

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -  
كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية  
قسم علوم اقتصادية



مذكرة بعنوان:

## إختبار كفاءة السوق المالي

دراسة حالة بورصة قطر خلال الفترة الممتدة من 2011-2017

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية.  
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي.

تحت إشراف:

د. نور الدين بن شوفي

من إعداد:

✓ زهرة لبيض  
✓ سهام بوخروفة

السنة الجامعية: 2018/2017م

# شكر وتقدير

قال تعالى: "لئن شكرتم لأزيدنكم"

الحمد لله الذي أنعم علينا بنعمة العقل وأرشدنا إلى طريق العلم وهدانا دوماً إلى ما فيه الصلاح والثبات وجعل من الصعب هين وأمدنا بتوفيق منه لإتمام هذا العمل، له وحده جل جلاله حمداً يليق بجلال وجهه وفضله علينا وعلى الناس أجمعين.

ألفه شكر إلى من قيل فيهم " من علمني حرفاً صرفت له عبداً"

جميع الأساتذة الذين ساهموا في تكويننا طيلة مشوارنا الدراسي، وألفه شكر إلى الأستاذ المشرف بن شوقي نور الدين الذي نكن له فائق التقدير والإحترام ونتمنى له دوام الصحة والعافية ومزيداً من التآلق والنجاح.

إلى الذين كانوا عوناً لنا في بحثنا هذا ونورا يضيء الظلمة التي كانت تقف أحياناً في طريقنا وبقاوة إمتنان وعرفان إلى كل من ساعدنا في إعداد هذه الدراسة ولو بكلمة طيبة.

# فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
	شكر وتقدير
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول والأشكال
أ - هـ	المقدمة العامة .....
	<b>الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي</b>
7	تمهيد .....
8	المبحث الأول: عموميات حول السوق المالي.....
8	المطلب الأول: نشأة السوق المالي وتطورها.....
9	المطلب الثاني: مفهوم السوق المالي.....
11	المطلب الثالث: وظائف ومقومات السوق المالي.....
13	المطلب الرابع: أنواع السوق المالي.....
19	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....
19	المطلب الأول: أدوات الملكية.....
21	المطلب الثاني: أدوات الدين.....
24	المطلب الثالث: المشتقات المالية.....
30	المبحث الثالث: تنظيم تداول الأوراق المالية.....
30	المطلب الأول: الوسطاء الماليون.....
33	المطلب الثاني: العمليات المرتبطة بالأسواق المالية.....
35	المطلب الثالث: الأوامر في السوق المالي.....
38	خلاصة الفصل .....

	<b>الفصل الثاني: مدخل إلى كفاءة السوق المالي .....</b>
40	تمهيد .....
41	المبحث الأول: مفاهيم متعلقة بكفاءة السوق المالي .....
41	المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالي .....
44	المطلب الثاني: متطلبات كفاءة السوق المالي .....
45	المطلب الثالث: أنواع كفاءة السوق المالي .....
48	المبحث الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي .....
49	المطلب الأول: فرضية المستوى الضعيف .....
50	المطلب الثاني: فرضية المستوى شبه الضعيف .....
51	المطلب الثالث: فرضية المستوى القوي .....
53	المبحث الثالث: تحليل الأوراق المالية ومؤشرات حول السوق المالية .....
53	المطلب الأول: التحليل الأساسي للأوراق المالية .....
55	المطلب الثاني: التحليل الفني للأوراق المالية .....
67	المطلب الثالث: مؤشرات قياس أداء السوق المالية .....
71	خلاصة الفصل .....
	<b>الفصل الثالث: تقييم كفاءة سوق قطر للأوراق المالية للفترة (2011-2017) .....</b>
73	تمهيد .....
74	المبحث الأول: بطاقة تعريفية لبورصة قطر .....
74	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق قطر للأوراق المالية .....
75	المطلب الثاني: خصائص سوق قطر للأوراق المالية .....
76	المطلب الثالث: تنظيم سوق قطر للأوراق المالية .....
81	المطلب الرابع: الواقع العملي لسوق قطر للأوراق المالية .....

84	المبحث الثاني: تحليل مستوى كفاءة سوق قطر للأوراق المالية.....
84	المطلب الأول: اختبار كفاءة سوق رأس المال باستخدام مؤشرات السوق.....
92	المطلب الثاني: اختبار كفاءة سوق رأس المال بطريقة الأنماط الطارئة.....
96	المطلب الثالث: اختبار كفاءة سوق رأس المال بالاعتماد على المتغيرات الاقتصادية الكلية.....
106	خلاصة الفصل.....
108	الخاتمة العامة.....
114	قائمة المراجع.....
	الملاحق.....
	الملخص.....

# قائمة الجداول والأشكال

أولاً: قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	مستويات كفاءة السوق المالي	52
02	أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والفني	66-64
03	الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2011-2017	87
04	تطور قيم التداول في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2011-2017	88
05	تطور رأس المال السوقي في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2011-2017	91
06	تطور مؤشر إغلاق سوق قطر للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2011/01/31 إلى غاية 2017/12/31	95-93
07	تطور مؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل التضخم للفترة من 2011 إلى 2017	98
08	نتائج اختبار بيرسون لمؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل التضخم	98
09	تطور مؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل الناتج المحلي الإجمالي للفترة من 2011 إلى 2017	100
10	نتائج اختبار بيرسون لمؤشر سوق قطر للأوراق المالية و معدل الناتج المحلي الإجمالي	101
11	تطور مؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل الخصم للفترة من 2011-2017	103
12	نتائج اختبار بيرسون لمؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل الخصم	103



105	نتائج معامل الارتباط بين مؤشر السوق و المتغيرات الاقتصادية الكلية	13
-----	---	----

ثانيا: قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الأشكال	الرقم
18	أنواع السوق المالي	01
35	أشكال العمليات في السوق المالي	02
52	طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للكفاءة	03
57	التدفق التدريجي للمعلومات	04
85	تطور مؤشر قطر للأوراق المالية من 2011-2017	05
89	تطور قيم التداول في سوق قطر	06
90	تطور معدل دوران الأسهم في سوق قطر من سنة 2011-2017	07

# المقدمة

## المقدمة

تسعى كل دولة من خلال النظام الاقتصادي الذي تتبناه إلى تحقيق التنمية الاقتصادية والاستقلال الاقتصادي ، وبالتالي رفع مستوى معيشة الأفراد ،ولا يمكن تحقيق ذلك إلا بالتخلص من المشاكل التي تواجهها والتي من أهمها مشكلة التمويل، وتعتبر السوق المالية آلية مهمة في هذا المجال يتم من خلالها انتقال الأموال بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي الراغبين في توظيف هذه الأموال ، لذا فإن السوق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز وذلك من خلال المنشأة المالية والأدوات المالية العديدة والمتنوعة التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات والمشتقات المالية.

لقد أصبحت مسألة زيادة الرفاه الاقتصادي من خلال تبني خيار التمويل عن طريق الأسواق المالية تتوقف على الكفاءة السوقية ودورها في تنمية وتخصيص الاستثمارات ،ولا يمكن أن تؤدي السوق المالية الدور الفعال لها إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة التي تساهم في التقييم الجيد للشركات المدرجة، هذا التقييم يسمح باتخاذ القرار الاستثماري الرشيد المبني على تحليل المعلومات المتوفرة والبيانات المتاحة للمستثمر، وبعد السوق المالي كفاء إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة سواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالأحداث التاريخية ، الحالية أو المستقبلية عامة أو خاصة، كما يجب توفر عدد من المتعاملين الذين يتصفون بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم ،كما يتمتع السوق الكفاء بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للمتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق ،مما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالية ،وفي ظل السوق الكفاء يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية ،حيث تتجه صعودا مع الأنباء السارة وهبوطا مع الأنباء السيئة التي تصل إلى السوق فجأة وبدون سابق إنذار، وتسمح المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين بالحصول على تلك المعلومات فلن يتمكن أي منهم تحقيق السبق في الحصول على المعلومات أو تحليلها ومن ثم فلن تتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

## ❖ إشكالية الدراسة:

ونظرا لأهمية قياس مدى كفاءة السوق المالي لما ذلك من تبعات على القرارات الاستثمارية بهقمنا بدراسة سوق قطر للأوراق المالية كونه يعد من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج ،حيث تعتبر سوقا

جاذبا للاستثمارات الأجنبية كما أنها تتسم بديناميكية كبيرة تعكس السعي الحثيث من أجل تحويل هذا السوق المالي سوقا عالميا، محاولين الإجابة على الإشكالية التالية:

**ما مدى كفاءة سوق قطر للأوراق المالية ؟**

❖ **التساؤلات الفرعية:**

يتفرع عن التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- ما مدى تأثير توفر المعلومات في السوق المالي على كفاءته؟

- هل هناك علاقة ارتباط بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر السوق المالي لقطر؟

❖ **فرضيات الدراسة:**

وعليه يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- يتأثر مؤشر سوق قطر للأوراق المالية في التغير الحاصل في المتغيرات الاقتصادية الكلية ؛

- يكون سوق قطر للأوراق المالية كفاء عندما تنعكس المعلومات المتوفرة في السوق على أسعار الأوراق المالية وبذلك تتحرك هذه الأخيرة بصفة عشوائية.

❖ **دوافع اختيار الموضوع:**

لقد تم اختيارنا لهذا الموضوع نظرا لأهميته بالإضافة لعدة أسباب منها:

- كون الموضوع ضمن التخصص :اقتصاد نقدي وبنكي؛

-إلقاء نظرة على السوق المالي ومعرفة ما يدور فيه؛

- التعرف على العوامل المحددة لكفاءة السوق المالي القطري؛

- اعتبار الأسواق المالية مصدر أساسي لتمويل الاقتصاد.

❖ **أهداف الدراسة:**

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق الأغراض التالية:

- معرفة آلية عمل السوق المالي؛

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب المتعلقة بالأسواق المالية؛

- معرفة الشروط الواجب توفرها في السوق المالي الكفاء؛

- اختبار مدى كفاءة سوق قطر للأوراق المالية.

## ❖ أهمية الدراسة:

تلعب الأسواق المالية دورا بارزا في تمويل اقتصاديات الدول خاصة في السنوات الأخيرة، وقد استمدت هذه المكانة البارزة في زيادة ثقة المستثمرين فيها، كما تتضاعف هذه الثقة عندما تكون أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات المتاحة و المتوفرة وهو ما يطلق عليه بالكفاءة.

كما تكمن أهميتها أيضا في تعبئة المدخرات وإعادة توظيفها في استثمارات جديدة وبالتالي إقامة تنمية اقتصادية، والعموم فالأسواق المالية تشكل أهمية بالغة سواء كان ذلك على مستوى الدول المتقدمة أو الدول النامية .

- إن دراسة هذا الموضوع أصبح محل استقطاب الكثير من الباحثين نظرا لأهميته البالغة.

- دراسة كفاءة السوق المالي تسمح بإلقاء نظرة شاملة على كيفية عمله.

## الدراسات السابقة:

تناولت العديد من الدراسات موضوع كفاءة السوق المالي ولعل أهم الدراسات التي وقعت بين أيدينا هي:

❖ محمد يوسف عنتر الفالوجي: "اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف-دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة 2014-2015"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل تخصص محاسبة، كلية التجارية، الجامعة الإسلامية غزة سنة 2007 وكانت إشكالية كما يلي :

هل سوق فلسطين للأوراق المالية كفاء عند المستوى الضعيف؟

وقد كانت نتائج هذه الدراسة كما يلي :

-تحركات أسعار الأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية للسوق خلال السنتين 2004-2005 معا أوكل على حدى لم تكن هناك أي شركة تخضع أسهمها لخصائص التوزيع الطبيعي وهذا يعني عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف؛

-تحركات أسعار الأسهم وكذلك قيم الإغلاق الأسهم خلال السنتين 2004-2005 أولا كلا على حدى ثم بشكل فردي أن تحركات أسعار الإغلاق الأسهم تحركات غير عشوائية أي تحركات منتظمة و المستثمر في هذه الحالة يستطيع من خلال تتبع أسعار الأسهم وفقا للمعلومات التاريخية أن يتوقع الأسعار المستقبلية لأن تحركاتها غير عشوائية و بالتالي تحقق أرباح غير عادية.

❖ **فزة ياسمين:** "كفاءة الأسواق المالية -دراسة حالة مؤشر سوق دبي المالي من الفترة 2014/03/05 إلى 2016/05/04"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات ماستر في علوم التسيير، تخصص إدارة العمليات والإنتاج، جامعة الطاهر مولا سعيدة سنة 2015-2016 وقد تم صياغة الإشكالية كما يلي:

هل يتمتع سوق دبي المالي بالكفاءة عند المستوى الضعيف؟

وكانت نتائج هذه الدراسة كما يلي :

سوق دبي المالي كفاء عند المستوى الضعيف لأن المستثمر لا يستطيع إيجاد نمط معين لمعرفة السعر المستقبلي للأسهم المدروسة.

❖ **لطرش سميرة:** "كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة 2009-2010، وقد تم صياغة الإشكالية كما يلي:

هل هناك أثر لكفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم ؟

حيث كانت نتائج هذه الدراسة كما يلي:

-بورصة عمان وسوق الأسهم السعودي وسوق الكويت للأوراق المالية هي أسواق كفئة في مستواها الضعيف لأن التغير في مؤشر السوق كان عشوائيا و تبين أن بورصة مصر وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ليست كفئة في صيغتها الضعيفة لأن التغيرات المتتالية في مؤشر السوق غير مستقلة عن بعضها البعض؛ -الأسواق محل الدراسة غير كفئة في صيغتها المتوسطة وذلك لعدم وجود ارتباط حقيقي بين كل من معدل التضخم والبطالة ومعدل النمو و الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر السوق وأن أسعار الأسهم لا تستجيب للتغيرات في العوامل الاقتصادية وهذا يعكس عدم كفاءة السوق.

❖ **منهج الدراسة:**

المنهجية المتبعة في الدراسة تتمثل في المنهج الوصفي في الجانب النظري المتبع في الدراسات المتعلقة بتقديم عام حول السوق المالي وكفاءته، أما الجانب التطبيقي فقد اعتمدنا على المنهج التحليلي من أجل اختبار مدى كفاءة السوق المالي القطري.

❖ **هيكل الدراسة:**

لغرض الإجابة عن الإشكالية المطروحة في البحث والأسئلة المتفرعة ومن أجل الإلمام بمختلف الجوانب التي تتعلق بموضوع الدراسة سوف نقوم بتقسيم العمل بالطريقة التالية:

📌 **الجانب النظري:** ينقسم إلى فصلين:

- الفصل الأول تحت عنوان: مفاهيم عامة حول السوق المالي حيث ينقسم إلى ثلاث مباحث نتناول في المبحث الأول عموميات حول السوق المالي أما في المبحث الثاني سوف نتطرق إلى الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية و نتطرق في المبحث الثالث إلى تنظيم تداول الأوراق المالية.
  - الفصل الثاني تحت عنوان: مدخل إلى كفاءة السوق المالي وينقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث حيث نتناول في المبحث الأول مفاهيم متعلقة بكفاءة السوق المالي ،أما المبحث الثاني فيتمثل في الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي ،و المبحث الثالث نتطرق فيه إلى تحليل الأوراق المالية ومؤشرات حول السوق المالية.
- ✚ الجانب التطبيقي :

انحصر الجانب التطبيقي في الفصل الثالث الذي جاء تحت عنوان 'تقييم كفاءة سوق قطر للأوراق المالية للفترة (2011-2017) حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى بطاقة تعريفية لسوق قطر للأوراق المالية أما المبحث الثاني فنقوم فيه بتحديد مستوى كفاءة سوق قطر للأوراق المالية.

#### ❖ حدود الدراسة:

لدراسة أي موضوع لابد من تحديد مجال وحدود الدراسة وهو الإطار الزمني والمكاني لها.

- الحدود الزمانية: هي أسعار الإغلاق لمؤشر سوق قطر للأوراق المالية في الفترة الممتدة من 2011/01/31 إلى غاي 2017/ 12/31.

- الحدود المكانية: هي سوق قطر للأوراق المالية.

#### ❖ صعوبات الدراسة:

-عدم الافصاح عن الاحصائيات الرسمية.

- ضيق الوقت لم يسمح لنا بالتوسع أكثر في الموضوع واستخدام المزيد من المؤشرات الإحصائية في الدراسة.



الفصل الأول:

# مفاهيم عامة حول السوق المالي

المبحث الأول: عموميات حول السوق المالي.

المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: تنظيم تداول الأوراق المالية.

### تمهيد:

تمول الحياة الاقتصادية اليوم بشكل كبير بالسوق المالية، و هذه السوق بمثابة مرآة عاكسة للأوضاع الاقتصادية للدولة، حيث تلعب دور الوسيط بين وحدات الفائض و وحدات العجز .  
وقيام السوق المالية يقتضي توفر مجموعة من الشروط حتى تؤدي دورها في جميع المجالات من ظروف اقتصادية جذابة، واستقرار الأوضاع السياسية، إضافة إلى توفر نوع خاص من السلع وهي أدوات الدين وأدوات الملكية والمشتقات المالية وعدد من المتعاملين كالوسطاء الذين يدخلون هذا السوق من خلال إصدار أوامر البيع والشراء للأدوات المالية.

و عليه قمنا بتقسيم هذا الفصل على النحو التالي:

- المبحث الأول: عموميات حول السوق المالي.
- المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي.
- المبحث الثالث: تنظيم تداول الأوراق المالية.

### المبحث الأول: عموميات حول السوق المالي

تبرز أهمية السوق المالي في كافة الدول الحالية، سواء كانت دول متقدمة أو نامية، وتتسع عمليات التعامل في هذه الأسواق نتيجة الحاجة إلى التمويل الذي تسهم هذه الأسواق بتوفيره من ناحية، ونتيجة لتوفير موارد مالية يتم استخدامها من خلال هذه السوق للحصول على عائد من ناحية أخرى.

#### المطلب الأول: نشأة السوق المالي و تطورها

مرت فكرة السوق المالي في نشأتها بجملة من المراحل و هي:<sup>1</sup>

- **المرحلة الأولى:** و هذه المرحلة تمثل بدايات مراحل تطور السوق المالية النقدية، والتي تتضمن وجود عدد محدود من البنوك الخاصة والصرافة؛
- **المرحلة الثانية:** و هي المرحلة التي ارتبطت بالتطور الذي تحقق في المرحلة الأولى، حيث أن ظهور البنوك و الصيرافة فرض الحاجة إلى ظهور السلطات النقدية المركزية (البنوك المركزية)، من أجل العمل على تنظيم عمل المصارف التجارية والسيطرة عليها وتوجيهها بعد أن كانت هذه المصارف حرة في المرحلة الأولى؛
- **المرحلة الثالثة:** تميزت هذه المرحلة بظهور البنوك المتخصصة في الإقراض في متوسط الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات؛
- **المرحلة الرابعة:** تميزت هذه المرحلة بتنوع وتوسع الوسائل والأدوات الجديدة المستخدمة في السوق المالية و النقدية، وبشكل خاص الأوراق المالية والنقدية كشهادات الإيداع القابلة للتداول وغيرها، وهذا دليل على بداية ارتباط السوق النقدية بالسوق المالية؛
- **المرحلة الخامسة:** تضمنت هذه المرحلة استمرار الاندماج بين السوق المالية والسوق النقدية، سواء كانت محلية أو دولية، نتيجة زيادة العلاقات الاقتصادية بين الدول وزيادة ارتباط هذه الأسواق ببعضها البعض.

<sup>1</sup>- فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى، جدار للكتاب العالمي للنشر، عمان، الأردن، 2006، ص: 18.

### المطلب الثاني: مفهوم السوق المالي

سنتناول في هذا المطلب عرض تعريف السوق المالي، كما أننا سنقوم بإبراز أهميته في المجال التمويلي والاقتصادي.

#### أولاً: تعريف السوق المالي

يتضمن السوق المالي مجموعة من التعاريف نذكر منها:

- عادة ما ينصرف سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية، أي الأسهم والسندات، و هذا هو المفهوم الضيق لسوق المال، ويطلق عليه مصطلح البورصات، وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الإقراض طويل الأجل، غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يعني أن سوق المال يتكون من شقين أساسيين هما سوق رأس المال وسوق النقد<sup>1</sup>.

- كما يعرف أيضا بأنه مكان التقاء بين عارضي رؤوس الأموال طويلة الأجل والطالبيين لها، و ذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية<sup>2</sup>.

- كما يمكن أن يعرف أيضا بأنه حلقة الوصل بين القطاعات المختلفة في المجتمع (المدخرين و المنتجين) وتقوم بتأدية وظائفها الأساسية بنقل الأموال الفائضة (المدخرات) إلى القطاعات التي لديها عجز<sup>3</sup>.

- كما يعرف أيضا على أنه سوق التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، في المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون بهذه الأوراق في إطار منظم<sup>4</sup>.

#### ثانياً: أهمية السوق المالي

تكمن أهمية السوق المالي في أمور متعددة نذكر منها:

<sup>1</sup>- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان، الأردن، 1998، ص: 124.

<sup>2</sup>- جمال لعامرة، حذة رايس، تحديات السوق المالي الإسلامي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، يومي 21-22 نوفمبر 2006، ص: 3.

<sup>3</sup>- محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، نقود و مالية، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر (غير منشورة)، 1998-1999، ص: 42.

<sup>4</sup>- JCQUILANT.BERTRAND,SOLINIQUE.BRUNO,marchés financiers :gestion de porte feuilles et des risques , Edition Dunad,4<sup>ème</sup> édition, paris,2002,p7.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي.

- نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية، حيث تعرض أسهم و سندات و أدوات مالية أخرى يصدرها مستثمرون (أو وسطائهم) بغرض تمويل مشروعات معينة؛
- تعبئة الموارد المالية و تحفيز المدخرين وذلك عندما تمارس السوق المالية دورا فاعلا في رفع عوائد المدخرات التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال اكتتاب الأسهم و السندات؛
- يعتبر السوق المالي مجالا واسعا لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر و المؤسسات و الحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية؛
- يربط السوق المالي النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل؛
- يمكن للسوق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة، وذلك من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات وبيان احتياجات هذه الشركات وتحديد أفضل الأدوات وأنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات؛
- ضمان التوازن من خلال الحفاظ على النمو المستقر لجانب هام من عوائد الأدوات الاستثمارية والذي يمكن تحقيقه من خلال عمليات التحوط التي تمارسها إدارة السوق المالية وخاصة عند توجيه حركات المضاربة والحد من المبالغة في حركات الأسعار؛
- تعد السوق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسة الاستثمارية في الاقتصاد؛
- إن إلزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل في ردهات السوق يضمنان إلى حد بعيد مناخا استثماريا يتسم بالشفافية<sup>1</sup>.

### ثالثا: خصائص السوق المالي

- السوق المالي تتميز بمجموعة من الخصائص نذكر منها<sup>2</sup>:
- تتسم السوق المالية بتداول الأدوات المالية، هذا الأمر أكسبها أهمية بالغة خاصة من الناحية التمويلية للمشروعات الإنتاجية قيد التأسيس أو القائمة التي تحتاج إلى السيولة الكافية المرتبطة بفترات السداد المناسبة؛

<sup>1</sup>- هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 85-86.

<sup>2</sup>- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص:15.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي.

- تتسم السوق المالية بعوائد مرتفعة نسبياً، و بذلك استقطبت على اهتمام المستثمرين بهدف الحصول على فوائد أكبر من خلال فروق الأسعار؛
- على الرغم من أن الأدوات التمويلية للسوق المالية ذات عوائد كبيرة نسبياً خاصة أسواق رأس المال، إلا أنها تتسم بدرجات مخاطرة عالية جداً مقارنة بالسوق النقدية، و ذلك لكون الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل مما يولد مخاطر سعرية سوقية و تنظيمية.

### المطلب الثالث: وظائف و مقومات السوق المالي

تؤدي السوق المالية مجموعة من الوظائف كما تقوم على مجموعة من المقومات يمكن أن نذكر منها مايلي:

#### أولاً: وظائف السوق المالي

- حيث يمكن تفصيل الوظائف التي يقوم بها السوق المالي في هذا المجال الاقتصادي المهم كما يلي:<sup>1</sup>
- 1- **تشجيع الادخار:** تشجيع الأفراد و المؤسسات على الادخار، و ذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم و السندات وغيرها من أدوات التعامل في السوق المالية للحصول على مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائم؛
  - 2- **المحافظة على الثروة و تنميتها:** إن الأسهم و السندات و غيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في السوق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة (أو القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل ليتم بيعها، لاسيما أن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن، بل إنها تولد أرباحاً و بذلك فإنها تساعد على نمو الثروة؛
  - 3- **تسهيل الحصول على السيولة:** إن السوق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز عند الحاجة؛
  - 4- **تسهيل الحصول على الائتمان:** و هو اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل، حيث تتيح السوق المالية أدوات متعددة للائتمان؛
  - 5- **تسهيل المدفوعات:** بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكبيالات و البطاقة الائتمانية)، و ما شابه و التعامل معها، و التي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية و الاقتصادية؛
  - 6- **المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار:** يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:

<sup>1</sup>- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، بدون طبعة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007، ص: 9، 11.

## الفصل الأول:..... مفاهيم عامة حول السوق المالي.

أ- **التأمين:** ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحرائق و السرقة... إلخ خاصة في مجالات الاستثمار الحقيقي؛

ب- **التنويع:** أي تنويع مجالات و أوجه الاستثمار عملاً بالمبدأ القائل (لا تضع كل البيض في سلة واحدة) و هو أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد، و السوق المالية تساعد في التنويع؛

ج- **التحوط:** أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل، فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو (شراء) مقدار معين من العملة أو الأسهم أو سلعة معينة بتاريخ معين و بسعر يتفق عليه من الآن و بغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل؛

7- **المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية:** التي يقوم بها البنك المركزي حيث يستعمل أسلوب عمليات السوق المفتوحة، أي أن البنك المركزي في حالة التضخم فإنه يلجأ إلى سحب جزء من الكتلة النقدية من البنوك و الجمهور و يقوم بطرح في السوق المالية أدوات مالية و بيعها بأسعار تعود بالنفع على مشتريها و في حالة الركود يضح في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء الأدوات المالية.

### ثانياً: مقومات إنشاء السوق المالي

نظراً للأهمية الكبرى التي تكتسبها الأسواق المالية، يمكن القول أن لوجود هذه الأسواق و فعاليتها يتطلب مجموعة من المقومات لا بد من توافرها، و في هذا الصدد نميز نوعين من المقومات تتمثل في مقومات أساسية و مقومات سائدة، حيث تساهم هذه المقومات في فعالية هذه الأسواق و تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

#### 1\_ المقومات الأساسية: هناك مجموعة من المقومات الأساسية تتمثل فيما يلي:

✓ مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصر الثقة و التنظيم من خلال الثقة بالنظام السياسي و الاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية و الأجنبية، أما التنظيم فينعكس بكفاءة و فعالية السياسة المالية و النقدية و مل يلحقها من نظم و تشريعات خاصة بالإصدار النقدي و التحويل الخارجي؛

✓ فلسفة اقتصادية واضحة تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلطة و الخاصة، و ما يتبعها من أنظمة و قوانين؛

✓ تنوع أدوات الاستثمار، وهي سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات؛

✓ مؤسسات مالية و مصرفية متنوعة و متعددة قادرة على خلق الفرصة و تجميع المخاطر وتقليلها وفعاليتها في تسويق الإصدارات؛

1- الداوي خيرة، تقييم كفاءة و أداء الأسواق المالية، دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2009، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012، ص: 10، 09.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي.

✓ حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال، إذ وجود السوق يحفز هذه المدخرات و توجيهها نحو الفرص الاستثمارية.

### 2\_ المقومات الساندة

حيث تساهم في تطور و نجاح السوق إعطائه صفة العمق والاتساع و هذه المقومات هي:

- ✓ نظم اتصال فعالة و متطورة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة والموثوقة بها حول حركة الأسعار.
- ✓ أنظمة جيدة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق وتحليل نشاط الاقتصاد الوطني.
- ✓ تشريعات تضيء صفة المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار بشكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض و الطلب.

✓ هيكل مؤسسي منظم، يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة، و يشترط بأعضاء السوق الحياد والخبرة بشؤون المال.

✓ تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات ذات القبول بين أوساط المتعاملين.

### المطلب الرابع: أنواع السوق المالي

السوق المالية هي وسيلة يلتقي خلالها المشترون والبائعون و الوسطاء والمتعاملون الآخرون ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات بغرض تداول وتعزيز الأصول المختلفة لفترات متباينة اعتمادا على القوانين والأنظمة، ومنه فإن السوق المالية يمكن تمييزها من خلال عدة معايير أهمها:

#### أولاً: من حيث معيار أجل العمليات

يمكن التمييز بين الأسواق الآتية بالاعتماد على هذا المعيار وهي:

#### 1\_ سوق رأس المال

يعتبر سوق رأس المال بأنه سوق الصفقات المالية طويلة الأجل و التي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل.

أ.تعريف سوق رأس المال: لسوق رأس المال مجموعة من التعاريف تتمثل فيما يلي:

- يعرف سوق رأس المال بأنه السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار المالي طويلة الأجل كالأسهم و السندات<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - أديب قاسم شندي، الأسواق المالية و أثرها في التنمية الاقتصادية، سوق العراق للأوراق المالية، دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، بغداد، 2013، ص:158.



## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي.

▪ و يعرف سوق رأس المال أيضا أنه الحيز أو الإطار الذي يجمع بائع الورقة المالية بمشتريها أيا كانت وسيلة هذا الجمع أو مكان التقاء طرفي هذه العلاقة، مادام هذا الحيز أو الإطار يوفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين، بحيث توجد هذه القنوات الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية ولأي ورقة مالية متداولة في السوق<sup>1</sup>.

▪ كما يعرف سوق رأس المال أيضا بأنه ذلك السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل المتمثلة في الأسهم الممتازة والأسهم العادية، السندات الحكومية، تتميز بأكثر خطورة عن السوق النقدي<sup>2</sup>.

### ب. أنواع سوق رأس المال

وتتقسم أسواق رأس المال بدورها إلى:

▪ **أسواق أولية:** و هي الأسواق التي تختص بإصدار الأدوات المالية الجديدة، التي أصدرتها المؤسسات و الوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على أموال لتمويل احتياجاتها<sup>3</sup>.

▪ **أسواق ثانوية:** و تدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، و عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، و ليس للشركات كما حدث للسوق الأولية<sup>4</sup>.

