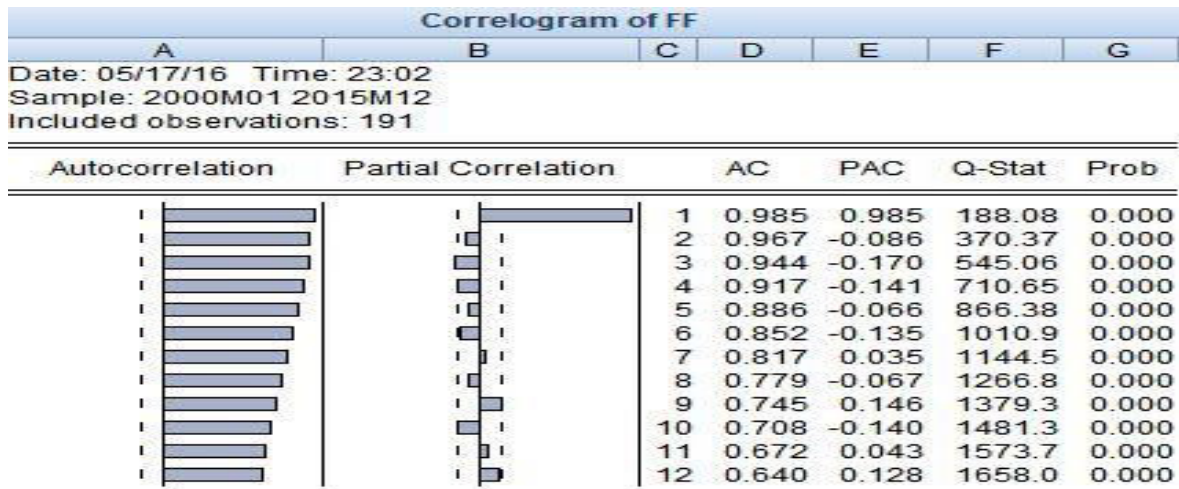
ويلاحظ من الأشكال التالية وجود ارتباط ذاتي بين القيمة الحالية في السلاسل الزمنية مع نفسها في الفترات السابقة، وان الشكل يوضح معنوية قيم إحصائية Ijung-Box (Q) لأسعار المؤشرات البورصة الة فترة ابطاء 12. وهذا يعني رفض فرضية السير العشوائي ومنه عدم كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف.

شكل رقم (13.4): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للمؤشر العام لبورصة عمان



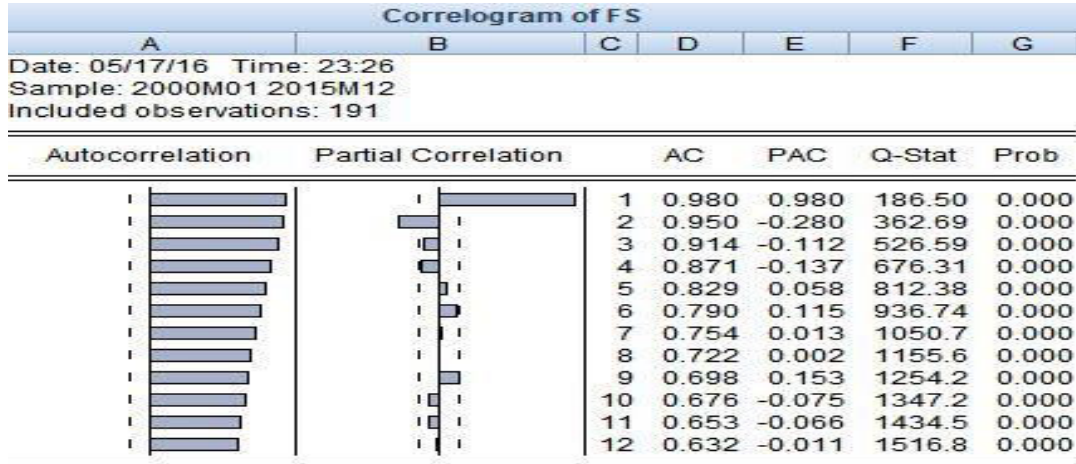
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

شكل رقم (14.4): نتائج اختبار الارتباط الذاتي لمؤشر القطاع المالي لبورصة عمان



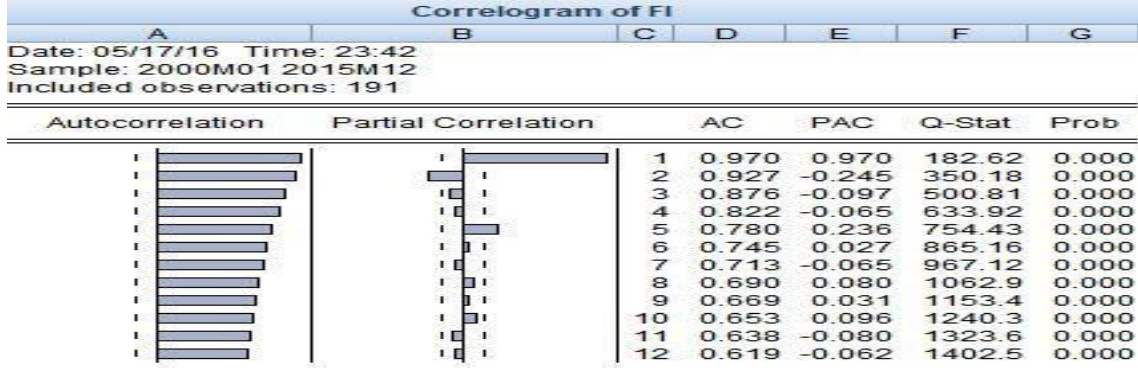
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

شكل رقم (15.4): نتائج إختبار الارتباط الذاتي لمؤشر قطاع الخدمات لبورصة عمان



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

شكل رقم (16.4): نتائج إختبار الارتباط الذاتي لمؤشر قطاع الصناعة لبورصة عمان



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

2.4 نتائج إختبار الدورات

لقد بينت نتائج إختبار التوزيع الطبيعي بأن السلاسل الزمنية لأسعار المؤشر العام والقطاعات لم تتبع التوزيع الطبيعي. ولذلك فإن إختبار الارتباط الذاتي غير مناسب في هذه الحالة. ويمكن استبداله بإختبار الدورات غير المعلمي الذي لا يتطلب أن تكون الأسعار موزعة طبيعياً.

ويبين الجدول (4.4) نتائج إختبار التكرارات للأسعار لمؤشر البورصة وقطاعات القيم (الرقم القياسي الشهري المرجح بالأسهم الحرة)، حيث بينت نتائج إختبار الأسعار أن التكرارات الفعلية أقل احصائياً من التكرارات المتوقعة لجمع المؤشرات عند مستوى معنوية 5% (الوسيط) وفقاً لقيم إحصائية (Z) التي كانت أكبر من القيمة الجدولية (سالبة 1.96)

$$Z_g = -12,012$$

$$Z_f = -12.590$$

$$Z_s = -12.012$$

$$Z_i = -12.735$$

وكل القيم الحرجة الإحتمالية مساوية للصفر وهذا يعني رفض الفرضية الصفرية للاستقلالية

‘independence

ومع أهمية إختبار الدورات إلا أن أحد نقاط ضعف هذا الإختبار هو نظرتة المجردة إلى عدد التغيرات الإيجابية والسلبية في الأسعار وتجاهل كمية التغيرات في المتوسط، مما يضعف من النتائج الهائلة التي يعطيها ولذلك فإن النتائج الحالية لهذا الإختبار وإن كانت أكثر مصداقية من إختبار الارتباط الذاتي فإنها لا تكفي لوحدها كدليل على كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف.

