

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع:

اختبار كفاءة سوق رأس المال في الصيغتين  
الضعيفة وشبه القوية  
- دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية 2008 - 2014 -

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي  
تخصص: نقود ومالية دولية

إشراف الأستاذ:

نور الدين بن شوفي

إعداد الطالبتين:

- لبنى بوتمر  
- مديحة بوعريوة

أمام اللجنة المكونة من السادة

أ. طاهر جليط.....رئيسا  
أ. نور الدين بن شوفي.....مشرفا ومقررا  
أ. إلياس حناش.....عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2014-2015

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# كلمة شكر

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد أشرف المرسلين وسيد الخلق أجمعين  
وعلى آله وصحبه أجمعين وعلى الصحابة الأكرمين ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين  
إن أول الشكر هو لله الواحد جل وعلا على جميع النعم التي أنعمها علينا وعلى نعمة العلم خاصة  
وتيسيره لنا كل السبل لإنجاز هذا العمل المتواضع الذي نرجوا من الله أن يكون فيه إفادة  
لغيرنا

ويجعله في ميزان حسناتنا وأن نكون أحد الاثنين ممن قال فيهم الرسول الكريم  
اللهم إن نسألك خير النجاح وخير العلم وخير العمل وخير الثواب.

نتقدم بالشكر الخالص والامتنان إلى الأستاذ المشرف "نور الدين بن هوني" الذي لم يبخل  
علينا بتوجيهاته ونصائحه القيمة حول الموضوع، وأرائه السديدة التي كانت عوناً لنا في إتمام  
هذا البحث.

كما لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما سيقدمونه لنا من توجيهات  
وتوصيات.

وفي الأخير نتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد على  
إنجاز هذا العمل.

"عسى الله أن يوفقنا لما فيه خير لنا"



# إهداء

إلى ...

من حملتني وهذا على ومن جنبنا وسقتني لبنها رضيعا وعلمتني صغيرا ورافقتني بدعائنا كبيرا  
التي جعلت الجنة تحب أقدامنا إلى قوس النور... من القلب بصواها والعمر فدأها  
أطلب من الله برعاها أمي الغالية حفظها الله وأطال في عمرها

إلى ...

الذي رباني على الفضيلة والأطلاق من كان حبه واهتمامه قوام عزيمتي... إلى ضياء حياتي  
إلى سدي المتين وأبيسي المعين أبي الغالي حفظه الله وأطال في عمره

إلى ...

دفعي البيت وسعادته إخوتي : لوزة، عبد الجليل

إلى ...

صديقاتي ومن شاركوني أوقاتي : نريمان، عديلة، سما  
وخاطة من تقاسمت معي هذا العمل صديقتي مديحة.

إلى ...

كل من قدم يد المساعدة من قريب أو بعيد ولو كان بكلمة ساهمت في رفع معنوياتي،  
وإلى كل من علمني حرفا وكل من أمانني في إنجاز هذا العمل.  
إلى كل دفعة السنة الثانية ماستر تخصص "نقود ومالية دولية".

لبني

# إهداء

لك الحمد ربنا يا من مننت علينا بزعمك العلم ويسرته لنا سهله ويسرته  
لنا من يعيننا على تحصيله وعلمتنا ما لم نكن نعلم، ثم الصلاة والسلام على رسول  
السلام وهادي الأنام ومنبع النور ومزيل الظلام حبيبي يا رسول الله عليه السلام.

أهدي عملي المتواضع إلى :

إلى من وفر لي متطلبات النجاح والتفوق ووجهني إلى طريق الخير أيي  
الغال أطال الله عمره.

إلى من حملتني وهنا على ومن وعمرتني بعطفا وحنانها وحبها  
أمي الغالية حفظها الله.

إلى إخواني وجميع صديقاتي وخاصة من تقاسمت معي هذا العمل  
صديقتي لبنى.

إلى كل من علمني حرفا وكل من أعانني في إنجاز هذا العمل.

وإلى كل دفعة السنة الثانية ماستر تخصص "نقود ومالية دولية".

مدرحة

# فهرس المحتويات

كلمة شكر

إهداء

فهرس المحتويات

قائمة الجداول والأشكال

مقدمة ..... أ-ح

## الفصل الأول: مدخل عام لسوق رأس المال

|          |   |
|----------|---|
| 10.....  | تمهيد   |
| 11 ..... | المبحث الأول: أساسيات حول سوق رأس المال                   |
| 11 ..... | المطلب الأول: نشأة سوق رأس المال                          |
| 13 ..... | المطلب الثاني: مفهوم ووظائف سوق رأس المال                 |
| 17 ..... | المطلب الثالث: تقسيمات سوق رأس المال                      |
| 23 ..... | المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال |
| 23 ..... | المطلب الأول: الأسهم                                      |
| 29 ..... | المطلب الثاني: السندات                                    |
| 35 ..... | المطلب الثالث: المشتقات المالية                           |
| 40 ..... | المبحث الثالث: تنظيم سوق رأس المال                        |
| 40 ..... | المطلب الأول: المتعاملون في سوق رأس المال                 |
| 44 ..... | المطلب الثاني: العمليات المرتبطة بالأسواق المالية         |
| 47 ..... | المطلب الثالث: أوامر سوق رأس المال                        |
| 50 ..... | خلاصة الفصل الأول   |

## الفصل الثاني: أساسيات حول كفاءة سوق رأس المال

|          |   |
|----------|---|
| 52 ..... | تمهيد                                   |
| 53 ..... | المبحث الأول: ماهية كفاءة سوق رأس المال |
| 53 ..... | المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق رأس المال |

|    |  |
|----|--|
| 57 | المطلب الثاني: أنواع كفاءة سوق رأس المال                                 |
| 60 | المطلب الثالث: متطلبات كفاءة سوق رأس المال                               |
| 61 | المطلب الرابع: العلاقة بين المعلومات وكفاءة سوق رأس المال                |
| 67 | <b>المبحث الثاني: صيغ كفاءة سوق رأس المال</b>                            |
| 67 | المطلب الأول: فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق رأس المال                    |
| 70 | المطلب الثاني: فرض الصيغة شبه القوية لكفاءة سوق رأس المال                |
| 71 | المطلب الثالث: فرض الصيغة القوية لكفاءة سوق رأس المال                    |
| 72 | المطلب الرابع: صيغ كفاءة سوق رأس المال وعلاقتها بالمعلومات               |
| 74 | <b>المبحث الثالث: تحليل الأوراق المالية</b>                              |
| 74 | المطلب الأول: التحليل الأساسي  |
| 78 | المطلب الثاني: التحليل الفني   |
| 87 | المطلب الثالث: علاقة كفاءة سوق رأس المال بالتحليل الأساسي والتحليل الفني |
| 92 | خلاصة الفصل الثاني   |

## الفصل الثالث: تقييم كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2014-2008

|     |   |
|-----|---|
| 94  | تمهيد   |
| 95  | المبحث الأول: الإطار التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية         |
| 95  | المطلب الأول: التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية                 |
| 100 | المطلب الثاني: المتعاملون في سوق الكويت للأوراق المالية           |
| 102 | المطلب الثالث: تقسيمات سوق الكويت للأوراق المالية                 |
| 104 | <b>المبحث الثاني: الإطار العملي لسوق الكويت للأوراق المالية</b>   |
| 104 | المطلب الأول: تداول الأوراق المالية في سوق الكويت للأوراق المالية |
| 105 | المطلب الثاني: نظام العمل في سوق الكويت للأوراق المالية           |



|   |     |
|---|-----|
| المطلب الثالث: علاقة سوق الكويت للأوراق المالية مع الأسواق المالية الأخرى .....           | 108 |
| المبحث الثالث: تحديد مستوى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية (2014-2008) .....             | 109 |
| المطلب الأول: اختبار كفاءة سوق رأس المال باستخدام مؤشرات السوق .....                      | 110 |
| المطلب الثاني: اختبار كفاءة سوق رأس المال بطريقة الأنماط الطارئة .....                    | 118 |
| المطلب الثالث: اختبار كفاءة سوق رأس المال بالاعتماد على المتغيرات الاقتصادية الكلية ..... | 124 |
| خلاصة الفصل الثالث .....  | 135 |
| خاتمة .....   | 137 |
| قائمة المراجع .....   | 142 |
| الملاحق   |     |
| الملخص.   |     |

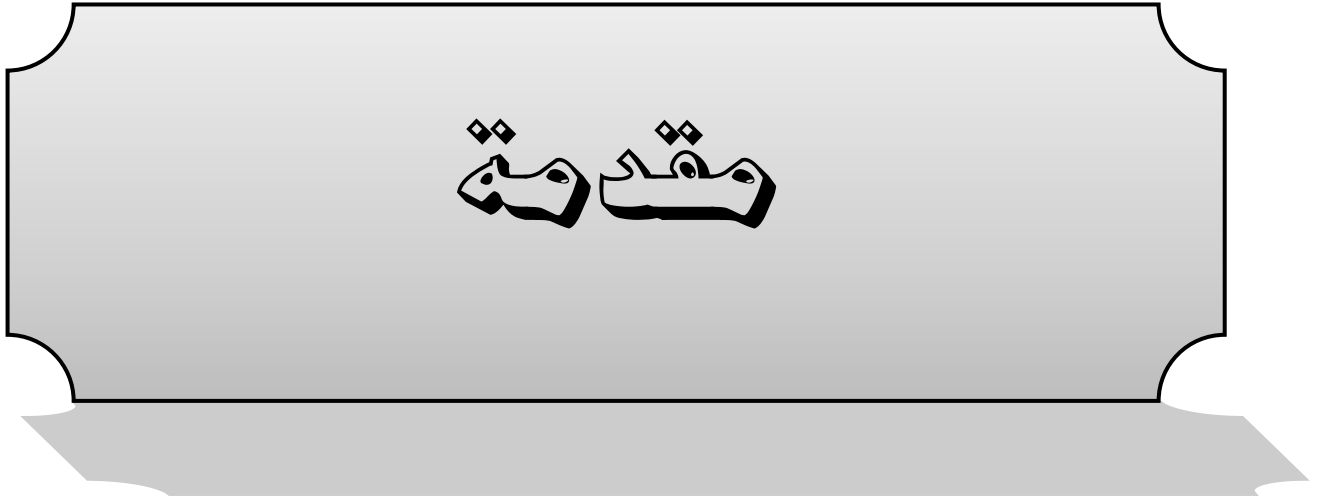
قائمة الجداول  
والأشكال

أولاً: قائمة الجداول

| الرقم | عنوان الجدول  | الصفحة  |
|-------|---|---------|
| 01    | مقارنة بين الأسهم والسندات  | 34      |
| 02    | أهم الفوارق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية  | 39      |
| 03    | مستويات كفاءة أسواق رأس المال بالاعتماد على طبيعة المعلومات   | 73      |
| 04    | مقارنة بين التحليل الأساسي والفني   | 89-90   |
| 05    | أوقات عمل سوق الكويت للأوراق المالية  | 107     |
| 06    | الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2008-2014م                         | 112     |
| 07    | تطور قيم التداول في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2008-2014م                        | 114     |
| 08    | تطور رأس المال السوقي في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2008-2014م                   | 117     |
| 09    | تطور مؤشر إغلاق سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2008/01/31 إلى غاية 2015/03/31م            | 119-122 |
| 10    | تطور مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدل التضخم للفترة من 2008 إلى 2014م                              | 126     |
| 11    | نتائج اختبار معامل بيرسون "Pearson" لمؤشر سوق الكويت للأوراق المالية و معدل التضخم                      | 127     |
| 12    | تطور مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدل الخصم للفترة من 2008 إلى 2014م                               | 129     |
| 13    | نتائج اختبار معامل بيرسون "Pearson" لمؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدل الخصم                        | 130     |
| 14    | تطور مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي للفترة من 2008 إلى 2014م          | 132     |
| 15    | نتائج اختبار معامل بيرسون "Pearson" لمؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي | 133     |

| الصفحة | عنوان الشكل  | الرقم |
|--------|--|-------|
| 22     | تقسيمات سوق رأس المال  | 01    |
| 43     | آلية التعامل في سوق رأس المال  | 02    |
| 46     | العمليات المرتبطة بسوق رأس المال   | 03    |
| 59     | التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية                                | 04    |
| 65     | المعلومات وآلية تسعير الورقة المالية   | 05    |
| 72     | الصيغ الثلاثة الخاصة بكفاءة السوق المالي   | 06    |
| 78     | مضمون التحليل الأساسي  | 07    |
| 79     | مضمون التحليل الفني  | 08    |
| 81     | التدفق التدريجي للمعلومات  | 09    |
| 99     | الهيكل التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية  | 10    |
| 111    | تطور مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية للفترة 2008-2014م                               | 11    |
| 115    | تطور قيمة التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من سنة 2008م إلى غاية سنة 2014م      | 12    |
| 116    | تطور معدل دوران الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية من سنة 2008م إلى غاية سنة 2014م | 13    |





## مقدمة

تحتل أسواق رأس المال مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة، نظرا للدور الهام الذي تقوم به في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، إذ تمثل آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة والتي يتوفر فيها فوائض مالية، إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي، فهي بذلك عبارة عن نظام يشمل مجموعة من الأفراد والمؤسسات والأدوات الاستثمارية العديدة والمتنوعة التي يتم التعامل فيها بأوراق مالية متوسطة، وطويلة الأجل كالأسهم والسندات والمشتقات المالية.