حيث يمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين<sup>5</sup>:

**أسواق منظمة:** تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (البورصات)، و يدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، و يشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق؛

<sup>1</sup>- لبنى بوتمر، مديحة بوعريوة، اختبار كفاءة سوق رأس المال في الصيغتين الضعيفة و شبه القوية، دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية، 2008-2014، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر، علوم اقتصادية، نقود و مالية دولية، جيجل، 2014-2015، الجزائر، ص: 14.

<sup>2</sup>-NARJESS BOUBAKRI ET AUTRES , les principes de la finance d'entreprise, Edition GAETAN MORIN , canada, 2005, p10.

<sup>3</sup>- متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في العالم المتغير، الطبعة الأولى، دار الفكر الناشر، عمان، الأردن، 2010، ص: 95.

<sup>4</sup>- فزة ياسمين، و فقيه عمارية، كفاءة الأسواق المالية، دراسة حالة مؤشر سوق دبي المالية من الفترة 2014/03/05-2016/05/04، مذكرة ماستر في علوم التسيير، تخصص إدارة العمليات و الإنتاج، جامعة الطاهر مولاي، سعيدة، الجزائر، 2015-2016، ص: 05.

<sup>5</sup>- ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص: 152 .

## الفصل الأول:..... مفاهيم عامة حول السوق المالي.

أسواق غير منظمة:وهي المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، يقوم بالتعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة و التجار والمستثمرين، حيث يستطيع المستثمر اختيار أفضل الأسعار. ويوجد داخل السوق غير المنظم نوعين من الأسواق:

**السوق الثالث:** تمثل هذه السوق الثالثة قطاعا من السوق غير المنظمة، وتتكون هذه السوق من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وهذه السوق غير رسمية، يتم التعامل فيها على أوراق مالية مقيدة في السوق المنظمة، حيث نشأت الحاجة إلى هذه السوق نتيجة عدم تمتع شركات الاستثمار الكبيرة بمميزات خصم العمولة عند تعاملها بالبورصة و السوق الثالث يتيح لها الحصول على تخفيضات في العمولة، و تجد الشركات الكبيرة صعوبة بعدم قدرة الوسطاء المتخصصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة وبالسعة المطلوبة<sup>1</sup>.

**السوق الرابع:** هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية، وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى السماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الالكترونية وهاتفية حديثة، وهو ما يشبه السوق الثالث، لأن الصفقات تتم خارج البورصة، أي خارج السوق المنظمة وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل و خارج السوق المنظمة<sup>2</sup>.

### 2\_ سوق النقد

أ. **تعريف سوق النقد:**هو السوق الذي يمثل مجال تداول الأصول قصيرة الأجل، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل<sup>3</sup>.

ب. **أهمية سوق النقد:** لسوق النقد أهمية كبيرة تتجلى فيما يلي<sup>4</sup>:

- يعتبر مصدرا للتمويل قصير الأجل فهو يوفر الفرصة للمقترضين للحصول على قروض قصيرة الأجل؛

<sup>1</sup>- زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 95.

<sup>2</sup>- فزة ياسمين، فقية عمارية، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

<sup>3</sup>- متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 93.

<sup>4</sup>- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 69.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي.

- يتميز بمرونة عالية، فمعظم الصفقات المالية التي تتم فيه تحدث في السوق الثانوية، و بإجراءات مبسطة تنخفض تكاليف هذه الصفقات؛
- هذا السوق يلعب دورا رئيسيا في تخطيط السياسات النقدية للدولة؛
- بوجود سوق نقدي فعال تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل، وبدوره يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل، وبالتالي زيادة سرعة دوران رؤوس الأموال العاملة للمشروعات.
- ج. أدوات سوق النقد: تتميز أدوات الدين قصيرة الأجل التي تتداول في سوق النقد، بأنها لا تتعرض لتقلبات ملحوظة في أسعارها، كما أن الاستثمار المالي فيها لا يتعرض للمخاطر، وهي تعتبر أكثر أدوات الدين سيولة وأكثرها انتشارا في التداول، حيث تتحدد أهم أدوات الدين قصيرة الأجل فيما يلي:
- أدوات الخزينة: هي أوراق حكومية قصيرة الأجل يتم تداولها في سوق النقد، وهي أهم أدوات الدين التي تصدرها الحكومة لتمويل عجز الموازنة العامة لدولة، مدتها في الغالب ثلاثة أشهر أو ستة أشهر<sup>1</sup>.
- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: هي أدوات دين بقيم كبيرة، تباع من قبل المصارف إلى المودعين ويتم دفع مقدار محدد من الفائدة بمعدل سنوي، و عليها تاريخ الاستحقاق، يتم تسديد قيمة الشهادة أو الدين بالقيمة الأصلية التي اشترت بها، وتعتبر من أهم مصادر التمويل للبنوك التجارية<sup>2</sup>.
- الأوراق التجارية: هي أدوات دين قصيرة الأجل وهي قابلة للخصم لكنها تصدر في معظم الأحيان غير مضمونة مما يجعل درجة المخاطرة مرتفعة و بالتالي يكون العائد مرتفعا<sup>3</sup>.
- القبولات المصرفية: وهي سندات مسحوبة على البنك من قبل عميل يطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغ محدد مخصوم مسبقا و تستعمل بشكل كبير في تمويل التجارة الخارجية والداخلية، ويضمن هذا القبول تعهد المصرف بالدفع في حالة عدم وفاء العميل للدائن في موعد الاستحقاق الأمر الذي يزيد من قوة و ضمان السند مما يجعله قابلا للتداول في السوق النقدي<sup>4</sup>.

1- إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، دار الجامعة للنشر و التوزيع، مصر ص : 12.

2- محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة رؤية للنشر و التوزيع، المعمورة، مصر، 2010، ص: 136.

3- محمد مطر و فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 69.

4- بن أعمار بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك و مالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012-2013، ص: 16 .

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي.

- اتفاقية إعادة الشراء: هي عبارة عن قروض قصيرة الأجل تستدينها المصارف بضمان أذونات الخزينة تمتلكها بحيث إذا لم يتمكن المصرف المقترض من السداد في التاريخ المتفق عليه مسبقاً، يصبح المقرض مالكا لأذونات الخزينة الضامنة للقرض<sup>1</sup>.

### ثانياً: معيار طريقة التداول

تصنف الأسواق المالية وفقاً لهذا المعيار إلى:<sup>2</sup>

**1\_ الأسواق الحاضرة:** هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائع والمشتري وتتم في هذه الأسواق عملية البيع والشراء آنياً، أثناء انعقاد جلسة التداول؛

**2\_ الأسواق المستقبلية:** هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، ويتم التعامل فيها بالأوراق المشتقة (المشتقات)، وهي أحد أدوات التعامل في الأسواق المستقبلية.

### ثالثاً: معيار طبيعة الأدوات المستخدمة في السوق

تنقسم الأسواق المالية وفقاً لهذا المعيار إلى:<sup>3</sup>

**1\_ سوق أدوات الدين:** تحصل الوحدات الاقتصادية بموجبها على القروض عن طريق إصدار السندات وتكون أدوات هذه السوق محدودة بمدة زمنية معينة؛

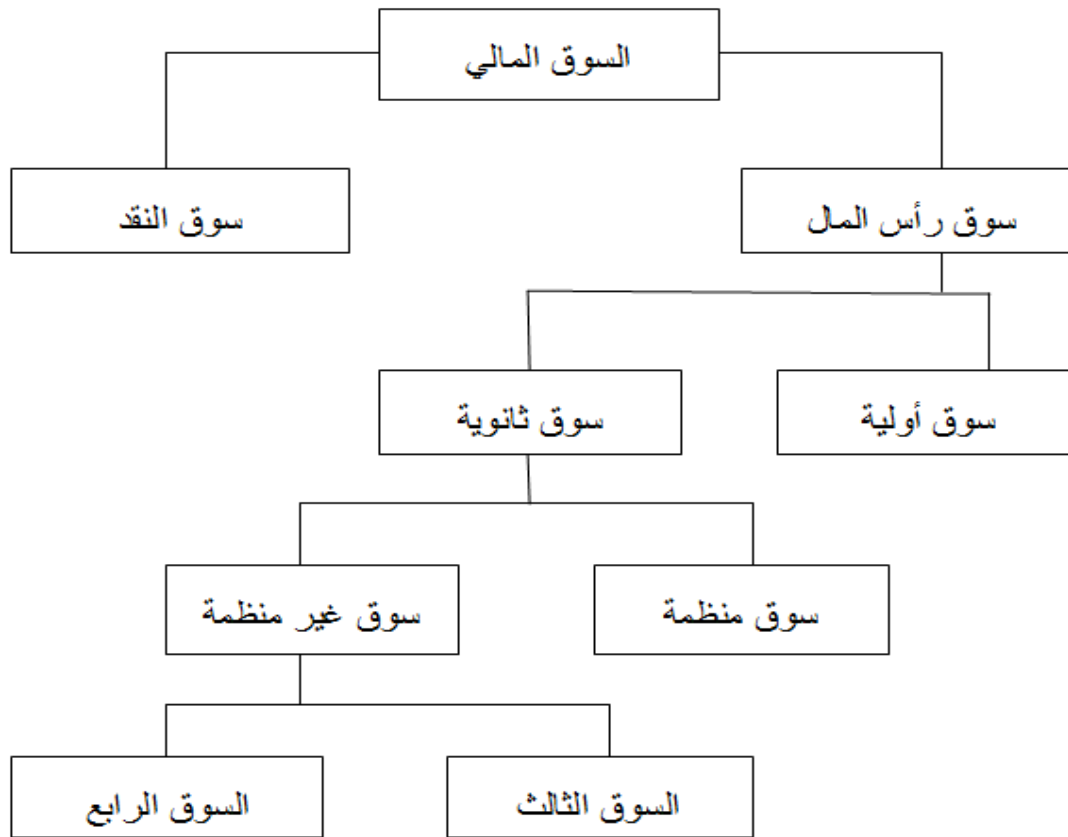
**2\_ سوق حقوق الملكية:** تحصل بموجبها الوحدات الاقتصادية على الأموال عن طريق إصدار الأسهم وتعد الأسهم أوراق مالية طويلة الأجل لأنها غير محددة بمدة زمنية معينة.

<sup>1</sup>- اسماعيل أحمد الشناوي وعبد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص:131.

<sup>2</sup>- محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد عزلان، مرجع سبق ذكره، ص:127.

<sup>3</sup>- إلهام وحيد دحام، فاعلية أداء السوق المالي و القطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، المركز القومي للإصدارات القانونية للنشر، القاهرة، مصر، 2013، ص:23.

الشكل رقم (01): أنواع السوق المالية.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعطيات السابقة.

## المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية إلى ثلاثة مجموعات أساسية، هي أدوات مالية تعكس الملكية وأدوات مالية تعكس المديونية، بالإضافة إلى المشتقات، حيث تسمح للمستثمرين من تنويع محافظهم المالية كما تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت كان وذلك من خلال بيعها على مستوى السوق الثانوية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد أمر ضروري<sup>1</sup>.

### المطلب الأول: أدوات الملكية

و تنقسم أدوات الملكية إلى نوعان أساسيان هما، الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

#### أولاً: تعريف الأسهم

تمثل الأسهم الملكية في شركة ما، حيث يتكون رأسمال الشركات المساهمة من عدد من الحصص المتساوية، يسمى كل منها سهماً، ويتم الإشارة إليها أحياناً بمصطلح حصة في الشركة، وتاريخياً تميل الأسهم إلى الارتفاع في القيمة بمرور الوقت، كما أنها تتمتع بآفاق لتحقيق أداء أفضل من أنواع الاستثمار الأخرى على المدى الطويل، ورغم ذلك فإن الأسهم تكون عرضة لتقلبات سعرية أكبر من الأدوات المالية الأخرى، ويتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك حيث يوضح كل صك ما يلي:

- القيمة الاسمية للسهم.
- اسم الشركة المصدرة للسهم.
- نوع السهم و رقمه.
- عدد الأسهم بالصك<sup>2</sup>.

#### ثانياً: أنواع الأسهم

يوجد نوعين من الأسهم، أسهم عادية و أسهم ممتازة.

#### 1- الأسهم العادية

سنتطرق إلى تعريف الأسهم العادية والخصائص التي تتميز بها.

<sup>1</sup>- أمينة بوغابة، أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الأسواق المالية العربية، دراسة حالة بورصة قطر للأوراق المالية، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية دولية، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، 2015-2016، ص:19.

<sup>2</sup>- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 78.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي.

أ- **تعريف الأسهم العادية:** تعتبر الأسهم العادية سند ملكية في الشركات المساهمة و شركات التوصية بالأسهم، وتعد الأسهم بصفة عامة من الأصول المالية طويلة الأجل، حيث أنه ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة ومستمرة<sup>1</sup>.

ب- **خصائص الأسهم العادية:** تختلف الأسهم العادية بصفة عامة عن غيرها من أدوات سوق رأس المال في خصائص عديدة أهمها:<sup>2</sup>

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

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

- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق الثانوية غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، و بدل ذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج صاحبها إلى ذلك؛

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

- تتسم أسهم الكثير من الشركات ببعض المرونة من حيث الملكية، فهي تصدر بصيغة مختلفة.

### 2- الأسهم الممتازة

أ- **تعريف الأسهم الممتازة:** و هي الأسهم التي يتقرر لحاملها مزايا خاصة، لا يتمتع بها حامل السهم العادي، سواء كان ذلك في الربح الموزع سنويا، أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو عند تسهيل أصولها، من جهة أخرى يكون لحملة الأسهم الممتازة مركز أسبق من حملة الأسهم العادية في استيفاء

<sup>1</sup>- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية (بين ضروريات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها)، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي للنشر و التوزيع، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 66 .

<sup>2</sup>- هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص ص: 94-95.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي.

حقوقهم في حالة إفلاس أو حل الشركة، وهذه الميزة توفر لهم أماناً على رأس المال كالأمان المتوفر لهم على الربح<sup>1</sup>.

كما أنها الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها لتحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها و تمويل مشروعاتها الجديدة، أوفي مواجهة بعض صعوباتها المالية. و تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أنها تمثل شكلاً للملكية في الشركة ويتلقى أصحابها حصصهم من العوائد بدلاً من أن تضاف إلى التكاليف كالسندات<sup>2</sup>.

ب- **خصائص الأسهم الممتازة:** تتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من الخصائص هي<sup>3</sup>:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح و نسبة محددة؛

- حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية من الأموال؛

- حق الحصول على القيمة الاسمية عند التصفية؛

- حق تجميع الأرباح المقدرة من سنة إلى أخرى؛

- حق تحويلها إلى أسهم عادية؛

- حق تحديد فترة زمنية للوفاء بقيمتها الاسمية.

### المطلب الثاني: أدوات الدين

تشكل السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، و يندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع يمكن تناولها

في النقاط التالية:

#### أولاً: تعريف السندات

هي اتفاق تعاقدي بين المقرض و المقترض ترتب بموجبه للمقرض مدفوعات ثابتة فضلاً عن سداد قيمة أصل الدين، و ترتب أدوات الدين فوائدها بأحد أسلوبين، إما دورياً أو من خلال بيع الأوراق المالية المصدرة بسعر الخصم يقل عن القيمة الاسمية للورقة المصدرة على أن يتم استرداد كامل القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق<sup>4</sup>.

1- أمينة بوغابة، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

2- هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 100-101.

3- أمينة بوغابة، مرجع سبق ذكره، ص: 22-23.

4- عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 70.



## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي.

ويعرف أيضا أنه التزام بدين يعطي الحق في سداد الأموال المقترضة بالإضافة إلى الفائدة المترتبة على هذه الأموال<sup>1</sup>.

ويعرف أيضا أنه عبارة عن صك من مديونية يثبت أن مالك السند مقرض لمصدر السند، وهو استثمار يدر دخلا ثابتا أو متغيرا ولكنه لا يؤدي إلى زيادة القيمة الرأسمالية لسند كما يحدث مع السهم، فلا يوجد نمو رأسمالي أو أرباح رأس مالية على السند حيث يتعهد المصدر بأن يدفع لحامل السند فائدة أو (كوبون) محدد مسبقا طوال مدة السند وأن يرد القيمة الاسمية لسند (الأصل) عند حلول أجلها أو في تاريخ الاستحقاق<sup>2</sup>.

### ثانيا: خصائص السندات

تتميز السندات بالخصائص التالية<sup>3</sup>:

- أن السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر و المستثمر، تحدد فيها العوائد الدورية و حتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية؛
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة و بقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى؛
- تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمها الاسمية وهما: قيم أدنى عند بيعها وقيم أعلى عند بيعها مع علاوة؛
- تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخضمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عن الأسعار المرتفعة للفوائد، وهنا فإن المعدلات الأعلى للخصم تعطي قيما حالية أدنى للسندات؛
- كلما كانت فترات التسديد أطول و أسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر أكبر، إن الفترة الأطول للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علما بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص؛

<sup>1</sup> - أمينة بوغابة، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

<sup>2</sup> - منى قاسم، دليل الاستثمار للبورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية للنشر والتوزيع، القاهرة، بدون سنة، ص: 136، 135.

<sup>3</sup> - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 110-111.

- إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور؛

- إن جزءا كبيرا من السندات - وليس كلها - يتسم بالخصائص التالية والتي تقترب من خصائص الأسهم الممتازة، وهي قابلية الاستدعاء، قابلية التحويل إلى أسهم عادية وقابلية التسديد الجزئي (السنوي).

### ثالثا: أنواع السندات

يمكن التمييز بين السندات على اعتبار الجهة المصدرة لها إلى سندات حكومية و سندات الشركات.

**1- أدوات الدين الحكومي:** تلعب الأوراق المالية الحكومية دورا هاما في الاقتصاد الكلي، بالإضافة إلى أهميتها المالية باعتبارها مصدر غير تضخمي لتمويل الميزانية العامة بتكلفة معقولة إذا ما قورنت بمصادر التمويل الأخرى كالقروض من البنوك التجارية، فإنها تكتسب أهمية خاصة في مجال تطبيق السياسة النقدية إذ أن سعر الفائدة على الأوراق المالية الحكومية يعكس سعر الفائدة الخالي من الخطر والذي يتخذ كأساس لتحديد أسعار الفائدة و معدلات العائد على الاستثمار في أنواع الأصول المالية الأخرى.

و يمكن تقسيم الأوراق المالية الحكومية إلى أدون الخزنة و السندات الحكومية.

**أ- أدون الخزنة:** تعد أدون الخزنة أكثر أدوات سوق النقد سيولة و قابلية للتسويق، هي بمثابة أداة تلجأ إليها الحكومات لتمويل احتياجاتها الموسمية لمواجهة نفقاتها العامة، و يتم شراء أدون الخزنة بخصم من القيمة الاسمية (قيمة الاستحقاق) وعند انتهاء أجل الأدون يحصل حائزها على القيمة الاسمية لها، ويكون الفرق بين سعر الشراء و القيمة الاسمية للأدون بمثابة عائد على الاستثمار في تلك الأدون.

**ب- السندات الحكومية:** تمثل السندات الحكومية صكوك المديونية متوسطة و طويلة الأجل، تصدرها الحكومات بهدف الحصول على موارد غير تضخمية لتغطية العجز في الموازنة، أو بهدف مكافحة التضخم<sup>1</sup>.

**2- أدوات الدين غير الحكومية:** تمثل سندات الشركات أهم أدوات الدين غير الحكومية، وهي تمثل صكوكا قابلة للتداول ، يعتبر حاملها دائما في مواجهة الجهة المصدرة، وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنويا أو نصف سنوي دون النظر للدخل الذي حققته الشركة.

و لحملة السندات الحق في الحصول على الفوائد قبل دفع أي توزيعات لحملة الأسهم الممتازة والعادية، كما لهم الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم في حالة تصفية الشركة، و بخلاف حملة الأسهم

<sup>1</sup> - عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص ص: 70 - 72.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي.

العادية فإن حملة السندات ليس لهم الحق حضور الجمعية العمومية وليس لهم الحق في التصويت والتدخل في إدارة الشركة.

والأصل في السندات أن تكون ذات عوائد ثابتة، الأمر الذي قد يعرضها للتآكل بفعل معدلات التضخم المتزايدة، و قد أدى ذلك إلى ظهور السندات ذات العوائد المتغيرة، و التي قد تأخذ في الحسبان التغيرات في معدلات التضخم و أسعار الفائدة السوقية، و عادة ما يتم سداد أصل السندات عند حلول تواريخ الاستحقاق، بيد أنه قد تصدر سندات قابلة للاستدعاء تتيح للمقرض استدعاءها، و يحدث هذا حينما تنخفض أسعار الفائدة بعد بيع السندات المصدرة، فيرغب المقرض في استعجال استحقاق السندات أي استدعائها، و يستبدلها بشراء سندات أخرى بأسعار فائدة أقل تتناسب مع مستويات الفائدة السائدة، و في مقابل حق الاستدعاء يتعهد مصدر السند بسداد علاوة إضافية عند الاستدعاء، تضاف إلى القيمة الاسمية للسند، ذلك لأن الاستدعاء ينطوي على خطر يتعرض له حامل الورقة، إذ سيضطر إلى استخدام حصيلة الاستدعاء في شراء سندات أخرى ذات عوائد أقل<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: المشتقات المالية

تعد المشتقات المالية أدوات خارج الميزانية لأنها وإن كانت تنشئ التزاما متبادلا مشروطا إلا أنها:

- إما لا تسبب أي تدفق نقدي مبدئي (استثمار مبدئي).

- أو أنها تسبب تدفق نقدي ضئيل نسبيا يتمثل في الهامش المبدئي.

و كذلك يطلق البعض على المشتقات المالية مصطلح الاستثمارات الصفرية، ومنه فإن المشتقات المالية هي عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة<sup>2</sup>.

وتعرف أيضا أنها أدوات ترتب لحاملها التزاما أو اختيارا لشراء أو بيع أصل مالي، و تشتق تلك الأدوات قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية (قد تكون أسهم أو سندات أو مجموعة من الأسهم والسندات)<sup>3</sup>، و تنقسم إلى:

<sup>1</sup>- نفس المرجع السابق، ص: 72-73.

<sup>2</sup>- وفاء بوعباش و عفاف بهناس، دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل كفاءة سوق رأس المال، دراسة تحليلية، مذكرة ماستر في علوم التسيير، تخصص محاسبة و إدارة مالية، جامعة جيجل، الجزائر، 2014-2015، ص: 25-26.

<sup>3</sup>- عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

## أولاً: الخيارات

**1-تعريف الخيار:** يتمثل الخيار في عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار أو محرر الخيار، وبموجبه يكون للطرف الأول أي للمشتري الحق في أن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني أصلاً معيناً بسعر معين وفي تاريخ استحقاق معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، و ذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول (المشتري) بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني.

وتسري عقود الخيار عادة على الأوراق المالية كالأسهم و السندات، كذلك على مؤشرات الأسواق المالية كما تسري أيضاً على العملات الأجنبية<sup>1</sup>.

كما عرفت الخيارات على أنه عقود تعطي لحاملها الحق وليس الإلزام ببيع أو شراء موجود معين خلال مدة بسعر محدد، وتتم هذه العملية مقابل علاوة يدفعها المشتري لمحرر الخيار، وتسجل الصفقة بأسواق الخيارات أو الأسواق المالية التي تتعامل بالخيارات.

ويوجد نوعان رئيسيان لعقود الخيار من حيث طبيعة العقد المبرم هما:

- خيار الشراء الذي يعطي كامل حق الشراء للموجودات .

- خيار البيع الذي يستطيع حامله بيع الموجودات<sup>2</sup>.

## 2-أنواع الخيارات

وفقاً لطبيعة وشروط العقد تقسم الخيارات إلى نوعين رئيسيين هما:<sup>3</sup>

### أ-خيار شراء

يكون العقد خيار شراء عندما يعطي للطرف الأول أي للمشتري الحق بأن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي محرر الخيار أصلاً معيناً بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل حصول الطرف الثاني (المحرر) من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد .

<sup>1</sup>- محمد مطروفابيز تيم، مرجع سبق ذكره، ص:298.

<sup>2</sup>- جليل كاظم مدلول العارضي و آخرون، إدارة المشتقات المالية (مدخل نظري و تطبيقي متكامل)، الطبعة الأولى، الدار المنهجية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص ص: 55،57.

<sup>3</sup>-محمد مطر، إدارة الاستثمارات(الإطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الثالثة ، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن 2004 ص-ص:299-300.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي.

وبالمفهوم أعلاه لخيار الشراء يكون محرر الخيار ملزماً ببيع الأصل محل العقد ووفق الشروط التي يضمنها وذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد.

### ب- خيار البيع

يكون العقد خيار البيع إذا ما أعطى للطرف الأول أي للمشتري الحق في أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني أي محرر الخيار أصلاً معينة بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل حصول المحرر من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

وبالمفهوم أعلاه يصبح محرر خيار البيع ملزماً هنا أيضاً بأن يشتري من مشتري الخيار الأصل محل العقد ووفق الشروط التي يتضمنها وذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد.

### ثانياً: العقود المستقبلية

1- **تعريف العقود المستقبلية:** يمكن تعريف العقد المستقبلي على أنه التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يتسلم منه) بواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد و زمان محدد بموجب سعر محدد<sup>1</sup>.

2- **أنواع العقود المستقبلية:** و يمكن التطرق إلى أهم أنواع العقود المستقبلية من خلال الآتي<sup>2</sup>:

أ- **مستقبليات السلع:** وتتضمن بيع وشراء البضائع على أن يتم التسليم في المستقبل.

- السلع الغذائية: الكاكاو والسكر.

- المعادن: الذهب، البلاتين، الفضة والنحاس.

- القطن

- الزيوت: الغاز الطبيعي، النفط الخام والبنزين.

- الأخشاب.

- الحبوب و الزيوت: زيت الصويا، الذرة، الفول، القمح، الشعير والكتان.

- الماشية و لحوم الأبقار؛

ب- **مستقبليات الأوراق المالية:** وتنقسم أيضاً إلى:

- **مستقبليات أسعار الفائدة:** يحاول المستثمرون تلافي المضار الناجمة عن الحركة في الأسعار، لهذا فإن المستقبليات المالية ساعدت على نقل المخاطرة لحاملي السندات الذين يتأثرون بتقلبات أسعار الفائدة، وإن

<sup>1</sup>- محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص:306.

<sup>2</sup>- جليل كاظم مدلول العارضي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص:58.

هذه العقود يمكن أن تخلق فرصا جديدة للذين يتعرضون لمخاطر التغير في أسعار الفائدة للتحوط من هذه المخاطر.

- **مستقبليات مؤشرات الأسهم:** و تتمثل في أنها أدوات للمضاربة عالية السيولة إذ يستطيع المستثمرون الدخول مباشرة إلى أسواقها و شراء تلك العقود و مؤشرات الأسهم، تمثل التزام لتسليم كمية من النقد في تاريخ التسوية، و لا يوجد هناك تسليم فعلي لأي أسهم إلى المشتريين.

- **مستقبليات العملات:** هي أحد أنواع العقود المستقبلية التي يتم التعاقد فيها على بيع و شراء كمية محدودة من العملات الأجنبية، و ظهرت هذه العقود في عام 1972 و تركزت على عملات الين الياباني، الجنيه البريطاني، الفرنك السويسري، المارك الألماني، و الفرنك الفرنسي، و ازداد التعامل بها في التسعينات من القرن الماضي، و توفر هذه العقود مرونة عالية لتقليل المخاطر الناتجة عن التغيرات في أسعار صرف العملات.

### ثالثا: عقود المقايضة أو المبادلة

#### 1- تعريف المقايضات أو المبادلات

يعرف عقد المقايضة بأنه اتفاق تعاقدي يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق و يتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر وذلك دون الإخلال بالتزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها و ذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول<sup>1</sup>.

#### 2- أنواع عقود المبادلات

لعقود المبادلة أنواع كثيرة نذكر منها:<sup>2</sup>

أ. **مبادلات أسعار الفائدة:** عقود مقايضة أسعار الفوائد من الأدوات المالية ذات الفاعلية العالية جدا و يمكن إنشاؤها بكلفة منخفضة جدا، و بكلفة أقل من كلفة أخذ قروض بأسعار فائدة ثابتة، و استثمار القروض بسندات ذات أسعار متغيرة لدفع فوائد الشركة المتغيرة على سعر (الليبور أو الايبور).

في هذه العقود، فإن أحد الأطراف الداخلية في المبادلة يوافق على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة، و في نفس الوقت يتسلم من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة (أو المتغيرة) وفي المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة في استلام سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة مقابل

<sup>1</sup>-محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص:316 .

<sup>2</sup>- عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص:257-259.

## الفصل الأول:..... مفاهيم عامة حول السوق المالي.

دفع سلسلة من معدلات الفائدة العائمة (المتغيرة)، و تحدد التغيرات في معدلات الفائدة الربح والخاسر في مبادلات أسعار الفائدة؛

ب. **مبادلات العملة:** تتضمن مبادلة العملات في أبسط صورها مبادلة أصل قرض ومدفوعات فائدة ثابتة على قرض بعملة ما بأصل قرض ومدفوعات ثابتة على القرض مكافئ تقريبا بعملة أخرى، ويمكن استخدام مبادلة العملة في تحويل القرض بعملة ما إلى قرض بعملة أخرى.

في مبادلات العملة يوجد طرف يمتلك عملة معينة ويرغب في حيازة عملة مختلفة، وتنشأ المبادلة عندما يقوم أحد الأطراف المعاملة بتقديم أصل معين بعملة معينة لطرفه الآخر وذلك لغرض تبادل كمية مساوية من عملة أخرى، و كل طرف سوف يدفع الفائدة على العملة التي يتسلمها في المبادلة، وهذه الفوائد المدفوعة يمكن أن تكون إما بأسعار ثابتة أو بأسعار عائمة (متغيرة)؛

ج. **المبادلة الخيارية:** هي عقد خيار لمبادلة أسعار فائدة يعطي حامله الحق و ليس الالتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة ثابتة أو متغيرة، خلال مدة محددة مستقبلية بشروط يتم الاتفاق عليها وقت التعاقد على الخيار، فالغرض من المبادلة الخيارية هو إتاحة الفرصة للعميل المقترض للاستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة، خلال فترة معينة قادمة، و بالتالي يمكنه احتواء تكلفة التمويل عندما يتمكن من تثبيت سعر الفائدة عند نسبة معينة، ويدفع مشتري الخيار لحامل حق علاوة للبائع للاستفادة من هذا الحق، وبذلك يكون قد حصل على ضمان بأن سعر الفائدة الذي سيدفعه على مبلغ معين قد تم تثبيته سلفا، وذلك مقابل سداد علاوة معينة تؤمن ضد مخاطر تحرك سعر الفائدة في غير صالحه، والطرف للبائع لعقود المبادلة الخيارية إما أن يكون بنكا تجاريا أو بنك استثمار، وتتحمل هذه البنوك مخاطر تغيرات أسعار الفائدة مقابل الحصول على علاوة الخيار.