جدول رقم (4.4): نتائج إختبار الدورات لمؤشرات بورصة عمان

الأسعار	الفترات	عدد الملاحظات	التكرارات الفعلية	التكرارات المتوقعة	إحصائية Z	Prob
العام	14	192	96	96	-12.012	0
المالي	10	192	96	96	-12.590	0
الخدمات	14	192	96	96	-12.012	0
الصناعة	9	192	96	96	-12.735	0

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برمجية SPSS. 20

إن الجدول أعلاه الخاص باختبار الدورات الذي يوضح بأن قيمة Z الإحصائية لم تقع في المنطقة الحرجة، وأيضا كانت القيمة الإحتمالية هي 0.000 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي يتم رفض فرضية السير العشوائي وهذا يعني أن اختبار الدورات أكد عدم كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف وأنها لا تتحرك بشكل عشوائي.

3.4 نتائج إختبار نسبة التباين

قد يكون السبب في رفض كفاءة البورصة عند المستوى الضعيف هو وجود حالة عدم ثبات التباين في الأسعار ويشير Lo and Mackinlay 1988 إلى أنه يمكن إختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف باستخدام نسبة التباين VR الذي يصلح لجميع حالات الارتباط الذاتي وعدم ثبات التباين وعدم التوزيع الطبيعي.

وقد طبق إختبار نسبة التباين في هذه الدراسة في حالتها ثبات التباين وعدم ثبات التباين حيث احتسب نسبة التباين لمضاعفات فترات الإبطاء (2,4,8,16) وبين الملحقين رقم (6) و(7) نتائج إختبار نسبة التباين للأسعار لمؤشر البورصة والمؤشرات القطاعية، وبناء على إحصائيتين $Z(q)$ و $Z^*(q)$ المعروضة رفضت الفرضية الصفرية بأن نسبة التباين لا تختلف إحصائيا عن واحد صحيح في حالتها ثبات وعدم ثبات التباين. وحيث أن نسبة التباين تختلف إحصائيا عن واحد صحيح لجميع القطاعات ولجميع فترات الإبطاء، فإن ذلك دليل على عدم إتباع الأسعار لنموذج السير العشوائي.

جدول رقم (5.4): نتائج إختبار نسبة التباين للأسعار الشهرية لمؤشرات بورصة عمان

Individaul tests				Joint test		المؤشر/Prob
16	8	4	2	Wald	Max Z	
0.0028	0.0000	0.0000	0.0020	0.0000	0.0000	العام
0.0002	0.0000	0.0005	0.1636	0.0000	0.0000	القطاع المالي
0.1083	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	قطاع الخدمات
0.7410	0.1421	0.0000	0.0003	0.0000	0.0001	قطاع الصناعة

عند مستوى معنوية (5%)

المصدر: من إعداد الطالبة

بين الجدول رقم (5.4) أن القيم الإحتمالية أقل تماما من (0.05) ومنه رفض الفرضية الصفرية للسير العشوائي، إذن فالأسعار لا تتبع نموذج السير العشوائي. وهو ما يؤكد عدم كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف، خلال الفترة الزمنية 2000-2015.

4.4 نتائج إختبار جذر الوحدة

لتحقيق هدف الدراسة وللتأكد من نتائج إختبارات الارتباط الذاتي والدورات ونسبة التباين ، أجري إختبار جذر الوحدة، عن طريق إختبار ديكي فولر المطور (ADF test) ويشير الجدول (7.4) إلى قيم إختبار ADF الذي حسبت بدون ثابت، مع ثابت ومع ثابت واتجاه خطي.

وبما أن القيم الإحتمالية أقل تماما من (0.05)، وعليه فجميع السلاسل الزمنية للأسعار مستقرة عند الفروقات الأولى. وبالتالي فالأسعار لا تتبع نموذج السير العشوائي.

جدول (6.4): نتائج إختبار جذر الوحدة لديكي فولر المطور عند المستوى والفروقات الأولى

قطاع الصناعة		قطاع الخدمات		القطاع المالي		المؤشر العام		Prob
fd	ADF	fd	ADF	fd	ADF	Fd	ADF	
0.00	0.7247	0.00	0.6515	0.00	0.6769	0.00	0.7272	النموذج الثالث
0.00	0.2828	0.00	0.2861	0.00	0.3005	0.00	0.3293	النموذج الثاني
0.00	0.5450	0.00	0.6214	0.00	0.5363	0.00	0.5468	النموذج الأول

المصدر: من من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9 عند مستوى معنوية 5%

خلاصة

إعتماداً على النتائج المستخرجة باستخدام البرنامجين الإحصائيين SPSS.20 و Eviews.9 تم التوصل إلى أن سلاسل الأسعار لجميع مؤشرات بورصة عمان خلال فترة الدراسة لا تتبع نموذج السير العشوائي.

ومنه يمكن القول بأن بورصة عمان لا تتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف خلال الفترة الممتدة من (2000-2015).

تعد الأسواق المالية مقياساً للتطور الإقتصادي ومرآة تعكس التنوع في القطاعات الإنتاجية المختلفة والأدوات الإستثمارية المتاحة. وتشير الوقائع إلى أن الأسواق المالية تلعب دوراً مهماً في دفع عجلة النمو الإقتصادي وذلك لدورها في تنويع مصادر التمويل وتخفيض تكاليفه.

إن الإقتصاديات النامية تنظر إلى الإستثمارات في الوقت الحاضر على أنها الطريقة المثلى لتحقيق الأرباح ومن ثم تطوير اقتصاداتها. وإن كفاءة الأسواق مهم جداً لتحقيق أداء أحسن لوظائف السوق المالي، التي اتخذت أهمية أكثر في توجهاتها نحو الإستثمارات.

ظلت سوق رأس المال الكفاء واحدة من أهم القضايا المعرفية التي هيمنت على الفكر المالي الأكاديمي والتطبيقي في فترة الستينات ومازالت. وجوهر القضية بهذا الخصوص هي فيما إذا كانت أسعار الأوراق المالية وبشكل خاص (الأسهم العادية) تعكس وبشكل موضوعي وسريع كافة المعلومات المناسبة المتاحة، ومن ثم ليس هناك قاعدة تداول مبنية على المعلومات العامة يمكن عن طريقها تحقيق عوائد غير إعتيادية. وبهذا فإن قضية أسواق رأس المال الكفوءة تستند إلى التعريف الدقيق للمعلومات وقيمة تلك المعلومات.

وتعد نظرية السوق المالية الكفوءة واحدة من أهم ثلاث مداخل أو إتجاهات فكرية تهتم بدراسة وتحليل العوامل المحددة والمؤثرة على قيمة وأسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق المالية والتي تعنى أيضاً بكيفية تحديد قيمة أو سعر الورقة المالية وتحديد ما إذا كان بالإمكان توقع أسعار الأوراق المالية المستقبلية بالشكل الذي يمكن معه تحقيق عوائد غير عادية، وتمثل هذه الإتجاهات بـ(مدخل التحليل الأساسي، مدخل التحليل الفني، نظرية السوق المالية الكفوءة)

وإستناداً لمدخل التحليل الأساسي، تستخدم المعلومات في إيجاد القيمة الحالية (القيمة الحقيقية) التي تتطابق مع القيمة السوقية في حالة المعرفة الكاملة للمعلومات. لكن أصحاب المدخل الفني يشيرون بأنه من غير المجدي تقدير القيمة الحقيقية للورقة المالية لأن تقييم أية حقيقة أساسية بشكل خاطئ ينجم عنه تقدير خاطئ أيضاً، لذلك حتى وأن تم تقدير القيمة الحقيقية للورقة المالية بشكل صحيح، وبالنتيجة فإن مدخل التحليل الأساسي هو مدخل لتحديد القيمة والإستثمار وليس نظرية مباشرة للأسعار. ومن جانب آخر، يشير الفنيون بأن قوى العرض والطلب هي التي تحدد إتجاهات الأسعار والكميات التي يتم تداولها داخل السوق المالية، وبدراسة التحركات الماضية للأسعار وحجوم التداول، المنبثقة من تفاعل قوى العرض والطلب، فإنه يمكن توقع إتجاهاتها المستقبلية.