وتمثل بورصة الأوراق المالية الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل في مثل هذه الأوراق حيث تقوم الوحدات ذات العجز بإصدار أوراق مالية تطرحها في البورصة، وتقوم الوحدات ذات الفائض بشراء هذه الأوراق المالية، وبالتالي عن طريق هذه العملية يتم انتقال التمويل إلى الوحدات ذات العجز المالي، فسوق رأس المال يعد بمثابة قناة اتصال هامة بين أصحاب المدخرات وأصحاب الفرص الاستثمارية.

إن عمليات الاستثمار التي تتم بين أصحاب الفائض والعجز المالي في سوق رأس المال يتم الربط بينها عن طريق فئة جديدة من المتعاملين تمثل حلقة الربط تسمى بالوساطة المالية حيث ما لبثت أهميتها تزداد من يوم لآخر، نظرا لما توفره من منافع كبيرة للمستثمرين والمدخرين، ويقوم بها أشخاص مختصون في المجال المالي، بمقابل عمولات يتقاضونها لقاء الخدمات التي يقدمونها ويعتمدون في عمليات تحليلهم على العديد من الأساليب، والطرق من أجل زيادة عوائد أصحاب المال والحفاظ عليها، وهذا كله يتم وفقا لقواعد وإجراءات تحكم تصرفات المتعاملين.

فنجاح أسواق رأس المال بالقيام بهذا الدور يساعد على تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ما يساهم في دعم وزيادة الرفاه الاقتصادي، وذلك من خلال التمويل، وهذا الأمر يتوقف على مدى كفاءة هذه الأسواق ودورها في تنمية الاستثمارات، إذ لا يمكن لهذه الأخيرة أن تؤدي دورها إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة، التي من شأنها أن تساهم في التقييم، والذي من شأنه أن يساعد في اتخاذ قرار الاستثمار، وذلك من خلال توفر المعلومات لدى المستثمرين.

ولكي يتمكن سوق رأس المال من تحقيق أهدافه الاقتصادية بكفاءة، ينبغي أن يتمتع هو نفسه بالكفاءة، بمعنى أن تعكس أسعار الأوراق المالية فيه كل المعلومات المتاحة، والمتعلقة بهذه الأوراق المالية، إذ تعتبر الأسعار مؤشرا أو مقياسا دقيقا للقيمة، حيث تتغير هذه الأسعار بسرعة نتيجة لأي معلومات جديدة، وبهذا فإن المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي تعتبر أحد أهم

المحددات الرئيسية لتطور ونضوج أسواق رأس المال بشكل عام، وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص، بل إن كفاءة هذه الأسواق تعتمد بشكل أساسي على قدر ما توفره من معلومات للمتعاملين وعلى مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة، وهكذا فإن كفاءة سوق رأس المال تتوقف بدرجة كبيرة على كفاءة نظام المعلومات في السوق، أي على مدى توفر البيانات والمعلومات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها وعدالة فرص الاستفادة منها، وتكاليف الحصول عليها بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للأوراق المالية، وظروف تداولها في السوق الكفاء.

يتم تصنيف كفاءة أسواق رأس المال بحسب ارتباطها بنوع المعلومات إلى ثلاث مستويات رئيسية من صيغة ضعيفة والتي تشير إلى أن جميع المعلومات المتضمنة في تحركات الأسعار وأحجام التداول السابقة تكون منعكسة كلياً في الأسعار الحالية، وتقوم على افتراض أساسي ألا وهو أن أسعار الأسهم في الأسواق تتحدد عشوائياً، نتيجة لورود معلومات جديدة إلى السوق تحدث تغيرات سعرية دون أن يكون لها ما يبررها، وصيغة شبه قوية والتي تتضمن أن الأسعار الحالية للسوق تعكس جميع المعلومات العامة المتاحة، إلى صيغة قوية والتي مفادها أن الأسعار الجارية للسوق تعكس جميع أنواع المعلومات سواء كانت معلومات متاحة عامة أو خاصة.

تعتبر عملية تحليل الأوراق المالية عملية بالغة الأهمية تنطوي على سلسلة من الدراسات منها ما يعتمد على التحليل الفني ومنها ما تقتضي تتبع التحليل الأساسي، فعلى عكس أسلوب التحليل الأساسي الذي يتضمن دراسة شاملة للمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر في أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في البورصة، إذ يعتمد على تحليل الظروف الاقتصادية المحلية والدولية وعلى مستويات متعددة، فإن التحليل الفني يهتم بتتبع حركة الأسعار قصد تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ قرار الشراء أو البيع، وذلك عن طريق رصد نمط لحركة الأسعار يمكن من خلاله التنبؤ باتجاهها مستقبلاً.

ونظراً لأهمية موضوع كفاءة أسواق رأس المال تم تجسيده في واقع أحد أسواق رأس المال العربية، فوقع الاختيار على سوق الكويت للأوراق المالية كونه يعد من أقدم الأسواق المالية وأكبرها من حيث التعامل مقارنة بدول الخليج العربي، إذ يعمل جاهداً لمواكبة أفضل الممارسات في مجال أسواق المال، وتحقيق سوق عادل يتم التعامل فيه بدرجة عالية من التنظيم والشفافية والكفاءة، هذه الأخيرة تسعى لأن تكون من أهم البورصات في المنطقة والعالم من خلال توفير كافة الخدمات اللازمة، بدءاً من نظام التداول الإلكتروني إلى إدخال السوق الآجل ثم سوق الإيداع

المستقبلية وسوق الخيارات، وتنفيذ نظام الرقابة الآلي، وتوقيع شراكة مع مجموعة من الدول والقيام بالعديد من الدراسات والمبادرات التي تركز على الرفع من كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.

### ❖ إشكالية الدراسة:

بناء على ما سبق يمكن صياغة إشكالية دراستنا هذه في التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في الصيغتين الضعيفة وشبه القوية؟

### ❖ التساؤلات الفرعية:

يمكن تجزئة الإشكالية الرئيسية إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- متى نقول عن سوق الأوراق المالية بأنه كفاء؟ وماهي مستويات هذه الكفاءة؟
- ما دور المعلومات في الحكم على كفاءة سوق رأس المال؟
- هل يمكن اعتبار مؤشرات السوق أحد الأساليب التي تساعد في اختبار كفاءة السوق بفعالية؟
- هل التغيرات في أسعار إغلاق مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية تتحرك عشوائيا.

### ❖ فرضيات الدراسة:

ويمكن صياغة فرضيات الدراسة كمايلي :

- الفرضية الأولى: لا يمكن اعتبار مؤشرات السوق أحد الأساليب للحكم على كفاءة السوق بفعالية، بل يمكن الاعتماد عليها بشكل نسبي؛
- الفرضية الثانية: في السوق المالي الكويتي، تنعكس جميع المعلومات المتضمنة في تحركات أسعار وأحجام التداول السابقة كليا في الأسعار الحالية، بحيث تحدد أسعار الأسهم فيه بشكل عشوائي؛
- الفرضية الثالثة: هناك تأثير للمتغيرات الاقتصادية الكلية الممثلة لأداء الاقتصاد (معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الخصم) على مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية.



## ❖ أسباب اختيار الموضوع:

- إن دوافع وأسباب اختيار هذا الموضوع تكمن في عدة أمور، أبرزها ما يلي:
- الرغبة الذاتية في إثراء الرصيد المعرفي فيما يخص المفاهيم المتعلقة بكفاءة سوق رأس المال وكيفية قياسها؛
- بحكم التخصص فإن هذا الموضوع له صلة بتخصص نقود ومالية دولية؛
- كون سوق رأس المال يعتبر معيار أساسي للتطور الاقتصادي؛
- اعتبار كفاءة سوق رأس المال أداة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية؛
- انصب اهتمامنا بسوق الكويت للأوراق المالية كونه يعد أحد أهم الأسواق المالية الخليجية والعربية.

## ❖ أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى تحقيق الأغراض التالية:

- معرفة وفهم لكيفية عمل أسواق رأس المال من خلال دراسة كفاءة الأسواق المالية؛
- محاولة الإحاطة بجميع الجوانب التي تخص كفاءة سوق رأس المال لإقامة سوق أوراق مالية فعال؛
- اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف وشبه القوي، وعرض مختلف الاختبارات المطبقة في ذلك، ومن ثمة الوقوف على كيفية تحديد أسعار الأوراق المالية به، وكذا أنجع طريقة للتنبؤ بها؛
- إبراز العلاقة التي تربط بين المعلومات وكفاءة سوق رأس المال.

## ❖ أهمية الدراسة:

يمكن إدراك أهمية هذا الموضوع من خلال الجوانب التالية:

- كفاءة الأسواق المالية تعتبر من الموضوعات التي أثارت ولا تزال تثير جدلا واسعا بين المتعاملين في سوق رأس المال؛
- يعالج الموضوع أحد أهم المواضيع الراهنة كون الكفاءة هي شرط أساسي للأسواق المالية؛
- يعتبر من المواضيع الهامة كونه يساعد الطلبة، والباحثين في أخذ فكرة عن كفاءة الأسواق المالية؛

- تسليط الضوء على أحد أهم الأسواق المالية النشطة في المنطقة العربية وأقدمها.

### ❖ منهج الدراسة:

إن الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع انطلاقاً من التعرف عليه وصولاً إلى الإجابة عن التساؤل المطروح في الإشكالية تطلب منا استعمال المنهج الوصفي والتحليلي كركيزتين أساسيتين في هذا البحث، حيث يتبع المنهج الوصفي من خلال التعرض إلى مختلف المفاهيم والأسس النظرية للبحث وجمع الإحصاءات وتبويب البيانات عن طريق أشكال وجداول، أما المنهج التحليلي فيستخدم في تحليل البيانات المجمعة عن سوق الكويت للأوراق المالية، ذلك من خلال تحليل مؤشرات سوق الكويت للأوراق المالية المختلفة وهذا تحقيقاً للهدف الرئيسي للبحث، إضافة إلى الاعتماد على الأسلوب الإحصائي من خلال تتبع تطور مؤشر السوق من جهة وتبيان الترابط بينه وبين متغيرات من جهة أخرى من خلال الاستعانة بنموذج الأنماط الطارئة ونموذج معامل "بيرسون" للارتباط.

### ❖ حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في:

- اقتصار الدراسة في جانبها النظري على سوق رأس المال وكفاءته، دون التطرق للسوق المالي بوجه عام الذي يشمل السوق النقدية أيضاً، لأن سوق رأس المال يعتبر المكان الأمثل الذي يتم فيه اختبار الكفاءة.

- أما الدراسة التطبيقية تجرى على سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2014، وقد اعتمدنا في دراستنا على سوق الكويت للأوراق المالية كونها تعد من أهم الأسواق العربية النشطة سواء من حيث حجم التداول أو عدد الشركات المدرجة، إضافة إلى التنظيم الجيد واستخدام أحدث وسائل الاتصال الحديثة.

### ❖ صعوبات الدراسة:

من بين صعوبات الدراسة نذكر:

- التضارب في الإحصائيات من مصدر لآخر في العديد من المصادر، الشيء الذي أخذ من وقتنا الكثير واستدعى منا الدقة والتحيز قصد الوصول لما هو أصح وأدق.

❖ الدراسات السابقة:

تم إجراء مجموعة من الدراسات والأبحاث العلمية والأكاديمية لمتغيرات الموضوع خاصة من جوانبها النظرية، وسنعرض أهم الدراسات التي تم الإطلاع عليها والمتعلقة بموضوع هذا البحث وهي كما يلي:

أولاً: سميرة لطرش: كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية من 2001-2008 -، البحث عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة سنة 2010 وقد صيغت اشكاليته لمعرفة هل هناك أثر لكفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم. وقد خلصت هذه الدراسة إلى ما يلي:

- بورصة عمان، سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية هي أسواق كفئة في مستواها الضعيف، ذلك لأن التغير في مؤشر السوق كان عشوائياً، بينما اتضح أن بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وبورصة الجزائر ليست كفئة في صيغتها الضعيفة، وهذا نظراً لكون التغيرات المتتالية في مؤشر السوق غير مستقلة عن بعضها البعض.

ثانياً: محمد يوسف عنتر الفالوجي: اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة 2004-2005 -، البحث يدخل كمطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، تخصص محاسبة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة سنة 2007، وقد صيغت اشكاليته لمعرفة هل سوق فلسطين للأوراق المالية كفاء عند المستوى الضعيف.

وقد خلصت نتائج الدراسة إلى النتائج التالية:

- أسعار أسهم الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية لا تتبع خصائص التوزيع الطبيعي، مما يعني عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف؛

- تحركات أسعار إغلاق الأسهم في سنتي 2004 و2005 كلا على حدى وللسنتين معا غير عشوائية بمعنى أنها تحركات منتظمة، وهذا يدل على أن المستثمر يستطيع من خلال تتبع أسعار الأسهم وفقاً للمعلومات التاريخية أن يتوقع الأسعار المستقبلية لهذه الأسهم، لأن تحركاتها غير عشوائية، وبالتالي يحقق أرباح غير عادية.

ثالثاً: خيرة الداوي: تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية - دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية مابين الفترة 2005-2009 -، البحث يدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم

التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مباح ورقلة سنة 2012، وقد صيغت اشكاليته لمعرفة كيف يمكن تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية وما هي المتطلبات الواجب توفرها لتحسين كفاءة سوق عمان المالي.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- أسعار أسهم الشركات لا تسيير عشوائيا، وذلك حسب الاختبارات المطبقة في ذلك على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي والمعبر عنها بمؤشر السوق، ومن ثمة تم التوصل إلى أن سوق عمان المالي غير كفء عند المستوى الضعيف؛

- تختلف درجة تأثير كل من المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل الفائدة، معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي) عند المستوى شبه قوي من متغير لآخر، حيث تساعد هذه المتغيرات على تفسير التغيرات التي تحصل على مؤشر السوق ليورصة الأردن.