### المبحث الثالث:تنظيم تداول الأوراق المالية

للسوق المالي دور كبير في الوساطة بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض من خلال تحويل الأموال من أصحاب العجز التي تبحث عن الأموال لتمويل المشاريع، وأصحاب الفائض الباحثة عن توظيف أموالهم و لمعرفة المتعاملون فيه والأوامر و العمليات التي تتم داخله تطرقنا إلى ما يلي:

#### المطلب الأول: الوطاء الماليون

نتيجة لنقص المعرفة والمعلوماتية أثناء تبادل الأوراق المالية، سواء كان ذلك في سوق الإصدار أو سوق التبادل، وذلك بسبب نقص الخبرة في رأس المال أو التوظيف الأمثل من حيث الفوائد والمخاطر المالية، لذلك لابد من وجود مجموعة من الوطاء الماليين ذوي الخبرة، وذلك من أجل التوفيق بين رغبات العارضين والطالبين، وتنفيذ الأوامر أو تحقيق عوائد أكبر بأقل مخاطر<sup>1</sup>.

و من هنا يمكن القول أنه يقوم الوطاء في الأسواق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المشترين في الأوراق المالية من جهة، والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته<sup>2</sup>.

#### أولاً: أنواع الوطاء الماليون

**1- السماسرة:** إن الوسيط عندما يقوم بدور السماسر فإنه يؤدي خدماته للعميل وذلك في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل، وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السمسرة أو الوطاء تبعاً لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر غالباً ما تكون محكمة بسعر التنفيذ ووقت التنفيذ.

**2- صانعو السوق:** يستطيع الوسيط أن يقوم بدور صانع السوق و ذلك من أجل القيام بمهمته في بيع وشراء الأوراق المالية، وبموجب ترخيص تمنحه له لجنة إدارة السوق، ويمارس صانع السوق نشاطه في السوق الثانوية و ذلك إما لصالح عملائه أو لحسابه<sup>3</sup>.

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

<sup>1</sup>- وفاء بوعياش، عفاف بهناس، مرجع سبق ذكره، ص:16-17.

<sup>2</sup>- زياد رمضان ، مروان شموط ، مرجع سبق ذكره، ص:135.

<sup>3</sup>- وفاء بوعياش وعفاف بهناس، مرجع سبق ذكره، ص:17.



## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي.

- المحافظة على استقرار الأسعار و حجم التعامل، و ذلك من خلال تقمص دور المشتري في حالة الانخفاض الحاد في الأسعار، و البائع في حالة الارتفاع الحاد فيها، وبذلك يلعب دورا مهما في المحافظة على توازن معقول في أسعار الأوراق المالية كما في حجم المتداول منها.

**3- المؤسسات المالية:** هي عبارة عن منظمات تصدر التزامات مالية على نفسها (أن تبيع أصول مالية ترتب التزامات مالية على نفسها مقابل النقدية التي تحصل عليها)، ثم تستخدم هذه الحصيلة النقدية من هذا الإصدار في شراء أصول مالية من الغير، كما أنها تقوم بدور الوساطة. و تتمثل المؤسسات المالية الوسيطة في:

**أ- البنوك المركزية:** تعتبر من الأطراف الرئيسية المتعاملة في السوق المالي، حيث تدفع إلى تحقيق النمو الاقتصادي و الاستخدام الأمثل للمواد و استقرار الأسعار، حيث تقوم هذه البنوك بدور مهم من خلال:

- توجيه السياسة النقدية.
- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.
- مراقبة عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية.
- الإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع و شراء للسندات وأذونات الخزينة.
- إصدار النقد و مراقبة ضبط أسعار الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي<sup>1</sup>.

**ب- البنوك التجارية:** تقوم بتسويق الإصدارات الأولية لعملائها بالإضافة إلى تمثيل الشركات وتقديم الاستشارات عن الاستثمار الدولي وأعمال السمسرة بالوكالة.

**ج- الشركات المالية:** تقوم ببعض الأعمال الاستثمارية لصالح محافظتها المالية كالتعهد والتغطية.

**د- الصناديق المشتركة:** هي صناديق تتمتع بشخصية اعتبارية تعمل على تشجيع الادخارات لصغار المدخرين<sup>2</sup>.

**ثانيا: وظائف الوسطاء الماليين.**

هناك مجموعة من الوظائف التي يقوم بها الوسطاء الماليون هي كما يلي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup>- نفس المرجع السابق، ص: 17- 18.

<sup>2</sup>- نفس المرجع السابق، ص: 18 .

<sup>3</sup>- محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، الدارالجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر

2013، ص: 343-344.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي.

- يعمل الوسطاء الماليون على نشر مخاطر الأصول المالية، بواسطة شراء أنواع كثيرة من الأوراق المالية هذه الأوراق تمثل العديد من أصول الوسطاء الماليين الاستثمارية والقروض التي يقدمونها للعملاء و التي يستطيع الوسطاء الماليون اختيارها بكل دقة بحيث تكون الأقل مخاطرة مع أن تكاليف المعلومات تكون أقل وذلك نظرا لوفرات الحجم والخبرة الكبيرة والطويلة في المجال المالي؛

- توفر السيولة المرتفعة للودائع و الأسهم والأصول الأخرى التي يقدمها الوسطاء الماليون وذلك بالنسبة إلى سيولة الأسهم والسندات التمويلية المباشرة، فكما نعلم فإن معظم المستهلكين يتلقون دخولهم في أوقات تختلف عن الأوقات التي يرغبون عندها إنفاق تلك الدخل، لذا تتجه بعض الوحدات الاقتصادية إلى الاحتفاظ بأصول الوسطاء الماليين التي تتميز بالسيولة، أي بسرعة وقلة التكاليف اللازمة لتحويلها إلى نقود، وهكذا فإن الوسطاء الماليون يتيحون للمستهلك الحصول على السيولة بسرعة وسهولة وبأقل ما يمكن من تكاليف المعاملات في الأسواق المالية.

- كما يتميز الوسطاء الماليون بقدرتهم على استقطاب أموال صغار المدخرين، فالوسطاء الماليون يقبلون ودائع صغار المدخرين والذين لا يملكون أموالا كافية للدخول في الصفقات الكبيرة التي توجد عادة في سوق التمويل المباشر، والوسطاء الماليون يستقطبون بذلك أموالا ضخمة، ربما لم تكن لتجد طريقها إلى أسواق التمويل عبر وسائل أخرى من خلال قنوات بديلة.

### المطلب الثاني: العمليات المرتبطة بالأسواق المالية

إن التعاملات التي تحدث في السوق المالية تتم وفق العديد من العمليات تتمثل فيما يلي:

#### أولاً: العمليات العاجلة

تعرف العقود العاجلة أنها عمليان بيع و شراء الأوراق المالية، و التي بعد تمامها يسلم البائع الأوراق المالية للمشتري، و يسلم المشتري الثمن للبائع حالاً أو خلال مدة وجيزة لا تتجاوز 48 ساعة في أغلب الأسواق المالية، حيث يحتفظ المشتري بالأوراق المالية، و يستفيد من أرباحها و يتحمل خسائرها أيضاً<sup>1</sup>. تتميز العمليات العاجلة بأنها تتم فوراً فيجري دفع الثمن و استلام الأوراق المالية موضوع الصفقة حالاً أو خلال فترة وجيزة جداً، يجب أن تتضمن أوامر البورصة في العمليات العاجلة العناصر التي من شأنها أن تعين بكل وضوح الصفقة كبيان نوع الورقة المالية، و كمية الأوراق المالية "المطلوبة" أو المعروضة، وتحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة أن ينفذ أوامره بموجبه<sup>2</sup>. و تتمثل أشكال هذه العمليات فيما يلي<sup>3</sup>:

- 1- **البيع على المكشوف:** و هو أن يتم بيع الأوراق المالية المقترضة على أمل أن ينخفض السعر، فإذا انخفض هذا الأخير قام المتعاملون بشراء الأوراق المالية التي قاموا ببيعها وإعادتها إلى مالكيها ويتم تسهيل تنفيذ هذه العملية وذلك من خلال السماسرة الذين يتربحون لعملية الشراء؛
- 2- **الشراء الهامشي:** وهو أن يقوم المشتري بدفع نسبة من القيمة السوقية للأوراق المالية التي يحتاج إلى شرائها، ويعتبر باقي القيمة قرضاً يقدمه الوسيط إلى المشتري، وفي هذه الحالة ترهن المشتريات لدى الوسيط كضمان للقرض، حيث يقوم هذا الأخير بالاقتراض وذلك بضمانها من البنوك بسعر فائدة أقل.

#### ثانياً: العمليات الآجلة

هي عبارة عن العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية وهي تحديداً تكون عقود بيع يتم الاتفاق فيه على نوع الورقة محل الصفقة، عددها، ثمنها، عند إبرام الصفقة على أن يتم تسليم الأوراق المبيعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق يسمى يوم التصفية، وتتميز العمليات الآجلة في أن دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يتمان لدى عقد الصفقة بل بعد فترة تعين مسبقاً تدعى موعد التصفية وتجري هذه التصفية عادة مرة في كل شهر مرة، وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة.

1- السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص:177.

2- شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، بدون طبعة، أطلس للنشر و التوزيع، الجزائر، بدون سنة، ص:53.

3- الداوي خيرة، مرجع سبق ذكره، ص: 24-25.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي.

ولما كان دفع الثمن و تسليم الأوراق المالية في العمليات الآجلة يتم بعد فترة يختلف بدؤها حسب الاتفاق المعقود بين الطرفين، فإن أنظمة البورصة اشترطت على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تأمين مالي حتى إبرام الصفقة نهائيا بشكل لا يلحق الضرر بأحد المتعاقدين ويدعى هذا التأمين بالتغطية<sup>1</sup>.

وأهم الأشكال التي تتخذها هذه العمليات هي:<sup>2</sup>

1- **العمليات الآجلة القطعية:** و هي العملية التي يتم تحديد موعد لتنفيذها يسمى موعد التصفية، وتسمى بالقطعية لأن المتعاقدين ليس لهم الحق في التنفيذ و إنما لهم الحق في تأجيل موعد التسوية النهائية إلى تسوية لاحقة.

و تتميز هذه العمليات بالخصائص التالية:

- يكون التعامل فيها بالنقد و لكن تنفيذها يؤخر إلى آجال محددة.

- لا تتوقف على شرط ما.

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

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

و بالتالي العمليات الآجلة لابد أن تتضمن العناصر التالية:

- السعر الذي يتم به تنفيذ الصفقة في الموعد المحدد.

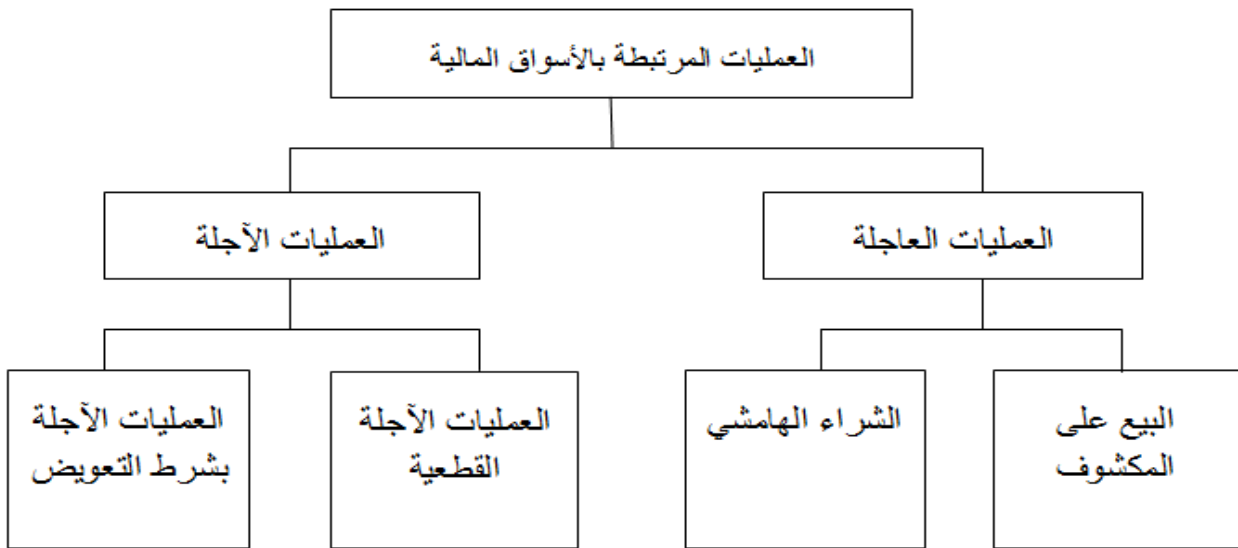
- قيمة التعويض المتفق عليه، يدفعه المضارب إلى البائع والمشتري.

- تحديد أجل الصفقة الذي على أساسه يقوم البائع أو المشتري بتنفيذ الصفقة.

<sup>1</sup>- شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص:55.

<sup>2</sup>- الداوي خيرة، مرجع سبق ذكره، ص:25.

الشكل رقم (02): أشكال العمليات في السوق المالي.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعطيات السابقة.

### المطلب الثالث: الأوامر في السوق المالي

سننترق في هذا المطلب إلى مفهوم الأوامر ثم إلى أنواع الأوامر في السوق المالي.

#### أولاً: مفهوم الأوامر في السوق المالي

**1- تعريف الأوامر في السوق المالي:** يقصد بأوامر السوق المالي التوكيل الذي يعطى لأحد الوسطاء لعقد صفقة (بيع أو شراء الأوراق المالية)، هذا التوكيل عادة يحرر بشكل مكتوب أو شفاهي بأي وسيلة من وسائل الاتصال المتاحة (الهاتف، الفاكس، الانترنت)، ومحرر الأمر يجب أن يتمتع بالأهلية حيث يقوم الوسطاء إلى تصنيف زبائنهم إلى قسمين:

• الأول: زبون مباشر يتحقق من أهليته.

• الثاني: المصارف والوسطاء الذين يتولون إدارة محافظ الغير.

**2- شروط تحرير الأوامر في السوق المالي:** عند تحرير الأمر يجب أن يتضمن الشروط الآتية:

• تحديد نوع الورقة موضوع الصفقة.

• الجهة المصدرة للورقة المالية.

• السعر وكمية الأوراق المطلوبة.

• في حالة السندات، تاريخ الإصدار، معدل الفائدة، الأجل و فئة السند.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي.

- في حالة الأسهم، تحديد نوع السهم إذا كان ممتازا أو عاديا<sup>1</sup>.

### ثانيا: أنواع أوامر السوق المالي

تتاح أمام المستثمر أوامر ذات أنواع متعددة تتوافر بها شروط الأمر، من هذه الأنواع:

#### 1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ

يتم وفق هذا النوع وضع حدود لدرجة المخاطرة و التي يعبر عنها بالجنيهاات التي يمكن أن يرغب المستثمر في تحملها، ففي هذا النوع من الأوامر، يقوم المستثمر بتحديد السعر الذي يرغب أن تتم الصفقة على أساسه مقدما، حيث يحدد المستثمر الحد الأقصى للسعر المحدد أو عند سعر أقل منه، أما في حالة إصدار أمر البيع، يقوم المستثمر بتحديد الحد الأدنى للسعر الذي يقبله لبيع الورقة المالية، ويتم تنفيذ الصفقة عند هذا الحد الأدنى أو سعر أكبر منه<sup>2</sup>.

#### 2- أوامر السوق

يتم تنفيذ أوامر السوق بأقصى سرعة ممكنة، وعلى أساس أفضل سعر يمكن الحصول عليه في السوق، وفي حالة أمر الشراء يكون أفضل سعر هو أقل سعر يمكن الحصول عليه، أما في حالة البيع فيكون أعلى سعر هو أفضل سعر للبيع<sup>3</sup>.

#### 3- أوامر الإيقاف

وتسمى أيضا أوامر إيقاف الخسارة، ويقصد بها تلك الأوامر لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين أو تعدها، ويحدد المستثمر في هذا النوع من الأوامر الأسعار التي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندها<sup>4</sup>.

يهدف المستثمر الذي يلجأ إلى هذا النوع من الأوامر إلى الحفاظ على ما حققه من أرباح أو إيقاف نزيف الخسائر الذي يتعرض له نتيجة تقلب أسعار الأوراق المالية التي يحوزها، وفي ظل هذا الأمر السمسار لا يقوم ببيع الأوراق المالية إلا إذا تحققت سعرها لسعر الإيقاف<sup>5</sup>.

<sup>1</sup>- أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن 2004ص:172.

<sup>2</sup>- صلاح جودة، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة و مطبعة الإشعاع الغنية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، مصر، 2000 ص:45.

<sup>3</sup>- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، بدون طبعة، دار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1998، ص:23.

<sup>4</sup>- JEAN FRANCOISSUSBIELLE, **comprendre la bours sur internet**, Edition d'organisation, paris, 2001, p563 .

<sup>5</sup>- جلال إبراهيم العبد، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الجامعية للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، ص:69.

#### 4- الأمر بالسعر المحدد

يحدد فيه العميل للوسيط السعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به، والأمر لا ينفذ في حالة الشراء إذا كان السعر معادلاً أو أقل من السعر المحدد، وفي حالة البيع معادلاً أو أكبر من السعر المحدد<sup>1</sup>.

#### 5- الأمر المفتوح

هو الأمر المحدد ليوم واحد أو أسبوع أو أمر يستمر حتى يصدر أمر بإلغائه<sup>2</sup>.

#### 6- أمر إيقاف الخسائر

إن الهدف من أمر إيقاف الخسائر يتمثل في الحد من الخسائر (إذا كان السهم متجهًا إلى الانخفاض)، ويعطي المستثمر أمر إيقاف الخسائر لشركة السمسرة ببيع السهم المستثمر فيه بالسعر الذي يحدده إذا انخفضت الأسعار عن نسبة معينة<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup>- شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص:48.

<sup>2</sup>- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، بدون طبعة، منشد المعارف الميدانية للنشر والتوزيع، 2003، ص: 129.

<sup>3</sup>- منى قاسم، مرجع سبق ذكره، ص:122.

### خلاصة الفصل

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى التعريف بالسوق المالي الذي يعتبر حلقة وصل بين أصحاب الفائض الراغبين في توظيف أموالهم وأصحاب العجز الباحثين عن رؤوس الأموال لغرض الاستثمار، وتمت الإشارة إلى أهمية السوق المالي بقيامه بدور الوساطة من خلال الوظائف التي يؤديها لمختلف متعاملي السوق المالي، والسوق المالي ينقسم إلى سوق رأس المال باعتباره سوق الصفقات طويلة الأجل، وسوق النقد سوق الصفقات قصيرة الأجل.

تداول في السوق المالي عدة أدوات تتمثل في أدوات الملكية وهي عبارة عن سند الملكية في شركة ما، و يوجد نوعين منها، الأسهم العادية و الأسهم الممتازة، وتختلف هذه الأخيرة عن الأسهم العادية في بعض الخصائص و الامتيازات أما النوع الثاني فيتمثل في أدوات الدين التي تنقسم إلى أدوات الدين الحكومية وأدوات دين الشركات، أما النوع الأخير فهي المشتقات المالية التي تتمثل في الخيارات والعقود المستقبلية، لإضافة إلى عقود المبادلة.

توجد في السوق المالي أطراف تعمل على التقريب بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، تسمى الوسطاء الماليين، سواء كانوا أفرادا أو وسطاء مؤسساتيين، وتحدث في السوق المالي العديد من العمليات فمنها عمليات عاجلة تتم فورا، وعمليات آجلة تتم في وقت لاحق، و تنفذ هذه العمليات من خلال مختلف الأوامر التي يتلقاها الوسطاء من المستثمرين.

لاحظنا أن للسوق المالي أهمية بارزة في مختلف مناحي الحياة الاقتصادية، حيث يعتبر ممول أساسي لها، و تزداد أهميته إذا كان هذا السوق كفى، ما معنى كفاءة السوق، هذا ما سنحاول التطرق إليه من خلال الفصل الثاني.



# مدخل إلى كفاءة السوق المالي

المبحث الأول: مفاهيم متعلقة بكفاءة السوق المالي.

المبحث الثاني: الصيغ المختلفة للسوق المالي.

المبحث الثالث: تحليل الأوراق المالية ومؤشرات حول  
السوق المالي.

**تمهيد:**

يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في السوق المالي، وذلك لما له من تأثير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية التي يترتب عليها نتائج اقتصادية يتأثر بها الفاعلين بالسوق المالي، ويعتبر موضوع كفاءة السوق المالي موضوع حساس بين المستثمرين لأن المعلومات تأتي في السوق بصفة عشوائية، وبناء على هذه المعلومة تتحدد قيمة الورقة المالية، فإذا كانت هناك استجابة كبيرة لتلك المعلومات من طرف الأوراق المالية فإن السوق المالي هو سوق في حالة كفاءة ويكون لديها دور في الحد من المخاطر والأسعار تتغير طبقاً للمعلومة التي تعتبر المركز الرئيسي لمفهوم كفاءة السوق المالي.

و من أجل الإحاطة أكثر بهذا الموضوع سنحاول فيما يلي معرفة المفاهيم المتعلقة بكفاءة السوق

المالي من خلال هذا الفصل الذي قمنا بتقسيمه كما يلي:

- المبحث الأول: مفاهيم متعلقة بكفاءة السوق المالي.
- المبحث الثاني، الصيغ المختلفة للسوق الكفاء.
- المبحث الثالث: تحليل الأوراق المالية و مؤشرات حول السوق المالية.

## المبحث الأول: مفاهيم متعلقة بكفاءة السوق المالي

تكتسب العلاقة بين أسعار الأوراق المالية و بين البيانات المالية للمؤسسة المصدرة لتلك الأوراق المالية أهمية كبيرة بالنسبة لإدارة المؤسسة نفسها والمستثمرين، و لذلك فإن كل فئة من هذه الفئات تهتم بأسعار الأوراق المالية ويتأثر المعلومات على هذه الأسعار، حيث يرتبط بأسعار الأوراق نتائج اقتصادية يتأثر بها كل من المؤسسة والمستثمر، وبذلك تشير العلاقة بين الأسعار والمعلومات إلى مفهوم كفاءة السوق المالية، وهذا ما سنركز عليه في مبحثنا هذا إضافة إلى أنواع الكفاءة المالية.

### المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالي

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى تعاريف عدة لكفاءة السوق المالي مع ذكر أهم خصائصه.

#### أولاً: تعريف كفاءة السوق المالي

لقد تعددت التعاريف في هذا المجال و من أهمها:

تعرف كفاءة السوق المالي على أنها العلاقة بين أسعار الأوراق المالية و بين البيانات والمعلومات المتاحة و المتوفرة لدى الجمهور المتعاملين سواء كانت هذه المعلومات تاريخية، عامة أو خاصة، أي قدرة السوق على عكس أي معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق<sup>1</sup>. و تعرف كفاءة السوق المالي على أنه السوق المالي الذي يكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الاستثمارات فيها مساوية لقيمتها الحقيقية، وتترك عشوائياً دون إمكانية السيطرة عليها<sup>2</sup>. و تعرف كفاءة السوق المالي أيضاً أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بينالقيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، ويكون السوق كفاء إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق، و ذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة و التي تتطلب :

- وجود منافسة تامة بين مخلف المتدخلين في السوق؛

<sup>1</sup>- ريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، بدون طبعة، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009 ص:203.

<sup>2</sup>- كريمة شرقي، قياس تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي، دراسة تطبيقية على سوق الكويت المالي خلال الفترة من 2013-2014، مذكرة ماستر أكاديمي، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2013-2014، ص:04.

- توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق؛  
- الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد<sup>1</sup>.  
و عرفت كفاءة السوق المالية أيضا بأنها السوق الذي تكون فيه أسعار الأدوات المالية المتداولة تعكس قيمتها الاقتصادية الحقيقية للمستثمرين وتقاس كفاءة السوق بمدى قدرته على عكس أي أية معلومات جديدة عن الورقة المالية على سعرها حتى لا يتمكن أحد المستثمرين أن يحقق أي أرباح غير عادية من استغلاله لأية معلومات لم تكن متوافرة لدى غيره من المستثمرين<sup>2</sup>.

وفي هذا الصدد يلعب السوق المالي الكفاء دورين هما:

- **الدور المباشر:** يقوم على حقيقة مفادها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية، هذا يعني أن المؤسسة التي تتاح لها فرص استثمار سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم، وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال<sup>3</sup>.

- **الدور غير المباشر:** يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول<sup>4</sup>.

### ثانيا: كفاءة السوق المالي

تكتسي كفاءة السوق المالي أهمية بالغة من باب أن<sup>5</sup>:

<sup>1</sup>- مفتاح صالح ومعارفي فريدة، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية**، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، بسكرة، الجزائر، 2009-2010، ص:182.

<sup>2</sup>- سليمان موصلي و حازم السمان، **دراسة الكفاءة السعريّة لسوق دمشق للأوراق المالية**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية، العدد الثاني، دمشق، سوريا، 2013، ص:155.

<sup>3</sup>- عبد الله بن محمد الرزين، **الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية و ارتباطها باقتصاد المعرفة**، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس، اقتصاد المعرفة و التنمية الاقتصادية، جامعة الزيتون في المملكة الأردنية الهاشمية، أيام 16-18/03/1426هـ، ص:3.

<sup>4</sup>- يوسف سعداوي، **كفاءة الأسواق المالية العربية**، دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر و السعودية و مصر، مجلة كلية بغداد للعلوم، اقتصادية الجامعة، العدد الثاني و الأربعون، الجزائر، 2014، ص:126.

<sup>5</sup>- محمد يوسف عنتر الفالوجي، **اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف**، دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة 2004-2005، متطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة و التمويل، الجامعة الإسلامية غزة، 2007، ص ص:31-32.

- السوق المالي الكفاء هو مؤشر النشاط الاقتصادي داخل أي دولة إذا توفرت الكفاءة له وغرضه الأساسي في الاقتصاد هو توزيع المدخرات بكفاءة على الاستخدامات والاستثمارات؛
- الكفاءة هي التي تحدد قدرة السوق المالي على جذب رؤوس الأموال سواء من الداخل أو الخارج، وكذلك قدرته على التوزيع الأمثل لتلك الأموال.

لا يعطي السوق المالي الكفاء الذي تعكس الأسعار به كافة المعلومات المتاحة الفرصة لأي متعامل أن يحقق عائدا يفوق ما حققه الآخرون، فالتعامل بالسوق الكفاء هو دائما مباراة عادلة بين جميع الأطراف و بذلك يوفر السوق المالي الكفاء الحماية والثقة التي يرغب بها أي مستثمر، وهنا يشجع المستثمرين من الداخل والخارج على الدخول في الاستثمار بهذا السوق.

### ثالثا: خصائص كفاءة السوق المالي

لكي يتمتع السوق المالي بالكفاءة يجب توفر مجموعة من الخصائص أهمها:<sup>1</sup>

1- **دعم نظام المعلومات:** تتوقف كفاءة السوق المالي بدرجة كبيرة على كفاءة نظام المعلومات في السوق أي على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها و عدالة فرص الاستفادة منها و تكاليف الحصول عليها، إذ تعد المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المحددات الرئيسية لتطور ونضوج أسواق المال بشكل عام وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص، بل أن كفاءة هذه الأسواق تعتمد وبشكل أساسي على قدر ما توفره من معلومات للمتعاملين وعلى مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون في المعلومات المتاحة والمنشورة، وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة من حيث مصداقيتها وموضوعيتها؛

2- **التجانس:** يتضمن سوق الأوراق المالية بشكل مختلف عن بقية الأسواق، نفس المنتجات باستثناء الاختلاف بالعوائد المستقبلية التي تتوقف على المخاطر المتعلقة بكل منتج، بمعنى أن العمليات قيد التسوية التي تقوم بها الشركات من الممكن أن تكون متنوعة و فردية بشكل تختلف فيه عن بعضها البعض، لكن أسعار الأسهم بشكل عام يتحدد بأخذ العوائد المستقبلية بعين الاعتبار، والمخاطر المتعلقة بهذه العوائد الأمر الذي يتيح مجال المقارنة فيها بين الأوراق المالية بشكل عادل وهذا التجانس يجعل من الإمكانية التوجه نحو اختيار البديل الاستثماري الأفضل والأنسب للمستثمر؛

<sup>1</sup>- علي حسن ،تحليل الحركة العشوائية لأسعار الأسهم في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق

المالية،مذكرة ماجستير في المصارف والتأمين،جامعة دمشق،2014،ص:25.

3- التمايز في المنتجات: تختلف الأوراق المالية عن غيرها من المنتجات، فكل مستثمر يختلف تفضيله ورغبته عن غيره، أو حتى من الممكن أن تختلف الاعتبارات مع تجاهل موضوع المخاطرة، فالرغبة هي التي تؤثر في تكوين المحفظة تبعاً للعوائد و المخاطر المتعلقة بكل ورقة؛

4- استقلالية السوق: بينما تكون قيمة العديد من المنتجات و السلع مقيدة بوجود مادي في منطقة معينة لأن قيمة الأوراق المالية منفصلة فعلياً عن السوق من خلال ذلك، فإن العوائق و الحواجز المتعلقة بعمليات التبادل تنخفض إلى أكبر حد ممكن، ما يسمح للمستثمرين بالدخول إلى أي سوق يرغبون فيه بغض النظر عن مكان عملهم.

### المطلب الثاني: أنواع كفاءة السوق المالي

يوجد نوعين من الكفاءة في السوق المالي، الكفاءة الكاملة، الكفاءة الاقتصادية.

#### أولاً: الكفاءة الكاملة

إن مفهوم الكفاءة الكاملة أو التامة هو عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، و هو ما يضمن تغير فوري في السعر بما يعكس ما تحملته تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، هذا يحمل في طياته أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر آخر على تلك المعلومات، و من ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره<sup>1</sup>.