جاءت نظرية السوق المالية الكفوءة متميزة ومختلفة عن ما سبقها من مداخل في هذا الإتجاه، فهي تختلف عن المدخل الفني في أنها تدرس إمكانية التنبؤ بالأسعار المستقبلية بناء على التحركات الماضية للأسعار وحجوم التداول، فتقرر النظرية ما إذا كانت السوق المالية الكفوءة أم غير كفوءة وعند أي شكل هي كذلك، وتختلف نظرية السوق المالية الكفوءة عن المدخل الأساسي بإعتبارها نظرية الأسعار بخلاف المدخل الأساسي الذي يعد نظرية للقيمة.

ترتبط كفاءة السوق المالية بالأساس بالعلاقة بين القيمة السوقية للأوراق المالية وبخاصة الأسهم العادية والمعلومات المتاحة ومدى إنعكاس تلك المعلومات بالقيمة السوقية للأوراق المالية بشكل كامل وسريع وموضوعي، سواء كانت هذه المعلومات مستنبطة من الكشوفات المالية، أم المنشورة بوسائل الإعلام أو السجل التاريخي لأسعار الأسهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن أداء الشركات، وأثار الحالة الإقتصادية العامة عن أداء الشركات. وتعرف السوق المالية الكفوءة على أنها السوق التي تنعكس بالقيمة السوقية للأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة بحيث لا يمكن لأي مشترك في السوق من تحقيق عوائد غير اعتيادية. كما تعرف على أنها السوق التي تستجيب بها أسعار الأوراق المالية بشكل كامل وسريع وموضوعي لجميع المعلومات المتاحة ذات العلاقة بالورقة المالية، لضمان إتخاذ القرار الإستثماري المناسب ببيع أو شراء أو مسك الأوراق المالية. وطبقا لتلك الطروحات يقتضي مضمون كفاءة السوق المالية إلى الأنواع الثلاث من الكفاءة:

- كفاءة التخصيص تعمل السوق على التحصيل الكفوء للموارد النادرة وتوجيهها الى استخدامات لتعظيم المنفعة، لضمان تحقيق كفاءة التخصيص.
- كفاءة التشغيل يتم تحديد تكلفة المعلومات بطريقة تنافسية، بمعنى أن المشاركين في السوق يعملون في بيئة تنافسية، ويحققون عوائد اعتيادية بالشكل الذي يحقق كفاءة التشغيل.
- الكفاءة المعلوماتية (كفاءة التسعير)، وتشير إلى الإنعكاس الكلي والفوري والسريع للمعلومات الملائمة والمتاحة في أسعار الأوراق المالية.

إن تغيير القيمة السوقية للورقة المالية بسرعة تبعا لأي معلومة جديدة تصل إلى السوق لن يترك فاصل زمني بين الحصول على المعلومة وتحليلها وتغيير السعر، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة الكاملة للسوق غير أن هذا الأمر يبقى نظري، حيث نجد في الواقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها، وإنعكاس تلك المعلومات على سعر الورقة المالية، وهوما يعكس مفهوم الكفاءة الإقتصادية التي تتطلب توفر شرطين أساسيين هما كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير.

ولأن المعلومات تعد المحور المركزي لمفهوم الكفاءة، فإنه وإنطلاقاً من طبيعة المعلومات المنعكسة في الورقة المالية تتحقق الكفاءة السعرية المنقسمة إلى ثلاثة نماذج، النموذج الضعيف والذي يعني أن سعر الورقة السهم (الورقة المالية) يعكس فقط المعلومات التاريخية، ويتبع نموذج السير العشوائي . أما النموذج المتوسط يقوم على فكرة أن سعر السهم يعكس المعلومات التاريخية والمعلومات العامة، ولدراسة أثر هذه المعلومات من تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية يتم الإعتماد على التحليل الأساسي، الذي يمكن من تقدير سعر الورقة المالية مستقبلاً. يبقى النموذج القوي والذي في إطاره تنعكس جميع المعلومات التاريخية، العامة والخاصة.

وإن نموذج السير العشوائي هو أحد الإختبارات التي تستخدم لتحديد فيما إذا كانت أسعار الأسهم تتبع الحركة العشوائية أم لا، ففي حالة اتباعها السير العشوائي يعني عدم قدرة على استخدام أسعار الأسهم التاريخية (الماضية) للتنبؤ بالأسعار الحالية وبالتالي يكون السوق كفؤاً وبالعكس، ففي حالة إمكانية استخدام الأسعار التاريخية للتنبؤ بالأسعار المستقبلية يعني إمكانية استخدام تحليل الاتجاه لتحقيق أرباح غير اعتيادية واعتبار السوق غير كفؤاً.

وقد قامت هذه الدراسة بإختبار النموذج الضعيف من الكفاءة في بورصة عمان، من خلال دراسة سيرورة (سلوك) أسعار مؤشر البورصة (الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة) والمؤشرات القطاعية الثلاثة(المالي، الصناعي والخدماتي) العاملة في البورصة للفترة 2000-2015، وقد طبقت أربعة إختبارات مختلفة هي: الارتباط الذاتي، الدورات، جذر الوحدة ونسبة التباين.

وبينت النتائج المحصل عليها من إختبار الارتباط الذاتي على رفض الفرضية الصفرية للسير العشوائي لأسعار جميع المؤشرات. كما بينت نتائج إختبار التكرارات على رفض الفرضية الصفرية للسير العشوائي، ويستدل من نتائج هذين الإختبارين أن هناك توافقاً في نتائجهما ، وإن نتائج إختبار جذر الوحدة بينت رفض الفرضية الصفرية للسير العشوائي وتوافقت معها نتائج إختبار نسبة التباين في حالة ثبات التباين وعدم ثبات التباين، حيث فشلت هذه النتائج في دعم فرضية السير العشوائي.

وأظهرت نتائج جميع الإختبارات عدم كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف، وهذا يعني بأن السوق تعطي فرصة تحقيق أرباح غير اعتيادية بالاعتماد على الأسعار التاريخية للتنبؤ بالأسعار المستقبلية.

مما يدل على عدم قبول (رفض) فرضيات الدراسة، حيث تتوافق النتائج مع دراسة مفيد سام فاروق وسليم وتختلف مع دراسة بشار حسان.

وبشكل عام يمكن الإستنتاج بأن بورصة عمان لا تتمتع بالكفاءة وفقا للنموذج الضعيف وذلك بسبب الطفرة سنة 2005 وأزمة توظيف الأموال سنة 2008.