رابعا: كريمة شرقي: قياس تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي - دراسة تطبيقية على سوق الكويت المالي خلال الفترة من 2013/01/01 إلى 2014/04/20 -، البحث عبارة عن مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات لنيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مباح ورقلة سنة 2014، وتدور اشكاليته الرئيسية في تفحص مدى تأثير تطور المشتقات المالية على كفاءة سوق الكويت المالي.

وقد جاءت نتائج هذه الدراسة كما يلي:

- أن أداء سوق الكويت المالي متفوق على أداء بعض البورصات الناشئة محل مقارنة في معظم مؤشرات بورصة الأسهم، مثل بورصة فلسطين؛

- حركة اتجاه أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت المالي مستقلة ولا تؤثر ببعضها البعض، هذا مما يدل على توفر المعلومات بين الشركات وما يزيد من مستوى كفاءة السوق المالي.

#### ❖ هيكل الدراسة:

لغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة في البحث والأسئلة المتفرعة عنها، ارتأينا تقسيم

العمل بالكيفية الموالية:



### الجانب النظري: ينقسم إلى فصلين:

- الفصل الأول تحت عنوان: **مدخل عام لسوق رأس المال**، ينقسم إلى ثلاثة مباحث، نتناول في المبحث الأول أساسيات حول سوق رأس المال، ونبين في المبحث الثاني الأدوات المتداولة في سوق رأس المال، ونتطرق في المبحث الثالث إلى تنظيم سوق رأس المال.

- الفصل الثاني تحت عنوان: **أساسيات حول كفاءة سوق رأس المال**، فينقسم إلى ثلاثة مباحث، نتناول في المبحث الأول ماهية كفاءة سوق رأس المال، أما المبحث الثاني فنبرز من خلاله صيغ كفاءة سوق رأس المال، في حين المبحث الثالث علاقة كفاءة سوق رأس المال بالتحليلين الأساسي والفني.

### الجانب التطبيقي:

انحصر الجانب التطبيقي في الفصل الثالث الذي جاء تحت عنوان: **تقييم كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2014**، وينقسم إلى ثلاثة مباحث، نتطرق في المبحث الأول إلى الإطار التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية، أما المبحث الثاني عن الإطار العملي لسوق الكويت للأوراق المالية، في حين المبحث الثالث نقوم فيه بتحديد مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية الكويتي.

## الفصل الأول

# مدخل عام لسوق رأس المال

**المبحث الأول: أساسيات حول سوق رأس المال**

**المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال**

**المبحث الثالث: تنظيم سوق رأس المال**

## تمهيد

لقد حظيت سوق رأس المال في العصر الحديث باهتمام الكثير من الاقتصاديين، وأصبح اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي، إذ تؤدي دور بالغ الأهمية في عملية حشد وتعبئة الموارد المالية وتهيئتها للاستثمار وتحريك عجلة الاقتصاد، فسوق رأس المال أداة تمويلية هامة تسمح بالجمع بين المتعاملين الاقتصاديين أصحاب الفوائض المالية، وأولئك الذين يعانون من العجز المالي.

قيام سوق رأس مال يقتضي توفر مجموعة من الشروط حتى تؤدي الدور الموكل لها على جميع الأصعدة، من ظروف اقتصادية جذابة وكذا استقرار الأوضاع السياسية، إضافة إلى ضرورة توفر نوع خاص من السلع وهي الأوراق المالية والمتمثلة في الأسهم والسندات والمشتقات المالية، وعدد من المتعاملين كالمستثمرين والسماسرة والوسطاء الذين يدخلون في تنشيط هذا السوق، من خلال إصدار أوامر البيع والشراء للأوراق المالية.

وقصد التعرف أكثر على سوق رأس المال وإبراز الدور الذي يلعبه في الحياة الاقتصادية قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، نتناول في المبحث الأول أساسيات حول سوق رأس المال الذي يتضمن نشأته، مفهومه ووظائفه وكذلك تقسيماته، أما المبحث الثاني فقد خصصناه للأدوات المتداولة فيه والمتمثلة في الأسهم، السندات والمشتقات المالية، والمبحث الثالث عن تنظيم سوق رأس المال تطرقنا فيه إلى المتعاملين في السوق، العمليات المرتبطة به وأهم الأوامر التي تصدر فيه.

## المبحث الأول: أساسيات حول سوق رأس المال

يعد مفهوم سوق رأس المال مفهوما حديثا مقارنة بأسواق باقي المنتجات، فإذا رجعنا إلى الجانب التاريخي فسنجد أن كل تطور أو كل تقدم عرفته أسواق رأس المال كان نتيجة حتمية للتطور الاقتصادي والصناعي وحتى السياسي الذي عرفته الدول، وقد انجر عن هذا التطور ظهور عدة وظائف وتقسيمات لسوق رأس المال.

ومن أجل ذلك خصص هذا المبحث للتطرق إلى نشأة أسواق رأس المال، مفهومها ومختلف الوظائف والتقسيمات المتعلقة بها.

## المطلب الأول: نشأة سوق رأس المال

إن نشأة الأسواق المالية تعود إلى عهود قديمة، إذ كان الرومان أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء منطقة لاجتماع التجار، كما أنشأ اليونانيون متجرا للمقايضات في "أثينا" في القرن الخامس قبل الميلاد، أي أن أصل الأسواق المالية ونشأتها قديم العهد منذ أن كثر الناس على الأرض، وازدحمت بهم البلدان وتعددت مطالب الإنسان.<sup>1</sup>

ومع مرور الوقت ظهرت ضرورة تنظيم الأسواق المالية نظرا لتطور ونمو التجارة، ففي العصور الوسطى اعتبرت كل من بروج، أنفوس، ليون، أمستردام، ولندن من المراكز المالية المهمة، حيث قامت فيها البورصات إلى جانب الأسواق التجارية، وتم فيها التداول على مختلف السلع والنقود والحوالات وأسهم المؤسسات التجارية.<sup>2</sup>

ومن خلال النظرة السابقة لتاريخ نشأة الأسواق المالية التي تعود بجذورها إلى بورصات البضائع، وهي بشكلها الحالي وهيكلها ونظمها وليدة تاريخ طويل من التطور، ويمكن تتبع هذا التاريخ عبر أربع مراحل أساسية تتمثل في:

**المرحلة الأولى: بورصات البضائع:** تعود نشأة الأسواق المالية عموما إلى بداية انتشار المجتمعات البشرية القائمة على تقسيم العمل، وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق ويعتمد هذا الأخير على حجم الإنتاج.

<sup>1</sup>- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة تجرية جمهورية مصر العربية -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، 2011-2012، ص75.

<sup>2</sup>- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، ط1، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، 2003، ص5.

فالأسواق موجودة منذ القدم، ولكنها كانت تقتصر على البيع والشراء لسلع حقيقية وبأساليب وطرق بدائية والتي تسمى في علم الاقتصاد بالمقايضة،<sup>1</sup> هذه الأخيرة التي تعتبر الأساس الذي انبثقت منه ضرورة إيجاد صورة رسمية تحدد أطراف التبادل ووسائط القيمة.<sup>2</sup> كان الرومان سابقين إلى تقنين مفهوم اجتماع التجار حيث أنشئوا ما يسمى بـ "كوليجيم" لاجتماع التجار، وكذلك أنشأ اليونانيون متجرا للمقايضات في "اثينا" قبل القرن الخامس قبل الميلاد كما كان أيضا في المدن العربية والإسلامية الكبرى كبغداد، القيروان، قرطبة، سمرقند، أحياء للتجار تسمى "بازار" يعرض فيها التجار سلعهم ويتفقون فيها على الأسعار، أما بالنسبة للحضارة الغربية فقد أنشأت أول سوق (بورصة بضائع) في باريس سنة 1304م، على جسر يعرف باسم جسر الصرافة واتخذت البورصة اسمها منه، وأول بناء أنشئ للبورصة وعرف بهذا الاسم هو بناء مدينة "انفرس" ببلجيكا وذلك سنة 1460م، ثم توالى إنشاء بورصات البضائع حيث قامت في سنة 1608م بورصة "أمستردام" في هولندا، والتي كانت مركزا للسوق الآجلة في البضائع، وأنشأت في إنجلترا بورصة "لندن" سنة 1695م، ثم في الولايات المتحدة الأمريكية بورصة "نيويورك" سنة 1792م، وفي إيطاليا بورصة "روما" سنة 1821م، ثم بسويسرا بورصة "جنيف" سنة 1850م.<sup>3</sup>

**المرحلة الثانية: التعامل بالأوراق التجارية:** بدأ التعامل بالأوراق التجارية في القرن الثالث عشر في فرنسا، أين كان يتم تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية، ومن أجل تنظيم هذه العملية أوجد ملك فرنسا في عهد "فليب الأشقر" مهنة سماسرة الصرف بصفة رسمية، وأما بريطانيا ومنذ سنة 1688م بدأ التعامل بالأوراق التجارية بسندات الائتمان على وجه الخصوص، التي تمثل التبادل التجاري كما كانت أيضا تتداول أسهم شركة الهند الشرقية وبعض المؤسسات الأخرى وتأتي أهمية هذه المرحلة في كونها طورت عملية التبادل بالأوراق التجارية خاصة منها الكمبيالات.<sup>4</sup>

**المرحلة الثالثة: التعامل بالأوراق المالية في المقاهي (التعامل المنظم بالأوراق المالية):** بدأت هذه المرحلة منذ بداية القرن السادس عشر، عندما بدأت الحكومات تقترض من الجماهير من جهة، وعند لجوء المؤسسات إلى الاقتراض العام عن طريق إصدار السندات من جهة أخرى

<sup>1</sup> - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص78.

<sup>2</sup> - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسنطينة، 2002/2003 ص67.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص68.

<sup>4</sup> - نفس المرجع، ص68.

ليشمل أسهم رأس مال في المؤسسات، وأول هذه الشركات شركة الهند الشرقية التي تأسست في سنة 1599م حيث طرحت أسهمها للتداول. تعتبر الخطوة الأولى والهامة في تسهيل التعامل بسندات القرض هي عندما أصدر الملك "وليام الثالث" سنة 1693م قرار حول سندات القرض التي أصدرها من قبل، إذ منح الملك من خلاله مالك صك القرض الحق في التنازل عنه لأي شخص يرغب في شرائه، والجدير بالذكر أن التعامل في مثل هذه الصكوك كان يتم في الطرقات والمقاهي والنادي وقد استمر هذا التداول حتى بعد إنشاء السوق الخاصة بتداول الأوراق المالية (البورصة) حيث أنه وقبل افتتاح العمل في بورصة "لندن" مثلاً كانت تتم العديد من المعاملات في ممر البورصة والشوارع والمقاهي المجاورة لها، ففي حالات الطقس الجيدة يتم التداول في الشوارع والممرات المجاورة للبورصة، وفي الشتاء والأيام الممطرة يجتمعون في المقاهي والنادي، في حين أن التعامل في الولايات المتحدة الأمريكية بدأ في سنة 1725م، في شارع "ول ستريت" "wall street"، ثم تحول في نفس الشارع تحت شجرة "بتن وود" ليتحول فيما بعد إلى مكان بنيت فيه بورصة الأوراق المالية المعروفة اليوم ببورصة "ول ستريت".<sup>1</sup>

**المرحلة الرابعة: استقلال الأسواق المالية بمبانيها وأنظمتها:** لقد أدى التطور الصناعي والتكنولوجي إلى نشوء مشاريع ضخمة، لا يستطيع المستثمر الفرد وحده تحمل الأعباء المالية المترتبة عليها، ومع نمو الاقتصاد وزيادة الدخل ظهرت مؤسسات عملت على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشاريع الإنتاجية، هذا التطور بالإضافة إلى رواج وازدهار التعامل في الأوراق المالية استلزم ضرورة قيام أسواق مالية مستقلة بأنظمتها وأساليب التعامل فيها، والعمل على تطويرها بالنحو الذي يخدم الأهداف والمهام التي أنشأت من أجلها.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: مفهوم ووظائف سوق رأس المال

خصص هذا المطلب لعرض مفهوم سوق رأس المال وذلك من خلال مجموعة من التعاريف ثم استنتاج تعريف شامل منها وذكر أهم خصائصه مع التطرق أيضاً إلى أهم وظائفه.

<sup>1</sup>- نفس المرجع ، ص68.

<sup>2</sup>- نفس المرجع، ص68.

أولاً: مفهوم سوق رأس المال

### 1- تعريف سوق رأس المال

لسوق رأس المال عدة تعاريف نستعرض منها ما يلي:

يعرف سوق رأس المال بأنه "السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية طويلة الأجل وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها عن السنة مثل السندات أو التي لا استحقاق لها مثل الأسهم".<sup>1</sup>

كما يعرف سوق رأس المال بأنه ذلك "السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل التي يكون أجل استحقاقها أكثر من سنة والمتمثلة في: السندات، السندات الحكومية الأسهم العادية والأسهم الممتازة، حيث يتميز بأكثر خطورة عكس السوق النقدي، ويكون سوق رأس المال في شكل السوق الأولية والسوق الثانوية".<sup>2</sup>

ويقصد به أيضاً بأنه "سوق الأموال طويلة الأجل وهو الإطار الذي من خلاله تلتقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة بالاكنتاب بالأسهم والسندات".<sup>3</sup>

وفي تعريف آخر هو "السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية، والأسهم الممتازة والسندات، وهو بهذا يمثل الحيز أو الإطار الذي يجمع بائع الورقة المالية بمشتريها أياً كانت وسيلة هذا الجمع أو مكان التقاء طرفي هذه العلاقة، مادام هذا الحيز أو الإطار يوفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في هذه السوق، بحيث توحد هذه القنوات الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية لأية ورقة مالية متداولة في السوق".<sup>4</sup>

نستنتج من هذه التعاريف أن سوق رأس المال، عبارة عن إطار يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، حيث يقوم بعملية التداول (بيع أو شراء الأوراق المالية) مجموعة

<sup>1</sup>- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط3، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص124.