و لكي يقال عن السوق المالي أنه ذو كفاءة كاملة لا بد من توفر الشروط التالية<sup>2</sup>:

- عدم وجود قيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث تفسح المجال للمستثمر ببيع أو شراء أي كمية من الأسهم بسهولة ومهما صغر حجمها؛
- توفر معلومات كاملة لجميع المتعاملين في السوق وبدون تكاليف إضافية، وهذا يعني أن جميع توقعات المستثمرين تكون متماثلة؛
- وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق بحيث لا توجد فرصة احتكار السوق أو تأثير أي واحد منهم على حركة الأسعار؛
- يتمتع المستثمرون بالرشد الاقتصادي وهدفهم السعي إلى تعظيم المنفعة الخاصة لكل واحد منهم؛

<sup>1</sup>- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار قباء الحديثة للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ص: 240.

<sup>2</sup>- دريد آل شعيب و عبد الرحمن الجبوري، استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، المؤتمر العلمي الرابع، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، جامعة الزيتونة الأردنية، الأردن، أيام 15-16/3/2005 ص: 03.

- وجود مؤسسات مالية و هيئات رقابة و حماية المستثمرين و بيوت الخبرة وصناديق الاستثمار ومستشاري الاستثمار، وتعمل بكفاءة ومهنية عالية المستوى وبشكل نزيه.

### ثانيا: الكفاءة الاقتصادية

نقصد بالكفاءة الاقتصادية مدى تأثر السوق باختلاف رغبات وكفاءة و أهداف المستثمرين ويستند مفهوم الكفاءة الاقتصادية على فرضية أساسية هي اتجاه المستثمر نحو تغطية ثروته الخاصة، وهذا يحفزه نحو الدخول في سباق للحصول على البيانات و المعلومات واستخدام طرق و وسائل متعددة في التحليل والاستنباط لتحقيق هذا الهدف<sup>1</sup>.

وفي ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق، يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق و حتى تتعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم<sup>2</sup>.

وهو ما يعني أن القيمة السوقية للسهم ما قد تكون أعلى وأقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غير أنه من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات و الضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل<sup>3</sup>.

### المطلب الثالث: متطلبات كفاءة السوق المالي

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصا كفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية و لكي يكون هناك تخصيص الكفاء لتلك الموارد يجب أن تتحقق سمتان أساسيتان هنا: كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل.

#### أولا: كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير (بالكفاءة الخارجية)، و يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، كما أن المعلومات تصل للمتعاملين دون أن يدفعوا في سبيل الحصول عليها تكاليف باهظة، و بهذا

<sup>1</sup>- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص:207.

<sup>2</sup>- صالح سعيد، كفاءة سوق الأوراق المالية، نشرة نوعية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد 9، الكويت، أبريل 2015 ص:38.

<sup>3</sup>-رشام كهينة، الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة الماستر علوم المالية و المحاسبة، علوم اقتصادية، و علوم تجارية، جامعة ألكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2015-2016، ص:572.

يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين<sup>1</sup>.

### ثانيا: كفاءة التشغيل

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية و يقصد بها "قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجارو المتخصصين إلى صناع السوق فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح"<sup>2</sup>، كما يبدو أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يستعجلهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع فيه الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

- وتوفر الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي:
- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة و هذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمستثمرين تتوفر لهم حرية التحول و الخروج في العمليات السوقية و ذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار و بتحقيق هذا الشرط لسوق الأوراق المالية ما يعرف بخاصيتين العمق و الاتساع حيث توجد مجموعات مختلفة و كبيرة من المتعاملين، يتوفر للسوق شرط المنافسة.
  - أن يوفر هذا السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه، و تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب و بالسرعة المناسبة، و توفر هذه الخاصة يوفر للسوق ميزة هامة هي ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة و غير مبررة في الأسعار وبالتالي تقلل من فرص المضاربة.
  - أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل.

<sup>1</sup>- شقيري نوري موسى و آخرون، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص: 102.

<sup>2</sup>- بريش عبد القادر، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة شمال افريقيا العدد التاسع، الجزائر، ص: 528.



- توفر عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه و ما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة و بشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات و في السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج.
- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة و الخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق و مساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع و الشراء.
- كما يشترط أن تكون السوق، الأوراق المالية و المتعاملون فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق، و لكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية، يشترط أن تكون محايدة أولاً، ومكونة من أفراد ذوي خبرة، ويساعدهم مجموعات استشارية<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup>- بريش عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص:53.

### المبحث الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي

تأخذ المعلومات المتداولة في السوق المالي أشكالاً متعددة، منها معلومات وبيانات تاريخية عن أسعار الأسهم في الأيام و الأسابيع والسنوات الماضية وقسم منها بيانات ومعلومات عامة حالية ترتبط بالآثار الاقتصادية الحالية العامة، أي تعبر عن الواقع الحالي للشركة وأدائها و قسم منها معلومات داخلية عن الشركة<sup>1</sup>، الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي تتمثل في ثلاث فرضيات هي<sup>2</sup>:

- فرضية المستوى الضعيف.

- فرضية المستوى شبه القوي.

- فرضية المستوى القوي.

#### المطلب الأول: فرضية المستوى الضعيف

سنستعرض في هذا المطلب أدنى مستويات كفاءة السوق و هي فرضية المستوى الضعيف حيث يتم عرض الفرضية و طرق تقييم حركة الأسعار العشوائية وفقاً لصيغة الفرضية الضعيفة.

#### أولاً: عرض فرضية المستوى الضعيف لكفاءة السوق

وفقاً لهذه الصيغة سعر السهم الحالي إنما هو انعكاس على الأقل لأسعاره الماضية<sup>3</sup>، وتعني ذلك أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات التاريخية المتعلقة بالتداول كأسعار الأسهم وتحركاتها وأحجام التداول ونتائج أعمال الشركات وأرباحها<sup>4</sup>، ولا يستطيع فيها أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على مستثمر آخر نتيجة تماثل وجودها معه ويمكن تحديد السوق الكفاء بدرجة ضعيفة من خلال مدى قرب الأسعار الحقيقية أو مدى عشوائية نسبة التغير في الأسعار، و ذلك باستخدام الاختبارات الإحصائية المتمثلة في اختبار الارتباط التسلسلي أو اختبارات الإشارات أو باستخدام قواعد المتاجرة في الأسهم<sup>5</sup>.

<sup>1</sup>- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص:88.

<sup>2</sup>- بن عمر بن حاسينوأخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية في الدول النامية، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، العدد 1 2012، ص:239.

<sup>3</sup>- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002، ص:189.

<sup>4</sup>- سهيل مقابلة، كيف أستثمر بسوق الأسهم، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص:288.

<sup>5</sup>- فيصل محمود الشواره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2013، ص:288.

تعني حركة الأسعار في المستقبل مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي، وتعرف الظاهرة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار عن بعضها و بالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات مما يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائيين لحظة و أخرى.

### ثانيا: طرق التقييم

تتمثل هذه الطرق في ما يلي:<sup>1</sup>

1- **اختبار الأنماط:** يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار ومدى الفترة في كل مرة وذلك بوضع إشارة لكل نوع من التغيرات و تظهر كما يلي:

+ : تعني حركة سعرية بالزيادة؛

- : تعني حركة سعرية بالانخفاض؛

0 : تعني عدم وجود حركة؛

2- **اختبار سلسلة الارتباط:** يعتمد هذا الاختيار على دراسة التغيرات السعرية لسعر الورقة المالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، حيث في المدى الطويل يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار ويرجع FAMA في الخمسينات، عندما قام باختبار 30 سهما متكون لمؤشر داو جونز، و ذلك من خلال دراسة معامل الارتباط لسلسلة من العوائد المتتالية لفترة من يوم إلى أيام، وقد بين أن نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة، وتصبح هذه النتيجة بمثابة تأكيد واقعي لفرضية الصيغة الكفاءة ونظرية الحركة العشوائية للأسعار.

<sup>1</sup>- بن أحمد بن حاسين وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:239.

### المطلب الثاني: فرضية المستوى شبه القوي

تفترض فرضية المستوى شبه القوي لقياس كفاءة السوق بأن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق لا تعكس فقط المعلومات التاريخية لأسعار هذه الأسواق في الماضي، بل تعكس أيضا البيانات والمعلومات الحالية العامة المنشورة والمتاحة لجمهور المستثمرين<sup>1</sup>.

و تتمثل هذه المعلومات في الآتي<sup>2</sup>:

- الأحداث الاقتصادية والسياسية على المستوى العالمي؛

- الظروف الاقتصادية والسياسات الاقتصادية؛

- ظروف الشركة الداخلية؛

- التقارير والقوائم المالية الخاصة بالشركة، والتحليلات والتفسيرات الخاصة بهذه القوائم والتي تعدها بعض الجهات المتخصصة في هذا المجال.

و في ظل الصيغة متوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات، غير أنه إذا أدرك المستثمر (و منذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباحا غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين<sup>3</sup>.

و قد اختلفت الدراسات في اختبارها لفرض السوق الكفاء من النوع شبه القوي حيث أثبتت بعضها سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المالية بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر أن يحقق عائدا متميزا على حساب الآخرين، مما يعتبر تأييدا لهذا الفرض، في حين كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لتحليل المعلومات الواردة للسوق وتحقيق أرباح غير عادية مما يعني رفض صيغة الفرض شبه القوي<sup>4</sup>.

<sup>1</sup>- دريد كامل آل شبيب الأسواق المالية و النقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان الأردن، 2012، ص:85.

<sup>2</sup>- عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول الاقتصادي إلى اقتصاد السوق، بدون طبعة مؤسسة شباب الجامعة للنشر و التوزيع، الإسكندرية، مصر، 2005، ص:61.

<sup>3</sup>- مفتاح صالح و معارضي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص:185.

<sup>4</sup>-محمد صالح الحناوي، تحليل الأسهم و السندات، بدون طبعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص ص: 128-129.

### المطلب الثالث: فرضية المستوى القوي

تقتضي الصيغة القوية الكفاءة بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة و المتوفرة للعامة والخاصة، أي المعلومات التي يمكن أن تكون متاحة لفئة معينة مثل أعضاء مجلس إدارة المؤسسة أو كبار العاملين فيها، إضافة إلى المعلومات التي يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال أدوات التحليل<sup>1</sup>.

كما يرى (Morise Hy 1999) أن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق كفاءة عالية في تخصيص الموارد المتاحة، بحيث أن تتوجه هذه الموارد إلى المجالات التي تحقق أكبر أرباح<sup>2</sup>.

و تزيد كفاءة السوق كلما كانت تكلفة البيع وطلبات الشراء للأسهم ضاق الفرق بين أسعار طلبات البيع و طلبات الشراء للأسهم وكذلك كلما زاد عدد المستثمرين في السوق وارتفعت أحجام التداول حيث أن كافة المعلومات في السوق الكفاء متوفرة لجميع المستثمرين في نفس الوقت فإن أي مستثمر لا يستطيع أن يحقق أرباح استثنائية إلا بقدر سرعته قبل غيره في اتخاذ قراراته الاستثمارية<sup>3</sup>.

على ضوء ما سبق نستنتج أن فرضيات كفاءة الأسواق المالية تنقسم إلى ثلاثة مستويات وكل مستوى يرتبط بنظام معين من المعلومات و كما يلي:

1- فرضية المستوى الضعيف (معلومات تاريخية)

2- فرضية المستوى شبه القوي (معلومات تاريخية + عامة حالية)

3- فرضية المستوى القوي (معلومات تاريخية + عامة + خاصة)

### الجدول رقم(01):مستويات كفاءة السوق المالي

شكل السوق/المعلومات	تاريخية	حالية عامة	داخلية خاصة
الضعيف	X		
شبه القوي	X	X	
القوي	X	X	X

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعطيات السابقة.

<sup>1</sup>-بن زايد مبارك و بن زايد عبد الوهاب، النظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 1، جامعة بشار، الجزائر، 2017، ص:91.

<sup>2</sup>- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، بدون طبعة، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009 ص:152.

<sup>3</sup>-محمد الصيرفي،البورصات، الطبعة الأولى،دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، مصر، 2006، ص:81.

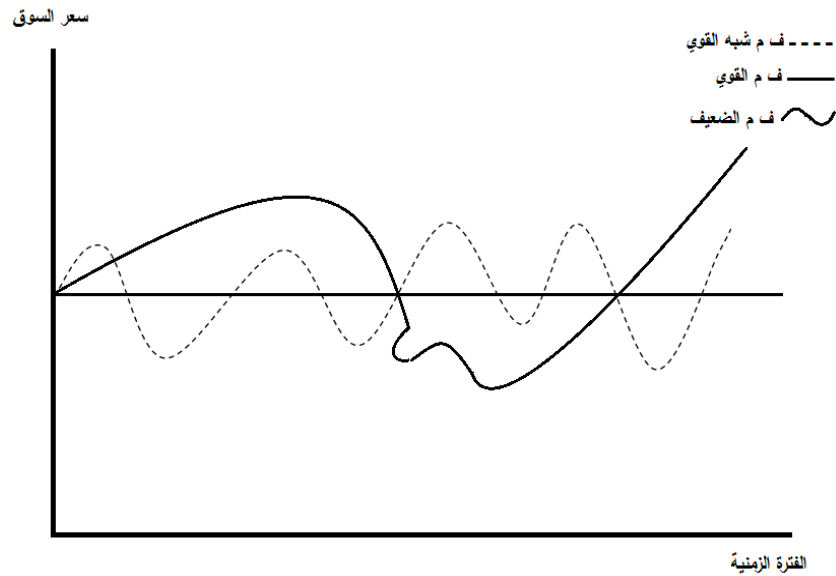
## الفصل الثاني:..... مدخل إلى كفاءة السوق المالي

يتضح لنا من خلال الجدول أن لكفاءة السوق المالي عدة مستويات بالنسبة للصيغة الضعيفة فهي تعتمد على المعلومات التاريخية فقط بما يعني أن حركة الأسعار في المستقبل مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي، أما الصيغة شبه القوية فتعتمد بالإضافة إلى معلومات التاريخية البيانات الحالية العامة المنشورة، وأخيرا الصيغة القوية التي تعني السوق الكفاء بما يعني أن المعلومات التي يعكسها سعر السهم السوق هي جميع المعلومات المتاحة والمتوفرة للعامة و الخاصة بحيث لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحا استثنائية وغير عادية.

ومنه يمكن أن نستخلص أن المعلومات بمختلف أنواعها تلعب دورا محوريا في تحديد كفاءة السوق المالي من خلال عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية ومدى مطابقتها هذه المعلومات الواردة إلى السوق المالي لسعر الورقة المالية.

و لفهم هذه الصيغ يمكن توضيحها بيانيا، الأمر الذي يعكس كذلك طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للكفاءة.

### الشكل(03): طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للكفاءة



المصدر: بن أمير بن حاسين و آخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية، عمان تونس و المغرب، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، الجزائر، عدد 02، 2013، ص:239.  
و يتضح من خلال الشكل ما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> - عاطف وليم أندوراس، مرجع سبق ذكره، ص:65.

- يمثل الخط (ف م القوي) السعر السوقي ويعكس الكفاءة التامة للسوق، و التي يمثلها فرضية السوق القوي، حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة وبدون اختلافات.
- يمثل المنحنى (ف م شبه القوي) الشكل الشبه القوي لكفاءة السوق حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي و القيمة الحقيقية صغيرة.
- يمثل المنحنى (ف م الضعيف) الشكل الضعيف لكفاءة السوق حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي و القيمة الحقيقية واسعة.

### المبحث الثالث: تحليل الأوراق المالية و مؤشرات السوق الاقتصادية

يستخدم المستثمرون أكثر من طريقة لاختيار الأوراق المالية فبخلاف الاختيار العشوائي يوجد المدخل الفني والأساسي، ويركز المدخل الفني على الظروف الاقتصادية و الظروف المالية، حيث يبحث المدخل على مدى قدرة المنشأة على الكسب و ربحيتها وإمكانيات نموها ومصادر تمويلها، أما المدخل الأساسي فيقوم على دراسة الأداء السوقي للأوراق المالية في الماضي الذي يركز على الاتجاهات السعرية والانحرافات التي تحدث في الأسعار، أو أحجام التداول العادية.

#### المطلب الأول: التحليل الأساسي للأوراق المالية

يتم تحليل الأسهم والسندات في إطار ما يعرف بتحليل الأوراق المالية عامة عن طريق التحليل الفني و التحليل الأساسي وهذا الأخير سيكون محل تركيزنا في هذا المطلب.

#### أولاً: مفهوم التحليل الأساسي للأوراق المالية

سنتطرق إلى تعريف و أهمية التحليل الأساسي للأوراق المالية.

1- تعريف التحليل الأساسي للأوراق المالية: يعني التحلي الأساسي والذي يطلق على أصحابه الأساسيين بتحليل البيانات و المعلومات الاقتصادية والمالية، بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المنشأة إضافة إلى التعرف إلى حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، وتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المنشأة<sup>1</sup>. كما يعرف أيضا على أنه تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية منها وعلى مستويات متعددة، كلية وقطاعية وجزئية للمنشأة بهدف التعرف على عائدها المتوقع و المخاطر المصاحبة لذلك، وهو ما يمثل عادة حساب القيمة المحورية للورقة المالية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>-منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، بدون طبعة، منشأة المصارف للنشر و التوزيع، الإسكندرية، مصر، 1999، ص:159.

<sup>2</sup>- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص:288.

2- أهمية التحليل الأساسي: يمكن أن تبرز أهمية هذا التحليل في تحديد المعلومات وقياسها وتوفيرها للمستثمرين والمحللين، حيث تمكنهم من الإجابة عن التساؤلات التي يواجهونها عند شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأصول المالية، وذلك بتحديد الأصول المالية التي ينبغي شراؤها أو بيعها والتوقيت الملائم لذلك. ففي ظل هذا التحليل، يهتم المستثمر بالأرباح المستقبلية و نصيب السهم من الربح الموزع و المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة من وراء العائد، ومن ذلك يتم القيام بدراسة وتحليل التقارير المالية للمؤسسة التي يستثمر فيها أمواله المنتظمة من وراء العائد، ومن ذلك يتم القيام بدراسة وتحليل التقارير المالية التي تصدر في نهاية السنة أو التقارير الدورية، وإيجاد العلاقة والاتجاهات والمؤشرات بين بنود القوائم المالية خلال سلسلة زمنية معينة، وذلك بهدف التعرف على درجة نمو المشروع وقدرته على تحقيق أرباح مستقبلية وأثر ذلك على سعر السهم.

حيث يقوم المستثمر في الأخير بدراسة النشاط الاقتصادي الكلي وتحليل السياسة المالية والنقدية التي تتبعها الدولة و الخاصة بفرض الضرائب، وأسعار الفائدة و معدل التضخم وأثر كل ذلك على أسعار الأسهم. و عليه فإن أهمية هذا التحليل تبرز من خلال تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة و تحديد الأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية وذلك لضمها إلى المحفظة الاستثمارية، ولذلك فإن هذا التحليل بمستوياته الثلاث فإنه يهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للاستثمار.<sup>1</sup>

### ثانيا: المداخل البديلة للتحليل الأساسي

هناك عدة مراحل تستخدم في تحديد شكل واتجاه التحليل الأساسي وعلى المستثمر أن يقوم بالاختيار المناسب حيث أن لكل مدخل من هذه المداخل مزاياه وعيوبه، وهذه المداخل تتمثل في:

1- مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل: و هو يطلق عليه التحليل من المستوى الكلي إلى المستوى الجزئي حيث يتم في بداية تحليل الظروف العامة والشاملة بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية للدولة و التأثير المحتمل لتلك التغيرات على سوق رأس المال، ثم بعد ذلك يتم تحليل ظروف الصناعة أو الصناعات المختلفة في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواعدة التي تتصف بمعدلات مرتفعة إما بسبب التطور التكنولوجي أو التغيير الاجتماعي، ثم يتم تحليل المنشأة بهدف معرفة أفضل المنشآت داخل الصناعة الواحدة التي يوصى المحلل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها.

<sup>1</sup>- الداوي خيرة، مرجع سبق ذكره، ص:54.



2- **مدخل التحليل من أسفل إلى أعلى:** وهو يطلق عليه التحليل من المستوى الجزئي إلى المستوى الكلي حيث يتم في البداية تحليل ظروف المنشأة الفردية التي يقع عليها اختيار المستثمر ثم تحليل الصناعة أو القطاع الذي تنتمي إليه المنشأة ثم تحليل الاقتصاد الكلي.

ويمكننا من خلال هذا المدخل اختيار المنشأة المناسبة بصورة مباشرة، ثم بعد ذلك تكوين الخلفية المناسبة عن هذه المنشأة ولكن لا بد من تكرار هذه العملية أكثر من مرة لكي نصل إلى المنشأة المناسبة مما يزيد من تكلفة عملية التحليل<sup>1</sup>.

### ثالثاً: مضمون التحليل الأساسي

يتمثل مضمون التحليل الأساسي فيما يلي:

1- **تحليل اقتصادي كلي:** يتطلب أخذ المؤشرات الأساسية للاقتصاد الكلي بعين الاعتبار مثل هيكل أسعار الفائدة، معدلات التضخم، السياسة النقدية، الناتج المحلي الإجمالي... إلخ، كما يرتبط هذا النوع من التحليل عادة بما يعرف بالدورات الاقتصادية، أي بظروف الازدهار الاقتصادي وما يعقبها من فترات الكساد<sup>2</sup>.

2- **تحليل ظروف الصناعة:** يرجع فحص ظروف الصناعة إلى أن الصناعات تبدي ردود أفعال مختلفة تجاه التغيرات في البيئة الاقتصادية، ويميل الطلب على السلع مرتفعة الثمن مثل السيارات والأجهزة المنزلية والعقارات للاستجابة بصورة كبيرة للتغيرات في مستوى النشاط الاقتصادي، على حين أن الطلب على المنتجات الأخرى مثل الضروريات (الطعام على سبيل المثال و بعض السلع الاستهلاكية) يكون أقل استجابة للتغيرات الحادثة في النشاط الاقتصادي.

3- **تحليل ظروف المنشأة:** حيث أن ما ينطبق على الصناعة و الاقتصاد بوجه عام قد لا ينطبق على المنشأة بعينها، ففي فترة الثمانينات - مثلاً - استمرت شركة بان أمريكيان في تحقيق خسائر في الوقت الذي حققت فيه شركات طيران أخرى كثيرة أرباحاً قياسية<sup>3</sup>.

### المطلب الثاني: التحليل الفني للأوراق المالية

<sup>1</sup>- محمد صالح الحناوي وطارق الشهاوي، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، بدون طبعة، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية مصر، 2014، ص: 106، 105.

<sup>2</sup>- محمد مطر، و فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص: 133.

<sup>3</sup>- محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص: 83.

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

### أولاً: تعريف التحليل الفني

لقد تعددت الدراسات حول تعريف التحليل الفني لدى جميع المهتمين بالسوق المالي وبين المحللين الفنيين في أسواق الأوراق المالية وسنذكر البعض منها:  
يعرف التحليل الفني حسب "جون مورفي" على أنه دراسة حركة السوق بالاعتماد على الرسومات والبيانات و ذلك بغية التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً<sup>1</sup>.

كما يعرف أيضا على أنه تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي، على أمل اكتشاف نمط تلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم، فحركة الأسعار في الماضي وفقا لهذا المدخل، تعد مؤشرا يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل، و على هذا الأساس يقوم المحلل الفني بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنماط معينة لحركة سعر السهم و على ذلك يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق إجمالاً ثم على مستوى ورقة مالية معينة<sup>2</sup>.

### ثانياً: الافتراضات الأساسية للتحليل الفني

يعتمد المحللون الفنيون في قراراتهم على فحص البيانات السابقة للأسعار و بيانات الحجم والتداول وذلك لتحديد اتجاهات السوق السابقة والتي يمكن من خلالها التنبؤ بالسلوك المستقبلي للسوق ككل والأوراق المالية الفردية، ويتم الاستشهاد بعدة افتراضات تساند هذا الرأي لتحركات الأسعار كما يلي<sup>3</sup>:

- 1- تحدد القيمة السوقية لأي سلعة أو خدمة من خلال تفاعل قوى العرض والطلب؛
- 2- هناك عدة عوامل تحكم العرض والطلب بعضها منطقية و معقولة و البعض الآخر غير منطقية وتشمل هذه العوامل المتغيرات الاقتصادية التي يركز عليها المحللون الأساسيين في آرائهم وتخميناتهم، أن السوق يقوم على هذه العوامل باستمرار وبصورة آلية؛

<sup>1</sup> - لبنى بوالنمر و مديحة بوعريوة، مرجع سبق ذكره، ص:78.

<sup>2</sup> - نهال فريدمصطفى و جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002/2003، ص:125.

<sup>3</sup> - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، بدون طبعة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، ص ص:123-124.

3- إغفال التقلبات الصغرى في أسعار الأوراق المالية الفردية والقيمة الكلية للسوق والتي تميل إلى أن تتحرك في اتجاهات تستمر لفترة قصيرة من الوقت؛

4- الاتجاهات المسيطرة التي تمثل تغير في رد فعل للتحويل في العلاقات ما بين العرض والطلب يمكن تحديدها آجلاً أو عاجلاً من خلال حركة السوق نفسه.

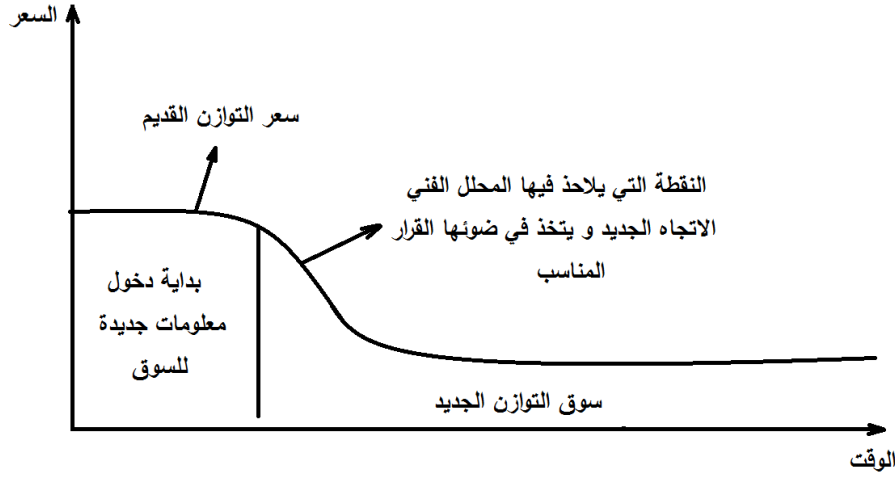
و إذا كان كل من الافتراضين الأول و الثاني مقبولين من الفنيين أو غيرهم لأن أي شخص يوافق على أن سعر الورقة المالية (أو السلعة أو خدمة) يتم تحديده من خلال التفاعل بين قوى العرض والطلب عليه، و بالإضافة إلى ذلك فإن هناك عدة متغيرات تحكم العرض و الطلب، الاختلاف الوحيد في الرأي بخصوص تأثير العوامل غير المعقولة، حيث ينظر المحللون الفنيون إلى أنها سوف تظل لبعض الوقت بينما ينظر المحللون الآخرون إليها على أن تأثيرها قصير الأجل مع معتقدات معقولة تسيطر على المدى الطويل و بالتأكيد فإن كل فرد يتفق على أن السوق يقوم باستمرار بتقييم هذه العوامل<sup>1</sup>.

و هناك اختلاف كبير في الرأي نشأ حول الغرض الثالث للمحللين الماليين عن سرعة تغير أسعار الأسهم مقارنة بالتغيرات في العرض و الطلب، ويتوقع المحللون الفنيون أن تتحرك أسعار الأسهم في اتجاهات تستمر لفترة طويلة نسبياً، و يرجع السبب في ذلك إلى أن المعلومات الجديدة التي تؤثر على العرض و الطلب لا تدخل إلى السوق في نقطة زمنية معينة ولكنها تدخل السوق خلال فترة زمنية ممتدة ويحدث ذلك بسبب اختلاف مصادر المعلومات التي تصل المستثمرين مبكراً عن الآخرين، وذلك لوجود مجموعات مختلفة داخل السوق تتراوح ما بين المهنيين والمستثمرين تستقبل المعلومات وتبيع وتشتري الأوراق المالية وفقاً لهذه المعلومات، ولهذا فإن سعرها يتحرك نحو نقطة التوازن الجديدة بالتدرج والذي يعكس التدفق التدريجي للمعلومات<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>- طارق عبد العادل حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية 2006 ص325.

<sup>2</sup>- المرجع السابق، ص ص: 325-326.

الشكل رقم (04): التدفق التدريجي للمعلومات



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسيات لأوراق المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية 2006، ص 326.

يوضح الشكل السابق أن المعلومات الجديدة تسبب انخفاضا في سعر التوازن للورقة المالية، لكن عملية الانتقال إلى سعر التوازن الجديد ليست سريعة وتقع في صورة اتجاه يستمر لفترة حتى تصل إلى سعر التوازن الجديد، ويبحث المحللون الفنيون عن بداية التحرك من سعر التوازن القديم إلى سعر التوازن الجديد و ذلك حتى يستطيعوا التحرك مبكرا والاستفادة من التغير عن طريق الشراء إذا كان الاتجاه صعوديا، والبيع إذا كان الاتجاه هبوطيا، ولذلك فإن التغيرات السريعة في الأسعار لا تؤدي إلى نتائج طيبة وبالتالي لا تستحق المجهود<sup>1</sup>.

ثالثا: أدوات التحليل الفني

التحليل الفني يمكن المستثمر من تحديد الورقة المالية التي ينبغي أن يشتريها أو يبيعها، مع التوقيت الزمني لذلك حتى يكون المستثمر على معرفة باتجاه الأسعار ومنه فإنه توجد مجموعة من الأدوات أهمها:

1- أدوات التحليل الفني لأسعار السوق

تستخدم هذه الأدوات في قياس القوة النسبية للسوق وتحديد اتجاه الأسعار وتتمثل هذه الأدوات في المؤشرات التالية:

أ. مقياس ميل أو اتجاه المستثمرين

إن هذه المقاييس تقوم بإعطاء اتجاه أسعار الأسهم في المستقبل، ومن بين أهم هذه المؤشرات<sup>2</sup>. ما يلي:

<sup>1</sup> - نفس المرجع السابق، ص: 326.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 225.

- مؤشر الثقة

يعرف هذا المؤشر بمؤشر باون للثقة والذي يحسب كما يلي:

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

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

إذا كانت قيمة مؤشر الثقة في صعود فهذا يدل على أن الحالة الاقتصادية جيدة، وبالتالي فإن أسعار السوق تتجه نحو الصعود في المستقبل، وأن التوقيت يعتبر ملائماً للشراء، أما إذا كانت قيمة مؤشر الثقة في هبوط، فإن قيمة الأوراق المالية سوف تنخفض مما يدل على تشاؤم المستثمر وأن الوضع الاقتصادي في تدهور وبالتالي يكون التوقيت ملائماً للبيع<sup>1</sup>.