تعد سنة 2005 عام الطفرة، وذلك في ظل المكاسب التي كانت تتحقق على مستوى المؤشر العام المرجح لبورصة عمان. ففي بداية ذلك العام بدأ مؤشر البورصة عند مستوى 2837.7، وأنهى عند 4259.7 نقطة، مسجلا بذلك إرتفاع نسبته 50%. أما المؤشر الذي كان أكثر استخداما في تلك الفترة فهو الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية فقد كان ذلك المؤشر في بداية العام 2005، عند مستوى 4422.5 نقطة، وأغلق في عند مستوى 8191.5 نقطة، حيث إرتفع بمقدار 3769 نقطة أو ما نسبته 85%. وكان صعود الشركات ينبع من نتائج تفوق التوقعات، ما ساهم في إقبال كثيرين على عمليات بناء المراكز المالية وإن كان جزء لا يستهان به من القادمين للإستثمار في الأوراق المالية راغبين في الحصول على أرباح سريعة. وصاحب هذا التحسن في المؤشر العام زيادة غير معهودة في مستويات أحجام التداول، حيث أن القيمة التداول التراكمية للعام 2005 بلغت 16.871 مليار دينار، مقارنة مع 3.793 مليار دينار في العام 2004، وبنسبة إرتفاع 344%. واستمر نتائج الشركات، ما أدى إلى الإرتفاع القوي وخاصة في القطاع المالي، حيث كان سهم البنك العربي يستحوذ على 45% من التداول في نهاية عام 2005.

ومن أبرز العوامل الداخلية والخارجية التي أثرت على السوق سواء بالإرتفاع أو الصعود الإرتفاع الكبير في حجم التداول : تقديم البنوك التسهيلات بطريقة تلبية رغبات الزبائن، لشراء الأسهم، الطفرة النفطية وتحسن مداخيل الأردنيين المغتربين جراء إرتفاع الأسواق العربية أثمر عن مشتريات لهم في المملكة، بالإضافة إلى مشتريات العراقيين عبر إيداعات نقدية لدى مكاتب الوساطة المالية بأسماء أردنيين.

أما دوافع الإرتفاع في أسواق المال هي الرغبة الجامحة للأردنيين على الإستثمار بالأوراق المالية وسط عوائد مغرية، حيث ازداد عدد المستثمرين في بورصة عمان حيث وصل عد المساهمات إلى 661 ألف مساهمة شكلت نسبة الأردنيين فيها 94.9%، تلتها مساهمة العرب بنسبة 4.5% فالأجانب 0.46% بحسب إحصاءات مركز إيداع الاوراق المالية المتعلقة بتصنيف الجنسية.

من ابرز العوامل التي دعمت الصعود في أسعار النفط بالأسواق العالمية، هي معدلات النمو العالمي القوي، بالإضافة الى بعض الكوارث سواء السياسية أو الطبيعية، فمن الناحية الأولى كان ما يحدث في الشرق الاوسط ممثلا باحتلال العراق وتبعاته والأعاصير في خليج المكسيك وتداعياتها قد زاد من مستوى المضاربات في الأسواق المستقبلية في الضغط على أسعار النفط في الإرتفاع.

وبالتالي عام 2005 شهد طفرة كبيرة في أغلب القطاعات الاقتصادية، مدفوعا بتوفر سيولة عالية لدى جمهور المستثمرين والمتعاملين مما جعل صناعة الأوراق المالية المكان الأمل للإستثمار فيه.

حلم الثراء: كما هو معروف فإن إقدام جمهور المستثمرين للإستثمار بالأوراق المالية كان له مبرراته المنطقية الى جانب حلم الثراء السريع، حيث أن لغة الأرقام أشارت إلى وجود بضاعة جيدة تمثلت بالأسهم المصدرة من قبل الشركات المساهمة التي ظهرت نتائجها بظهور نتائج مالية مرتفعة بنسبة 1118% مقارنة بمستواها بالعام 2004.

وبلغت أرباح الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال العام 2005 ما مقداره 1.18 مليار دينار أردني، مقارنة بربح بعد الضريبة قدره 568 مليون دينار في 2004، أغرت التوزيعات النقدية والأسهم المجانية إلى جانب الأرباح الرأسمالية نتيجة القفزات النوعية في مستويات أسعار الأوراق المالية الكثيرين للإقبال وما صاحبها من مغالاة فيما بعد بالإعتماد على الأخيرة كمولد للأرباح عبر المضاربة قصيرة المدى لجني الأرباح حيث هب كثيرون لتأسيس الشركات ودفعها للإكتتاب العام والحصول على تغطية مرتفعة وما تلاها من دخول الشركات المساهمة العامة، وخصوصها الحديثة منها بغض النظر عن غاياتها الأساسية بإضافة غاية جديدة هي الإستثمار بالأوراق المالية لتحقيق الأرباح.

تفجيرات عمان -الأربعاء الأسود- في التاسع من نوفمبر 2005 هزت ثلاث عمليات تفجير إرهابية، باستخدام أحزمة ناسفة، ثلاثة فنادق تقع في وسط العاصمة عمان، وفي الرابع عشر من نوفمبر تراجعت بورصة عمان مقارنة بإغلاق التاسع من نوفمبر بعد أن أغلقت البورصة تداولاتها، لتعلق عند مستوى 4643.5 نقطة مقابل 4705 نقطة بإنخفاض نسبة 1.3%.

وقامت بورصة عمان إعتباراً من 24 نوفمبر 2005 باعتماد آلية جديدة لإحتساب أسعار الأسهم التي يزيد رأسمالها عن طريق الإكتتاب الخاص وذلك في صباح يوم العمل التالي لليوم الخامس عشر من موافقة مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية على تسجيل أسهم الزيادة في رأسمال الشركة والذي يحدث فيه مساهمي الشركة الذين يحق لهم المشاركة في الإكتتاب الخاص للشركة.

أكدت فاعليات وشخصيات ونخب إستثمارية أردنية وعربية رفيعة، عزمها مواصلة توسيع حجم إستثماراتها في المملكة والوقوف جنباً إلى جنب للتصدي لأي محاولات تحول دون تواصل تنامي مؤشرات الإقتصاد الأردني وجاذبية بيئة المملكة الإستثمارية.

تهافت المستثمرين على تعبئة أكبر عدد ممكن من طلبات الإكتتاب دون الإهتمام بالحصول على نسخة من الإصدار، معتمدين إعتقاداً كلياً في أغلب الأحيان على سمعة وأسماء المستثمرين المؤسسين ونصائح الوسطاء المستندة إلى التخمين والإشاعات في إتخاذ قرار الإستثمار في هذه الشركات التي لم تتعد بعد مرحلة الفكرة والتأسيس من دورة حياتها، وهي مرحلة يسودها قدر كبير من المخاطر وعدم اليقين. وكان جوهر الإقبال من جمهور المواطنين يكمن في تعويم السعر الإفتتاحي في الإكتتابات العامة.

من أبرز الأسباب التي أدت لإرتفاع بورصة عمان ولا يتم التعرض لها بشكل واف، ما أشيع إستخدامه في العام 2005، هو المودع لديه-المالك الخفي، حيث أن بعض المستثمرين، وخصوصا الكبار منهم لا يرغبون بأن تظهر كشوفات المساهمين متضمنة أسمائهم خصوصا عند الدخول للإستثمار بالأوراق المالية بغرض المضاربات السريعة. وقد إنتشرت في العام 2005، عبر خدمة وفرتها شركة بنك الصادات والتمويل بعد أن منعت هيئة الأوراق المالية في العام 2006 ممارسة الشركة تلك الخدمة لزيائنها.