<sup>2</sup>- Narjess Boubakri et autres, **Les Principes de la Finance d'entreprise**, Edition GAETAN MORIN, Canada, 2005, p10.

<sup>3</sup>- ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بأوراق مالية- تحليل إدارة -، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004، ص120.

<sup>4</sup>- محمد بن علي عقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات- آفاق وتحديات -، كلية الشريعة والقانون، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 06-08 مارس 2007، ص8.

من المتخصصين في هذا النوع من المعاملات، وبذلك تكون هذه السوق حيز لالتقاء رغبات البائع والمشتري ومن ثم تتحدد الأسعار وفقا لقانون العرض والطلب.

## 2- خصائص سوق رأس المال

- لسوق رأس المال بعض الخصائص التي تميزه عن باقي الأسواق الأخرى نوجزها كما يلي<sup>1</sup>:
- التداول في سوق رأس المال يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض و الطلب؛
  - أنها توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين؛
  - التداول في سوق رأس المال خصوصا في الأسواق الثانوية، يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاءة المالية التي يجب أن تتوفر فيهم؛
  - نظرا للمرونة التي تتميز بها السوق وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات، فإن ذلك يعطي خاصية للأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة، قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت؛
  - سوق رأس المال تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم؛
  - الاستثمار في سوق رأس المال يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد؛
  - تتسم سوق رأس المال بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المتخصصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق في معظم بلدان العالم.

<sup>1</sup>- جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص56.



## ثانيا: وظائف سوق رأس المال

تتعدد وظائف سوق رأس المال ويمكن أن نجمل أهمها فيما يلي<sup>1</sup>:

1- **المساهمة في تمويل الاقتصاد الوطني:** تساعد أسواق رأس المال عن طريق جذب رؤوس الأموال الفائضة عن حاجة الأفراد أو المؤسسات في تمويل مشاريع التنمية الوطنية التي تكون بحاجة لهذه الأموال، وذلك من خلال طرح الأسهم أو السندات للاكتتاب والاستفادة من مدخرات الأفراد بتحويلها إلى استثمارات، وبذلك يتمكن المتعاملون المكتتبون في الأوراق المالية من تحقيق عوائد من وراء هذه العملية هذا من جهة، ومن جهة ثانية يتم تمويل المشاريع التنموية التي عادة ما تكون في حاجة إلى أموال ضخمة لا يمكن الحصول عليها بسهولة من مصادر أخرى.

2- **تشجيع الاستثمار:** يستطيع المستثمر الحصول على كم معتبر من البيانات والمعلومات حول المؤسسات التي ترغب في الاكتتاب في أوراقها المالية، هذه المعلومات التي تتعلق بالمؤسسة حجمها، مركزها المالي، حجم التعامل في أوراقها المالية، وتطور أسعار أوراقها المالية... الخ والتي تمكن المتعاملين فيه من اتخاذ القرارات المناسبة، وهي بذلك تشجع على الاستثمار، بمعنى أن سوق الأوراق المالية يعمل على توفير المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن الاختيار للوسائل الاستثمارية وتمكنه من إعادة النظر في استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة لأنها تقلل من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر بسبب عدم درايته بظروف المؤسسة التي يرغب في الاكتتاب في أوراقها المالية.

3- **توفير السيولة:** من خلال جذب رؤوس الأموال لشراء الأسهم والسندات، مما يوفر قدرا غير قليل من الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية، بمعنى أن سوق الأوراق المالية يساهم بشكل واضح في توفير السيولة للمؤسسات المصدرة للأوراق المالية من جهة، إذ تقوم بتمويل استثماراتها ومن ثمة ضمان استمرار المؤسسة ونموها كما توفر السيولة للمستثمرين من جهة ثانية، إذ يمكنهم تحويل أوراقهم المالية إلى سيولة في أي وقت يرغبون فيه ذلك عن طريق عرض أوراقهم المالية للبيع.

4- **الوقاية من تقلبات الأسعار:** تلعب كذلك سوق رأس المال دورا مهما في تسيير الخطر من طرف المتعاملين الاقتصاديين، بما توفره من أدوات مالية متعددة تساعد المستثمر من تقليل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها.

<sup>1</sup>- سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية - أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010، ص 22-25.

5- تحقيق أسعار عادلة: إن نظام عمل سوق رأس المال يؤدي إلى تحقيق أسعار عادلة، وهذا من خلال قانون العرض والطلب إذ أن التقاء العرض والطلب عند نقطة معينة يؤدي إلى تحقيق سعر التوازن، فإذا كان العرض وفير يتجه السعر نحو الانخفاض، أما إذا زاد الطلب فسيرتفع السعر.

كذلك فإن سعر التوازن الذي يتحقق من خلال عقد الصفقات وإتمام المبادلات يتم تسجيله على لائحة الأسعار بالبورصة، ويتم نشره بالمجلات الخاصة أو عرضه في النشرات الاقتصادية، وهو الأمر الذي سيمكن المهتمين بالمؤسسة من تتبع تطور أسعارها هذا من جهة، ومن جهة ثانية فإن ذلك سوف يشجع المؤسسات على تحسين أدائها وزيادة فعاليتها وكفاءتها حتى ترفع من أسعار أوراقها المالية.

6- قياس أو تقدير قيمة الأصول: بالإعلان في كل جلسة بورصة عن سعر ورقة مالية معينة، يعتبر السوق المالي وسيلة لا يمكن استبدالها لتقدير أو تحديد قيمة المؤسسات عند بلوغها مستوى معين، بمعنى أنه يمكن الاعتماد على المعلومات التي توفرها أسواق رأس المال، لما تتمتع به هذه البيانات من كونها منتظمة، أي يتم نشرها بصورة منتظمة، كما أنها متاحة للعامة إذ تكون ذات انتشار واسع، ومن ثمة يستطيع المستثمر المهتم بأسواق رأس المال إعداد تقديرات لما ستكون عليه قيمة المؤسسة، آخذا بعين الاعتبار كذلك الظروف السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية، الوطنية وحتى الدولية، وهذا إلى جانب تقنيات أخرى لاتخاذ القرارات المناسبة.

### المطلب الثالث: تقسيمات سوق رأس المال

يمكن تصنيف سوق رأس المال إلى صنفين رئيسيين هما:

- الأسواق الحاضرة؛
- أسواق العقود المستقبلية.

#### أولاً: الأسواق الحاضرة

وهي تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تهدف إلى توظيف حقيقي للأموال للحصول على عائد جاري أو رأسمالي، ويتم تنفيذ صفقاتها بصورة آنية مباشرة بعد التعاقد وتشمل نوعين من الأسواق:

1- الأسواق الابتدائية (الأولية): يطلق مصطلح الأسواق المالية الابتدائية على تلك الأسواق التي تشهد الإصدارات الأولية أو الجديدة من الأوراق المالية للشركات التي تأسست حديثاً، لذلك يسمى بسوق الإصدارات للأوراق المالية للشركات عند الاكتتاب في هذه الأوراق لأول مرة، والهدف

الأساسي من التداول في هذه الأسواق هو بغرض الحصول على رأس مال الأساسي للشركة أو بهدف زيادته لتمويل المشاريع القائمة حالياً مثلاً، ويتم تداول الأوراق المالية بهذا السوق بصورة مباشرة من خلال الاتصال بين الشركة المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين، أو بصورة غير مباشرة من خلال الوحدات المتخصصة بإصدار وتسهيل تداول هذه الأوراق أي الوسطاء، وتلعب المؤسسات المالية كبنوك الاستثمار دوراً كبيراً كوسيط وأحياناً كمتعهد للإصدارات الجديدة للشركات وتسويقها للمستثمر في مثل هذه الأسواق، ويمكن الإشارة أن مثل هذه الإصدارات تطرح للاكتتاب العام أو الخاص مما يعطي فرصة لجميع المؤسسات التي لديها فائض في المشاركة في توفير الأموال، وهي بذلك أداة مهمة لتجميع المدخرات وتوجيه استخداماتها.<sup>1</sup>

**2- الأسواق الثانوية:** يطلق مصطلح الأسواق الثانوية على تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات القائمة، أي للإصدارات السابقة التي تم تداول أوراقها المالية في السوق الابتدائية (الأولية) من قبل، وأهم ميزة للسوق الثانوية كونها توفر للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية عنصر السيولة لذا يستمد السوق المالي فاعليته وكفاءته من فاعلية وكفاءة السوق الثانوي، بحيث أن انخفاض التداول في هذا السوق يعني احتفاظ حملة الأوراق المالية بها إلى حين فترات استحقاقها أو إلى فترات طويلة، مما يخفض درجة السيولة المالية في السوق هذا ما يؤدي إلى انخفاض الأموال المتاحة لدى المستثمرين للاكتتاب في الإصدارات الجديدة.<sup>2</sup>

وينقسم هذا السوق بدوره إلى نوعين هما:

### 1-2- السوق المنظمة (البورصة):

#### أ- تعريف البورصة:

هي السوق الذي يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة، أي في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية،<sup>3</sup> ويدير عمليات التبادل فيها مجموعة متخصصة من الوسطاء تتوب

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 190-191.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 192.

<sup>3</sup> - سمية بلجبلية، اثر التضخم على عوائد الأسهم - دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006 -، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010، ص 25.

عن المؤسسات التي تطرح أوراقها المالية للتداول، حيث يلتقي المتعاملون بالبيع أو الشراء في البورصة وفق إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية المسجلة في إطار قواعد معينة.<sup>1</sup> وتؤدي كلمة البورصة معنيين هما<sup>2</sup>:

- المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون لإتمام عمليات البيع والشراء؛
- مجموع العمليات التي تتعقد فيه.

لذلك تعرف أسواق الأوراق المالية أو بورصة القيم على أنها سوق التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراء، فهي المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون بهذه الأوراق في إطار منظم وإجراءات عمل محددة تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الدولة، ويشرف على النشاط في هذه الأسواق مجلس منتخب من أعضاء السوق مهمته تنظيم عملية تداول الأوراق المالية لضمان الشفافية والمصادقية للمستثمرين وتفاذي الغش والخداع، كما يسمح السوق المالي بمقابلة العرض والطلب على رؤوس الأموال، الطلب ممثلاً بالشركات من أجل تمويل استثماراتها والحكومات لتغطية العجز العام، أما العرض فيتكون أساساً من قطاع العائلات لأن استثمار مدخراتهم يمكنهم من الحصول على عوائد مستقبلية.<sup>3</sup>

#### ب- أهمية البورصة:

- تستمد البورصة أهميتها من الوظائف التي تؤديها والخدمات التي تقدمها للشركات والمستثمرين معاً حيث أنها تعتبر<sup>4</sup>:
- موجه للاستثمار داخل الاقتصاد؛
- أداة فعالة في تحريك الاقتصاد؛
- جذب الفائض المالي غير المستثمر؛
- تضمن مجالات توظيف مناسبة لكل الفئات؛
- تلبية الحاجات الاستثمارية للمستثمرين الكبار والصغار.

لذلك فأسواق رأس المال ضرورة ملحة في كل الاقتصاديات متطورة أو نامية، ولكن هذه الحاجة أكبر وأكثر أهمية في الدول النامية، وذلك نظراً لحاجة هذه الدول إلى الموارد التمويلية

<sup>1</sup> - محمد مطر، إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية -، ط3، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2004، ص194.

<sup>2</sup> - سمية بلجبلية، مرجع سبق ذكره، ص26.

<sup>3</sup> - Jacquillat Bertrand, Solinique Bruno, *Marchés Financiers - gestion de portefeuilles et des risques* -, Edition Dunod, Paris, 2002, p5.

<sup>4</sup> - فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، ط1، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، 2006، ص ص33-34.

- لتنمية نشاطاتها الاقتصادية وتطوير وتحديث هذه النشاطات، فالدول النامية لديها حاجات تمويلية خاصة ولكنها لا تتوفر على المؤسسات اللازمة لتوفير هذه الاحتياجات ذلك لأن<sup>1</sup>:
- ✓ أسواق رأس المال تساهم في توفير الموارد المالية اللازمة لتحقيق النمو الاقتصادي؛
  - ✓ ضعف حجم المدخرات في الدول النامية وضعف التوجهات الاستثمارية للأفراد، وبذلك تصبح البورصة أحسن وسيلة لتجميع هذه المدخرات وتوجيهها إلى القطاعات الاستثمارية؛
  - ✓ قلة أو انعدام المصارف المتخصصة في تمويل الأنشطة الاستثمارية، وضعف مساهمتها في عمليات تمويل؛
  - ✓ توفر البورصة التمويل اللازم للدول النامية وبشروط مناسبة تغنيها عن اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية؛
  - ✓ تمكن البورصة ذوي المداخل الضعيفة من استثمار مدخراتهم ومما يتيح لهم إمكانية الحصول على عائد؛
  - ✓ تعتبر البورصة إحدى الأدوات المستعملة لتنفيذ السياسة النقدية في الدولة، خاصة في حالة التضخم أو الانكماش، فوجودها ضروري بالنسبة للدول النامية الأكثر تعرضاً لمثل هذه المشكلات.