- مؤشر المستويات العليا و الدنيا

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

$$\text{مؤشر المستويات العليا والدنيا} = \frac{\text{عدد الأسهم التي حققت إرتفاعا}}{\text{عدد الأسهم التي حققت إرتفاعا} + \text{عدد الأسهم التي حققت إنخفاظا}}$$

إن قيمة مؤشر المستويات العليا والدنيا كلما اقتربت من الواحد الصحيح، فإنه يدل على أن عدد من الأسهم ارتفعت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل، والعكس عندما تقترب هذه النسبة من الصفر وابتعدت عن الواحد فهذا يعني أن عدد من الأسهم انخفضت أسعارها إلى مستوى لم تصل له من قبل وعندما تكون قيمة المؤشر أقل من (0,1) فإنه يدل على انتهاء مرحلة تدهور الأسعار، وأما إذا كانت قيمة هذا المؤشر أكبر من (0,9) فإنه يدل على بلوغ حالة الصعود في الأسعار إلى نهايتها وهي في طريقها إلى الانخفاض<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>- لبنى بوالنمر ومديحة بوعريزة، مرجع سبق ذكره، ص:83.

<sup>2</sup>- الداوي خيرة، مرجع سبق ذكره، ص:46.

- مؤشر الارتفاع و الانخفاض

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

$$\text{مؤشر الارتفاع و الانخفاض} = \frac{\text{عدد الاسهم التي حققت صعودا}}{\text{عدد الاسهم التي حققت هبوطا أو صعودا}}$$

فعندما تكون النسبة المئوية (0,6) أو أكثر فإن ذلك يعد مؤشرا على أن الاتجاه السعودي للسوق يقترب من نهايته، وإذا بلغت النسبة (0,3) هذا يعني أن الاتجاه نزولي بلغ نهايته وأن الأسعار سوف تتجه نحو الارتفاع<sup>1</sup>.

- مؤشر اتساع السوق

يحسب هذا المؤشر كما يلي:

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

إن هذا المؤشر يبين لنا مدى التقلبات الحاصلة في أسعار الأسهم كذلك التعرف على ما إذا كانت حركة المؤشرات تسير جنبا إلى جنب مع حركة المؤشرات المماثلة أولا وعليه فإن مقاييس ميل اتجاه المستثمرين مؤشرات تسبق مؤشرات أسعار السوق، وذلك بالتنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة، وبالتالي يعتمد عليها في التوقيت لاتخاذ قرارات الاستثمار، فإذا أعطى المقياس مؤشر على اتجاه الأسعار نحو الارتفاع فإنه يكون المناخ ملائما للشراء وإذا أعطى مؤشر على اتجاه الأسعار نحو الانخفاض يكون قرار البيع<sup>2</sup>.

ب- بمقاييس وجهة النظر المضادة

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، بدون طبعة، دارالمعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1999، ص:423.

<sup>2</sup>- الداوي خيرة، مرجع سبق ذكره، ص:47.

إن هذه المقاييس تقوم على فكرة مفادها أن هناك بعض المستثمرين عادة ما تتخذ قرارات استثمارية خاطئة خاصة عندما تكون أسعار السوق في طرقها إلى التحول، وبناء عليه فإن الإستراتيجية الناجحة تقتضي معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين وعلى ضوءها تتخذ قرارات عكسية ومن أكثر المقاييس شيوعاً ما يلي:

### مؤشر توازن الكميات الكسرية

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

يقصد بالكميات الكسرية صفقات البيع والشراء التي يبرمها صغار المستثمرين والتي تقل الكمية التي تتضمنها عن 100 سهم، ووفقاً لذلك المؤشر إذا كانت القيمة أكبر من الواحد الصحيح فإن ذلك يعني أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتهم، أما إذا كانت القيمة أقل من الواحد الصحيح حينئذ تكون مبيعاتهم أقل من مشترياتهم.

و عليه فإن المستثمر الذي يسترشد بذلك المؤشر أن ينتظر نقطة التحول في قيمة المؤشر، عندما يتجه هذا المؤشر نحو النزول فعلى المستثمر أن يقوم بالبيع، أما عندما يتجه نحو الصعود فعليه أن يقوم بالشراء<sup>1</sup>.

### مؤشر البيع على المكشوف

يقصد بالبيع على المكشوف قيام المستثمر ببيع أصول مالية لا يملكها، عن طريق اقتراضها من آخرين مقابل الالتزام بإعادة شرائها وتسليمها للمقرض في وقت محدد، و يمكن حساب هذا المؤشر كما يلي:

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

ارتفاع هذا المؤشر يشير إلى اتجاه الأسعار نحو الارتفاع في المستقبل، ومن ثم يتوقع أن يسعى المضاربين باعتبارهم المتعاملين الأساسيين في البيع على المكشوف إلى تغطية مركزهم لمواجهة هذه التوقعات وذلك بشراء تلك الأسهم في السوق، مما يترتب عليه زيادة في الطلب وارتفاع في الأسعار<sup>2</sup>.

### ج- مقاييس المستثمر المحترف

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 261.

<sup>2</sup>- رشام كهينة، مرجع سبق ذكره، ص: 103.

## الفصل الثاني:..... مدخل إلى كفاءة السوق المالي

يقصد بالمستثمر المحترف المؤسسات المتخصصة في الاستثمار وكذا كبار المدراء والملاك، باعتبار أن هذه الصفقات التي يبرمها المستثمر المحترف عادة ما يتولد عنها عائد نتيجة حصولهم على معلومات عن المؤسسات، وبالتالي إتباع قرارات هؤلاء المستثمرين أمر مفيد بالنسبة لرصد حركة أسعار السوق، و توجد عدة مقاييس تستخدم لمعرفة تجاه المستثمرين المحترفين منها:

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

هذا المؤشر يقيس احتمال ارتفاع أو انخفاض الأسعار في المستقبل، فعندما تصل قيمة هذا المؤشر إلى (0,6) نقطة فهذا يعني أن المتخصصين في شك بشأن احتمال ارتفاع الأسعار في المستقبل، أما عندما تصل هذه النسبة إلى أكثر من (0,6) نقطة فإن هذا يدل على أن أسعار السوق في طريقها إلى الانخفاض أما في حالة قيمة المؤشر أقل من (0,45) نقطة، فهذا يدل على أن أسعار السوق في طريقها إلى الصعود أما إذا كانت أقل من (0,3) نقطة، فإن هذا يدل بالتأكيد على أن الأسعار ستتجه نحو الصعود وبما أن الصفقات التي يبرمها المتخصصون تأخذ فترة طويلة قد تمتد إلى أسابيع، فإنه يتوقع أن تكون أحوال السوق متغيرة، وبالتالي فإنه يصعب الاستفادة من نتائج هذا المؤشر<sup>1</sup>.

### - مؤشر الكميات الكبيرة

يقصد بها الصفقات التي تبرمها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار وإدارتها يقوم بها مديرون محترفون، يحققون عوائد متميزة، ويحسب هذا المؤشر وفق الصيغة التالية:

$$\text{مؤشر الكميات الكبيرة} = \frac{\text{عدد الصفقات باسعار صعودية}}{\text{عدد الصفقات صعودية باسعار و نزولية}}$$

<sup>1</sup>-لبنى بوالتمر ومدبحة بوعريرة، مرجع سبق ذكره، ص:85.



قيمة المؤشر تتراوح بين الصفر والواحد وكلما اقترب المؤشر من الصفر كان ذلك مؤشرا لاتجاه الأسعار نحو الانخفاض، أما إذا اقتربت قيمة المؤشر من الواحد فإن أسعار السوق تكون متجهة نحو الصعود<sup>1</sup>.

#### د- أدوات التحليل الفني لأسعار الأوراق المالية

إن المستثمر حين يقوم بتحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه والتوقيت الملائم لذلك، فإنه عليه أن يقوم بتحليل نمط التغير في أسعار الأوراق المالية، ذلك من خلال أدوات التحليل المستخدمة في أسعار الأوراق المالية و المتمثلة فيما يلي<sup>2</sup>:

#### - مؤشر القوة النسبية للسهم

يستخدم هذا المؤشر للكشف عن حالة السوق أو السهم حيث كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالي فيها أو مرحلة بيع مغالي فيها، فإذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالي فيها فإن هذا يدل على أنه عدد كبير من المستثمرين يمتلكون حصص من الأسهم وبالتالي، فإنه من المتوقع أن تنخفض الأسعار عندما يقوم المستثمرون ببيع ما لديهم من الأسهم لتحقيق الأرباح، وعندما يكون العكس بمعنى أن السوق يمر بمرحلة بيع مغالي فيها، فإن هذا يدل على أن عدد من المستثمرين يمتلكون عدد قليل من الأسهم، ومن المتوقع أن يلجأ عدد كبير من المستثمرين إلى شراء الأسهم وهو ما يؤدي إلى ارتفاع السعر في المستقبل؛

100

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

#### - خريطة المتوسط المتحركة

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

#### - خرائط الأعمدة البيانية

تتمثل هذه الخرائط والتي تعتبر الشائعة الاستعمال في خرائط المستويات المساعدة والمقاومة، كذلك خريطة الرأس والأكتاف، وهي كما يلي:

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي، أساسيات لإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص:234.

<sup>2</sup>- الداوي خيرة، مرجع سبق ذكره، ص ص:50-51.

- **خريطة المستويات المساعدة والمقاومة:** تقوم هذه الأخيرة على تصور سلوك المستثمرين في المستوى المساعد والذي يمثل السعر المتدني، أما سعر المقاومة فيمثل السعر المرتفع؛
  - **خريطة الرأس والأكتاف:** تعتبر هذه الخريطة من بين أنواع أنماط حركة الأسعار والتي يبحث فيها المحلل الفني، وهذا النوع من الأسعار يزداد بزيادة حجم الصفقات والعكس صحيح؛
- **خريطة النقطة والشكل**

يتم بناء هذه الخريطة برسم محور رأسي يمثل سعر السهم، أما المحور الأفقي فلا يشمل أي شيء ويتم تسجيل أسعار الأسهم على الخريطة، غير أنه عادة لا يسجل السعر إلا إذا كان تغير فيه بحجم معين يحدده المحلل.

### 1- مزايا وعيوب التحليل الفني

للتحليل الفني مجموعة من المزايا والعيوب أهمها:<sup>1</sup>

#### مزايا التحليل الفني

للتحليل الفني مجموعة من المزايا هي:

- السهولة والسرعة في التعليق.
- سهولة تعلم وتعليق هذه الوسائل من قبل أي مستثمر.
- المعلومات التي يحتاجها المحلل عن الأسعار والصفقات تتاح يوميا وبانتظام من خلال التقارير المالية.

#### عيوب التحليل الفني

كما أن للتحليل الفني مزايا فإنه له أيضا عيوب أهمها:

- يعترف دعاة التحليل الفني بأن التحليل الأساسي الذي تتوفر له المعلومات والقدرة التحليلية يمكنه أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفني لأن المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويتخذ منها قرار ملائم.
- إذا كان هناك مستثمرون كثيرون يؤمنون بالتحليل الفني فإن ارتفاع الأسهم أو الانخفاض فيها يكون بسبب سلوكهم.

من خلال الجدول التالي سنقوم بالمقارنة بين كل من التحليل الفني و التحليل الأساسي:

<sup>1</sup>-شقيري نوي موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:154.

جدول رقم(02): أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي و التحليل الفني

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة و ظروف المنشأة.	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول و غيرها).
الهدف	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تقييم العوائد و المخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار و الإقراض</li> <li>- تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظه المستثمر، و تلك المسعرة بأكبر من قيمتها.</li> </ul>	دراسة متغيرات السوق في الماضي و الدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.
الافتراضات	<ul style="list-style-type: none"> <li>أ- أن سوق رأس المال كفاء على الأقل في شكله الضعيف.</li> <li>ب-يمثل هذا النوع من التحليل ضمانا لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>أ- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض و الطلب.</li> <li>ب-العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقية والبعض الآخر غير منطقية.</li> <li>ت-أن السوق أفضل متنبأ بنفسه.</li> <li>ث-أن التحرك من سعر التوازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت.</li> </ul>
مصادر البيانات الخاضعة للتحليل	<ul style="list-style-type: none"> <li>أ- عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية.</li> <li>ب-عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية و</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ج-أن سوق رأس المال غير كفاء عوامل السوق نفسه مثل: <ul style="list-style-type: none"> <li>- أسعار الأوراق المالية.</li> <li>- حجم التداول.</li> <li>- عدد الصفقات و حجمها.</li> <li>- سلوك المستثمرين.</li> </ul> </li> </ul>

الفصل الثاني:..... مدخل إلى كفاءة السوق المالي

<ul style="list-style-type: none"> <li>- عمليات البيع على المكشوف.</li> <li>- التوقيت الزمني.</li> <li>- اتساع السوق.</li> <li>- الجو النفسي.</li> </ul>	<p>التكنولوجيا.</p> <p>ت-عوامل متعلقة بالمنشأة مثل القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة و تقرير مراقب الحسابات والملاحظات</p>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>أ- مؤشرات ميول المستثمرين (نفسية).</li> <li>ب-مؤشرات تدفقات الأموال.</li> <li>ت-مؤشرات هيكل السوق.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>أ- المؤشرات الاقتصادية العامة.</li> <li>ب-دورة حياة الصناعة.</li> <li>ت-التنبؤ بحالات النمو.</li> <li>ث-تحليل ظروف المنافسة.</li> <li>ج-تحليل التطورات التكنولوجية.</li> <li>ح-القوائم المالية المقارنة.</li> <li>خ-تحليل السلاسل الزمنية.</li> <li>د- التحليل الرأسي للقوائم المالية.</li> <li>ذ- تحليل النسب.</li> <li>ر- التحليلات الخاصة.</li> </ul>	<p>أدوات التحليل الرئيسية</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>أ- وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب.</li> <li>ب-يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ.</li> <li>ت-تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى التطوير لتتناسب الظروف البيئية المتغيرة.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>أ- تحتاج إلى جهد و تكلفة أكبر نسبيا مقارنة بالتحليل الفني.</li> <li>ب-توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة.</li> <li>ت-صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.</li> </ul>	<p>حدود استخدامها</p>

المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر و

التوزيع، الإسكندرية، 2006، ص ص: 427- 429.

### المطلب الثالث: مؤشرات أداء قياس السوق

يلجأ الكثير من المستثمرين إلى السوق المالي للقيام بمختلف استثماراتهم وغالبا ما ينصب اهتمامهم على مصطلح "مؤشر البورصة" من أجل اتخاذ قرارهم الاستثماري حول بيع أو شراء أو الاحتفاظ بمختلف الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي ومن خلال هذا المطلب سيتم التطرق إلى مفهوم المؤشرات كيفية بنائها وأنواعها.

#### أولاً: مفهوم مؤشرات السوق المالي

سنقوم بتعريف المؤشرات وأهميتها على مستوى السوق المالي:

#### 1- تعريف مؤشرات السوق المالي

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق المال المنتظمة أو غير المنتظمة أو كلاهما وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه<sup>1</sup>. كما يعرف على أنه مؤشر قياس أسعار الأسهم في السوق بشكل عام على أساس يومي، وعندما يكون المؤشر موجب يعني ذلك أن عدد الأسهم المرتفعة أكبر من عدد الأسهم المنخفضة وعندما يكون المؤشر سالب يعني ذلك أن عدد الأسهم المرتفعة أقل من عدد الأسهم المنخفضة<sup>2</sup>.

#### 2- أهمية المؤشرات

المؤشر في أسواق المال هي مرآة عاكسة للحياة الاقتصادية، أما مؤشرات أسعار الأسهم فهي فضلا عن ذلك تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية قبل حدوث أي تغيير عن الأسهم بفترة زمنية وهناك بعض الصفات التي تطلق على أسواق الأوراق المالية، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، فهناك يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي، وبالعكس يكون السوق النزولي<sup>3</sup>.

#### ثانياً: استخدامات المؤشرات

للمؤشرات في سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال وفي طليعة تلك الاستخدامات:

<sup>1</sup>—www .api.org/images ,consulté le 12/03/2018 à 12 :06

<sup>2</sup>— www.my.mec.biz,consulté le 12/03/2018 à 13 :05.

<sup>3</sup>— www.api.org/image, consulté le 12/03/2018 à 13 :30.

1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمارات تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجابا أو سلبا) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة للتنويع، و ذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدى، وإذا كانت استثماراته في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

2- الحكم على أداء المديرين المحترفين، وفقا لفكرة التنوع الساذج، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائيا، أن يحقق عائدا يعادل تقريبا عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بأن المدير المحترف، الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع منه أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائده السوق.

3- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليه السوق، إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل.

كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي يقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

4- تقدير مخاطر المحفظة، يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية وهي العلاقة بين العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة<sup>1</sup>.

### ثالثا: كيفية بناء المؤشر:

لبناء المؤشر لابد من مراعاة ما يلي<sup>2</sup>:

1- **ملائمة العينة:** يقصد بالعينة مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وهذه العينة ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب هي الحجم، الاتساع والمصدر؛

- **حجم العينة:** يلاحظ أن العينة من الناحية الإحصائية هي جزء من المجتمع موضع الدراسة، وكلما كان حجم العينة كبير، كلما أعطى بوضوح نتائج أدق عن المجتمع الذي يمثلها؛

<sup>1</sup>-www.api.org/image, conduit le 12/03/2018 à 08 :30.

<sup>2</sup>-عكراوي رفيقة و مرخي فايزة، تقدير القيمة المخاطرة لمحفظة الأوراق المالية حسب طريقة التباين، التغير (VC)، مذكرة ماستر قسم علوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2014، 2015، ص ص:18-19.

## الفصل الثاني:..... مدخل إلى كفاءة السوق المالي

- اتساع العينة: و تعني به التوازن في التمثيل، فإذا كان المؤشر يقيس الاقتصاد، وإذا كان المؤشر يمثل قطاع معين، يجب أن يتضمن أهم المؤسسات الكبرى المسيطرة على ذلك القطاع؛
- مصدر العينة: ويقصد مصدر المعلومات المتعلقة بسعر الأسهم الداخلة في حساب المؤشر، و يتمثل هذا المصدر في سوق المال الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية؛
- 2- الأوزان النسبية: بعد اختيار العينة الممثلة للمؤشر وفق شروط الملائمة لابد من الانتقال إلى الإجراءات الفنية لتكوين المؤشر، و يتوقف في مقدمتها أسلوب تمثيل كل ورقة مالية داخل العينة لاسيما و أن القيمة السوقية للورقة تختلف، فضلا عن اختلاف العدد المتداول من الأوراق المالية، إذن فالترجيح عبارة عن الوزن النسبي لكل سهم ضمن مجموعة أسهم المؤسسة التي جرى اختيارها، وفي الواقع العملي توجد هناك مجموعة من الأساليب شائعة الاستخدام لتحديد الوزن النسبي ومن أهم هذه الأساليب:
- أسلوب ترجيح عينة الأسهم على أساس قيمة الشركة: ويحسب على أساس القيمة السوقية لأسهم الشركة حيث يعطي لكل سهم وزن يتناسب مع قيمة أسهمها، باعتبار أن القيمة تعد معيار أكثر موضوعية من السعر في تحديد أهمية سهم على آخر؛
- أسلوب ترجيح الأسهم على أساس سعر السهم: وفق هذه الطريقة، يتم استخدام السهم السوقي كأساس لترجيح الأسهم الداخلة في تكوين المؤشر، وذلك من خلال تجميع أسعار الأسهم الداخلة في تكوين المؤشر ومن ثم قسمتها على عددها؛
- أسلوب ترجيح عينة الأسهم على أساس الترجيح المتساوي للسعر: و تقوم هذه الطريقة على إلغاء التحيز النسبي نحو الأسهم ذات الأسهم المرتفعة، وذلك بإعطاء أوزان متساوية للأسهم في فترة الأساس بالرغم من تفاوت الأهمية النسبية للشركات التي تمثلها هذه الأسهم؛
- أسلوب ترجيح عينة الأسهم على أساس الأسعار النسبية: تقوم فكرة هذا الأسلوب في الترجيح في إيجاد السعر النسبي لكل سهم داخل المؤشر، من خلال معرفة التغير النسبي للسعر بين فترتين محل القياس (سعر السهم في الفترة الأولى/ سعر السهم في الفترة الأقدم) ثم حساب الوسط الهندسي للأسعار ويحسب:  $(x_1 + x_2 + \dots + x_n)^{\frac{1}{n}}$
- و أخيرا تحدد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي في قيمة الأساس للمؤشر.
- رابعا: أنواع المؤشرات
- تتمثل أنواع المؤشرات فيما يلي:

### 1\_ مؤشرات غير قابلة للتداول

وعى المؤشرات التقليدية والهدف منها هو معرفة أداء بورصة الأوراق المالية ومدى كفاءة العمل بها و تنقسم إلى:

- مؤشرات البورصة التي تصدرها الجهات الرسمية.
- مؤشرات الجهات الخاصة: وهي تصدر من طرف جهات رسمية ويكون الهدف منها متابعة سلوك البورصة.
- مؤشرات دولية: وهي لمعرفة الأداء الكلي للبورصات العالمية وتنتشر من بيوت سمسة دولية مثل مورجان ستانلي وميريل لنش وفيتش ايبكا.

### 2\_ مؤشرات المتاجرة

وهذه المؤشرات تسمح بالمتاجرة في الأسواق المالية المشتقة أو سوق الخيارات وسوق المستقبلات و تمكن هذه المؤشرات الإدارة من تغطية أخطاء محفظة الأوراق المالية وكذلك المضاربة والمراجعة في الأسواق المختلفة، وفي حقيقة الأمر تتميز هذه المؤشرات بتوافر المعلومات الكاملة حيث يتعرف عليها المتعاملون في السوق لحظة بلحظة.

### 3\_ مؤشرات صناديق الاستثمار

حيث تكون هناك شركة مكونة لإدارة مثل الصناديق وتقوم بتكوين محافظ من الأصول المالية إلى تعد في نفس الوقت مؤشرات مالية<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup>-www .my.mec .com consulté le 12/03/2018 à 11 :00.



## خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل تبين أن كفاءة السوق تتحقق إذا انعكست جميع المعلومات الواردة للسوق في سعر الورقة المالية، ويمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة، الكفاءة الكاملة وتتحقق عند تزويد المستثمر بالمعلومات بسرعة وبدون تكلفة، أما الكفاءة الاقتصادية فتتحقق عند وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وللوصول إلى كفاءة السوق لابد من توفر شروط ومتطلبات منها كفاءة التسعير وهي تكمن في ضمان وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق وبسرعة وكفاءة التشغيل وهي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية.

إن لكفاءة السوق صيغ تتمثل في ثلاثة مستويات هي فرضية الصيغة الضعيفة حيث في ظل هذه الفرضية أسعار السوق تعكس المعلومات التاريخية، إضافة إلى فرضية الصيغة شبه القوية التي تعتمد على المعلومات التاريخية والمعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، أما الصيغة القوية التي تعتمد على المعلومات العامة والمعلومات الخاصة.

يعتمد المستثمرون عند تنفيذ قراراتهم القيام بتحليل الأوراق المالية وذلك لتنبؤ بمستقبل الأسعار، ومن بين أساليب التحليل الأساسي الذي يهتم بتحليل المحددات المؤثرة على سعر الورقة المالية، أما التحليل الفني فيقوم على دراسة حركة السوق بالاعتماد على الرسومات البيانية وذلك بغية التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً. لقياس أسعار الأوراق المالية في السوق بشكل يومي لابد من وجود مؤشر حيث يقوم بقياس أسعار الأسهم في السوق على أساس يومي الذي يمكن المستثمرين على تنفيذ قراراتهم الاستثمارية بشكل سليم وتجنب خسائر محتملة الحدوث.

تقييم كفاءة سوق قطر للأوراق  
المالية للفترة الممتدة (2011-  
(2017

المبحث الأول: بطاقة تعريفية لبورصة قطر.

المبحث الثاني: تحليل مستوى كفاءة سوق قطر للأوراق المالية.

## تمهيد

لقد تطرقنا من خلال الفصلين السابقين إلى الإطار النظري لسوق المالية موضحا أهم الجوانب النظرية المتعلقة بالسوق المالية وذلك من خلال الفصل الأول الذي شمل كل من عموميات حول السوق المالي والأدوات المتداولة في هذا السوق وكذلك تنظيم تداول الأوراق المالية أما الفصل الثاني فكان يتمحور حول الكفاءة في السوق المالي حيث احتوى هذا الفصل على كل من المفاهيم المتعلقة بكفاءة السوق لمالي ومتطلبات هذه الكفاءة وكذلك تحليل الأوراق المالية ومؤشرات حول السوق المالية.

سوف نحاول من خلال هذا الفصل القيام بالدراسة التطبيقية وذلك من خلال الإلمام بمختلف الجوانب النظرية لسوق قطر للأوراق المالية، كما سوف نقوم بدراسة اختبار مدى كفاءة سوق قطر للأوراق المالية مستخدما بذلك مؤشرات السوق المختلفة وكذلك اختبار الأنماط الطارئة وكذا القيام بدراسة قياسية لبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية المتمثلة في معدل التضخم ومعدل الخصم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي بدلالة مؤشر السوق القطري للأوراق المالية أي دراسة نوع العلاقة بين هذه المتغيرات ومؤشر السوق ومدى تأثيرها عليه بالاعتماد على نماذج الاقتصاد القياسي.

## المبحث الأول: بطاقة تعريفية لبورصة قطر

تعتبر بورصة قطر من أهم الأسواق المالية من حيث حجم وعدد الشركات المدرجة التي تمثل القطاعات النشطة في دولة قطر، مما يوفر بيئة جاذبة للاستثمار.

### المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة قطر للأوراق المالية

يرجع تاريخ تأسيس البورصة القطرية إلى عام 1995، وذلك وفقا للقانون رقم 14 سنة 1995 المتعلق بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية، حيث جاء فيه أن سوق الدوحة للأوراق المالية تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة وتكون لها أهمية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي، ويكون مقرها مدينة الدوحة وتخضع لإشراف وزير الاقتصاد والتجارة، وقد بدأت عملها رسميا في عام 1997 ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج.

وفي جوان 2009 قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة Nyseuronex من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقا لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة Nyseuronex في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط، كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشركة.

ويتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة، كما تقوم البورصة بتطبيق النظام والقوانين الخاصة بالأوراق المالية على أكمل وجه وتقوم بتوفير معلومات دورية للجمهور حول التداول وضمان إفصاح الشركات المدرجة فيها عن بياناتها بشكل سليم.

تمثل الاتفاقية مع بورصة Nyseuronex بداية مرحلة جديدة بالنسبة لبورصة قطر، وقد ساعدت هذه الشراكة على جعل بورصة قطر سوقا من الطراز المالي وتعزيز مركز الدوحة لتكون مركزا ماليا إقليميا حيث يجري العمل على استحداث منتجات جديدة يتم تداولها في البورصة وتعزيز الإمكانيات التكنولوجية وتسهيل إمكانية دخول المستثمرين والجهات المصدرة إليها<sup>1</sup>.

في نهاية سنة 2010، كانت البورصة قد أتمت عملية الربط مع الأسواق العالمية التابعة لبورصة Nyseuronex من خلال شبكة بنية التداول التحتية المالية الآمنة لتساعد على تسهيل دخول المستثمرين

<sup>1</sup>-www.qe.com/qr/about-qse,consultè : 24/04/2018 à8:30.

الأجانب إليها.

### المطلب الثاني: خصائص سوق قطر للأوراق المالية

- تتشارك خصائص سوق قطر في معظم خصائص وسمات ومميزات الأسواق الخليجية، باعتبارها جزء أساسي من الأسواق الواعدة في هذه المنطقة الحيوية ويمكن رصد هذه الخصائص على النحو التالي<sup>2</sup>.
- **ضيق السوق:** تتميز بورصة قطر بضيقها، سواء من حيث عدد الشركات المدرجة أو من حيث القيمة الإجمالية للأسهم المسجلة فيها، مقارنة بالنتائج المحلي الإجمالي للدولة، والذي يعبر عنه بمعدل الرسمية حيث تحسب هذه النسبة بين قيمة الأسهم المسجلة في البورصة وقيمة الناتج المحلي الإجمالي ويصل هذا المعدل إلى أكثر من دولة واحدة في دولة قطر، وما يمكن قوله أنه كلما اتصفت السوق بالضيق، فلا يمكنها في أي حال أن تقوم بدورها في تمويل الاقتصاد.
  - **التركيز:** يقيس هذا المؤشر قيمة مساهمة مجموعة من الشركات مقيدة في البورصة يصل عددها إلى 67 شركة الأول من حيث ترتيبها في الرسملة الإجمالية للبورصة، وتمتاز بورصة قطر بتسجيل معدل يصل إلى 60 بالمائة، بينما لا تتعدى نسبة الأسواق المتطورة 20 بالمائة.
  - **التذبذب:** يقيس هذا المؤشر مدى تذبذب وعدم استقرار عائدات البورصة القطرية، ويقاس باحتساب النسبة بين سعر السهم إلى أرباحه، وهي النسبة التي تسجل ارتفاعات كبيرة في معظم الأسواق الناشئة ومنها بورصة قطر، ما جعلها سوق تتميز بدرجة مخاطرة كبيرة.
  - **التطور السريع:** تسجل البورصة القطرية في فترة وجيزة نموا كبيرا في عدد الشركات المدرجة، وكذلك حجم الأوراق المالية المتداولة فيها، باعتبارها أسواقا تزامنت في إنشائها مع دخول قطر في تطبيق برامج خصصة واسعة، والتي تهدف إلى تخليص الدولة مما تمتلكه من مؤسسات القطاع العام لمصلحة شركات مساهمة تتداول أوراقها المالية في البورصة<sup>1</sup>.
  - **افتقارها إلى التنظيم:** تشهد البورصة القطرية عموما سوء تنظيم وعدم كفاءة الإدارة، كونها سوقا وجدت نتيجة ظروف اقتصادية ميزت دولة قطر وسلطات الدولة لم تولي أهمية لائقة للجوانب التنظيمية التي توجه عملها بما يحسن كفاءتها، وتتعلق هذه الجوانب بالشروط الخاصة بقيد الشركات في هذه الأسواق وتكلفة حصول المعلومات من تلك الشركات ونشرها، والكيفيات التي تتم بها المعاملات في البورصة، من حيث فرض شروط تأديبية على جميع أعضائها والوسطاء فيها.

<sup>1</sup>www.qe.com/qr/about-qse,consultè : 24/04/2018à 9:00.