وفي يوم 15 سبتمبر 2008 الإثنين الأسود، إنهارت أسواق المال والسلع كأحجار الدومينو عقب سقوط ليمان براذرز وإكتملت التداعيات بنقص السيولة بسبب توظيف الأموال. كانت تداعيات الازمة العالمية تنعكس سلبا على أسعار السلع والخدمات عالميا كالنفط والحديد والفوسفات، كما إنخفضت أسعار الأسهم في بورصة عمان بنسبة 24.9%، وشهدت معظم البورصات العالمية والناشئة تراجعا في أداؤها، أما العمليات المستثناة من التداول: (وتشمل التحويلات الإرثية والعائلية والشركات المستثناة من التداول وأخرى) قد إنخفضت خلال العام 2008، وقد إرتفع الإستثمار غير الأردني، و إستمر النشاط في سوق الإصدارات الأولية لعام 2008، وست شركات من أصل 18 شركة مدرجة في العام 2008 تحقق أرباحا في ثلاثة أرباع من عام 2008 كان أثر إيجابي خير وعطاء و ثراء فيما كان الربع الأخير أثر سلبي على الشركات والدول.

عكست النتائج المالية لعام 2008 طفرة في أسعار السلع والخدمات في الأسواق العالمية بتحقيق الشركات المدرجة في السوق ربحا بعد الضرائب هو الأعلى في تاريخ بورصة عمان منذ 1978 بمجموع قدره 1.44 مليار دينار، مقارنة بـ 1.22 مليار دينار لنفس الفترة من العام 2007.

تعرض إقتصاد الأردن لأزمة ثقيلة أصابته، اصطلح على تسميتها بشركات البورصات إلا أن التسمية الحقيقية هي أزمة توظيف الأموال لكون الشركات الوهمية التي وظفت أموال المواطنين تحت ذريعة الإستثمار بالأسواق العالمية كانت تمنح أولئك المواطنين نسب أرباح خرافية تصل 30%، وأكثر من رأسمال وهو غير مقنع ويصعب تحقيقه وبالتالي كان التوظيف أكثر دقة. ففي الوقت الذي قدرت أرقام رسمية بأن مجموع أموال المواطنين المتورطين في فخ أزمة توظيف الأموال بنحو 300 مليون دينار أردني، فإن التقديرات الواقعية لتلك الأرقام أكثر بكثير. حيث طمأنت المواطنين بعد تأثر البنوك الأردنية بالأزمة، وفسرت الإنخفاض في أسعار الأسهم في بورصة عمان بأنه مبالغ فيه للغاية نتيجة لظروف خارجية لا علاقة لها بأداء الشركات وأرباحها.

ويمكن أن تتحسن كفاءة هاته البورصة فيما لو اتخذت إجراءات تكفل زيادة التداول ومن ثم السيولة، وفي هذا المجال يتم إقتراح الآتي:

- تجسيد متطلبات وشروط الكفاءة في بورصة عمان.
- تعميق الوعي الاستثماري بمختلف وسائل التوعية والاتصال.
- التركيز على العوامل المساعدة في تنشيط البورصة كالإفصاح الكامل عن المعلومات وتوفيرها بعدالة.
- تعزيز حوكمة الشركات.
- ضرورة تقديم برامج تدريبية لزيادة كفاءة الوسطاء الماليين والإهتمام بالمؤهلات العلمية لهم.
- تفعيل الإدراج المشترك بين البورصات العربية.
- تطبيق نظرية الإشارة، التي هي مجموعة من الأدوات والآليات التي تساعد المسيرين في إتخاذ القرارات بالإضافة إلى إقناع السوق بأنها قرارات جيدة، وهذا ما يتطلب سياسة إتصال كفاء، كما أن نظرية الإشارة ليست فقط ذلك التصريح أو السر الذي يصرح به كما يعتقد غالبية المديرين ورؤساء المؤسسات كما تعتبر نظرية الإشارة أداة مهمة للرفع من كفاءة الأسواق المالية، حيث تساهم بشكل مباشر في تحقيق حدة عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمستثمرين من خلال توفير المعلومات أو تصحيح بعض التفسيرات السلبية لبعض المعلومات الموجودة في السوق المالي. كما أن السوق المالي الكفاء هو السوق الذي يعكس كل المعلومات المتوفرة على سعر السهم ، وبالتالي إعطاء القيمة الحقيقية للسهم يعمل مسيروا المؤسسة على توفير المعلومات لا تتوفر لدى المستثمرين في السوق المالي، عن طريق إرسال إشارات تؤدي إلى تقييم عادل لقيمة السهم ومن ثم قيمة المؤسسة.
- تعزيز الدور الرقابي للسوق من خلال الرقابة على الشركات المدرجة في السوق، الوساطة وصناديق الإستثمار والرقابة على التداول.
- تعزيز الشفافية والإفصاح.
- تشجيع الإستثمار الجنبي، التوسع في برامج الخصخصة.
- تعديل الأنظمة الضريبية.

قائمة المراجع والمصادر

أولاً- المراجع باللغة العربية

1-الكتب

- أرشد،فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام. (2004). الإستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة. الأردن: دار المسيرة.
- السيد متولي عبد القادر. (2006). الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير. الأردن: دار الفكر.
- توفيق محمد الشحات. (2003). دراسة تحليلية لإستخدام المعلومات المحاسبية في تطوير كفاءة سوق
- دريد كامل آل شبيب. (2012). الأسواق المالية والنقدية. الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
- ضياء مجيد الموسوي. (2003). البورصات: أسواق رأسمال وأدواتها، الأسهم والسندات. مصر: مؤسسة شهاب الجامعية.
- عبد الغفار حنفي. (2004). الإستثمار في بورصة الأوراق المالية. مصر: الدار الجامعية.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص. (2005). أسواق المال: بنوك تجارية، شركات التأمين، شركات الإستثمار. مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر.
- محفوظ جبار. (2004). كفاءةالبورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001. مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، العدد الثالث ، صفحة 85.
- محمد صالح الحسناوي، جلال إبراهيم العبد. (2002). بورصة الأوراق الماليةبين النظرية والتطبيق. مصر: الدار الجامعية.
- محمود محمد الداغر. (2005). الأسواق المالية:مؤسسات، أوراق، بورصات. مصر.
- منير إبراهيم هندي. (1999). الأوراق المالية وأسواق رأسمال. مصر: منشأ المعارف.
- وليد صافي، أنس البكري. (2009). الأسواق المالية والدولية. الأردن: دار المستقبل للنشر والتوزيع.
- يوسف محمد ضمرة. سنوات المجد والإنحدار: قراءة تحليلية في أداء بورصة عمان والبورصات العربية والعالمية 2013-2015. الأردن، 2014.

- أبو صالح، محم صبحي. (2000). *الطرق الإحصائية*. عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- العامري، م. ع. (2013). *إدارة محافظ الإستثمار*. عمان: إثراء للنشر والتوزيع.
- العيد، م. ص. (2002). *بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق*. مصر: الدار الجامعية.
- القادر، ا. م. (2006). *الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير*. الأردن: دار الفكر.
- حنفي، ع. ا. (2004). *الإستثمار في بورصة الأوراق المالية*. مصر: الدار الجامعية.
- سلام، أ. ا. (2004). *الإستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة*. الأردن: دار المسيرة.
- ضياء مجيد الموسوي. (2003). *البورصات: أسواق رأسمال وأدواتها، الأسهم والسندات*. مصر: مؤسسة شهاب الجامعية.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص. (2005). *أسواق المال: بنوك تجارية، شركات التأمين، شركات الإستثمار*. مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر.
- ككامولا، ه. م. (2003). *الإستثمارات والأسواق المالية*. عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع.
- هندي، م. ا. (1999). *الأوراق المالية وأسواق رأسمال*. مصر: منشأ المعارف.
- السواعي، خ. (2011). *أساسيات القياس الإقتصادي بإستخدام Eviews*. إربد: دار الكتاب الثقافي.
- ضمرة، ي. م. (2014). *سنوات المجد والإنحدار: قراءة تحليلية في أداء بورصة عمان والبورصات العربية والعالمية 2013-2015*. الأردن.
- صبحي، أ. ص. (2000). *الطرق الإحصائية*. عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- محمد صالح الحساوي، جلال إبراهيم العيد. (2002). *بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق*. مصر: الدار الجامعية.
- الروايدة، دراسة تحليلية للأزمة وأثرها على الإقتصاد 2010-2007 لأزمة المالية العالمية، (2010). م. ع. المملكة الأردنية الهاشمية رقم الإيداع لدى دائرة المكتبة الوطنية: عمان، المعدان الأردني.