### ج- شروط قيام البورصة:

لكي تقوم البورصة بدورها بشكل فعال ينبغي توفر مجموعة من العوامل أهمها<sup>2</sup>:

- وجود مكان متفق عليه بين المتعاملين، سواء كان حقيقياً أو افتراضياً عبر شبكة الإنترنت؛
- توفر عامل الثقة والأمان بين جميع الأطراف المتعاملين في البورصة؛
- وضع إطار قانوني وقواعد خاصة تنظم وتسن قواعد التعامل داخل البورصة؛
- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار؛
- قبول المؤسسات بالإدراج في البورصة وفتح رؤوس أموالها للتداول العام؛
- سيولة الأسهم أي قابلية بيعها بسرعة وبالسعر المتداول؛
- سهولة وسرعة الاتصال بين المتعاملين؛
- توفر المعلومات والبيانات حول السوق بدقة وبسرعة وفي كل وقت؛
- توفر كافة المعلومات التي من شأنها مساعدة المستثمرين على اتخاذ قرار الاستثمار؛

<sup>1</sup>- سمية بلجبلية، مرجع سبق ذكره ، ص39.

<sup>2</sup>- عماد الدين شرابي، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني- دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في CAC 40 -، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011، ص11.

- انخفاض تكاليف المعاملات في كل من عمليات الشراء والبيع.

2-2- السوق غير المنظمة: وهو السوق الذي يعرف بالسوق الموازي، إذ يختص بتداول الأوراق المالية المسجلة وغير المسجلة في البورصة، ويستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم (البورصة) بحيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة بحيث يتحدد سعر الورقة المالية بها طبقاً للتفاوض بواسطة التعامل ببيوت السمسرة، من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.<sup>1</sup>

توجد استثناءات يتم من خلالها تداول الأوراق المالية لشركات مدرجة في البورصة كما أشرنا سابقاً ويطلق عليه في مثل هذه الحالة مصطلح **السوق الثالث**،<sup>2</sup> فهو يعتبر كجزء من السوق غير المنظمة، ويتكون في الغالب من الوسطاء والسماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة يتعاملون في مثل هذه الأوراق في حين أن الأعضاء في السوق المنظمة لا يحق لهم إجراء تعاملات خارج السوق (البورصة) بالأوراق المسجلة فيها، هذا إلى جانب ما يعرف بالسوق **الرابعة** التي يعتبر حالها في ذلك حال السوق الثالثة، إذ تعتبر شكل من أشكال السوق غير المنظمة والتعاملات في هذه السوق يتم في الغالب بين المؤسسات الكبيرة الحجم والمشاريع وشركات الأعمال، حيث يكون التعامل في هذه السوق بشكل مباشر عادة أو من خلال الوسطاء لبيع وشراء الأوراق المالية وبحجم كبير ودور الوسيط في هذه العملية يقتصر فقط في تسهيل التعاملات بين المشتريين (الكبار) والبائعين (الكبار)، أي الذين تتصف عمليات الشراء والبيع من قبلهم بالحجم الكبير.<sup>3</sup>

### ثانياً: أسواق العقود المستقبلية

وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل، كأن تشتري أوراق مالية وتتعاقد عليها الآن، ولكن التسليم والدفع يتم بعد فترة زمنية قد تطول أي في تاريخ لاحق، والهدف وراء قيام مثل هذه المعاملات هو الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها كل من البائع والمشتري

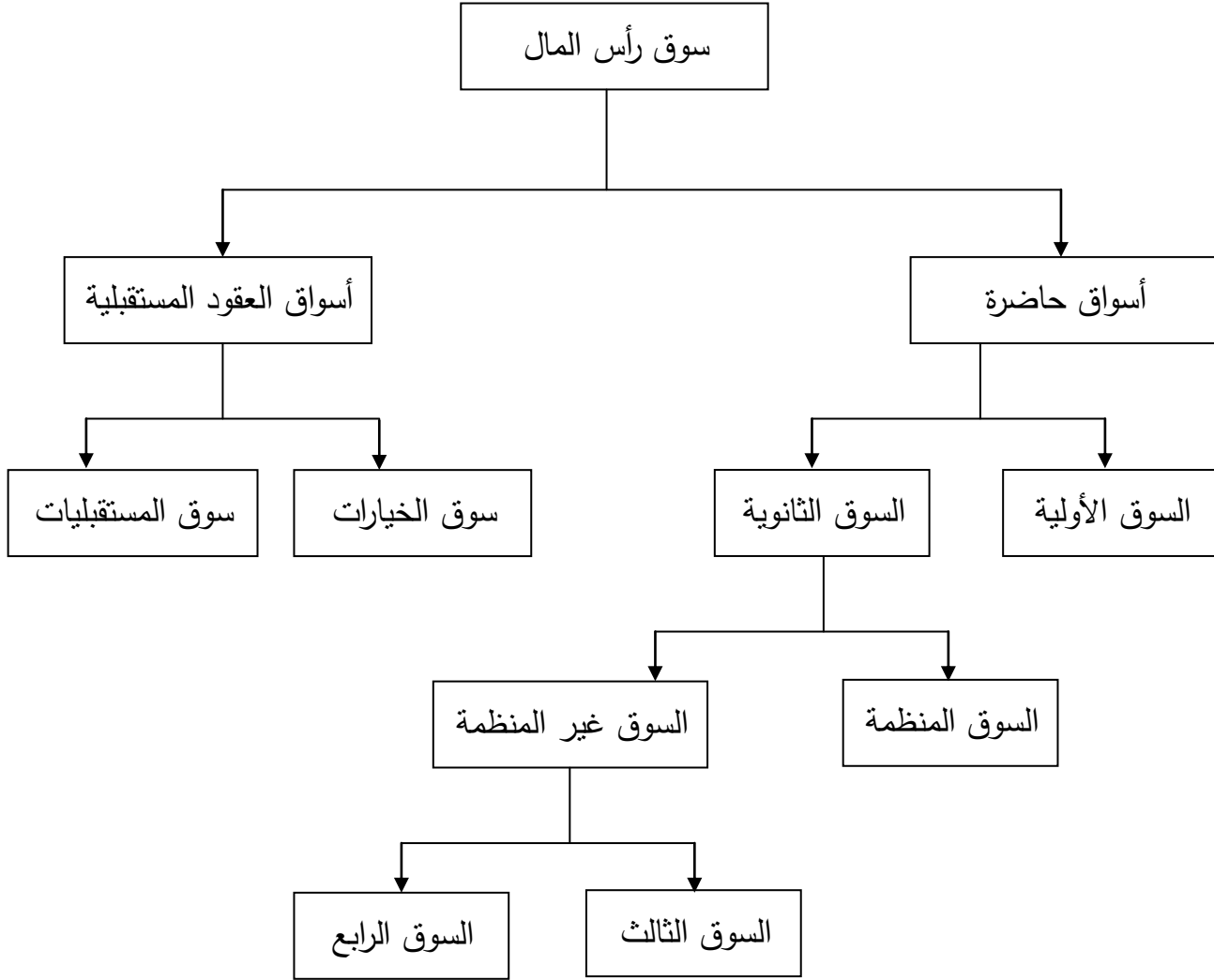
<sup>1</sup>- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية- البورصة -، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص22.

<sup>2</sup>- محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص195.

<sup>3</sup>- فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص48.

بسبب التغير أو التقلبات في أسعار الأوراق المالية، ولأسواق المستقبلية أدواتها الخاصة وتفرعاتها تشمل سوق الخيارات وسوق المستقبلية على أنواعها.<sup>1</sup>

الشكل رقم (01): تقسيمات سوق رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التعاريف السابقة.

كخلاصة لهذا المبحث يمكن القول بأن أسواق رأس المال تعتبر إحدى أهم مكونات السوق المالية، والتي يتم من خلالها الاتصال بين عارضي وطالبي رأس المال طويل الأجل، إذ تستمد أهميتها من الوظائف التي تؤديها والتي ازدادت وتطورت يوماً بعد يوم مع ازدياد حجم المعاملات في مختلف أقسام سوق رأس المال.

<sup>1</sup>- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2007، ص119.

## المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

تعتبر الأوراق المالية الأسهم، السندات والمشتقات المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أصولاً مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، إذ تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معاً، بما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة المالية في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها، ولتوضيح ذلك قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب وهي: الأسهم، السندات والمشتقات المالية.

## المطلب الأول: الأسهم

خصص هذا المطلب لعرض أحد أهم أدوات الاستثمار في سوق رأس المال والمتمثلة في الأسهم، وذلك من خلال إعطاء تعريف لها وذكر مختلف تقسيماتها.

## أولاً: تعريف الأسهم

يمكن تعريف السهم بأنه "صك أو مستند يعطي لمالكه جزء من رأسمال شركة ما، إذ يثبت حقوقه كشريك"<sup>1</sup>.

وفي تعريف آخر "السهم هو أصل مالي بدون تاريخ استحقاق، والطريقة الوحيدة للتخلص منه هو التنازل عنه في السوق الثانوي، في حين تعتبر العوائد التي يولدها غير أكيدة، وبالمقابل يحصل المساهم على حق الملكية، حق في الأرباح وحق في التصويت واختيار المدراء في الجمعية العامة للمؤسسة"<sup>2</sup>.

إذن السهم يمثل حصة من رأسمال مؤسسة معينة ذلك ما يعطي لحامله الحق في جزء من أصول المؤسسة، وفي جزء من أرباحها الموزعة، فكلما زادت حصة المساهم من الأسهم كلما زادت حصته في أصول المؤسسة وفي الأرباح الموزعة وكلما زادت سيطرته داخل مجلس الإدارة.

وللسهم قيمة اسمية، قيمة إصدار، قيمة دفترية، قيمة حقيقية، قيمة سوقية، وقيمة تصفية بحيث تتمثل<sup>3</sup>:

<sup>1</sup>- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء 1، ط1، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005، ص117.

<sup>2</sup>- Quiry Pascal, Le Fur Yann, Finance d'entreprise, 9<sup>ème</sup> Edition, Paris, 2010, p737.

<sup>3</sup>- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص117.



- ✓ **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة؛
- ✓ **قيمة الإصدار:** وهي القيمة التي يصدر بها السهم، سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس المال وتكون مساوية للقيمة الاسمية في الغالب، ويمكن أن تكون أكثر؛
- ✓ **القيمة الدفترية:** وهي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة بعد خصم التزاماتها على عدد الأسهم المصدرة، أو بقسمة حقوق الملكية (حقوق المساهمين) التي تشمل رأس المال المدفوع والاحتياطات وأرباح محتجزة على عدد الأسهم المصدرة؛
- ✓ **القيمة الحقيقية:** وهي تعبر عن نصيب السهم من ممتلكات الشركة بعد إعادة تقويمها وفقا للأسعار الجارية، ذلك بعد خصم ديونها؛
- ✓ **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وهي تتغير بحسب تغير قوى العرض والطلب؛
- ✓ **قيمة تصفوية:** وهي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها بعد سداد حقوق الدائنين، وحقوق حملة الأسهم الممتازة.

#### ثانيا: أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة وعلى أسس مختلفة، بحيث نجد:

- 1- **تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار:** يمكن تقسيم الأسهم على أساس شكل إصدارها إلى ثلاثة أنواع كما يلي<sup>1</sup>:
  - 1-1 **سهم لحامله Bear Stock:** وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكها، وإنما يذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها بحيث يعتبر حاملها مالكا لها، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى المشتري بمجرد المناولة أي بتسليمها من يد البائع إلى المشتري.
  - 1-2 **السهم الاسمي Nominal Stock:** وهي الأسهم التي تحمل اسم مالكها، وذلك بأن يدون اسمه على شهادة السهم ويقيد اسم المساهم في سجلات خاصة، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقيد اسمه في تلك السجلات.
  - 1-3 **السهم الإذني أو لأمر Anerder Stock:** وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكها في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن، ويتم تداولها عن طريق التظهير، وذلك بأن يدون البائع على ظهر شهادة السهم ما يدل على انتقال ملكيتها إلى المشتري.

<sup>1</sup>- زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص98.

2- تقسيم الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها: تتنوع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها إلى نوعين هما الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

### 1-2- الأسهم العادية:

#### أ- تعريف السهم العادي:

يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوق وواجبات لمالكها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة.<sup>1</sup>

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

- حق الملكية: بمعنى أن المساهم يكون مالكا جزئيا لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة ويستمر هذا الحق حتى تصفية الشركة؛
- إن أصحاب الأسهم العادية لهم حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها عند الاكتتاب العام، بحيث يجري هذا في الغالب من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من الأسهم السابقة؛
- يحق لمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق الثانوية، غير أنه لا يحق لهم المطالبة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبالتالي الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى سيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك؛
- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب مجلس الإدارة، كذلك التدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية.

<sup>1</sup>- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 119.

<sup>2</sup>- المرجع السابق، ص 120-121.

## 2-2- الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز ورقة مالية تجمع بين سمات السهم العادي والسند، له قيمة اسمية وقيمة دفترية، وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص استدعائه في توقيت لاحق وهذا على نحو مشابه عند السندات.<sup>1</sup> وبدورها تنقسم الأسهم الممتازة إلى عدة أنواع وهي<sup>2</sup>:

أ- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية:** هناك بعض الحالات التي تعطي فيها المؤسسة حق تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية، وهذا من خلال الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

ب- **الأسهم مجمعة الأرباح وغير مجمعة الأرباح:** الأسهم مجمعة الأرباح هي الأسهم الممتازة التي يتم تجميع الأرباح غير الموزعة عليها عن سنة سابقة لعدم كفايتها مع أرباح هذه السنة، وبذلك لا يحرم صاحب السهم الممتاز من حقه في التوزيعات وهي بذلك تختلف عن الأسهم غير مجمعة الأرباح، التي في إطارها يحرم صاحب السهم الممتاز من حقه في التوزيعات نتيجة لعدم كفاية الأرباح.