- ارتفاع عوائد الاستثمار فيها: تمثل بورصة قطر مركزا لاستقطاب الاستثمار الأجنبي ولاسيما من قبل المستثمرين في الأسواق المتقدمة لما يحققونه من عوائد مرتفعة على استثماراتهم في هذه الأسواق مقارنة بما يحققونه في الأسواق المتطورة<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: تنظيم سوق قطر للأوراق المالية

سوف نحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى جوانب مهمة تساعدنا في تنظيم سوق قطر من

خلال ما يلي:

#### أولاً: أهداف السوق

سوق قطر للأوراق المالية تهدف إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:<sup>2</sup>

- إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد القطري؛
- العمل على تطوير السوق المالي على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية ويساعد على تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة؛
- تطوير وترشيد أساليب وإجراءات التعامل بالأوراق المالية بالسوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسررها وتوفير الحماية للمتعاملين؛
- تطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتحديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب؛
- قيد الأوراق المالية الجديدة بالسوق، والتسيير والسرعة في تسيير الأموال المستثمرة في الأوراق المالية مع ضمان تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد أسعار هذه الأوراق، وحماية صغار المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم؛
- جمع المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل بها ونشر التقارير حولها بشرط أن تتناول المعلومات الإجمالية لا الفردية والشخصية؛
- تقديم دراسات للمراكز المالية للشركات مما يساعد المستثمرين عند شراء الأوراق المالية؛
- إجراء الدراسات وتقديم التوصيات والمقترحات للجهات الرسمية المختلفة بشأن القوانين النافذة وتعديلها بما يتلاءم والتطور الذي يتطلبه السوق؛

<sup>1</sup> - www.qe.com/qa/about-qe,consulté : 24/04/2018à9:15 .

<sup>2</sup>-المادة 05:اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999.

- الاتصال بالأسواق المالية بهدف الإطلاع وتبادل المعلومات والخبرات بما يحقق مواكبة التقدم في أساليب التعامل في هذه الأسواق ويساعد على سرعة تطوير السوق المالي القطري، وكذلك الانضمام لعضوية المنظمات والاتحادات العربية والدولية ذات العلاقة؛
- تنظيم إجراءات تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسهيلها وتبسيطها؛
- ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين شركات الوساطة ووكلائها والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية؛
- توفير تواجد شركات وساطة ووكلاء مؤهلين في السوق مع تشجيع تأهيل شركات ووكلاء جدد وغيرهم من العاملين في سوق الأوراق المالية بهدف رفع كفاءتهم العلمية والعملية؛
- ضمان إتتمام عملية بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة والحياد من خلال إتباع سياسة الإفصاح عن المعلومات.

#### ثانياً: أعضاء السوق

تشتمل عضوية السوق على مايلي:<sup>1</sup>

- مصرف قطر المركزي؛
- البنوك المرخص لها بالعمل في الدولة، ومؤسسات الإقراض الشخصية؛
- شركات المساهمة القطرية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام؛
- وسطاء الأوراق المالية لدى السوق؛
- أي شخص طبيعي أو معنوي تقرر اللجنة قبول عضويته ويلتزم أعضاء السوق بأداء رسوم القيد ورسوم الاشتراك السنوية فيها طبقاً لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق.

#### ثالثاً: إدارة السوق

تتم إدارة السوق من خلال لجنة تسمى لجنة السوق تتشكل على النحو التالي:<sup>2</sup>

- مدير السوق (نائب الرئيس)؛
- ممثل ثان عن الوزارة؛
- ممثل عن مصرف قطر المركزي؛

<sup>1</sup> المادة 06: اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999.

<sup>2</sup> المادة 92: اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999.

- ممثل عن غرفة صناعة وتجارة قطر؛
- اثنين يمثلان شركات الوساطة؛
- اثنين يمثلان شركات المساهمة القطرية التي يجري التعامل في أوراقها المالية بالسوق؛
- اثنين ذوي الخبرة والكفاءة؛
- اللجنة تقوم باختيار من بين أعضائها نائب الرئيس وتكون مدة العضوية في اللجنة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

يكون اجتماع اللجنة صحيحا إذا حضره ستة أعضاء على الأقل من بينهم الرئيس أو نائبه.

وهذه اللجنة تقوم بالمهام التالية:<sup>1</sup>

- رسم السياسة العامة لسوق؛
- اقتراح اللوائح الداخلية والهيكل التنظيمي لسوق، ونظام العاملين ولائحة المشتريات واللائحة المالية ولائحة رسم القيد والعضوية والتداول والاشتراكات السنوية ويصدر بهذه اللوائح والنظم قرار من الوزير
- وضع القواعد التنظيمية والتعليمات الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة عليها والإشراف على تطبيق عمليات تداول هذه الأوراق؛
- اتخاذ الإجراءات اللازمة بشأن العمليات المشكوك في سلامتها في ضوء أحكام اللائحة الداخلية للسوق.
- النظر في طلبات قيد الأوراق المالية لشركات في السوق وطلبات ترخيص شركات الوساطة؛
- وقف التعامل مؤقت في السوق، أو في الأوراق المالية لشركة أو أكثر، في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه؛
- الموافقة على تقديرات للموازنة السنوية لسوق وعلى الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات وتحديد الأجر الذي يؤدي إليهم؛
- تشكيل اللجان المتخصصة من أعضاء اللجنة أو من غيرهم سواء بشكل دائم أو مؤقت لمعالجة ماترى اللجنة لزوم دراسته؛
- العمل على تطوير وتدريب وتأهيل الكوادر القطرية اللازمة لإدارة السوق وفقا لأحدث الأساليب الإدارية والفنية والعمل على نشر الوعي الاستثماري بين المتعاملين في الأوراق المالية؛
- اقتراح مشروعات الأدوات التشريعية اللازمة لتنمية التعامل في السوق، وعرض المقترحات على الوزير؛

<sup>1</sup> المادة 104: اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999.



- أية صلاحيات أخرى لضمان حسن سير العمل في السوق.

#### رابعاً: هيئة قطر للأوراق المالية

هيئة قطر للأوراق المالية هي هيئة مستقلة تأسست بموجب القانون رقم (33) لسنة 2005 والذي تم إلغائه بالقانون رقم (8) لسنة 2012 هذه الهيئة تختص بالإشراف على بورصة قطر وتنظيم الأنشطة المتعلقة بالتعامل بالأوراق المالية في الأسواق المالية القطرية وتسعى هذه الهيئة إلى إرساء الأسس الصلبة لخلق أسواق مالية في دولة قطر على أفضل المستويات العالمية تمكنه من احتلال مركز ريادي في المنطقة<sup>1</sup>.

من خلال الارتكاز على أربعة محاور إستراتيجية هي:<sup>2</sup>

- تنظيم أسواق مالية والإشراف والرقابة عليها؛

- حماية المستثمرين والحفاظ على استقرار ونزاهة وشفافية أسواق رأس المال؛

- إجراء الدراسات وجمع المعلومات والإحصاءات عن أنشطة الأسواق المالية ونشر التقارير الخاصة بها.

#### خامساً: أعمال الوساطة

الوسيط هو الشخص الذي يقوم بالأعمال نيابة عن الشركة المرخص لها بالوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في السوق حيث يشترط لمنح التراخيص القيام بأعمال الوساطة في السوق توفر الشروط التالية:<sup>3</sup>

- أن يكون طلب الترخيص شركة مساهمة قطرية عامة أو قيد التأسيس، أو بنكا مرخصا له بالعمل في الدولة أو مؤسسة أو شخص طبيعياً تقرر اللجنة الموافقة على قيامه بأعمال الوساطة؛

- ألا يقل رأس المال المدفوع عن (2000000) مليون ريال قطري؛

- أن تتوافر في القائمين على إدارة الشركة الخبرة والكفاءة اللازمتان لإدارة أعمال الشركة؛

- أن يكون المدير المسؤول عن أعمال شركة الوساطة حاصلًا على مؤهل جامعي أو ما يعادله وأن يكون قد عمل في المؤسسات المالية أو المصرفية مدة لا تقل عن 3 سنوات؛

- أن تلتزم الشركة عند طلب السوق، بتقديم ضمان بنكي غير مشروط وغير قابل للنقض ومفتوح التاريخ

بمبلغ (5000000) خمسمائة ألف ريال قطري لأمر السوق؛

<sup>1</sup>-<http://www.qe.com.qa/pps/pe/pe%20arabic%20portal/pages/home>,consulté le 02/05/2018 à 9 :56.

<sup>2</sup>-[www.qfma.org.qar](http://www.qfma.org.qar),consulté le 02/05/2018 à 11 :30.

<sup>3</sup>-المادة 32:اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية القرار الوزاري رقم10 لسنة 1999.

- أن تلتزم الشركة عند طلب السوق بتقديم موجز للقوائم والبيانات المالية المعتمدة من مراقبي الحسابات عن السنوات الثلاثة السابقة أو عن المدة من تاريخ تأسيس الشركة.

#### سادسا: قيد وقبول الأوراق المالية

يجب على شركة مساهمة قطرية قائمة أن تطلب بكتاب رسمي قيد أسهمها للتداول في السوق بشرط أن تكون قد نشرت ميزانيات آخر ثلاث سنوات أو أقل حسب عمر الشركة ويجب أيضا على كل شركة مساهمة حديثة التأسيس وقطرية الجنسية يبلغ رأسمالها المدفوع (10000000) عشرة ملايين ريال قطري على الأقل أن تطلب بكتاب رسمي قيد أسهمها للتداول في السوق خلال شهر من تاريخ تأسيس الشركة نهائيا من قبل الجمعية العامة التأسيسية<sup>1</sup>.

ولكي يتم قيد الأوراق المالية لشركة المساهمة القائمة في السوق يجب توفر الشروط التالية:<sup>2</sup>

- أن لا يقل عدد المساهمين عن 100 مساهم؛
- أن لا يملك أحد المساهمين ما يزيد عن الحد الأقصى المسموح به من رأس المال الشركة وفقا لعقد التأسيس والنظام الأساسي، فيما عدا الشركات التي تساهم الحكومة فيها أو المؤسسات العامة؛
- تسديد 50% من قيمة الأسهم الاسمية على الأقل؛
- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة كما في نهاية سنتها المالية التي تسبق طلب القيد وكذلك الحسابات الختامية الأخرى؛
- أن لا ينطبق على الشركة أي من حالات شطب القيد للشركات المقيدة أوراقها في السوق وعلى كل شركة تقديم طلب القيد مرفقا به جميع البيانات والمعلومات المطلوبة في السوق.

<sup>1</sup>- المادة 10: اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999.

<sup>2</sup>- المادة 11: اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999.

### المطلب الرابع: الواقع العملي لسوق قطر للأوراق المالية

سوف نحاول في هذا المطلب التطرق للواقع العملي لسوق الدوحة حيث نتناول النشاط في الواقع بعيدا عن النصوص التنظيمية وذلك من حيث الأدوات المالية المتداولة، وأيام وساعات التداول، إضافة إلى عمليات التسوية والمقاصة.

#### أولاً: الأوراق المالية المتداولة

تعتبر الأوراق المالية المرخص بإدراجها والمقبولة للتداول أي أداة مالية قابلة للتحويل ومقبولة في البورصة مثل الأسهم وشهادات الإيداع المتعلقة بالأسهم، وسندات الدين والأوراق المالية المشابهة لها والأوراق المالية الأخرى التي تخول مالكيها الحصول على أي من الأوراق المالية المذكورة، أو مبلغاً من النقد يتم تحديده بالسعر المستقبلي لأي من الأوراق المالية، أو أي أوراق مالية أخرى خاضعة للقانون الواجب التطبيق والتي تعتبرها البورصة مؤهلة للتداول في البورصة ويتم تداول الأوراق المالية بالريال القطري، أو بأي عملة أخرى تكون مناسبة للورقة المالية، وتحدد البورصة بعد موافقة الهيئة أيام التداول، وكذلك عدد ساعات التداول ووقت الافتتاح والإغلاق عن طريق الإشهار الذي تنشره وتبلغ به الأعضاء<sup>1</sup>.

#### ثانياً: التسوية والمقاصة

تقوم البورصة بمهام المقاصة والإيداع حيث تتولى جهة الإيداع أعمال المقاصة والتسوية الخاصة بالأوراق، بما فيها العمليات المستثناة من نظام التداول، وإجراءات الشركات وعمليات الإقراض والاقتراض ووضع القيود على ملكية الأسهم طبقاً للقوانين واجبة التطبيق.

يتم حفظ الأوراق المالية إلكترونياً في القيد المركزي، والذي يشمل على كافة المعلومات الضرورية عن صاحب الأوراق المالية، وتحفظ جهة الإيداع بسجل خاص بكافة التحويلات السابقة والتفويضات المتعلقة بالأوراق المالية والتوكيلات وكافة القرارات المتخذة في الاجتماعات العامة لمالكي الأوراق المالية وخصص الأرباح وحقوق الاكتتاب الأولية، ويتم تحديث القيد المركزي في نهاية كل يوم تداول<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية-دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة ماجستير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، ص:155.

<sup>2</sup> - عقبة خضير، أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية-دراسة حالة سوق الدوحة قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2013)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص:163.

### ثالثا: إدراج الأوراق المالية

تتضمن إجراءات إدراج الأوراق المالية تلبية متطلبات خاصة بالتأسيس للحصول على كافة الموافقات للإدراج، حيث ينبغي أن تستوفي الأوراق المالية للشروط التالية ليتم قبولها للطرح أو الإدراج:<sup>1</sup>

- الامتثال للقوانين التي تم إصدارها بموجبها؛
- أن تكون مرخصة حسب الأصول وبالتوافق مع عقد التأسيس والنظام الأساسي الخاص بجهة الإصدار وفي حالة الانطباق، الموافقة عليها بموجب فتوى صادرة عن هيئة شرعية معترف بها من قبل الهيئة؛
- أن تكون من النوع المحدد من قبل الهيئة كنوع قابل للإدراج، وأن تكون قابلة للتداول؛
- يجب أن تحتوي نشرة الإصدار على الإفصاح بمعلومات حول الورقة المالية، وإن الاستجابة لشروط ومتطلبات الإفصاح عن المعلومات التي تمكن من المستثمرين ومن يقدمون لهم خدمات استشارية، من تقييم تكاليف ومنافع ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية ذات الصلة وتقدير أسعارها المناسبة.

وتلزم الهيئة العامة للأوراق المالية كل شركة مساهمة قطرية قامت بإصدار أسهم وطرحها إلى عامة الجمهور أن تتقدم إلى الهيئة لطلب الحصول على ترخيص بإدراج أسهمها تمهيدا لتداولها في السوق، وذلك من خلال فترة لا تتجاوز ثلاث أشهر من تاريخ إغلاق الطرح، أو من خلال ست شهور من تاريخ انتهاء الإجراءات الرسمية لتحويل الكيان القانوني إلى شركة مساهمة، أما فيما يخص الإدراج للتداول في بورصة أجنبية فإنه لا يجوز لجهة الإصدار المرخص لها بالإدراج في السوق المحلية إلا بعد موافقة الهيئة.<sup>2</sup>

### رابعا: مؤشر السوق

يقوم هذا المؤشر بقياس أكبر 20 سهما في السوق القطري وأكثرها سيولة، وفي أول تداول من شهري أبريل وأكتوبر يتم إعادة تقييم المؤشر ليحدد ما إذا كانت المكونات القائمة لازالت تستوفي معايير المؤشر ويتم ترتيب جميع الشركات المدرجة من خلال رسملة سوق الأسهم المتاحة للتداول حيث يتم إعطاء هذا العامل وزنا قدره 50%.

أما العامل الثاني وهو متوسط قيمة التداول اليومية فيتم إعطاؤه وزن قدره 50% أيضا أما الشركات التي لا يملك فيها المساهم الواحد سوى أقل ممن 1% من الأسهم القائمة وعلى هذا الأساس يتم تحديد المكونات العشرين لمؤشر البورصة للأشهر الستة التالية، وعند تحديد وزن كل سهم من الأسهم المكونة

<sup>1</sup>- عقبة خضير، مرجع سبق ذكره، ص:163.

<sup>2</sup>- المرجع السابق، ص:164.

للمؤشر يتم تطبيق سقف قدره 15% لكل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر ويعتبر هذا المؤشر سعري لحساب نسبة التغير على أسعار الأسهم<sup>1</sup>.

#### خامسا: التداول الإلكتروني

تمكنت بورصة قطر من تحقيق إنجاز مهم وخطت خطوة مهمة ضمن خطتها الإستراتيجية التي تهدف لتحويل الدوحة إلى مركز هام، حيث تم استخدام منصة تداول جديدة تسمى منصة التداول العالمية، حيث ستصبح بورصة قطر مع بدأ العمل بنظام التداول الجديد من الأسواق التي تعمل بنفس التكنولوجيا المتقدمة التي تعمل بها البورصات الأمريكية والأوروبية التابعة ل NYSE EURONEX عملاق البورصات العالمية والشريك الإستراتيجي لبورصة قطر منذ جوان 2009م<sup>2</sup>.

#### سادسا: أنظمة الاستثمار في البورصة

تخضع بورصة قطر لأنظمة هيئة قطر للأسواق المالية، وهي هيئة رقابية مستقلة تختص بالإشراف على سوق رأس المال القطري، حيث في 3 أبريل 2005 صدر قانون بتعديل بعض أحكام القانون رقم (13) لسنة 2000 والخاص بتنظيم استثمار رأس المال الأجنبي في النشاط الاقتصادي، حيث أجاز القانون للمستثمرين غير القطريين تملك نسبة لا تزيد عن 25 % من أسهم شركات المساهمة القطرية المطروحة للتداول<sup>3</sup>.

#### سابعا: أيام وساعات التداول

يتم تداول الأوراق المالية بالريال القطري أو بأي عملة أخرى تكون مناسبة للورقة المالية، وتحدد البورصة بعد موافقة الهيئة، أيام التداول سنويا، وكذلك عدد ساعات التداول، ووقت الافتتاح والإغلاق عن طريق الإشعار الذي تنشره وتبلغ به الأعضاء.

عادة ما يكون سعر الإقفال في اليوم السابق هو السعر المرجعي عند افتتاح يوم التداول، والذي يتم تعديله وفقا لإجراءات الشركات، أو قد يكون السعر الذي تحدده البورصة فيما يتعلق بالمعلومات المتاحة حيث يبقى هذا السعر مرجعيا ثابتا خلال يوم التداول بأكمله ما لم تقم البورصات بتعديله بموجب بعض الظروف الخاصة<sup>4</sup>.

1- أمينة بوغابة، مرجع سبق ذكره، ص: 95.

2 - محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص: 156.

3 - عقبة خضير، مرجع سبق ذكره، ص: 164.

4 - المرجع السابق، ص: 157.

## المبحث الثاني: تحليل مستوى كفاءة سوق قطر للأوراق المالية

للحكم على كفاءة سوق قطر للأوراق المالية نعتمد على مجموعة من الطرق، من بين هذه الطرق مؤشرات السوق المتمثلة في عدد الشركات المدرجة ومعدل دوران الأسهم إضافة إلى رأس المال السوقي وسنستخدم في دراستنا أيضا على طريقة الأنماط الطارئة لمعرفة ما إذا كانت أسعار إغلاق مؤشر السوق تتصف بالعشوائية أولا، أما الطريقة التي سنستخدمها فهي دراسة معامل ارتباط المعرفة ما إذا كانت هناك علاقة تجمع بين المؤشرات الاقتصادية الكلية ومؤشر السوق.

### المطلب الأول: اختبار مؤشر السوق المالي باستخدام مؤشرات السوق

سوف نحاول من خلال هذا المطلب دراسة وتحليل كل مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية، مؤشر سيولة السوق ورأس المال السوقي لاختبار هذا السوق ومعرفة ما إذا كان ذو كفاءة أملا.

#### أولا: مفهوم مؤشر السوق

سوف نتطرق إلى تعريف مؤشر السوق والخصائص التي تميز بها.

#### 1-تعريف مؤشر السوق

يعرف المؤشر بأنه عبارة عن رقم إحصائي يمثل ظاهرة معينة خلال فترة زمنية محددة، وهو أحد أدوات الدراسات الاجتماعية الديموغرافية الاقتصادية الصحية وهو وسيلة لتقييم الواقع والمستقبل وقياس التغيرات على مر الزمن ومن خلاله يمكن تشكيل انطباع أو إصدار الحكم بالإيجاب أو السلب<sup>1</sup>. كما يعرف أيضا بأنه قيمة عددية متوسطة تقاس بها حصيلة التغيرات الموجبة والسالبة في أسعار أهم الشركات الداخلة في المؤشر ويستخدم للتعبير عن أداء السوق ككل أو قطاع منه، إذا كانت العينة ممثلة لقطاع معين فقط وليس له علة أداء أسهم الشركات الداخلة في حساب<sup>2</sup>.

#### 2-خصائص المؤشر

يتميز مؤشر السوق بمجموعة من الخصائص هي:<sup>3</sup>

\_ يعبر عن المؤشر بعدد من النقاط؛

- يعتبر المؤشر قيمة متوسطة تعكس الأوراق المالية المقيدة في السوق إما بشكل كلي أو جزئي؛

<sup>1</sup>-www.ouargla30.com/t39005.topi ,consate le 29/04/2018 à 12 :58 .

<sup>2</sup>- fac.ksu.edu .sa/saites/defant/files/mwshr\_ ishm. consulte le 30/04/2018 à 9 :30 .

<sup>3</sup> -fac.ksu.edu .sa/saites/defant/files/mwshr\_ ishm. consulte le 30/04/2018 à9 :00 .

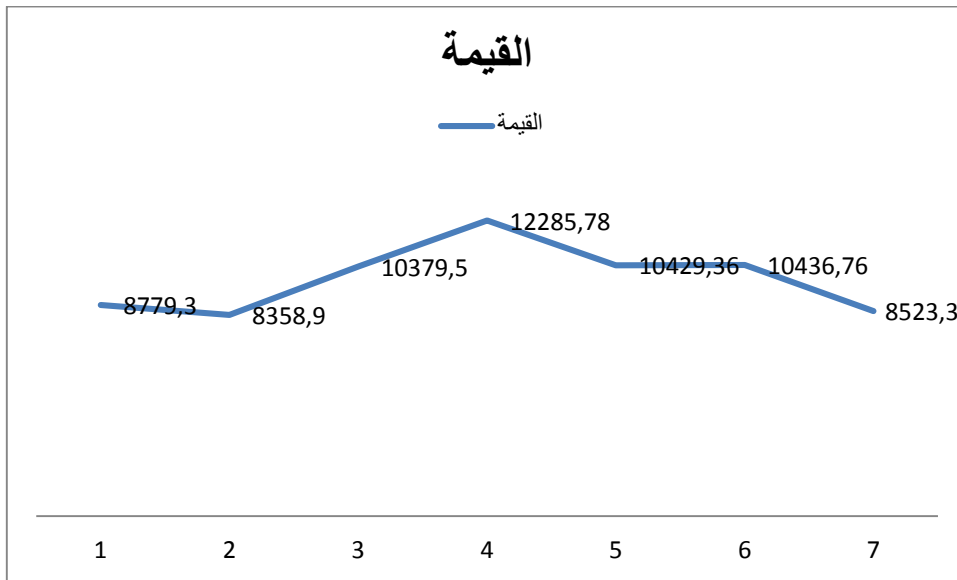
## الفصل الثالث.....تقييم كفاءة سوق قطر للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2011 إلى 2014

- إذا تم حساب المؤشر في عينة معينة من السوق فإن النتيجة تكون شاملة لكل الأوراق المالية الموجودة بالسوق؛
- يعتبر حجم سيولة الورقة في السوق ونشاطها سبب لاختيار الأوراق المالية في حساب المؤشر؛
- نستطيع معرفة أداء قطاع معين باحتساب مؤشر هذا القطاع وذلك بنفس آلية حساب مؤشر السوق؛
- يعتمد حساب المؤشر على مجموعة الافتراضات التي تلائم طبيعة كل من السوق والأوراق المالية المقيدة فيه؛
- نستطيع حساب أكثر من مؤشر للسوق الواحد وذلك عن طريق تغيير أحد الفرضيات؛
- إن اختلاف المؤشرات للسوق الواحد يرجع لاختلاف الفرضيات ليس على نتائج التداول الفعلي كالأسعار والكميات المتداولة والمقيدة.

### 3- تطور مؤشر سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2011م-2017م.

لقد شهد مؤشر سوق قطر للأوراق المالية تطور واضح خلال سنوات الدراسة حسب ما ما يوضحه الشكل التالي:

#### الشكل رقم (05): تطور مؤشر قطر للأوراق المالية للفترة 2011م-2017م



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق قطر للأوراق المالية .

من خلال المنحنى نلاحظ ارتفاع في قيمة مؤشر السوق لبورصة قطر لعام 2011م بقيمة 147.38 نقطة مقارنة بسنة 2010م أي بنسبة تغير تقدر ب 1.70% يستقر المؤشر عند 8779.03 نقطة وتعتبران هاتين السنتين أي 2010م و 2011م الأفضل بالنسبة لبورصة قطر حيث احتلت فيهما أفضل

الأسواق أداء في المنطقة العربية و الخليج على الرغم من ظروف الاقتصاد العالمي والأزمة العالمية التي عصفت بمنطقة اليورو الذي اثر على معنويات المستثمرين و ثقتهم، وبعد سنتين حققت فيهما بورصة قطر لقب أفضل البورصات أداء في المنطقة ،انخفض المؤشر العام للبورصة عام 2012م ب 420.09 نقطة مقارنة بالسنة السابقة أي ما نسبته 4.78% ليغلق عند 8578.94 نقطة، عام 2013م شهد ارتفاعي المؤشر العام لبورصة قطر ب 2020.65 نقطة مقارنة بسنة 2012م بنسبة 24.17% وحققت هذه النتائج الإيجابية بعد إعلان قرار رفع تصنيف بورصة قطر من بورصة مبتدئة إلى بورصة ناشئة نتيجة التغيرات التي أجرتها البورصة على القواعد الإجراءات تماشيا مع أفضل التطبيقات والمعايير ليغلق المؤشر عند 10379.59 نقطة، يعد عام 2014م أهم الأعوام لبورصة قطر حيث حطمت جميع أرقامها سابقة مسجلة قفزات كبيرة بارتفاع في قيمة المؤشر العام ب 1906.19 نقطة أي ما نسبته 18.36% وهذا تزامنا مع البدء الفعلي لترقية السوق القطرية إلى سوق ناشئة في مؤشر مورجان ستانلي MSCI ليغلق المؤشر العام عند 12285.78م نقطة، شهد عام 2015م انخفاض قيمة المؤشر العام للبورصة ب 1856.42 نقطة أي بنسبة 15.11% ليغلق في نهاية السنة عند 10429.36 نقطة ،المؤشر العام للبورصة بقي مستقرا سنة 2016م حيث ارتفع ب 7.4 نقطة بنسبة 0.07% ليغلق المؤشر عند 10436.76 نقطة، وقد حققت هذه النتائج على الرغم من التحديات التي واجهتها على الصعيد الاقتصادي الدولي وما رافقها من تطورات سياسية وتراجع في أسعار النفط، عام 2017م شهد تراجع كبير في قيمة المؤشر العام لم تشهده البورصة منذ عام 2012م وذلك بسبب الأوضاع السياسية في البلد و الحصار المفروض عليها من طرف دول الخليج العربي فقد تراجع المؤشر ب 1913.38 نقطة بنسبة 18.33% ليغلق المؤشر العام عند 8523.38 نقطة.

### ثانيا: مؤشر عدد الشركات المدرجة

يقيس مؤشر عدد الشركات المدرجة مدى اتساع حجم السوق، بحيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة لمختلف القطاعات السوق سواء كانت شركات وطنية أوأجنبية يدل على زيادة الاستثمارات وهو الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية، في حين انخفاض عدد الشركات المسجلة يعني خروج الشركات التي تتمتع بالكفاءة من السوق حيث عرفت سوق قطر للأوراق المالية تطور ضعيف كما يظهر من خلال الجدول التالي:



الجدول رقم (03): الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة من 2011م-2017م

السنوات	الشركات المدرجة	معدل النمو %	الشركات المتداولة
2011	42	-	42
2012	42	0	42
2013	42	0	42
2014	43	2.38	43
2015	43	0	45
2016	44	2.32	44
2017	45	2.27	45

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق قطر للأوراق المالية من 2011م-2017م.

يظهر من خلال الجدول أن عدد الشركات في بورصة قطر خلال سنة 2011م بلغت 42 شركة ولم تدرج أي شركة في البورصة خلال كل من سنة 2012م و 2013م هذا ما دفع بالعاملين عليها على حث المزيد من الشركات بم فيها الشركات العائلية على التحول إلى شركات مساهمة للإدراج في بورصة قطر بهدف توفير المزيد من التنوع والخيارات أمام المستثمرين في البورصة القطرية، سنة 2014م تم إدراج شركة مسيعد للبتروكيمياويات القابضة لتصبح عدد الشركات المدرجة 43 شركة بمعدل نمو 2.38% تحافظ على نفس العدد من الشركات المدرجة سنة 2016م، في سنة 2016م شهد إدراج بنك قطر الأول الذي يعد أول شركة مرخصة من مركز قطر للمال وتدرج في البورصة لتصبح عدد الشركات 44 شركة بمعدل نمو 2.32% لقد تم إدراج شركة واحدة سنة 2017م حيث بلغت عدد الشركات المدرجة في البورصة القطرية 45 شركة بمعدل نمو 2.27%.

كما لاحظنا من خلال الجدول بورصة قطر لم تنجح في استقطاب شركات جديدة بالقدر الذي كانت تريده البورصة وهذا راجع إلى الظروف التي مرت بها البورصة القطرية شأنها شأن معظم الأسواق الخليجية والعربية المتعلقة بتراجع أسعار النفط، إضافة إلى أنها لم تتل جهدا في السعي لتهيئة عدد من الشركات والصناديق للإدراج حسب جدول زمني يتلاءم وظروف السوق.

من خلال المعطيات السابقة يمكننا القول أن سوق قطر للأوراق المالية غير كفاء بالاعتماد على هذا المؤشر لأن معدل نمو الشركات ضعيف.