2-المقالات العلمية.

- لطيف زيود، حسان فيطيم، نغم أحمد فؤاد مكية. (2007). دور افصاح المحاسبي في سوق الوراق المالية في ترشيد قرار الإستثمار. مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية - سلسلة العلوم الإقتصادية والقانونية، المجلد 29 ، صفحة 171.
- محفوظ جبار. (2004). كفاءةالبورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001. مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، العدد الثالث ، صفحة 85.
- محمود السعيد صديق الشحات. (1985). كفاءة سوق الأوراق المالية وبعض آثارها المحاسبية: عرض وتقييم للدليل التجريبي. مجلة البحوث التجارية، جامعة المنصورة ، 137.
- رابح شحماط. (2015). كفاءة الأسواق المالية بين المدخلين: التحليل الأساسي والتحليل الفني. مجلةالتواصل في الإقتصادوالإدارة والقانون، العدد 35 .
- عبد الحسين الجليل، الغالي، حسن شاكر، الشمري. (2015). التحليل الإقتصادي لكفاءة الأسواق المالية دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية. مجلة الغرى للعلوم الإقتصادية والإدارية، العدد 32 .
- محفوظ جبار. (2004). كفاءةالبورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001. مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، العدد الثالث ، صفحة 85.
- الشمري، ع. ا. (2015). التحليل الإقتصادي لكفاءة الأسواق المالية دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية. مجلة الغرى للعلوم الإقتصادية والإدارية، العدد 32 .
- درويش، م. ج. (s.d.). إختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف.9 .
- بورقبة، ش. (2010). دور نظرية الإشارة من الرفع من كفاءة الأسواق المالية مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير. p. 148 ,

3- الرسائل الجامعية

- توفيق محمد الشحات. (2003). دراسة تحليلية لإستخدام المعلومات المحاسبية في تطوير كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة تطبيقية. مصر: أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عين شمس.
- سليم جابو. (2012). تحليل حركة الأسهم في بورصة الأوراق المالية : دراسة حالة الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2001-2010. مذكرة ماجستير، علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
- عبد الواسع الدقاف. (2009-2010). أثر المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية. عنابة، الجزائر: أطروحة دكتوراه.
- محمد براق. (1999). بورصة القيمة المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر. مذكرة دكتوراه غير منشورة . جامعة الجزائر .
- الشحات، ت. م. (2003). دراسة تحليلية لإستخدام المعلومات المحاسبية في تطوير كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة تطبيقية. مصر: أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عين شمس.
- لطرش، س. (2009-2010). كفاءة سوق رأسمال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأسمال العربية .

4- الأنظمة والقوانين والتقارير

- ”دليل الإستثمار في بورصة عمان.“
- (2015) التقرير السنوي السابع عشر .
- (2014) التقرير السنوي السادس عشر .

ثانيا- المراجع باللغة الأجنبية

- Bourbonnais, R. (2005). *Econometrie*. Paris: Dunod.
- Terraza, R. B. (2010). *Analyse des séries temporelles*. Paris: Dunod.
- Bachelier, L. (1990, mars 17). Théorie de la spéculation. *Annales Scientifiques de l'école normale supérieure* www.numdam.org/numdam-bin/qresh , pp. 21-86.
- Philips, S. V. (2002). The Efficient Market hypothesis in trial: A Survey. *Working paper Philadelphia University* .

ثالثا: المواقع الإلكترونية

29, 2018, sur www.exchange.jo. (s.d.). Consulté le 29 ديسمبر 2018, sur https://exchange.jo/sites/default/files/XBRL_0.pdf

www.ase.com.jo. (2016). بورصة عمان.

www.ase.com.jo/ar/Amman Stock Exchange /بورصة عمان

الملاحق

المحلق رقم (1): بيانات الدراسة

الأشهر	المؤشر المالي	مؤشر الخدمات	مؤشر الصناعة	المؤشر العام
31-1-2000	936.6	966.5	963.4	963.8
29-2-2000	911.8	964.9	917.8	932.9
30-3-2000	903.1	939.8	890.1	915.7
27-4-2000	867.6	921.1	857.4	884.1
31-5-2000	853.2	901.3	825.3	861.2
29-6-2000	834.6	959.2	833.4	860.1
31-7-2000	808.0	910.7	765.7	820.2
31-8-2000	782.2	899.8	757.6	799.8
28-9-2000	790.4	902.3	775.7	812.1
31-10-2000	811.0	876.1	783.8	826.4
30-11-2000	809.5	888.2	781.3	824.2
21-12-2000	804.8	915.1	774.2	813.3
31-1-2001	821.4	916.1	776.6	826.6
28-2-2001	831.2	913.1	790.1	837.7
29-3-2001	836.2	919.6	789.1	842.9
30-4-2001	836.0	918.2	755.3	832.3
31-5-2001	868.2	911.0	752.1	844.0
28-6-2001	868.6	934.9	757.8	853.2
31-7-2001	930.2	932.0	768.1	883.1
30-8-2001	976.1	925.2	814.5	924.3
30-9-2001	996.8	926.5	806.7	934.5
31-10-2001	1067.9	934.3	828.1	976.1
29-11-2001	1131.7	949.5	862.6	1023.6
30-12-2001	1130.9	975.7	940.2	1060.6
30-1-2002	1145.3	992.5	992.6	1095.5
28-2-2002	1113.5	1012.7	965.9	1073.6

31-3-2002	1086.2	1008.4	996.9	1078.6
30-4-2002	1036.3	986.8	947.3	1027.7
30-5-2002	1091.9	1026.8	1051.2	1111.1
30-6-2002	1151.1	1089.1	1163.7	1200.0
31-7-2002	1139.4	1057.3	1135.4	1176.4
29-8-2002	1111.8	1016.7	1114.3	1144.7
30-9-2002	1100.6	977.4	1064.6	1105.8
31-10-2002	1069.9	962.5	1029.3	1070.9
28-11-2002	1084.8	977.1	1072.6	1099.6
30-12-2002	1078.6	963.8	1065.3	1090.9
29-1-2003	1099.8	960.8	1086.6	1107.1
27-02-2003	1037.9	921.7	1021.6	1046.3
31-03-2003	1095.7	966.3	1100.6	1115.8
30-04-2003	1172.6	1014.7	1188.2	1193.3
29-5-2003	1221.0	1053.6	1301.9	1268.9
30-6-2003	1293.9	1078.0	1370.3	1327.4
31-7-2003	1542.7	1150.9	1459.1	1478.6
31-8-2003	1695.1	1161.4	1474.6	1536.8
30-9-2003	1793.6	1164.6	1453.0	1565.5
30-10-2003	1776.4	1147.9	1460.3	1556.3
30-11-2003	1954.3	1211.3	1571.0	1684.6
30-12-2003	2101.7	1268.9	1590.3	1761.5
29-1-2004	2343.8	1348.2	1747.9	1938.2
29-2-2004	2267.2	1355.7	1700.7	1894.2
31-3-2004	2145.7	1305.9	1651.7	1810.8
29-4-2004	2147.5	1254.8	1646.4	1792.4
31 -5-2004	2259.1	1295.4	1731.3	1877.4
30 -6 - 2004	2370.4	1305.2	1883.4	1979.1
29-7-2004	2522.1	1347.4	1953.5	2072.1
31-8-2004	2558.7	1336.7	1928.6	2070.2
30 -9-2004	2753.5	1429.3	2001.7	2198.3
31-10-2004	3017.9	1461.0	2119.6	2360.8
30-11-2004	3471.7	1643.1	2291.8	2654.4
29-12-2004	3510.7	1762.0	2344.5	2729.1