ج- **الأسهم القابلة للاستدعاء:** يمكن للمؤسسة أن تستدعي الأسهم الممتازة التي سبق وأن أصدرتها عن طريق دفع مبلغ يفوق قيمتها الاسمية، وهذا طبقاً لما يتضمنه عقد التأسيس.

د- **أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح:** في إطار الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح، يتم تحديد حد أدنى للأرباح التي تحققها المؤسسة، وانطلاقاً من هذا الحد يتم احتساب نسبة معينة من الأرباح لكل زيادة عن الحد الأدنى لصالح أصحاب هذه الأسهم، في حين أن أصحاب الأسهم غير المشاركة لا يحصلون إلا على النسبة الثابتة من الأرباح الموزعة والمنصوص عليها في عقد المنشأة مهما كان حجم الأرباح المحققة.

هـ- **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** يعطي هذا النوع من الأسهم الممتازة لحاملها الحق في التصويت في مجلس الإدارة - الأسهم الممتازة عموماً لا تعطي هذا الحق - وذلك كنوع من التعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يملكونها عن حد معين.

<sup>1</sup>- نفس المرجع، ص 121.

<sup>2</sup>- سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص ص 31-32.

3- تقسيم الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك: تنقسم الأسهم حسب هذا الأساس إلى نوعين<sup>1</sup>:

3-1- أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقوداً وهذه الأسهم قد تكون محررة أي دفعت قيمتها كلها، وقد تكون غير محررة أي دفعت البعض من قيمتها كالنصف مثلاً، والمتبقي يعتبر ديناً على المساهم.

3-2- أسهم عينية: وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عيناً من الأعيان كأرض، مبنى، بضاعة، مصنع، وهذا النوع من الأسهم لا بد أن تكون محررة بالكامل عند الاكتتاب.

#### 4- اتجاهات جديدة بشأن الأسهم:

بالإضافة إلى ما سبق ذكره من أنواع تم استحداث أنواع جديدة من الأسهم العادية والممتازة.

#### 4-1- الاتجاهات الجديدة للأسهم العادية: وتتمثل هذه الاتجاهات فيما يلي<sup>2</sup>:

أ- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية، ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المؤسسة ككل، ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة، وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين.

ب- الأسهم العادية المضمونة: هي الأسهم التي يحصل صاحبها على تعويض في حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى مستوى معين يتم الاتفاق عليه مسبقاً ولفترة زمنية محددة، بهذا الشكل فإن حامل الأسهم العادية المضمونة سيتمكن من تحقيق أرباح رأسمالية كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، في حين أن الخسائر ستكون محدودة ويتم تعويض المستثمر إما بمنحه أسهم عادية إضافية، أو أسهم ممتازة أو أن يتم التعويض نقداً أو بأوراق مالية أو تجارية.

<sup>1</sup> - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 117.

<sup>2</sup> - سميرة طرش، مرجع سبق ذكره، ص 33-34.

ج- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: وهي الأسهم التي تخصم فيها التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة وظهر هذا النوع من الأسهم في منتصف الثمانينات في الولايات المتحدة الأمريكية.

4-2- الاتجاهات الجديدة للأسهم الممتازة: وتتمثل هذه الاتجاهات فيما يلي<sup>1</sup>:

أ- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزنة، ويجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناء على التغيير الذي يطرأ على عائد سندات الخزنة، وقد حدد مجال تغير نسبة التوزيعات بين 7.5% إلى 15.5% من القيمة الاسمية للسهم.

ب- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة، حيث عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية.

ورغم التشابه الكبير ما بين السهم العادي والسهم الممتاز، إلا أن بينهما فروقا يمكن إبرازها من خلال بيان خصائص الأسهم الممتازة، وذلك فيما يأتي<sup>2</sup>:

- لحملة الأسهم الممتازة حق ثابت في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها، والغالب أن تحدد هذه الأرباح بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية لتلك الأسهم، ولهم الأولوية في الحصول على تلك الأرباح قبل حملة الأسهم العادية، وإذا استغرقت الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة أرباح الشركة لم يحصل حملة الأسهم العادية حينئذ على شيء منها؛
- لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على نصيبهم من صافي أصول الشيء عند تصفيتها، بما يعادل قيمة أسهمهم قبل حملة الأسهم العادية؛
- ليس للأسهم الممتازة تاريخ استحقاق محدد، إلا أن للشركة الحق في استدعائها أي بردها إلى أصحابها بقيمة تتجاوز قيمتها الاسمية، خلال فترة محددة من تاريخ الإصدار إذا نص على ذلك في عقد الإصدار؛

<sup>1</sup>- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 60.

<sup>2</sup>- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 121-124.

- ليس لحملة الأسهم الممتازة حق الترشح أو المشاركة في إدارة الشركة، وليس لهم حق التصويت في قرارات الجمعية العامة للشركة.

### المطلب الثاني: السندات

خصص هذا المطلب لتحديد مفهوم السندات من خلال عرض جملة من التعاريف ثم الاستنتاج منها أهم خصائص السندات في المرحلة الأولى، وفي المرحلة الثانية عرض أنواع السندات ليتم التطرق في الأخير إجراء مقارنة ما بين الأسهم والسندات.

#### أولاً: مفهوم السندات

يعرف السند على أنه "وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معينة"<sup>1</sup>.

كما يعرف بأنه "ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول، تصدرها شركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض، تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار"<sup>2</sup>.

وبالتالي فالسندات عبارة عن أداة دين أو اقتراض تطرح في سوق الأوراق المالية لآجال طويلة، وهي تصدر بأحد الأسلوبين التاليين<sup>3</sup>:

- ✓ أن يتولى بنك استثمار أو مجموعة منها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الاكتتاب بها، ويسمى هذا النوع من الإصدارات إصداراً عاماً؛
- ✓ أن يقتصر دور بنك الاستثمار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات التي لم يكتتب فيها، ويتم الإصدار هنا بموجب اتفاقية تتم بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات وذلك بناء على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها من خلال المفاوضات، ويسمى هذا النوع من الإصدارات إصداراً خاصاً.

<sup>1</sup>- فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية والعلمية -، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص75.

<sup>2</sup>- محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص220.

<sup>3</sup>- المرجع السابق، ص221.

- ❖ الخصائص الرئيسية للسندات: يمكن تلخيص خصائص السندات فيما يلي<sup>1</sup>:
  - ✓ يعتبر السند صك مديونية على الجهة التي أصدرته؛
  - ✓ يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أم لم ترح؛
  - ✓ يتم استفتاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق؛
  - ✓ السند قابل للتداول، حيث يحق لحامله بيعه للغير؛
  - ✓ تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق (البورصة) اعتماداً على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند وسعر الفائدة الجاري في السوق النقدية؛
  - ✓ لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوي؛
  - ✓ تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز خصمها من إجمالي الأرباح، أي أنها لا تخضع للضريبة.

#### ثانياً: أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس متعددة كما يلي:

- 1- من حيث جهة الإصدار: تقسم السندات على هذا الأساس إلى<sup>2</sup>:
  - أ- سندات حكومية: تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق، أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية ومن الأمثلة عليها سندات الخزينة.
  - ب- سندات غير حكومية (الأهلية): تصدر عن شركات المساهمة العامة أو المؤسسات المالية، ومن الأمثلة عليها السندات العادية والسندات العقارية.
- 2- من حيث مدة الأجل: تقسم السندات حسب طول أجلها إلى<sup>3</sup>:
  - أ- سندات قصير الأجل: وهي السندات التي لا تتجاوز أجلها عاماً واحداً، وتتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها فتصدر بمعدلات فائدة متوسطة نسبياً، وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال.
  - ب- سندات متوسطة الأجل: وهي السندات التي تستحق خلال سبع سنوات وتصدر بمعدلات فائدة متوسطة نسبياً، وتتداول في سوق رأس المال.

<sup>1</sup> - ضياء مجيد الموسوي، البورصات أسواق المال وأدواتها - الأسهم والسندات -، شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص 37.

<sup>2</sup> - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 222-223.

<sup>3</sup> - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 77.

ج- **سندات طويلة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجلها عن السبع سنوات، وتصدر بمعدلات فائدة عالية نسبياً، وتتداول في سوق رأس المال ومن أمثلتها السندات العقارية.

3- **من حيث الشكل:** تقسم السندات حسب الشكل إلى<sup>1</sup>:

أ- **سندات لحامله:** يكون السند لحامله عندما يصدر خالياً من اسم المستثمر ولا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، إذ تنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام، ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها.

ب- **سندات اسمية أو مسجلة:** يكون السند اسمي أو مسجل متى حمل اسم مالكه، كما يوجد في سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، والسندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل إذ يشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته، لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلًا جزئيًا إذ يقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله.

4- **من حيث الضمان:** تقسم السندات من حيث الضمان إلى<sup>2</sup>:

أ- **سندات مضمونة:** وهي السندات التي تعطي لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان، والذي يكون في العادة أصلاً حقيقياً، آلات، مبانٍ أو تجهيزات... إلخ، وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته.

ب- **سندات غير مضمونة:** وهي السندات التي لا تعطي لحاملها الحق في وضع اليد على الأصول المضمونة، وإنما الضمان الوحيد لها هو حق الأولوية في الحصول على الحقوق قبل حملة الأسهم العادية والممتازة.

5- **من حيث القابلية للاستدعاء أو الإطفاء:** وبهذا الخصوص يوجد نوعان من السندات وهي<sup>3</sup>:

أ- **سندات غير قابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة المصدرة استدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل

<sup>1</sup> - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 224-225.

<sup>2</sup> - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 78.

<sup>3</sup> - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 226.



أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلي استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.

ب- **السندات القابلة للاستدعاء:** وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء، وتصدر عادة بعلاوة استدعاء التي يعتبر الهدف منها تشجيع المستثمر على شرائها، وتجدر الإشارة هنا إلى أن شرط الاستدعاء وكذلك طول مهلة الحماية يلعبان دورا كبيرا في تحديد معدل فائدة السند.

6- **من حيث قابليتها للتحويل:** تقسم السندات من حيث قابليتها للتحويل بشكل عام إلى نوعين<sup>1</sup>:

أ- **سندات قابلة للتحويل:** وهي السندات التي تصدر بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لحاملها الحق في استبدالها بأسهم عادية، بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة.

ب- **سندات غير قابلة للتحويل:** وهي السندات التي لا تعطي لحاملها الحق في استبدالها بالأسهم العادية، وهي في أغلب الأحيان تصدر بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.

7- **الاتجاهات الجديدة للسندات:**

وتجدر الإشارة إلى أنه قد تم استحداث أنواع جديدة من السندات وهي:

أ- **السندات التي لا تحمل كوبون:** يقصد بكوبون السند العائد أو الإيراد السنوي الذي يحصل عليه صاحب السند (الكوبون = القيمة الاسمية x معدل الفائدة)، وعليه في هذا النوع تطرح السندات بخضم على القيمة الاسمية، على أن يسترجع المستثمر القيمة الاسمية للسند عند تاريخ استحقاقه بمعنى أنه في هذا النوع من السندات لا يحصل صاحب السند على كوبون<sup>2</sup>.

ب- **السندات ذات الدخل:** هي سندات تحصل على نسبة معينة من دخل الشركة وبالتالي ليس من حق حامل السند مطالبة الشركة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها الشركة أرباح<sup>3</sup>.

ج- **السندات ذات معدل الفائدة المتحرك:** حيث يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات يعاد النظر فيه كل ستة أشهر، بهدف تعديله ليتناسب مع معدلات الفائدة السائدة في السوق، وقد

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص ص 226-228.

<sup>2</sup> - سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 40.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص 40.

استحدث هذا النوع من السندات لمواجهة التضخم.<sup>1</sup> وهذا ما سيتم اسقاطه على دراسة حالة معدل التضخم في الفصل التطبيقي.

د - السندات الرديئة (منخفضة الجودة): يتم طرح هذا النوع من السندات للحصول على الأموال واستخدامها في شراء أسهم المؤسسة المتداولة في السوق، من طرف أعضاء مجلس الإدارة لزيادة حصتهم في رأسمال الشركة، وعادة ما ينجم عن ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، بصورة تجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفا بالمخاطر، وهو ما يستدعي أن يكون معدل الكوبون الذي تحمله مرتفعا كي يعوض المستثمر عن المخاطر.<sup>2</sup>

هـ - السندات المشاركة: وهي السندات التي تعطي لحاملها الحق في جزء من أرباح المؤسسة إضافة إلى الفوائد الدورية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية - بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار -، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001م، ص 273.

<sup>2</sup> - Eugene F. Brigham, Louis C. Gapenski, **Intermediate Financial Management**, 2<sup>nd</sup> Edition, The Dryden press, Chicago, 1987, p p 422-423.

<sup>3</sup> - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 274.

الجدول رقم(01): مقارنة بين الأسهم والسندات

| السند   | السهم  |
|---|--|
| 1- دين على الشركة؛  | 1- جزء من رأس المال الشركة؛  |
| 2- حامل السند دائن بقيمة السند؛   | 2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته؛  |
| 3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة؛  | 3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة؛  |
| 4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى؛         | 4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة؛  |
| 5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل؛                                   | 5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو لنقصان؛ |
| 6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية؛              | 6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة؛   |
| 7- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند؛                     | 7- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري؛                                     |
| 8- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة؛  | 8- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة؛   |
| 9- حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو الحضور لاجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات؛ | 9- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة؛  |
| 10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.           | 10- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار.                      |

المصدر: رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص65.