**ثالثاً: مؤشر سيولة السوق**

يقصد بسيولة السوق إمكانية شراء وبيع الأوراق بسهولة وبسرعة، وكلما كان سوق رأس المال يتمتع بالسيولة كلما دل ذلك على كفاءته، ومن أجل قياس كفاءة السوق من خلال مؤشر سيولة السوق يجب حساب معدل دوران السهم، الذي يقيس حجم النشاط لسهم معين أو لقطاع معين أو في كل السوق، أو عدد الأسهم التي يتم تداولها في يوم ما، حيث يمكن احتسابه بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{قيمة التداول}}{\text{رأس المال السوقي}}$$

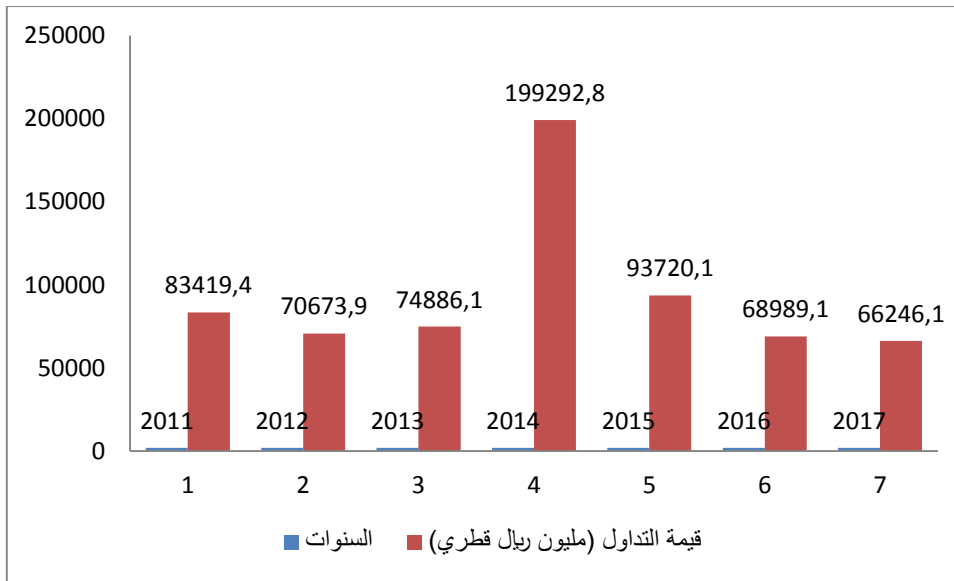
لقد عرف سوق قطر للأوراق المالية تقلبات في مستويات السيولة خلال فترة الدراسة الممتدة من 2011م-2017م ويتم توضيحه في الجدول الآتي:

**الجدول رقم (04): تطور قيم التداول في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2011م- 2017م**

السنوات	قيمة التداول (مليون ريال قطري)	معد دوران السهم	معدل نمو قيمة التداول (%)
2011	83.419,4	18.3	-
2012	70.673,9	15.5	-15.27
2013	74.886,1	13.5	5.96
2014	199.292,8	29.4	166.212
2015	93.720,1	16.9	-52.97
2016	68.989,1	12.4	-26.38
2017	66.246,1	14	-3.97

**المصدر:** من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق قطر للأوراق المالية

الشكل رقم(06): تطور قيم التداول في سوق قطر للأوراق المالية من سنة 2011-2017م



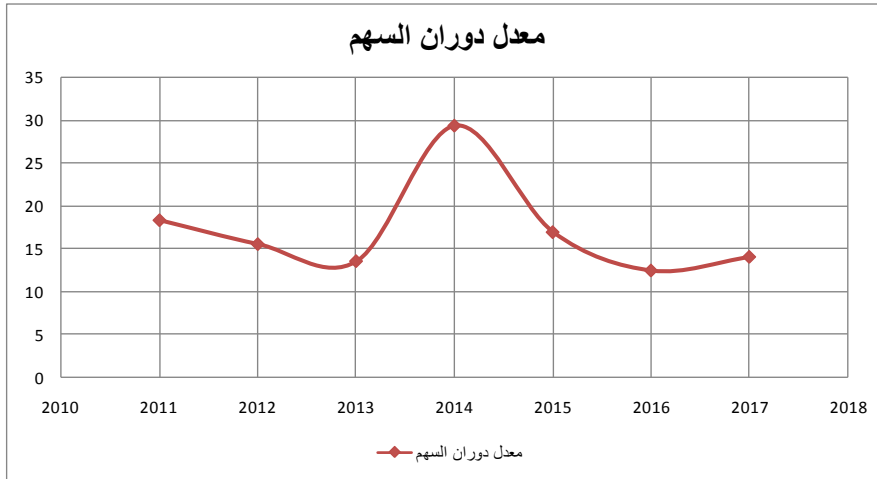
المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على معطيات الجدول رقم (04).

من خلال معطيات الجدول رقم (04) والشكل رقم (06) نلاحظ أن قيمة التداول لسوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2011م إلى غاية 2017م قد عرفت ارتفاع في قيم التداول لسنة 2011م مقارنة بالسنة السابقة وبلغت 83419.4 مليون ريال قطري، لتتخفف سنة 2012م حيث بلغت قيم التداول 70673.9 مليون ريال قطري، لتتخفف سنة 2012م حيث بلغت قيم التداول 70673.9 مليون ريال قطري وقد تسببت التداعيات والاضطرابات التي شهدها العالم والمنطقة العربية خصوصا الأحداث التي تعرضت لها قطر في فبراير 2011م إلى التأثير على معنويات المستثمرين وثقتهم وبالتالي قيمة الأسهم المتداولة، أما سنة 2013م فقد شهدت ارتفاع طفيف في قيم التداول سجلا 74886.1 مليون ريال قطري ولعل هذا الارتفاع سببه القرار المتعلق بترقية بورصة قطر إلى بورصة ناشئة إضافة إلى دخول البورصة في العضوية الكاملة للإتحاد العالمي للبورصات سنة 2013م، سنة 2014م شهدت زحما كبيرا في نشاط الأداء قطر وكان الأفضل من حيث مستويات الأداء منذ تأسيسها الأمر الذي زاد من الاهتمام ببورصة قطر حيث تضاعفت قيم التداول عدة مرات لتسجل 199292.8 مليون ريال قطري محققة قفزة كبيرة ومحطمة جميع أرقامها القياسية السابقة بسبب دخول قرر ترقية بورصة قطر إلى بورصة ناشئة حيز التنفيذ، لم يدم الارتفاع الكبير في قيم التداول المسجل في 2014م طويلا حيث لم يلبث حتى تراجع خلال كل من السنوات 2015م و 2016م و 2017م على التوالي مسجلة 93720.1 مليون ريال قطري سنة 2015م و 68989.1 مليون ريال قطري سنة 2016م

## الفصل الثالث.....تقييم كفاءة سوق قطر للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2011 إلى 2014

و 66246.1 مليون ريال قطري سنة 2017م وبعد انهيار أسعار النفط والأحداث الإقليمية والدولية التي شهدها العالم من أسباب هذا التراجع في قيم التداول.

الشكل رقم (07): تطور معدل دوران الأسهم في سوق قطر للأوراق المالية من سنة 2011-2017



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول (04).

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04) والشكل رقم (07) أن معدل دوران السهم -متوسط تداول السهم في السنة- في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2011م إلى 2017م، حيث قدر معدل الدوران سنة 2011م 18.3% لينخفض قليلا سنة 2012م ويسجل معدل دوران يقدر ب 15.5%، سنة 2013م انخفض معدل الدوران أيضا ليصل إلى 13.5% ، وتعتبر هذه المعدلات منخفضة دلالة على أن متوسط تداول السهم في السنة ضعيف، سنة 2014م سجلت أعلى معدلات دوران الأسهم حيث وصلت نسبة الدوران 29.4% ويدل معدل دوران الأسهم المرتفع خلال سنة 2014م على إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة وهذا ما يعكس سيولة السوق، وبما أن سيولة السوق تتناسب طرديا مع كفاءته، فإن زيادة سيولة السوق تؤدي إلى الكفاءة في السوق، لكن لم يدم إلا سنة واحدة ليعاود الانخفاض سنة 2015م و 2016م على التوالي مسجلا معدل دوران 16.9% عام 2015م و 12.4% عام 2016م وهي أدنى معدل عرفته البورصة منذ عام 2012م ليعاود الارتفاع سنة 2017م ليبلغ معدل دوران 14.1%.

بالاعتماد على هذا المؤشر يمكن أن نستنتج أن سوق قطر للأوراق المالية لا يتصف بالكفاءة نظرا لمعدلات دوران الأسهم المنخفضة والمتدنية حيث أعلى مستوى شهدته البورصة 29.4% وهو معدل منخفض، من خلال ذلك يمكن القول بأن سوق قطر للأوراق المالية يتصف بالركود في نشاطه.

رابعاً: رأس المال السوق

يؤدي ارتفاع رأس المال السوق إلى آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية، لأن ارتفاع رأس المال السوقي يعني زيادة تعبئة الموارد وتنويع المخاطر. وقد عرف سوق قطر للأوراق المالية تطور في رأس المال السوقي خلال الفترة الدراسة الممتدة من 2011م-2017م.

الجدول رقم (05): تطور رأس المال السوقي في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2011م-2017م

السنوات	رأس المال السوقي (مليون ريال قطري)	معدل نمو رأس المال السوقي (%)
2011	455.84371585	-
2012	554.71185185	+0.02
2013	554.71185185	+21.65
2014	677.86666667	+22.20
2015	554.55680473	-18.19
2016	556.36370968	+0.32
2017	473.18642857	-14.95

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق قطر للأوراق المالية من 2011م-2017م

يتضح من خلال معطيات الجدول تدبب في معدل نمو رأس المال السوقي في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2011م-2017م، فقد عرف معدل نمو رأس المال السوقي سنة 2012 إرتفاعاً مقارنة بسنة 2011م بمعدل 0.02%، معدل نمو رأس المال التسويقي ارتفع أيضاً سنة 2013م، بمعدل نمو 21.6%، كما شهد عام 2014 إرتفاعاً بمعدل 22.2% وهو ما يدل على قدرة السوق على جذب المدخرات وزيادة الاستثمارات وزيادة الإصدارات الجديدة، بالإضافة إلى تنويع المخاطر، وهذا الإرتفاع المسجل خلال السنوات الثلاث 2012م-2013م، 2014م، يعتبر مؤشر إيجابي نحو كفاءة السوق، لكن هذا الإرتفاع في معدل نمو رأس المال السوقي انخفض خلال السنوات 2015م، 2016م و 2017م بمقدار 52.97%، 26.38% و 3.97% على الترتيب.

إن التذبذب المسجل في معدل نمو رأس المال السوقي في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2011 م إلى 2017 م يدل إن سوق قطر للأوراق المالية قادرة على جذب المدخرات وزيادة الاستثمارات والإصدارات الجديدة وهذه العوامل تساعد على تطور السوق واتساعه وبالتالي زيادة كفاءته. إن المؤشرات المتمثلة في عدد الشركات المدرجة، سيولة السوق، رأس المال السوقي لا يمكن الحكم عن طريقها على كفاءة السوق بشكل نهائي لأنها مؤشرات تحليلية من أجل هذا خصصنا المطلب الثاني والثالث لاختبار كفاءة السوق بالاعتماد على طرق إحصائية تعطينا نتائج أكثر دقة. المطلب الثاني: اختبار كفاءة سوق رأس المال بطريقة الأنماط الطارئة.

أولاً: عرض لطريقة الأنماط الطارئة

يستخدم أسلوب الأنماط الطارئة لدراسة ما إذا كانت التغيرات في أسعار أسهم أسواق رأس المال محل الدراسة عشوائية أم لا، حيث تقوم طريقة الأنماط الطارئة على تسجيل التغير في اتجاه الأسعار بوضع إشارة (+) عندما يرتفع السعر، وإشارة (-) عندما ينخفض السعر وصفر (0) عندما لا يكون هناك تغير في الأسعار.

حيث: R: عدد التتابعات في عينة من عدد n

$$E(R) = (2n-1)/3 \quad \text{نظريا المتوسط هو:}$$

$$\text{Var}(R) = (16n-29)/90 \quad \text{والتباين هو:}$$

وبالنسبة لعدد n أكبر من 30 مشاهدة (عينة كبيرة)، ومنه R يتبع التوزيع الطبيعي

$$Z = R - E(R) / \sqrt{\text{var}(R)}$$

بتحديد عتبة خطأ تقدر ب 5%

$$1.96 < (Z)$$

تعني أن العينة ليست فعلا عشوائية

ثانياً: تطبيق الأنماط الطارئة على سوق قطر للأوراق المالية.

الجدول التالي يبين تطور مؤشر سوق قطر للأوراق المالية من 2011/01/31م إلى غاية

2017/12/31م.

الفصل الثالث.....تقييم كفاءة سوق قطر للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2011 إلى 2014

الجدول رقم (06): تطور مؤشر إغلاق سوق قطر للأوراق المالية للفترة الممتدة من 31 جانفي 2011م إلى 31 ديسمبر 2017م.

الأشهر	مؤشر السوق نقطة	التغير في المؤشر	معدل التغير (%)
2011/01/31	8745.14	+	-
2011/02/28	7932.84	-	-10.23
2011/03/31	8456.17	+	+6.19
2011/04/28	8548.30	+	+1.08
2011/05/31	8375.19	-	-2.07
2011/06/30	8361.07	-	-0.16
2011/07/31	8402.86	+	+0.49
2011/08/29	8351.77	-	-0.61
2011/09/30	8393.92	+	+0.50
2011/10/31	8594.86	+	+2.33
2011/11/30	8592.40	-	-0.03
2011/12/29	8779.03	+	+2.13
2012/01/31	8568.23	-	-2.46
2012/02/29	8746.98	+	+2.04
2012/03/29	8790.73	+	+0.50
2012/04/30	8703.64	-	-1.00
2012/05/31	8416.83	-	-3.41
2012/06/28	8123.02	-	-3.62
2012/07/31	8298.33	+	+2.11
2012/08/30	8483.64	+	+2.18
2012/09/30	8510.21	+	+0.31
2012/10/31	8546.49	+	+0.42
2012/11/29	8400.54	-	-1.74
2012/12/31	8358.94	-	-0.50
2013/01/31	8724.77	+	+4.19
2013/02/28	8528.58	-	-2.30
2013/03/31	8577.72	+	+0.57

الفصل الثالث.....تقييم كفاءة سوق قطر للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2011 إلى 2014

+1.15	+	8677.10	2013/04/30
+6.07	+	9238.00	2013/05/30
+0.40	+	9275.56	2013/06/30
+4.42	+	9704.98	2013/07/31
-0.89	-	9619.04	2013/08/29
-0.11	-	9608.32	2013/09/30
+2.33	+	9837.49	2013/10/31
+5.18	+	10375.05	2013/11/28
+0.04	+	10379.59	2013/12/31
+6.96	+	11155.73	2014/01/30
+5.23	+	11771.83	2014/02/27
-1.13	-	11639.79	2014/03/31
+8.19	+	12677.59	2014/04/30
+7.42	+	13694.19	2014/05/29
-19.20	-	11488.87	2014/06/30
+10.78	+	12877.31	2014/07/27
+5.29	+	13596.66	2014/08/31
+0.96	+	13728.31	2014/09/30
+1.70	-	13498.86	2014/10/30
-5.79	-	12760.46	2014/11/30
-3.86	-	12285.78	2014/12/31
-3.25	-	11899.63	2015/01/29
+4.38	+	12445.34	2015/02/26
-6.27	-	11711.40	2015/03/31
+3.72	+	12164.48	2015/04/30
-0.96	-	12048.26	2015/05/31
+1.25	+	12201.02	2015/06/30
-3.53	-	11785.22	2015/07/30
-1.92	-	11563.56	2015/08/31
-0.86	-	11465.22	2015/09/30
+1.20	+	11604.59	2015/10/29
-15.00	-	10090.81	2015/11/30
+3.25	+	10429.36	2015/12/31
-10.00	-	9481.30	2016/01/31
+4.15	+	9892.32	2016/02/29
+4.66	+	10376.20	2016/03/31
-1.87	-	10186.18	2016/04/28
-6.79	-	9538.77	2016/05/31
+3.50	+	9885.22	2016/06/30
+6.78	+	10603.96	2016/07/31



الفصل الثالث.....تقييم كفاءة سوق قطر للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2011 إلى 2014

+3.51	+	10989.79	2016/08/31
-5.31	-	10435.46	2016/09/29
-2.58	-	10172.95	2016/10/31
-3.87	-	9793.83	2016/11/30
+6.16	+	10436.76	2016/12/29
+1.51	+	10597.22	2017/01/31
+0.98	+	10702.12	2017/02/28
-3.00	-	10390.60	2017/03/30
-3.24	-	10064.35	2017/04/30
-1.65	-	9901.38	2017/05/31
-9.64	-	9030.44	2017/06/22
+3.99	+	9406.06	2017/07/31
-6.88	-	8800.56	2017/08/30
-5.87	-	8312.43	2017/09/28
-1.80	-	8165.06	2017/10/31
-5.84	-	7714.26	2017/11/30
+9.49	+	8523.38	2017/12/31

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على النشرات الشهرية لبورصة قطر .

حسب نتائج الجدول لدينا:

التغيرات التي طرأت على المؤشر هي  $R=43$  موزعة كالاتي:

- 22 تغير بالارتفاع

-21 تغير بالانخفاض

حساب المتوسط

لدينا المتوسط هو:  $E(R) = (2n-1)/3$

حيث  $n=84$

بالتعويض نجد  $E(R) = (2(84)-1)/3$

$E(R)=55.66$

إذن المتوسط هو:  $E(R)=55$

حساب التباين

$VAR(R) = (16n-29)/90$

بالتعويض نجد:

$VAR(R) = (16(84)-29)/90$

$VAR= 14.61$

حساب Z: بناء على ما سبق تكون قيمة Z كالتالي:

$$Z = R - E(R) / \sqrt{\text{var}(R)}$$

$$Z = 43 - 55.66\sqrt{14.61}$$

$$Z = -3.31$$

ونعلم أن  $(Z) < 1.96$  تعني أن العينة ليست عشوائية

### تحليل النتائج

لدينا قيمة (Z) تساوي 3.31 وهي أكبر من 1.96 وهو ما يعني أن التغيرات المتتالية لمؤشر إغلاق سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2011/01/31م إلى غاية 2017/12/31م غير مستقلة عن بعضها البعض، بمعنى أن هذه التغيرات غير عشوائية، وهذا ما تم التطرق إليه في الجانب النظري، إذ أن السوق الكفاء هو السوق الذي تتحرك فيه الأسعار عشوائياً، وتنتم فيه المعلومات بالعشوائية وتكون مستقلة عن بعضها البعض، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات أو نوعيتها مما يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائية وهذا عكس ما تم التوصل إليه في سوق قطر للأوراق المالية خلال فترة الدراسة حيث أنه تم الاعتماد على الأسعار الماضية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل.

من خلال النتائج التي تحصلنا عليها نستنتج أن سوق قطر للأوراق المالية وفقاً لطريقة الأنماط الطارئة خلال الفترة الممتدة من 31جانفي 2011م إلى غاية 31 ديسمبر 2017م غير كفاء في صيغته الضعيفة.

### المطلب الثالث: اختبار كفاءة سوق رأس المال بالاعتماد على المتغيرات الاقتصادية الكلية

لقد توصلنا في المطلبين السابقين إلى نتائج مفادها أن سوق قطر للأوراق المالية غير كفاء بالاعتماد على طريقة الأنماط الطارئة وكذلك باستخدام مؤشرات السوق، ولمعرفة وتحديد علاقة مؤشرات السوق بالمتغيرات الاقتصادية الكلية وذلك من أجل الحكم على كفاءة سوق قطر للأوراق المالية من عدمه قمنا باختبار مدى تأثير مؤشر السوق بالمتغيرات الاقتصادية الكلية المتمثلة في معدلات التضخم، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل الخصم.

ولدراسة العلاقة بين مؤشر الأسعار وكل متغير اقتصادي سنعتمد على تحليل الارتباط من أجل الحكم على كفاءة السوق عند المستوى شبه القوي.

### \* تعريف الارتباط وأنواعه

يقوم الارتباط على تحديد العلاقة بين متغيرين من عدمهما وتحديد هذه العلاقة ونوعها وهو نوعين:

- الارتباط الموجب: بمعنى أنه توجد علاقة طردية بين المتغيرين X و Y أي يتغيران في اتجاه واحد، وبالتالي إذا زادت قيمة المتغير المستقل تميل قيمة المتغير التابع إلى الزيادة.

- الارتباط السالب: هذا الارتباط يدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين X و Y بمعنى إذا زادت قيمة المتغير المستقل.

تميل قيمة المتغير التابع إلى النقصان والعكس صحيح.

ولقياس الارتباط تستخدم عدة معاملات والتي يرمز لها ب R ويعتمد في ذلك على مستوى القياس ومن أمثلتها معامل الارتباط "بيرسون" الذي يعتبر أفضل معاملات الارتباط وأكثرها شيوعاً واستخداماً، وهو مقياس رقمي حيث تكون قيمته محصورة بين (+1) و (-1) أي:

$-1 \leq R \leq +1$  وذلك لامكانية استخدامه لقياس قوة الارتباط بين متغيرين مختلفين في الطبيعة ومختلفين في وحدات القياس.

**أولاً: معدل التضخم**

التضخم هو عبارة عن زيادة في المستويات العامة للأسعار، ومن المتوقع أنه هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للورقة المالية، حيث ارتفاع معدل التضخم يكون تأثيره سلباً على أسعار الأوراق المالية لأنه يتم رفع أسعار الفائدة وذلك للتحوط من آثار التضخم مما يقلل من قيمة الأوراق المالية وهذا يؤدي إلى حالة من الهلع وبيع الأوراق المالية من قبل المستثمرين دفعة واحدة وهذا يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية لذلك يرى المستثمرون أنه يجب تعويضهم عن هذه المخاطر بإضافة مبلغ إضافي يعكس تغير القيمة السوقية للورقة المالية وهذا التغير يعكس كفاءة السوق المالي لذلك سنحاول دراسة العلاقة بين مؤشر سوق قطر ومعدل التضخم بحساب معامل الارتباط بينهما ومعرفة ما إذا كان مؤشر سوق قطر يتغير بتغير معدل التضخم.

**1-متغيرات الدراسة**

\***المتغير المستقل:** يتمثل المتغير المستقل للدراسة في تطور معدل التضخم.

\* **المتغير التابع:** كمتغير تابع تمالاعتماد على مؤشر سوق قطر للأوراق المالية.

الفصل الثالث.....تقييم كفاءة سوق قطر للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2011 إلى 2014

الجدول رقم(07): تطور مؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل التضخم للفترة الممتدة 2011 م- 2017 م.

السنوات	مؤشر السوق (نقطة)	معدل التضخم %
2011	8779.03	2.3
2012	8358.94	1.9
2013	10379.59	3.1
2014	12285.78	3.4
2015	10422.36	1.7
2016	10436.76	3
2017	8523.38	3.1

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير المصرف المركزي القطري (2011 م-2018 م).

2- حساب معامل الارتباط

بالاعتماد على المعطيات الموجودة في الجدول رقم (07) و كذلك البرنامج الإحصائي *spss* لمعرفة قيمة الارتباط بين مؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل التضخم تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (08): نتائج اختبار معامل بيرسون "pearson" لمؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل التضخم:

	مؤشر السوق	التضخم
<b>Corrélacion de person</b>	<b>1</b>	<b>,463</b>
<b>Sig (bilatérale)</b>		<b>,296</b>
<b>N</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>Corrélacion de pearson</b>	<b>,463</b>	<b>1</b>
<b>التضخم</b>	<b>,296</b>	
<b>sig (bilatérale)</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>N</b>		

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي *SPSS*.

معامل الارتباط:  $R=0.463$

معامل التحديد:  $R^2= 0.214$

$R^2= 0.214$

تفسر قيمة معامل الارتباط  $R=(0.463)$ ، أنه يوجد ارتباط بين مؤشر السوق ومعدل التضخم قدره 46.3%، وهذا الارتباط غير معنوي عند مستوى ثقة قدرها 95% كون  $(sig=0.296)$  وهي أكبر من 0.05.

نلاحظ معامل التحديد  $(R^2=0.214)$  أي نسبة 21.4% تعبر عن أن تغير في مؤشر سوق قطر للأوراق المالية يرجع إلى معدل التضخم والنسبة المتبقية (78.67%) ترجع إلى عوامل أخرى لا تؤخذ بعين الاعتبار.

- الفرضية الصفرية: لا توجد علاقة ارتباط بين مؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل التضخم.

$$H_0 : R = 0$$

- الفرضية البديلة: توجد علاقة ارتباط قوية بين مؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل التضخم.

$$H_1 : R \neq 0$$

يمكن اختبار الفرضيتين من خلال مقارنة  $T_{CAL}$  (المحسوبة) مع  $T_{TAB}$  (الجدولية)، حيث  $T_{TAB}=2.015$  نقوم بحساب  $T_{CAL}$  (المحسوبة) بالعلاقة التالية:

$$T_{CAL} = \frac{R\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-R^2}}$$

بالتعويض في المعادلة نجد:

$$T_{CAL} = \frac{0.463\sqrt{7-2}}{\sqrt{1-0.214}}$$

$$T_{CAL} = 1.168$$

من خلال جدول التوزيع الطبيعي (توزيع student)، وعند مستوى المعنوية 5% ودرجة حرية  $(n-2=5)$  نجد أن قيمة  $T_{TAB}$  تعادل 2.015  $(T_{TAB} = 2.015)$  وهي أكبر من الإحصائية المحسوبة  $(T_{CAL} = 1.1677)$ ، وبالإعتماد على ما سبق وبعد الوصول إلى نتائج الإختبار يمكن الحكم عليه من خلال قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة، أي R غير معنوي بمعنى أنه لا يوجد ارتباط. في الأخير نستطيع القول أن مؤشر سوق قطر للأوراق المالية لا يتأثر بالتغير في معدل التضخم ومنه فإن سوق قطر للأوراق المالية غير كفاء في صيغته شبه القوية.

ثانيا: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

الناتج المحلي الإجمالي هو القيمة السوقية لجميع الخدمات والسلع النهائية على المستوى المحلي، فهو يعبر عن القيمة السوقية الكلية للبضائع والخدمات المقدمة في الاقتصاد من قبل الشركات خلال مدة سنة

كلما زاد النشاط الاقتصادي أدى إلى انتعاش التفاوض بالمستقبل بما يزيد حجم التعامل في جميع الأسواق بما فيها السوق المالي، حيث يزيد الطلب على الأوراق المالية فتؤدي إلى ارتفاع أسعارها مؤثرة على المؤشر العام للسوق المالي، واختبارنا الذي سنقوم به سيمكننا من معرفة مدى تأثير معدل النمو المحلي الإجمالي على مؤشر السوق من خلال دراسة الارتباط الحاصل بينهما بحساب معامل الارتباط.

### 1- متغيرات الدراسة

- المتغير المستقل: يتمثل المتغير المستقل للدراسة في تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.
  - المتغير التابع: كمتغير تابع تم الاعتماد على مؤشر سوق قطر للأوراق المالية.
- لإتمام دراستنا سننعمد على الجدول الموالي الذي يعكس مؤشر سوق قطر للأوراق المالية وتطور معدل الناتج المحلي الإجمالي في الفترة الممتدة من 2011 م إلى غاية 2017م.
- الجدول رقم (09): تطور مؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الفترة الممتدة من (2011م-2017م).

السنوات	مؤشر السوق (نقطة)	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي %
2011	8779.03	18.7
2012	8358.94	6
2013	10379.59	4.6
2014	12285.78	4
2015	10422.36	3.7
2016	10436.76	2.3
2017	8523.38	1.9

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير المصرف المركزي القطري من 2011م-2017م.

### 2- حساب معامل الارتباط

بالاعتماد على المعطيات الموجودة في الجدول رقم (09) وكذلك البرنامج الإحصائي Spss لمعرفة قيمة الارتباط بين مؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (10): نتائج اختبار معامل بيرسون "pearson" لمؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدنمو الناتج المحلي الإجمالي للفترة الممتدة من 2011م-2017م.

	مؤشر السوق	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي
Corrélation de person مؤشر السوق	1	-,349
Sig (bilatérale)		,443
N	7	7
Corrélation de pearson الناتج المحلي الإجمالي	,349	1
sig (bilatérale)	,443	
N	7	7

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS.

معامل الارتباط:  $R = -0.349$

معامل التحديد:  $R^2 = 0.122$

تفسر قيمة معامل الارتباط ( $R = -0.349$ ) أنه يوجد ارتباط قوي بين مؤشر السوق ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي قدره 34.9%، وهذا الارتباط غير معنوي عند مستوى ثقة 95% كون (sig=0443) وهي أكبر من 0.05.

نلاحظ أن معامل التحديد ( $R^2 = 0.122$ )، أي نسبة 12.2% تعبر عن تغير مؤشر السوق قطر للأوراق المالية يرجع إلى معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي والنسبة المتبقية أي 87.8% ترجع إلى عوامل أخرى.

- **الفرضية الصفرية:** لا توجد علاقة ارتباط بين مؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

$$H_0: R = 0$$

- **الفرضية البديلة:** توجد علاقة ارتباط قوية بين مؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

$$H_1: R \neq 0$$

يمكن اختبار الفرضيتين من خلال مقارنة  $T_{CAL}$  المحسوبة مع

$T_{TAB}$  الجدولية حيث :

$$T_{TAB} = 2.015$$

نقوم بحساب  $T_{CAL}$  المحسوبة بالعلاقة التالية:

$$T_{CAL} = \frac{R\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-R^2}}$$

$$T_{CAL} = \frac{(-0.349\sqrt{7-2})}{\sqrt{1-(0.122)^2}}$$

$$T_{CAL} = -0.832$$

من خلال الجدول التوزيع الطبيعي (توزيع student) وعند مستوى معنوية 5% ودرجة حرية

(n-2=5) نجد أن قيمة  $T_{TAB}$  تعادل ( $T_{TAB} = 2.015$ )، وهي أكبر من الإحصائية المحسوبة ( $T_{TAB} = -0.83$ ) وبالاعتماد على ماسبق وبعد الحصول على نتائج الإختبار يمكن الحكم عليه من خلال قبول 2 الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة أي R غير معنوي أي لا يوجد علاقة ارتباط.

ومنه نستنتج أن مؤشر سوق قطر للأوراق المالية لا يتأثر بالتغير في معدل نمو الناتج المحلي

الإجمالي و منه سوق قطر للأوراق المالية غير كفاء في صيغته شبه القوية.

**ثالثاً: معدل الخصم**

معدل الخصم هو أداة من أدوات السياسة النقدية التي يستعملها البنك المركزي للتحكم في حجم الائتمان، وسوف نقوم بالاختبار الموالي من أجل دراسة تأثير معدل الخصم على مؤشر السوق وذلك من خلال حساب معامل الارتباط للتأكد من ما إذا كان سوق قطر للأوراق المالية يستجيب للتغيرات الحاصلة في معدل الخصم.