31-1-2005	4171.9	1947.1	2476.6	3095.1
28-2-2005	4301.4	2104.0	2603.9	3240.6
31-3-2005	4919.1	2209.8	2727.5	3566.0
28-4-2005	6016.3	2502.4	2883.7	4142.4
31-5-2005	5834.6	2489.0	2850.6	4032.8
30-6-2005	6953.8	2550.4	3071.2	4534.3
31-7-2005	7042.9	2412.0	2861.2	4442.6
31-8-2006	7356.6	2347.3	2984.2	4574.5
29 -9-2005	7094.0	2285.7	3068.9	4507.8
31-10-2005	7141.5	2189.2	2997.7	4461.3
30-11-2005	7665.1	2263.6	2930.1	4668.1
28-12-2005	6733.6	2259.4	2815.6	4259.7
29-01-2006	7044.9	2324.6	2843.6	4419.7
28-02-2006	5852.1	2162.2	2714.1	3844.0
30-03-2006	5423.8	2127.0	2742.9	3637.7
27-04-2006	5754.2	2217.4	2666.2	3783.1
31-05-2006	5709.9	2118.2	2590.6	3716.6
29-06-2006	4803.1	1940.9	2401.5	3202.3
31-07-2006	4838.9	1940.5	2388.0	3218.5
31-08-2006	5135.5	1960.2	2468.0	3369.4
28-09-2006	4982.0	1931.6	2471.5	3279.4
31-10-2006	5073.0	1901.8	2423.3	3305.6
30-11-2006	4591.5	1828.7	2338.5	3044.4
27-12-2006	4486.3	1833.1	2372.3	3013.7
31 -1-2007	4846.0	1987.3	2510.3	3256.2
28 -02-2007	5036.1	2137.4	2620.5	3408.5
29 -03-2007	4819.6	2084.5	2557.0	3274.0
30 -04-2007	4609.6	2053.9	2511.4	3155.8
31 -05-2007	4578.1	2057.0	2484.7	3133.0
28 -06-2007	4586.9	2154.8	2539.4	3172.8
30 -07-2007	4440.1	2146.0	2516.9	3100.2
30 -08-2007	4340.3	2057.9	2449.2	3022.1
30 -09-2007	4515.8	2043.7	2507.2	3108.2
31 -10-2007	5007.5	2176.9	2779.7	3447.9

29 -11-2007	5008.9	2209.8	2724.2	3443.8
30 -12-2007	5131.0	2460.3	3097.7	3675.0
29 -1-2008	5258.7	2659.5	3197.9	3835.0
28 -2-2008	5237.0	2808.1	3673.0	3987.9
31 -3-2008	4997.1	2850.3	3842.6	3925.6
30 -4-2008	5054.7	3085.3	4341.1	4145.7
30 -6-2008	5560.9	3366.7	5660.0	4772.2
31 -7-2008	5573.8	3070.1	5406.9	4629.5
31 -8-2008	5450.2	2950.1	4735.6	4370.7
9/29/2008	5093.5	2717.4	4423.9	4073.8
30-10-2008	4352.2	2157.7	2917.4	3172.1
30-11-2008	3735.1	1996.2	2606.0	2767.2
30-12-2008	3609.1	2025.6	2736.0	2758.4
29-1-2009	3524.2	1949.1	2746.1	2704.0
26-02-2009	3447.2	1859.5	2629.4	2616.4
31-03-2009	3447.2	2044.7	2788.7	2708.1
30-04-2009	3572.3	2029.4	2672.0	2736.5
5/31/2009	3619.3	2032.9	3117.8	2864.6
30-06-2009	3407.9	2052.6	2935.3	2735.2
30-07-2009	3209.0	1984.6	2885.1	2618.8
31-08-2009	3117.2	1972.6	2868.1	2564.5
30-09-2009	3389.6	2029.1	2791.9	2688.2
29-10-2009	3257.0	2077.0	2656.0	2615.9
25-11-2009	3135.0	2111.8	2721.2	2583.5
30-12-2009	3026.8	2107.9	2738.8	2533.5
31-1-2010	3011.6	2097.2	2752.4	2525.1
28-2-2010	2972.1	2051.5	2659.6	2470.9
31-3-2010	3029.2	2100.2	2685.4	2517.7
29-4-2010	3166.1	2042.6	2734.8	2575.5
31-5-2010	2947.0	1969.1	2531.5	2401.6
30-6-2010	2871.3	1932.8	2483.5	2348.6
29-7-2010	2876.0	1944.5	2422.7	2334.8
31-8-2010	2756.9	1928.4	2329.9	2249.0
30-9-2010	2818.4	1967.2	2389.4	2306.5

31-10-2010	2853.3	1939.6	2469.0	2335.6
30-11-2010	2884.2	1922.3	2490.1	2354.6
29-12-2010	2911.7	1897.2	2576.6	2373.6
31-1-2011	2906.0	1895.2	2568.4	2373.8
28-2-2011	2739.2	1866.7	2427.5	2251.7
31-3-2011	2699.9	1776.7	2293.3	2175.6
28-4-2011	2731.5	1770.1	2360.5	2198.0
31-5-2011	2740.9	1718.9	2285.8	2159.8
30-6-2011	2655.0	1677.7	2219.0	2093.5
31-7-2011	2635.5	1653.7	2256.9	2082.8
29-8-2011	2608.1	1608.0	2197.2	2036.4
29-9-2011	2549.0	1560.7	2144.8	1991.6
31-10-2011	2519.8	1654.2	2154.6	2018.2
30-11-2011	2439.3	1635.6	2101.8	1964.2
28-12-2011	2443.9	1693.7	2149.9	1995.1
31-1-2012	2384.1	1660.8	2087.8	1946.6
29-2-2012	2412.3	1636.4	2128.1	1959.8
30-4-2012	2468.1	1621.3	2123.8	1981.2
31-5-2012	2322.0	1547.6	2046.5	1874.5
28-6-2012	2333.2	1558.6	2047.4	1882.1
31-7-2012	2287.0	1531.3	2041.4	1852.5
30-8-2012	2358.9	1557.3	2150.7	1924.0
30-9-2012	2320.1	1567.5	2137.9	1902.7
31-10-2012	2307.8	1632.4	2136.6	1917.9
29-11-2012	2320.4	1621.0	2178.0	1929.3
30-12-2012	2363.6	1651.1	2176.6	1957.6
31-1-2013	2481.8	1673.9	2275.6	2045.7
28-02-2013	2507.0	1685.7	2211.1	2042.4
31-03-2013	2589.6	1711.5	2263.4	2101.4
30-04-2013	2441.9	1633.6	2190.4	1998.1
30-05-2013	2469.9	1632.3	2214.9	2017.5
30-06-2013	2440.6	1606.1	2135.5	1980.5
31-07-2013	2440.3	1557.7	2095.6	1956.5
29-08-2013	2393.1	1488.8	1929.4	1875.0