### المطلب الثالث: المشتقات المالية

تعد المشتقات المالية من المستحدثات في الأصول المالية، وانعكاسا للرغبة في تعظيم العائد فضلا عن تقليل المخاطر لا سيما وأن مدخل العائد والمخاطرة يمثل مرتكزا للمستثمرين في الأسواق المالية.

#### أولاً: تعريف المشتقات المالية

يمكن تعريف المشتقات المالية بأنها<sup>1</sup>:

"عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد، أسهم، سندات وكذلك عمولات أجنبية... الخ، وبالتالي فإن أداء العقد مشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد".

وتعرف أيضا بكونها: "عقود يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد، فضلا عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر للأطراف على الأصل المالي محل التعاقد".

#### ثانياً: أنواع المشتقات المالية

تنقسم المشتقات المالية إلى عدة تقسيمات نوجزها فيما يلي:

##### 1- عقود الخيارات Options Contract: ويمكن تعريفها بأنها:

تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه "الاختيار الأمريكي"، أو في تاريخ محدد ويسمى "الاختيار الأوروبي" بسعر متفق عليه مقدماً.<sup>2</sup>

ويضمن عقد الاختيار لحامله حقا وليس التزاما، أي أن حامل عقد الاختيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ فإن حامل عقد الاختيار قد لا ينفذ وهنا مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات وأوراق وبورصات -، ط1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2007، ص124.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص605.

فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزماً<sup>1</sup> والعقد الذي يتضمن منح حق الشراء يدعى "خيار الشراء" "Call option"، بينما العقد المتضمن منح حق البيع "خيار البيع"

"Put option"، ويدعى السعر المحدد لأغراض تنفيذ العقد في موعده بسعر التنفيذ

<sup>2</sup>. "Exercise price".

1-1- أركان عقود الخيارات: وتتمثل أركان عقود الخيارات فيما يلي<sup>3</sup>:

- **مشتري حق الخيار:** هو الذي يقوم بشراء حق الاختيار، ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد مقابل مكافأة يدفعها لمحرر الاختيار؛
- **محرر الاختيار:** هو الشخص الذي يحرر عقد الاختيار أو مشتريه مقابل مكافأة يتحصل عليها مقابل ذلك من مشتري الاختيار؛
- **سعر التنفيذ:** هو سعر الورقة وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة المالية في السوق؛
- **سعر السوق:** هو سعر الورقة عند انتهاء الاتفاق؛
- **تاريخ التنفيذ:** تاريخ إبرام العقد؛
- **تاريخ الانتهاء:** هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الاختيار بتنفيذه؛
- **المكافأة:** هو مبلغ متفق عليه يقوم فيه مشتري حق الاختيار بدفعه إلى محرر الحق نظير أن يكون لمشتري الاختيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

1-2- أنواع عقود الخيارات: هناك نوعان من عقود الخيارات وهما<sup>4</sup>:

أ- **خيار النداء:** يعطي لصاحبه الحق في الشراء وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد فإن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقاً للسعر المحدد السابق للاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق للاتفاق عليه.

<sup>1</sup>- رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 66.

<sup>2</sup>- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية- مؤسسات وأوراق وبورصات -، مرجع سبق ذكره، ص 125.

<sup>3</sup>- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 332-333.

<sup>4</sup>- حسن عطا غنيم، المشتقات المالية، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل إدارة أسعار الصرف، شرم الشيخ، مصر، 05-06 مارس 2005، ص 55-56.

ب- خيار الطرح: ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

ويتضح مما سبق أنه يلزم في حالة شراء شخص ما إحدى الخيارات ضرورة أن يتوفر ملتزم أمام صاحب الخيار، أي يلتزم توفر طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار ويسمى هذا الأخير الملتزم أمام صاحب الخيار بكاتب الخيار.

ونشير هنا أنه لا يوجد حد أقصى لعدد خيارات الشراء أو البيع لأصل ما، وذلك على عكس الحال بالنسبة للأسهم، والتي تكون متاحة بكمية محدد وفقا لرأس مال الشركة المصدرة فيمكن في أي وقت خلق خيار جديد طالما هناك الطرف الآخر الملتزم، كما يجوز في أي وقت إنهاء خيار ما والتنازل عنه.

وتسمى عملية إنشاء الخيار بعملية الفتح، وتسمى عملية إنهاء الخيار بعملية الإقفال، وهنا يمكن للفرد أن يقوم بإنهاء الخيار، وإقفال العملية بأحد الطرق الثلاثة الآتية<sup>1</sup>:

- الطريقة الأولى: بيع الخيار إلى شخص آخر عن طريق دخول السوق بعملية عكسية.
- الطريقة الثانية: ترك الخيار إلى أن ينتهي تلقائيا إذا ما فقد قيمته، كأن يكون سعر السهم في السوق أقل من السعر المتفق عليه في خيار النداء، أو يكون سعر السهم في السوق أعلى من السعر المتفق عليه في خيار الطرح.
- الطريقة الثالثة: أن يستفيد صاحب الحق من الخيار في ميعاد استحقاقه، ويحصل الطرف الملتزم الذي كتب الخيار على مقابل من المال يسمى بعلاوة الخيار، ويحصل على هذه العلاوة بمجرد توقيع الالتزام، وذلك بغض النظر عما قد يحدث لهذا الخيار في المستقبل.

2- العقود الآجلة **Forword Contract**: وهي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية ومنشأة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وكمية معينة في موعد لاحق، ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزا طويلا "Long position" ويرافق ذلك على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد، مقابل سعر متفق عليه يسمى بسعر التسليم، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا "Short position" ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسليم نفسه، ويتم تسوية العقد عند استحقاقه

<sup>1</sup>- المرجع السابق، ص56.

حيث يقوم صاحب المركز القصير (البائع) بتسليم الأصل إلى صاحب المركز الطويل (المشتري) مقابل مبلغ يساوي سعر التسليم، علماً بأن الأساس في بناء السعر هو السعر السوقي للأصل.<sup>1</sup>

**3- العقود المستقبلية Futures Contracts:** هي عقد يتم إبرامه بين طرفين (بائع ومشتري) في السوق المنظمة حول أصل حقيقي أو مالي على تاريخ لاحق لتسليم الأصل المتعاقد عليه من طرف الاثنین، وفق هامش ضمان يدفعه الطرفین للسماح الذي يتعاملان معه يطلق عليه "Initial Margin"، والغرض منه اثبات الجدية بين المتعاقدين ويستخدم للتسويات اليومية.<sup>2</sup>

**3-1- أركان العقود المستقبلية:** وتتمثل أركان العقود المستقبلية فيما يلي<sup>3</sup>:

- **السعر في المستقبل:** وهو السعر الذي يتفق عليه الطرفین في العقود المستقبلية لإتمام محل العقد في المستقبل؛
- **تاريخ التسليم أو التسوية:** وهو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل؛
- **محل العقد:** ويقصد به الشيء المتفق على بيعه أو شراؤه بين طرفي العقد والذي يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات... إلخ؛
- **مشتري العقد:** وهو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفعه السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل؛
- **بائع العقد:** وهو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.

**3-2- أنواع العقود المستقبلية:** من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي<sup>4</sup>:

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

**ب- العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق:** هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددین مسبقاً، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف

<sup>1</sup>- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية- مؤسسات وأوراق وبورصات -، مرجع سبق ذكره، ص133.

<sup>2</sup>- مولود روابح، المشتقات المالية كأداة للتنبؤ بكفاءة السوق المالي- دراسة حالة سوق الكويت المالي 2006-2012 -، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة ماستر أكاديمي، التخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012-2013، ص16.

<sup>3</sup>- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2002، ص124.

<sup>4</sup>- رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص69.

المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقبال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.

ج- عقود مستقبلية على سلع: هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على

تسليم الطرف الثاني مقدارا محددًا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.

4- عقود المبادلات Swaps Contracts: وهو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة مستقبلية، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية...الخ).

وعقود المبادلة عقود ملزمة للأطراف على خلاف عقود الاختيار، كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يوميا كما هو في العقود المستقبلية، فضلا عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة بل هي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، وهي تستخدم في أغلب الأحيان لتغطية مخاطر تغير سعر الفائدة.<sup>1</sup>

الجدول رقم (02): أهم الفوارق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

| العقود الآجلة                             | العقود المستقبلية                                |
|---|--|
| - عقود غير نمطية خاصة بين طرفين؛          | - عقود نمطية لحاملها يتم تداولها في البورصة؛     |
| - هناك تاريخ تسليم واحد محدد في العقد؛    | - هناك عدة تواريخ للتسليم؛                       |
| - تتم تسوية العقود عند نهاية تاريخ العقد؛ | - تتم تسوية العقود يوميا؛                        |
| - لا توجد هناك متطلبات الهامش المبدئي.    | - إلزامية تقديم الهامش وتعديله وفق تغير الأسعار. |

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 201. مما سبق يتضح أن هناك اختلاف وتعدد كبير في أنواع الأوراق المالية، فكل ورقة مالية ميزاتها وخصائصها، ولكل مستثمر الحرية في الاختيار بين هذه الأدوات المالية، فوجود الأصول المالية ضرورة حتمية لكل سوق مالي معين كما أنه من دون أسواق مالية لا يمكن تداول الأصول المالية التي تسمح بانتقال الثروة من شخص لآخر.

<sup>1</sup>- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية- مؤسسات وأوراق وبورصات -، مرجع سبق ذكره، ص 137.



## المبحث الثالث: تنظيم سوق رأس المال

تعتبر سوق رأس المال أداة من الأدوات الهامة لتوفير المال لمختلف الأنشطة، حيث تقوم هذه السوق بتحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، ويتم هذا من خلال مجموعة من الأعضاء يمارسون دور الوساطة لإتمام تعاملات المستثمر، وتتم هذه العمليات عن طريق البيع والشراء الصادرة من المستثمر إلى السمسار.

## المطلب الأول: المتعاملون في سوق رأس المال

تتعدد الأطراف المتدخلة في سوق رأس المال بين متدخل يسعى للحصول على التمويل وآخر يصبوا نحو توظيف فوائضه المالية أو العمل على تنفيذ عمليات البيع والشراء، من خلال مجموعة من الأعضاء يمارسون دور الوساطة لإتمام تعاملات المستثمر.

يمكن تبيان أطراف مختلفة من هؤلاء المتدخلون من حيث الطبيعة والأهداف كما يلي:

## أولاً: تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى ثلاث مجموعات رئيسية هي<sup>1</sup>:

1- المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق وتخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

2- المضاربون الهواة: وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع الدورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

<sup>1</sup>- رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص50.

3- المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعوداً وهبوطاً بوسائل مصنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز المتآمرون بتوفر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

وللمضاربة وظائف يمكن إيجازها في العناصر التالية:

- معادلة العرض بالطلب أي تحقيق التوازن؛
- العمل على موازنة الأسعار وعدم تقلبها؛
- تشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح.

ثانياً: تصنيف المتعاملون إلى عارضي وطالبي الأموال

1- المقرضين أو المستثمرين: تمثل هذه الفئة فئة مصدري الأموال في السوق، وتتمثل في الأفراد والشركات المختلفة من كل القطاعات التي تقل مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب في توظيف مدخراتها أو فوائدها النقدية بالإقراض المباشر أو بشراء الأوراق المالية.<sup>1</sup>

2- فئة المقترضين أو المصدرين: تمثل هذه الفئة فئة مستخدمي الأموال في السوق، حيث تتمثل في الأفراد والشركات التي تزيد مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب في تغطية الاستثمار أو العجز الذي لديها وذلك بالاقتران المباشر أو بيع أوراقها المالية.<sup>2</sup>

3- الوسطاء الماليون: وهم الذين يقومون بدور الوسيط بين فئة المستثمرين أو المقرضين، وفئة المقترضين أو المصدرين للأوراق المالية في السوق الأولية، وهم أيضاً الذين ينفذون أوامر عملائهم المستثمرين في بيع أو شراء الأوراق المالية في السوق الثانوية، وفي كلتا الحالتين يحصلون على مبلغ كعمولة محددة لهم في النظام الداخلي على حسب النشاط والخدمة التي يؤدونها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>- خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء 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، 2011-2012، ص22.

<sup>2</sup>- المرجع السابق، ص22.

<sup>3</sup>- زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص133.