**1. متغيرات الدراسة**

- المتغير المستقل: يتمثل المتغير المستقل للدراسة في تطور معدل الخصم.
  - المتغير التابع: كمتغير تابع يتم الاعتماد على مؤشر سوق قطر للأوراق المالية.
- لإتمام دراستنا نعلم على الجدول الموالي الذي يعكس مؤشر سوق قطر للأوراق المالية وتطور معدل الخصم للفترة الممتدة من 2014م إلى 2017م.



الفصل الثالث.....تقييم كفاءة سوق قطر للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2011 إلى 2014

الجدول رقم (11): تطور مؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل الخصم في الفترة الممتدة من (2014م-2017م).

السنوات	مؤشر السوق (نقطة)	معدل الخصم%
2014	12285.78	4.50
2015	10422.36	4.50
2016	10436.76	7.75
2017	8523.38	5

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير المصرف المركزي القطري من 2014م-2017م.

2- حساب معامل الارتباط: بالاعتماد على المعطيات الموجودة في الجدول رقم (11) وكذلك البرنامج الإحصائي spss لمعرفة قيمة الارتباط بين مؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل الخصم تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (12): نتائج اختبار معامل بيرسون "pearson" لمؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل الخصم للفترة الممتدة من (2014م-2017م).

معدل الخصم	مؤشر السوق	
-,854	1	Corrélacion de person مؤشر السوق
,146		Sig (bilatérale)
4	4	N
1	-,854	Corrélacion de pearson معدل الخصم
	,146	sig (bilatérale)
4	4	N

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS

معامل الارتباط R=-0.854

معامل التحديد R<sup>2</sup>=0.729

تفسر قيمة معامل الارتباط (R=-0.854) أنه يوجد ارتباط بين مؤشر السوق ومعدل الخصم قدره 85.4% وهذا الارتباط غير معنوي عند مستوى ثقة 95% كون (sig=0.146) وهي أكبر من 0.05 هذه

النتيجة غير نهائية ولا يمكن الحكم عليها إلا بعد القيام باختبارها عن طريق الفرضية الصفرية والفرضية البديلة.

نلاحظ أن معامل التحديد ( $R^2=0.729$ ) أي بنسبة 72.9% تعبر عن تغير مؤشر سوق قطر

للأوراق المالية يرجع إلى معدل الخصم والنسبة المتبقية أي 27.1% يرجع إلى عوامل أخرى .

• الفرضية الصفرية: لا توجد علاقة ارتباط بين مؤشر سوق قطر للأوراق المالية ومعدل الخصم.

$$H_0: R = 0$$

• الفرضية البديلة: توجد علاقة ارتباط قوية بين مؤشر قطر للأوراق المالية ومعدل الخصم

$$H_1: R \neq 0$$

يمكن اختبار الفرضيتين من خلال مقارنة  $T_{CAL}$  المحسوبة مع  $T_{TAB}$  الجدولية هي:

$$T_{TAB} = 2.920$$

نقوم بحساب  $T_{CAL}$  المحسوبة بالعلاقة التالية:

$$T_{CAL} = \frac{R\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-R^2}}$$

$$T_{CAL} = \frac{(-0.854\sqrt{4-2})}{\sqrt{1-(0.729)}}$$

$$T_{CAL} = -2.323$$

من خلال جدول التوزيع الطبيعي (student) وعند مستوى المعنوية 5% ودرجة الحرية ( $n-2=2$ ) نجد

أن قيمة  $T_{TAB} = 2.920$  ، وهي أكبر من الإحصائية المحسوبة  $T_{CAL} = -2.323$  أي أنه غير معنوي لكن

هذه النتيجة لا يمكن الحكم من خلالها على معنوية معامل الارتباط نظرا لصغر حجم العينة، فلا يمكن الحكم

على وجود الارتباط من عدمه.

وبتالي لا يمكن الجزم بوجود علاقة تأثير وتأثر بين المتغيرين.

الجدول الموالي يبين النتائج المتوصل إليها باختصار علاقة الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية الكلية

المدروسة ومؤشر السوق.

الفصل الثالث.....تقييم كفاءة سوق قطر للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2011 إلى 2014

الجدول رقم(13): نتائج معامل الارتباط بين مؤشر السوق و المتغيرات الاقتصادية الكلية .

معامل الارتباط بين مؤشر السوق والمتغيرات الاقتصادية الكلية	النتائج	الحكم
معامل الارتباط بين مؤشر السوق ومعدل التضخم	R=0.463	لا يوجد ارتباط ومنه سوق قطر للأوراق المالية غير كفاء
معامل الارتباط بين مؤشر السوق ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي	R=-0.349	لا يوجد ارتباط ومنه سوق قطر للأوراق المالية غير كفاء
معامل الارتباط بين مؤشر السوق ومعدل الخصم	R=-0.854	وجود ارتباط قوي لكن لا يمكن الحكم على كفاءة السوق لصغر حجم العينة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على النتائج السابقة.

بالاعتماد على النتائج المحصل عليها نستخلص أن سوق قطر للأوراق المالية غير كفاء في صيغته الشبه قوية.

مما سبق وبالاعتماد على نتائج الطرق الثلاثة التي تم استخدامها في اختبار كفاءة السوق المالي القطري اتضح عدم كفاءة سوق قطر للأوراق المالية.

## خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل تطرقنا إلى دراسة كفاءة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2017، حيث مرت بورصة قطر بمجموعة من المراحل قبل أن تصبح من أهم البورصات في الخليج، حيث سمحت توقيع اتفاقية الشراكة التي قامت بها شركة قطر القابضة مع بورصة NYSEEURONRX إثبات وجودها المصرفي في الشرق الأوسط والتطلع إلى تحويل سوق قطر إلى بورصة دولية وفقا لأعلى المستويات، كما تسعى البورصة جاهدة إلى استحداث منتجات جديدة يتم تداولها في البورصة وتعزيز الإمكانات التكنولوجية، وذلك من أجل تحقيق الأهداف المسطرة من قبل مسؤولي إدارة البورصة والوصول إلى جعل بورصة قطر سوق من الطراز العالمي وتعزيز مركز الدوحة ليكون مركزا ماليا إقليميا.

للحكم على كفاءة سوق قطر للأوراق المالية من عدمه اعتمدنا مجموعة من الطرق كمؤشرات السوق والمتمثلة في عدد الشركات المدرجة، مؤشر السيولة ورأس المال السوقي، واتضح من خلال النتائج المتحصل عليها أن سوق قطر للأوراق المالية لا يتسم بالكفاءة، لا يمكن الجزم بعدم كفاءة السوق وفق هذه الطريقة فقد لذا قمنا باعتماد طرق أخرى مثل طريقة الأنماط الطارئة من خلال دراسة تغيرات مؤشر إغلاق سوق قطر من جانفي 2011 إلى غاية ديسمبر 2017 للحكم على أنها عشوائية أم مرتبطة ببعضها البعض فكانت النتيجة أنها غير عشوائية مما يدل أن سوق قطر غير كفاء في صيغته الضعيفة، و هذه الطرق غير كافية للتأكد من مدى كفاءة سوق قطر للأوراق المالية، لذا اعتمدنا على اختبار السوق بالاعتماد على المتغيرات الاقتصادية الكلية من أجل التوصل لتحديد الارتباط بين مؤشر السوق وكل من (معدل الخصم، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم) حيث تم التوصل إلى نفي وجود ارتباط أو تأثير كل من معدل التضخم ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر سوق قطر للأوراق المالية بينما كان معدل الخصم له تأثير قوي عليه، ومنه ومن خلال الاعتماد على الطرق الثلاثة المتبعة في دراسة كفاءة السوق المالي القطري تبين لنا أن سوق قطر للأوراق المالية لا يتسم بالكفاءة نسبيا عند المستوى شبه القوي.

الخاتمة

يعد السوق المالي الرئيسي الملاذ الرئيسي الذي يلجأ اليه المستثمرين الذين يرغبون في تخصيص الكفاء للموارد المتاحة لديهم، الأمر الذي يتطلب توفر قدر كافي من البيانات والمعلومات المالية الصحيحة المتعلقة بالشركات التي تتداول ادواتها في السوق المالي وذلك حتى يتمكن هؤلاء من ترشيد قراراتهم وتحقيق اهدافهم في ظل سوق يتصف بالكفاءة، وتمثل مقومات السوق الكفاء في دقة وسرعة وصول المعلومات إضافة الى متطلبات كفاءة التشغيل والتسعير، وبذلك تصبح أسعار الاوراق المالية المتداولة فيه تعكس المعلومات المتاحة.

وقد تم التطرق في هذه الدراسة الى ثلاثة فصول فصلين نظريين تناول الاول لمحة عامة عن السوق المالي، اما الثاني فقد تناول المقومات الاساسية لكفاءته، الفصل الثالث جاء تطبيقا لما جاء في الجانب النظري، حيث انصبت الدراسة على اختبار كفاءة سوق قطر للوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2011 الى غاية 2017 باستخدام مؤشرات السوق، وقد دعمنا هذه الدراسة الاعتماد على طريقة الأنماط الطارئة لمعرفة مدى عشوائية أسعار الإغلاق باستخدام البيانات الشهرية لإغلاق مؤشر سوق قطر للاوراق المالية، وللتأكد اكثر من كفاءة السوق منعدمه اعتمدنا على بعض المتغيرات الاقتصادية وذلك لاجل دراسة معامل الارتباط بين هذه المتغيرات ومؤشر السوق لبورصة قطر لمعرفة هل هناك تأثير هذه المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل التضخم، معدل النمو الناتج المحلي الاجمالي، معدل التضخم) على مؤشر سوق قطر للاوراق المالية انطلاقا من هذه الدراسة تم التوصل الى مجموعة من النتائج تعتبر إجابة عن الاشكالية المطروحة والتساءلات الفرعية كما تعد اختبارا للفرضيات التي تمت صياغتها.

### 1- نتائج الدراسة:

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى جملة من النتائج التطبيقية و النظرية تبرز فيما يلي:

- تعتبر السوق المالية آلية يتم من خلالها تحويل المدخرات المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي.
- تنوع الأدوات المالية في السوق بالإضافة إلى إستحداث أدوات جديدة مثل المشتقات ساهم في جذب المستثمرين إليه لتنوع إستثماراتهم .
- إن كفاءة السوق المالي تسمح بإعطاء قيمة عادلة للأوراق المالية المتداولة فيه ومن ثم عدم تمكن أحد المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية على الآخرين.

-السوق المالي الكفاء هو مؤشر النشاط الإقتصادي داخل أي دولة إذا توفرت الكفاءة له وغرضه الأساسي في الإقتصاد هو توزيع المدخلات بكفاءة على الإستثمارات والإستخدامات.

-يسمح السوق المالي الكفاء في دعم الثقة لدى المستثمرين في المعلومات المتاحة و المنشورة والتي تتدفق من قنوات عامة و خاصة من حيث مصداقيتها وموضوعيتها.

- تعاني بورصة قطر من العدد المحدود في الشركات المدرجة فيها الأمر الذي يحول دون كفاءتها.

-رفع تصنيف بورصة قطر من سوق مبتدئة إلى سوق ناشئة عام 2014 ساعدها على تحقيق نتائج ايجابية غير مسبوقة لكن ذلك لم يلبث قليلا لتعاود التراجع بسبب الوضع المالي العالمي والحصار المفروض عليها من طرف دول الخليج.

- تبين لنا من خلال إختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية عن طريق دراسة مؤشرات السوق نمو عدد الشركات المدرجة في بورصة قطر خلال فترة الدراسة كان ضعيفا جدا، أما بالنسبة لسيولة السوق المعبر عنه بمعدل دوران الأسهم حيث لاحظنا أنه كان في مستويات متدنية ومنخفضة، رأس المال السوقي شهد تدبدا خلال هذه الفترة الأمر الذي يدل على أن السوق لم ينجح في تعبئة أكبر قدر من الموارد لكن رغم ذلك تبقى هذه المؤشرات عقيمة في الحكم على كفاءة السوق.

-سمحت دراسة كفاءة سوق قطر للأوراق المالية بطريقة الأنماط الطارئة بالإعتماد على التقارير الشهرية أتضح لنا بأن السوق تتحرك فيه الأسعار بصفة عشوائية وتكون مستقلة عن بعضها البعض حيث إنعكست سلبا على كفاءته.

-نتائج دراسة معامل الارتباط (بيرسون) أظهرت أنه لا يوجد إرتباط بين المتغيرات تاققتصادية الكلية و مؤشر السوق وبذلك لا يوجد أي تأثير لكل هذه المتغيرات (معدل التضخم، معدل نمو النتائج المحلي الإجمالي معدل الخصم) على التغيرات الحاصلة في مؤشر سوق قطر للأوراق المالية.

## 2- إختبار الفرضيات:

سمحت الدراسة التوصل إلى الإجابة علنا لفرضيات المطروحة سابقا كما يلي:

✓ الفرضية الأولى:

يتأثر مؤشر سوق قطر للأوراق المالية في التغير الحاصل في المتغيرات الإقتصادية الكلية.

من خلال نتائج الدراسة التطبيقية وبالإعتماد على معامل الارتباط "بيرسون" تبين لنا أنه لا يوجد تأثير لبعض هذه المتغيرات الإقتصادية على مؤشر السوق لبورصة قطر. ومنه نفي جزئي الفرضية الأولى.

✓ الفرضية الثانية:

يكون سوق قطر للأوراق المالية كفاء عندما تتعكس المعلومات المتوفرة في السوق على أسعار الأوراق المالية وبذلك تتحرك هذه الأخيرة بصفة عشوائية.

بالإعتماد على طريقة الأنماط الطارئة تم التوصل إلى نتائج مفادها أن سعر الورقة المالية في المستقبل غير مستقلة عن سعرها في الماضي مما يجعل هذه الأسعار لا تتحرك بصورة عشوائية. نفي الفرضية الثالثة.

### 3- التوصيات:

- أهم مشكل تعاني منه بورصة قطر العدد المحدود من الشركات المدرجة فيها ،لذا لا بد من بدل جهد في جذب عدد أكبر من الشركات المدرجة للإدراج فيها بتوفير الجو الملائم لذلك وكذا تسهيل عمليات الإدراج.
- العمل على تطوير السوق بجعله يتمتع بالكفاءة والتنظيم والجودة العالية لخدمة المستثمرين القطريين والأجانب من خلال توفير بنية تحتية تنظيمية وفنية عالية المستوى وتنمية الوعي الإستثماري المحلي وتوفير أحدث المنتجات وكذا تعزيز الإمكانيات التكنولوجية .
- دعم علاقات المستثمرين وتعريف الجهات الإستثمارية الدولية بالفرص الإستثمارية التي يوفرها الإستثمار في أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر.
- إدخال تطبيقات الخدمة الذاتية الإلكترونية لجميع خدمات الموارد البشرية.
- تعزيز حضور بورصة قطر على شبكات التواصل الإجتماعي لتعزيز وجودها وتفاعلها مع المستثمرين.
- العمل على تخفيض تكاليف المعاملات في بورصة قطر حيث أنه كلما كانت التكاليف منخفضة كان السوق أكثر كفاءة.

### الدراسات المستقبلية:

- يعتبر دراسة كفاءة الاسواق المالية العربية من المواضيع المهمة نظرا لكون الساحة العربية في أمس الحاجة لمثل هذه المواضيع في ظل الظروف التي تعيشها وبسبب تحديات العصر الحديث القائم المنافسة الشديدة والمصارعة من أجل البقاء.
- وعلى ضوء ما سبق نقترح ما يلي:
- معالجة موضوع كفاءة الأسواق المالية بإستخدام مؤشرات إحصائية أخرى غير مستخدمة.
- دراسة موضوع إختبار كفاءة أسواق عربية لم يتم تسليط الدراسة عليها.
- دراسة موضوع يتناول دور تنوع المنتجات المالية الإسلامية في زيادة كفاءة الأسواق المالية.



# قائمة المراجع

قائمة المراجع

الكتب

- 1) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع القاهرة، مصر، 1998.
- 2) أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
- 3) إلهام وحيد دحام، فاعلية أداء السوق المالي و القطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2013.
- 4) أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار قباء الحديثة للنشر و التوزيع القاهرة، مصر، 2007.
- 5) إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، دار الجامعة للنشر و التوزيع، مصر، بدون سنة.
- 6) جلال إبراهيم العبد، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر و التوزيع القاهرة، مصر، 2003.
- 7) جليل كاظم مدلول العارضي و آخرون، إدارة المشتقات المالية (مدخل نظري و تطبيقي متكامل) الطبعة الأولى، الدار المنهجية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 8) دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، بدون طبعة، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان الأردن، 2009.
- 9) دريد كامل آل شبيب الأسواق المالية و النقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الأردن، 2012.
- 10) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان الأردن، 1998.
- 11) زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، بدون طبعة، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، مصر، 2007.
- 12) سهيل مقابلة، كيف أستثمر بسوق الأسهم، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.

- 13) شقيري نوري موسى و آخرون، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 14) شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، بدون طبعة، أطلس للنشر و التوزيع، الجزائر، بدون سنة، ص:20.
- 15) صلاح جودة، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 16) طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 17) طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، بدون طبعة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع الإسكندرية، مصر، 2007.
- 18) عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية (بين ضروريات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها)، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي للنشر و التوزيع، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 19) عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول الاقتصادي إلى اقتصاد السوق، بدون طبعة، مؤسسة شباب الجامعة للنشر و التوزيع، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 20) عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 21) عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الورق للنشر و التوزيع عمان، الأردن، 2014.
- 22) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 23) غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، بدون طبعة، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 24) فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى ، جدار للكتاب العالمي للنشر، عمان، الأردن، 2006.
- 25) فيصل محمود الشواره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2013.

- (26) ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- (27) محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة رؤية للنشر و التوزيع، المعمورة، مصر، 2010.
- (28) متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في العالم المتغير، الطبعة الأولى، دار الفكر الناشر والموزعون، عمان، الأردن، 2010.
- (29) محمد الصيرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، مصر، 2006.
- (30) محمد صالح الحناوي وطارق الشهاوي، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، بدون طبعة، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2014.
- (31) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم و السندات، بدون طبعة، دار الجامعية للنشر والتوزيع الإسكندرية، مصر، 2005.
- (32) محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
- (33) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمار محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- (34) محمد مطر، و فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان الأردن، 2005.
- (35) محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، مصر، 2013.
- (36) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- (37) منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية و البورصات العربية، الطبعة الأولى دار المصرية اللبنانية للنشر و التوزيع، مصر، القاهرة، 2007.
- (38) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف للنشر و التوزيع الإسكندرية، مصر، 1999.

- (39) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، دون طبعة، دار النشر و التوزيع المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
- (40) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشد المعارف الميدانية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2003.
- (41) نهال فريدمصطفى و جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، دون طبعة، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر 2002/2003.
- (42) هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان الأردن، 2009.
- الرسائل الجامعية
- (1) أمينة بوغابة، أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الأسواق المالية العربية، دراسة حالة بورصة قطر للأوراق المالية، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية دولية، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، 2015-2016.
- (2) بن أعر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك و مالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012-2013.
- (3) الداوي خيرة، تقييم كفاءة و أداء الأسواق المالية، دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2009، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012 المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، مصر، 2007.
- (4) سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- (5) عقبة خضير، أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية،-دراسة حالة سوق الدوحة قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2013)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص أسواق مالية وبورصات، جمعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- (6) عكراوي رقيقة و مرخي فايزة، تقدير القيمة المخاطرة لمحفظه الأوراق المالية حسب طريقة التباين التغير (VC)، مذكرة ماستر، قسم علوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2015، 2014.

- (7) الفترة 2007-2009، مذكرة ماجستير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر،، 2011-2012.
- (8) فزة ياسمين، وفقية عمارية، كفاءة الأسواق المالية، دراسة حالة مؤشر سوق دبي المالية من الفترة 2014/03/05-2016/05/04، مذكرة ماستر في علوم التسيير، تخصص إدارة العمليات و الإنتاج جامعة الطاهر مولاي، سعيدة، الجزائر، 2015-2016.
- (9) كريمة شرقي، قياس تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي، دراسة تطبيقية على سوق الكويت المالي خلل الفترة من 2013-2014، مذكرة ماستر أكاديمي، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2013-2014.
- (10) لبنى بوتمر، مديحة بوعريوة، اختبار كفاءة سوق رأس المال في الصيغتين الضعيفة و شبه القوية دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية، 2008-2014، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر، علوم اقتصادية، نقود و مالية دولية، جيجل، الجزائر، 2014-2015.
- (11) محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية-دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة ماجستير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012.
- (12) محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، نقود و مالية، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر (غير منشورة)، 1998-1999.
- (13) محمد يوسف عنتر الغالوجي، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة 2004-2005، متطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة و التمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
- (14) وفاء بوعباش و عفاف بهناس، دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل كفاءة سوق رس المال، دراسة تحليلية، مذكرة ماستر في علوم التسيير، تخصص محاسبة و إدارة مالية، جامعة جيجل، الجزائر، 2014-2015.

#### المجلات

- (1) أديب قاسم شندي، الأسواق المالية و أثرها في التنمية الاقتصادية، سوق العراق للأوراق المالية، دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.

- (2) بريش عبد القادر، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة جامعة الشلف، العدد التاسع، الجزائر.
- (3) بن زايد مبارك و بن زايد عبد الوهاب، النظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 1، جامعة بشار، 2017.
- (4) بن عمر بن حليس و آخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 1، الأردن، 2012.
- (5) سليمان موصللي و حازم اسمان، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية، العدد الثاني، دمشق، 2013.
- (6) مفتاح صالح ومصارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، بسكرة، الجزائر، 2009-2010.
- (7) يوسف سعداوي، كفاءة الأسواق المالية العربية، دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر و السعودية و مصر، مجلة كلية بغداد للعلوم، اقتصادية الجامعة، العدد الثاني و الأربعون، الجزائر 2014.

#### الملتقيات

- (1) جمال لعمارة، حذة رايس، تحديات السوق المالي الإسلامي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، يومي 21-22 نوفمبر 2006.
- (2) دريد آل شعيب و عبد الرحمن الجبوري، استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، المؤتمر العلمي الرابع، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، جامعة الزيتونة الأردنية، الأردن، أيام 15-16/3/2005.
- (3) عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية و ارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس، اقتصاد المعرفة و التنمية الاقتصادية، جامعة الزيتون في المملكة الأردنية الهاشمية، أيام 16-18/03/2014هـ.

#### المنشورات والمطبوعات

- (1) رشام كهينة، الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة الماستر علوم المالية و المحاسبة، علوم اقتصادية، و علوم تجارية، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2015-2016.

2) صالح سعيد، كفاءة سوق الأوراق المالية، نشرة نوعية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد 9 الكويت، أبريل 2015.

### النصوص القانونية والوثائق الرسمية

- المادة 05:اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999.
- " المادة 06: اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999.
- المادة 10: اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999.
- \_المادة 11: اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999.
- المادة 35:اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999
- المادة 92: اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999.
- " المادة 104: اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999.

### المراجع باللغات الأجنبية

- JCQUILANT.BERTRAND,SOLINIQUE.BRU,**marchés financiers :gestion de porte feuille et des risques** , Edition Dunad,4<sup>ème</sup> édition, paris,2002.
- JEAN FRANCOISSUSBIELLE, **comprendre la bours sur internet** ,Edition d'organisation,paris, 2001 .
- NARJESS BOUBAKRI ET AUTRES, **les principes de la finance d'entreprise**,Edition GAETAN MORIN , canada, 2005.

### التقارير

- بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2016.
- بورصة قطر، نشرات التداول الشهرية لسنة 2011.
- بورصة قطر، نشرات التداول الشهرية لسنة 2012.
- بورصة قطر، نشرات التداول الشهرية لسنة 2013.
- بورصة قطر، نشرات التداول الشهرية لسنة 2014.



- بورصة قطر، نشرات التداول الشهرية لسنة 2015.
- بورصة قطر، نشرات التداول الشهرية لسنة 2016.
- بورصة قطر، نشرات التداول الشهرية لسنة 2017.
- المصرف المركزي القطري، التقرير السنوي لسنة 2016 .
- صندوق النقد العربي الموحد، التقرير السنوي الأربعون لسنة 2016.
- المواقع الالكترونية

[www.ouargla30.com/t39005.topi](http://www.ouargla30.com/t39005.topi) .

[www.my.mec.com](http://www.my.mec.com).

[www.api.org/images](http://www.api.org/images) .

[www.my.mec.biz](http://www.my.mec.biz).

[www.api.org/image](http://www.api.org/image).

[www.api.org/image](http://www.api.org/image).

[www.qe.com.qa/ar/about-qse](http://www.qe.com.qa/ar/about-qse).

[www.qe.com.qa/pps/pe/pe%20arabic%20portal/pages/home](http://www.qe.com.qa/pps/pe/pe%20arabic%20portal/pages/home).

[www.qfma.org.qar](http://www.qfma.org.qar).

" [http: www.qe.com.qa/pps/qe/qe% 20 arabic %](http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal) .

[-fac.ksu.edu .sa/saites/defant/files/mwshr\\_ ishm](http://-fac.ksu.edu.sa/saites/defant/files/mwshr_ishm).

[-fac.ksu.edu .sa/saites/defant/files/mwshr\\_ ishm](http://-fac.ksu.edu.sa/saites/defant/files/mwshr_ishm).

الملاحق

الملحق رقم(01):تطور معدل دوران الأسهم لسوق قطر قطر للأوراق المالية للفترة الممتدة  
من 2011\_2017

السنوات	معد دوران الأسهم
2011	18.3
2012	15.5
2013	13.5
2014	29.4
2015	16.9
2016	12.4
2017	14

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على تقارير بورصة قطر.

المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق للفترة 1998 - 2016  
QE Index Annual Closing between 1998-2016

السنة Year	النقطة Points	التغير عن السنة السابقة Prior Year Change	التغير % % Change
2016	10,436.76	740	0.07
2015	10,429.36	(1,856.42)	-15.11
2014	12,285.78	1,906.19	18.56
2013	10,379.59	2,020.65	24.17
2012	8,358.94	(420.09)	-4.79
2011	8,779.03	973.8	1.12
2010	8,681.63	1,722.48	24.75
2009	6,959.17	730.5	1.06
2008	6,886.12	(2,694.33)	-28.12
2007	9,580.45	2,447.45	34.51
2006	7,133.00	(3,920.06)	-35.47
2005	11,053.06	4,559.44	70.21
2004	6,493.62	2,546.92	64.53
2003	3,946.70	1,622.86	69.84
2002	2,323.84	631.64	37.53
2001	1,692.20	458.90	37.21
2000	1,233.30	(107.70)	-8.03
1999	1,341.00	(10.30)	-0.76
1998	1,351.30	351.30	35.13

2010	2011	2012	2013	2014	بيانات نهاية الفترة
43	42	42	42	43	عدد الشركات المدرجة
7	10	11	11	11	عدد شركات الوساطة
450,203	457,352	459,884	555,606	676,792	رسملة السوق (رقق) مليون
8,681.65	8,779.03	8,358.94	10,379.59	12,285.78	المؤشر العام للأسعار

2010	2011	2012	2013	2014	بيانات الفترة
2,094,391,542	2,302,769,616	2,428,190,041	1,937,534,283	4,439,856,747	عدد الأسهم المتداولة
67,185,287,877	83,419,417,460	70,673,865,500	74,886,053,777	199,292,756,279	قيمة الأسهم المتداولة (رقق)
1,052,392	1,119,099	881,638	961,811	2,058,604	عدد الصفقات
251	252	252	246	248	عدد أيام التداول
267,670,470	331,029,434	280,451,847	304,414,853	803,599,824	معدل قيمة التداول اليومي (رقق)
1	0	0	0	1	عدد إصدارات الأسهم الجديدة
1,000	0	0	0	12,563	قيمة إصدارات الأسهم الجديدة (مليون رقق)

## الملخص

تسعى الأسواق المالية جاهدة لجذب أكبر عدد من المتعاملين إليها، ولذلك تحرص على تحقيق الكفاءة فيها، حيث يطلق على السوق أنه كفاء إذا كانت أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه تتحرك بصفة عشوائية فتعطي في ظلها قيمة عادلة للورقة المالية بجعل القيمة السوقية لها مساوية للقيمة الحقيقية، وبهذا يصبح السوق على قدر عالي من الشفافية والتنظيم والجودة مما يسمح بالحد من المخاطر وتحقيق العدالة في توزيع العوائد للمستثمرين.

وتهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية، وقد تم الإعتماد خلال هذه الدراسة على بعض مؤشرات السوق وتحليلها، إضافة إلى الطريقة الإحصائية المتمثلة في طريقة الأنماط الطارئة وتهدف هذه الأخيرة إلى دراسة عشوائية أسعار الإغلاق لمؤشر بورصة قطر، الطريقة الثالثة تمثلت في دراسة معامل الارتباط بين مؤشر السوق وبعض المتغيرات الإقتصادية الكلية بإستخدام البرنامج الإحصائي (spss)، الطرق الثلاثة المتبعة في دراسة مدى كفاءة السوق المالي لقطر نتائجهما كلها تصب في قالب واحد ألا وهو عدم كفاءة هذا السوق، حيث أثبتت نتائج طريقة الأنماط الطارئة أن أسعار الأوراق المالية لا تتحرك بصفة عشوائية أي عدم كفاءة السوق على المستوى الضعيف، كما إتضح من خلال النتائج المحصل عليها لمعامل الارتباط بين مؤشر السوق وبعض المتغيرات الإقتصادية عدم كفاءته نسبيا في صيغته شبه القوية.

## الكلمات المفتاحية:

الاسواق المالية، سوق قطر للأوراق المالية، كفاءة السوق المالي، طريقة الانماط الطارئة، مؤشرات السوق المالي.

## **Abstract**

Financial markets aim to attract a huge number of cooperators for this it cares about realizing competence in it, the market is called competent if the prices of current cashes move randomly and give a fair value to the cash by making the market value equal to the real value to it, therefore the market will realize transparency, organizing and quality and this will reduce the dangers and realize quality for exploiters.

This study aims to test Qatar market competence for cashes, we depend in this study on some market indicators and its analysis, in addition to the quantitative method emergency patterns, the latter aims to an indiscriminate study for the closed prices to Qatar market the third method is the study of coefficient correlation between the market indicator and some general economic variables using the statistic program (SPSS), the three methods followed in studying the extent of Qatar financial market, all its results are the same which represent in the incompetency of this market where the emergency patterns method affirms that the prices of cashes don't move indiscriminately or the incompetency of the market on the deficient level, results of coefficient of correlation between the market indicator and some economic variable its relatively incompetency quasi immediate form.

## **Key words**

Financial markets, Qatar market for cashes, the competency of the financial market, method emergency patterns, financial market indicators.