30-09-2013	2413.4	1542.4	1723.0	1850.6
31-10-2013	2542.5	1597.8	1921.3	1969.3
28-11-2013	2648.5	1607.8	1952.3	2022.6
31-12-2013	2703.9	1664.8	1964.9	2065.8
30-1-2014	3022.1	1659.8	1996.2	2207.0
27-2-2014	3035.3	1632.9	1874.1	2178.2
31-3-2014	2974.5	1621.4	1875.8	2148.9
30-4-2014	2944.3	1561.8	1904.6	2124.2
29-5-2014	2959.2	1590.6	1856.5	2130.9
30-6-2014	2891.7	1635.2	1837.4	2113.0
27-7-2014	2914.1	1649.9	1888.8	2136.6
31-8-2014	2907.0	1635.5	1902.1	2131.9
30-9-2014	2892.9	1647.1	1852.1	2115.0
30-10-2014	2889.8	1655.0	1827.3	2106.1
30-11-2014	2901.2	1744.3	1785.6	2132.5
31-12-2014	2920.9	1794.8	1852.0	2165.5
29-01-2015	2944.7	1771.7	1840.0	2169.6
26-02-2015	2984.9	1823.0	1827.7	2195.5
31-03-2015	2890.5	1785.9	1771.5	2135.4
29-04-2015	2845.7	1769.9	1818.6	2115.5
31-05-2015	2888.1	1862.7	1880.8	2183.6

المصدر : <http://www.exchange.jo>

الملحق رقم (2): إختبار التوزيع الطبيعي للمؤشر العام

Empirical Distribution Test for FG
Hypothesis: Normal
Date: 05/11/19 Time: 10:00
Sample (adjusted): 2000M01 2015M10
Included observations: 190 after adjustments

Method	Value	Adj. Value	Probability
Lilliefors (D)	0.125865	NA	0.0000
Cramer-von Mises (W2)	0.551857	0.553310	0.0000
Watson (U2)	0.498349	0.499661	0.0000
Anderson-Darling (A2)	3.306941	3.320201	0.0000

Method: Maximum Likelihood - d.f. corrected (Exact Solution)

Parameter	Value	Std. Error	z-Statistic	Prob.
MU	2271.770	72.47344	31.34625	0.0000
SIGMA	998.9775	51.38186	19.44222	0.0000
Log likelihood	-1581.377	Mean dependent var.		2271.770
No. of Coefficients	2	S.D. dependent var.		998.9775

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews.9

الملحق رقم (3) : إختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر القطاع المالي

Empirical Distribution Test for FF
Hypothesis: Normal
Date: 05/11/19 Time: 09:58
Sample (adjusted): 2000M04 2015M11
Included observations: 188 after adjustments

Method	Value	Adj. Value	Probability
Lilliefors (D)	0.169611	NA	0.0000
Cramer-von Mises (W2)	0.834670	0.836889	0.0000
Watson (U2)	0.749399	0.751392	0.0000
Anderson-Darling (A2)	4.567637	4.586150	0.0000

Method: Maximum Likelihood - d.f. corrected (Exact Solution)

Parameter	Value	Std. Error	z-Statistic	Prob.
MU	3011.580	116.6397	25.81951	0.0000
SIGMA	1599.283	82.69695	19.33908	0.0000
Log likelihood	-1653.195	Mean dependent var.	3011.580	
No. of Coefficients	2	S.D. dependent var.	1599.283	

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews.9

الملحق رقم (4) : إختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر قطاع الخدمات

Empirical Distribution Test for FS				
Hypothesis: Normal				
Date: 05/11/19 Time: 10:04				
Sample (adjusted): 2000M01 2015M11				
Included observations: 191 after adjustments				
Method	Value	Adj. Value	Probability	
Lilliefors (D)	0.093435	NA	0.0003	
Cramer-von Mises (W2)	0.320996	0.321836	0.0002	
Watson (U2)	0.319536	0.320372	0.0001	
Anderson-Darling (A2)	2.537310	2.547430	0.0000	
Method: Maximum Likelihood - d.f. corrected (Exact Solution)				
Parameter	Value	Std. Error	z-Statistic	Prob.
MU	1670.961	37.26606	44.83868	0.0000
SIGMA	515.0272	26.42034	19.49359	0.0000
Log likelihood	-1463.163	Mean dependent var.	1670.961	
No. of Coefficients	2	S.D. dependent var.	515.0272	

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews.9

الملحق رقم (5): إختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر الصناعة

Empirical Distribution Test for FI

Hypothesis: Normal

Date: 05/11/19 Time: 10:07

Sample (adjusted): 2000M04 2015M11

Included observations: 188 after adjustments

Method	Value	Adj. Value	Probability
Lilliefors (D)	0.082454	NA	0.0034
Cramer-von Mises (W2)	0.292472	0.293250	0.0004
Watson (U2)	0.286917	0.287680	0.0002
Anderson-Darling (A2)	2.494838	2.504950	0.0000

Method: Maximum Likelihood - d.f. corrected (Exact Solution)

Parameter	Value	Std. Error	z-Statistic	Prob.
MU	2093.547	60.95465	34.34598	0.0000
SIGMA	835.7681	43.21654	19.33908	0.0000
Log likelihood	-1531.190	Mean dependent var.	2093.547	
No. of Coefficients	2	S.D. dependent var.	835.7681	

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews.9

الملحق رقم (6): نتائج إختبار نسبة التباين في حالة عدم تجانس التباين

عدد فترات الابطاء المستخدمة في تشكيل نسبة التباين (q)								المؤشرات
Prob	16	Prob	8	Prob	4	Prob	2	
						0.0230	2.758644	المؤشر العام
0.0655	1.841503	0.0058	2.758644	0.0079	2.655013		1.711867	
	1.956757		2.028082		1.636657	0.0869	1.225035	
						0.0408	2.563878	مؤشر القطاع المالي
0.0428	2.025704	0.0104	2.563873	0.0669	1.832245	0.3901	0.859387	
	2.209159		2.049142		1.470105		1.101058	
						0.0054	3.203664	مؤشر القطاع الخدمات
0.3633	0.909161	0.0152	2.428522	0.0014	3.203664	0.0172	2.382457	
	1.512834		1.445553		1.838387		1.355812	
						0.2847	1.748743	مؤشر القطاع الصناعي
0.8909	0.137183	0.5754	0.560189	0.0803	1.748743	0.0932	1.678939	
	0.894440		1.315017		1.567840		1.262686	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9

الملحق رقم (7): نتائج إختبار نسبة التباين في حالة تجانس التباين

عدد فترات الإبطاء المستخدمة في الشكل نسبة التباين (q)								المؤشرات
Prob	16	Prob	8	Prob	4	Prob	2	
0.0028	2.988212	0	4.779023	0	4.678456	0.0020	3.093715	المؤشر العام=4,779023
	1.956757		2.028282		1.636657		1.225035	Prob=0 29.09056
0.0002	3.786511	0	4.888855	0.0005	3.463682	0.1636	1.392989	المالي
	2.209159		2.049142		1.470105		1.101058	4.888855
								Prob=0 29.95690
0.1083	1.605952	0	4.7639136	0	6.177135	0	4.904532	الخدمات
	1.512834		1.995553		1.838387		1.355812	6.177135
								Prob=0 53.22947
						0.0001	4.183781	الصناعة
						0	3.672351	
0.7440	0.330563	0.1421	1.467935	0	4.183781	0.003	3.620883	
	0.894440		1.315617		1.567840		1.262686	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برمجية Eviews9