ومن هنا يمكن القول أن الوسطاء الماليون يمثلون حلقة وصل بين المستثمرين والمصدرين وسنقوم بشرح كل فئة من هؤلاء:

أ- **السماسرة:** يعرف السماسرة بأنهم وكلاء بالعمولة، يقومون بالتوسط لبيع الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى في الأسواق وشرائها، أو هو الشخص (أو الهيئة) الذي يتخصص في إيجاد الصلة بين الراغبين في شراء الأسهم والسندات في سوق رأس المال وبين الراغبين في بيعها.<sup>1</sup>

وعندما يقوم الوسيط المالي بدور السماسر Broker، يؤدي خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل، وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السماسرة تبعاً لاختلاف الصلاحيات التي تمنح لهذا الوسيط في تنفيذ الأمر، والتي تكون في أغلب الأحيان محكمة بعنصرين هما سعر التنفيذ الذي يحدده المستثمر للسماسر ليسمح للأخير عنده بتنفيذ الصفقة والعنصر الثاني المتمثل في وقت التنفيذ والذي يعبر عن الفترة أو التاريخ الذي يسمح للسماسر خلالها بتنفيذ الصفقة سواء كان يبيعاً أو شراءً.<sup>2</sup>

ب- **صانعو السوق:** يمكن للوسيط في السوق المالي أن يقوم بدور صانع الأسواق Market maker، وذلك لممارسة مهنته في بيع وشراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه لجنة إدارة السوق، ويمارس صانع السوق نشاطه في السوق الثانوي بشقيه النظامي والموازي وذلك إما لصالح عملائه أو لصالح نفسه.<sup>3</sup>

يؤدي صانع السوق خدماته على درجة كبيرة من الأهمية للسوق المالي لعل من أهمها مايلي<sup>4</sup>:

- توفير السيولة اللازمة للسوق المالي، وذلك عن طريق ممارسة دور نشط في تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب؛
- المحافظة على استقرار الأسعار وحجم التعامل بممارسته لمهامه الأساسية، وهي لعب دور المشتري في حالة الانخفاض الحاد في الأسعار، والبائع في حالة الارتفاع الحاد فيها، وبذلك

<sup>1</sup>- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 425.

<sup>2</sup>- زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 138-139.

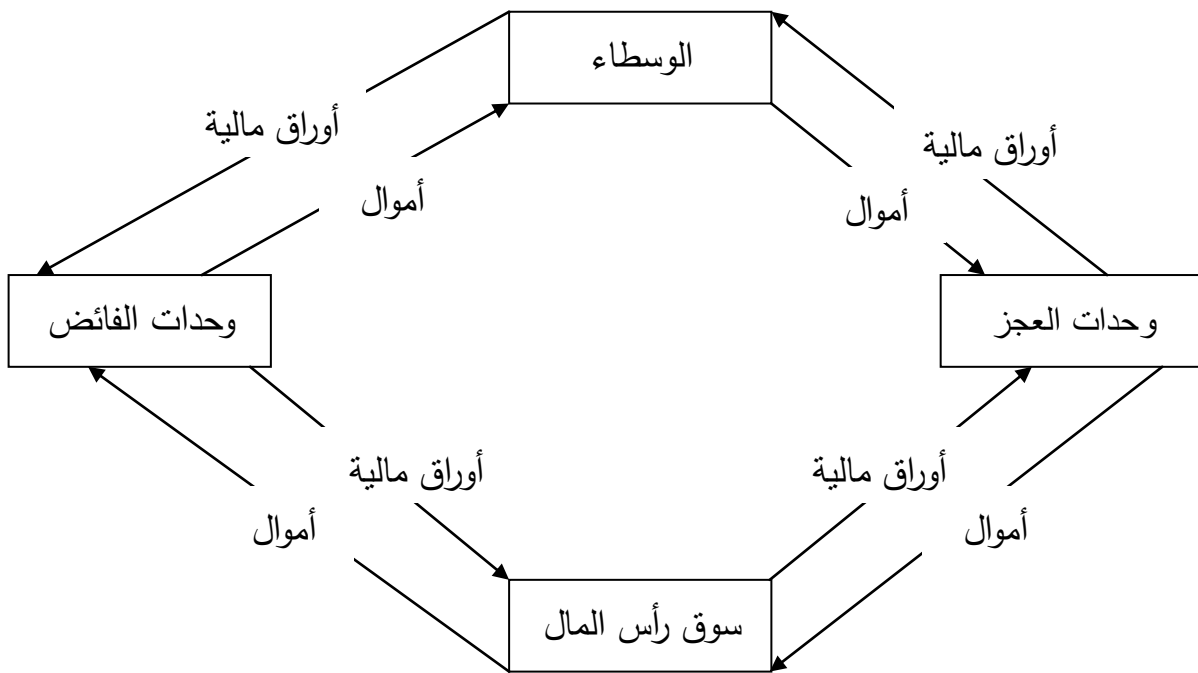
<sup>3</sup>- خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص 23.

<sup>4</sup>- المرجع السابق، ص 23-24.

يلعب صانع السوق دورا هاما في المحافظة على توازن معقول في أسعار الأوراق المالية كما في حجم التداول منها.

4- المؤسسات المالية: وهي عبارة عن منظمات تقوم ببيع أصولها المالية، ما يترتب عليها التزامات مقابل حصولها على حصيلة نقدية من هذا الإصدار، تستخدمه في شراء أصول مالية من الغير كما لها دور فعال جدا في عمليات الوساطة، وتتمثل هذه المؤسسات المالية بالأساس في البنوك المركزية، البنوك التجارية، بنوك الاستثمار، المؤسسات المالية والصناديق المشتركة.<sup>1</sup>

الشكل رقم (02): آلية التعامل في سوق رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على المعلومات السابقة.

يتضح من الشكل أعلاه بأن سوق رأس المال يقدم خدمات إلى الوحدات التي تعاني من العجز بالحصول على الأموال من مختلف مصادرها وبكلفة أقل، أما بالنسبة للوحدات التي لديها فائض فإنها تستفيد من آلية السوق، وعليه فإن سوق رأس المال يسمح بتوفير أرضية للعرض والطلب على الأموال، حيث تتاح العديد من الفرص الاستثمارية والمتنوعة أمام المدخرات للمساهمة في إنشاء الكثير من شركات المساهمة أو توسيع القائمة منها، وخالصة القول أن السوق يقوم على ثلاثة أركان أساسية هم المقترضين والمقرضين وفئة الوسطاء.

<sup>1</sup>- نفس المرجع، ص24.

## المطلب الثاني: العمليات المرتبطة بالأسواق المالية

إن التعاملات التي تحدث في الأسواق المالية تتم وفق العديد من العمليات سواء ما كانت متعلقة بالبيع أو الشراء فهي تنقسم إلى:

- عمليات عاجلة،
- عمليات آجلة.

### أولاً: العمليات العاجلة

تعرف هذه العمليات بالعمليات النقدية، وهي التي تسوى فوراً حيث يتم دفع الثمن واستلام مباشرة بعد عقد الصفقة، بمعنى أن المشتري عندما يقوم بشراء الأوراق المالية فإنه يدفع الثمن مباشرة عند التعاقد أو خلال فترة قصيرة جداً لا تتعدى عموماً 48 ساعة وذلك مقابل ملكيتها له إن هذا النوع من العمليات يتطلب تحديد دقيق لكل عناصرها من صفة وكمية الأوراق المطلوبة والمعروضة، بحيث يجب أن تضبط وتكون محل المفاهمة، إضافة إلى ذلك تحديد الأسعار التي يتم التنفيذ بها.<sup>1</sup>

وتتمثل أهم أشكال هذه العمليات في ما يلي<sup>2</sup>:

1- **البيع على المكشوف:** وهو أن يتم بيع الأوراق المالية المقترضة على أمل أن ينخفض السعر فإذا انخفض هذا الأخير قام المتعاملون بشراء الأوراق المالية التي قاموا ببيعها وإعادتها إلى مالكيها.

2- **الشراء الهامشي:** وهو أن يقوم مشتري الأوراق المالية بدفع نسبة من القيمة السوقية للأوراق المالية التي يحتاج لشرائها، ويعتبر باقي القيمة قرضاً يقدمه الوسيط إلى المشتري، وفي هذه الحالة ترهن الأوراق المشتراة لدى الوسيط كضمان للقرض حيث يقوم هذا الأخير بالاقتراض بضمانها من البنوك بسعر فائدة أقل.

وكما هو ملاحظ فإن العمليات العاجلة غالباً ما تحتاج إلى أموال سائلة لذلك، ما يجعل اللجوء إلى هذا الأسلوب في شراء الأوراق المالية غير مرغوب فيه لدى المضاربين المحترفين، في

<sup>1</sup>- نفس المرجع، ص24.

<sup>2</sup>- نفس المرجع، ص ص24-25.

حين أن المتعاملين العاديين يعمدون إلى شراء وبيع الأوراق المالية في السوق العاجلة لثلاث أسباب رئيسية هي<sup>1</sup>:

- الرغبة في الاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة في محافظهم المالية، وذلك لفترة زمنية بغية الحصول على ما تدره من إيرادات منتظمة خلال تلك المدة؛
- قصد المضاربة على ارتفاع أسعارها، حيث يقومون ببيعها عندما تتحسن السوق للحصول على العوائد الناتجة عن عملية البيع هذه؛
- بغية تحقيق وتوفير السيولة المطلوبة، وذلك ببيع الأوراق المالية في السوق الفورية.

### ثانياً: العمليات الآجلة

وهي عمليات تمنح للمتعاملين إمكانية شراء أو بيع الأوراق المالية لآجال متباعدة الزمن بحيث لا يدفع الثمن ولا تسلم الأوراق وقت عقد الصفقة، بل يتم ذلك بعد فترة متفق عليها مسبقاً تسمى "الأجل" أو "موعد التصفية"، وعادة ما يتم إجرائها مرة في كل شهر، وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تقوم أنظمة البورصة بتقديم تأمين مالي يسمى "التغطية" يمكن أن يكون جزء من الصفقة، وذلك حتى لا يتم إلحاق الضرر بالمتعاملين في البورصة، كذلك من أجل تخفيض درجة المخاطرة، ويعتبر الغرض الأساسي من هذه العمليات هو الحصول على الربح الذي يأخذه المضارب وهو يتمثل في قيمة الفارق بين السعر الذي عقدت به العملية وبين سعر يوم التصفية، وبهذا نجد أن العمليات الآجلة هي عمليات مضاربة بمعنى الكلمة، حيث أن البائع يضارب على ارتفاع الأسعار في الوقت الذي يراهن المشتري على انخفاضها.<sup>2</sup>

وتتمثل أهم الأشكال التي تتخذها هذه العمليات في<sup>3</sup>:

- 1- **العمليات الآجلة القطعية:** وهي العمليات التي يتم تحديد موعد لتفويضها يسمى "موعد التصفية" وتسمى بالقطعية لأن المتعاقدين ليس لهم الحق في التنفيذ، وإنما لهم الحق في تأجيل موعد التسوية النهائية إلى تسوية لاحقة، وأهم ما يميز هذه العمليات ما يلي:
  - يكون التعامل فيها بالنقد ولكن تنفيذها يؤخر إلى آجال محددة؛
  - تنفيذ هذه العملية يؤدي إلى خسارة أحد المتعاملين إذا كان سعر الأوراق المالية يوم التصفية معادلاً لسعر البيع نفسه.

<sup>1</sup>- صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص 103.

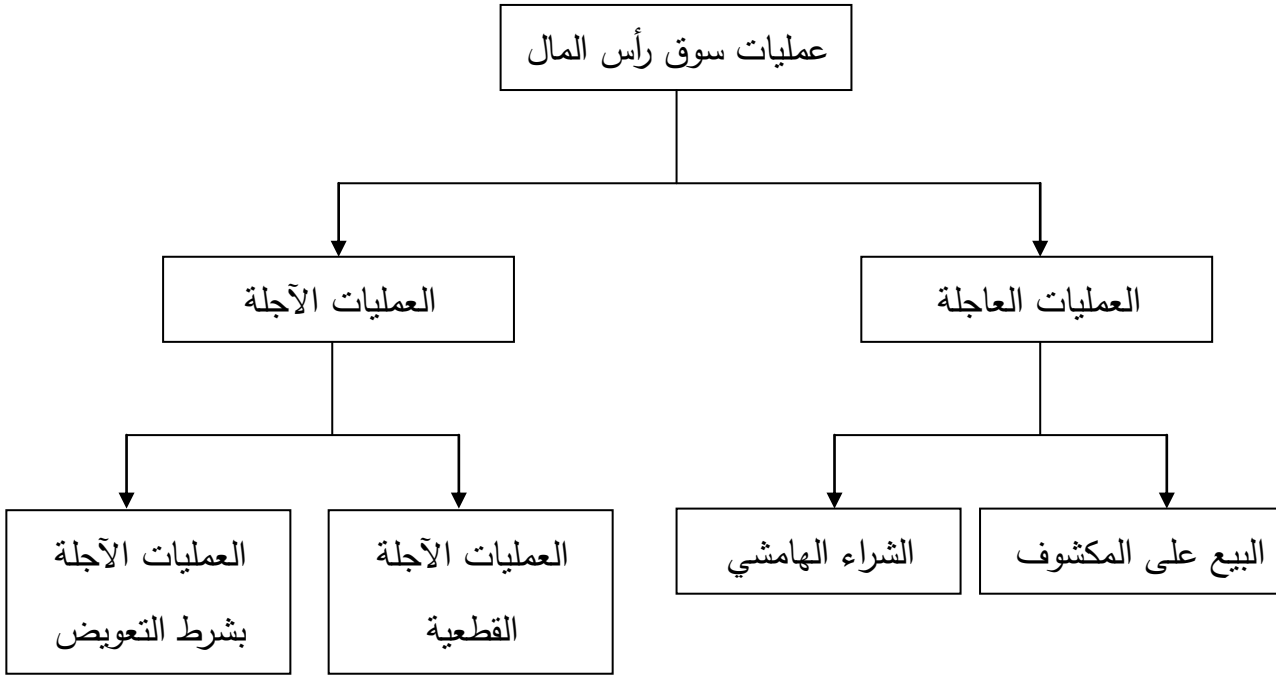
<sup>2</sup>- خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص 24.

<sup>3</sup>- المرجع السابق، ص 25.

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 يتم تحديده وقت إبرام العقد، ويعرف اليوم السابق لتاريخ التصفية بيوم جواب الشرط، حيث يتم تسليم الأوراق ودفع الثمن إذا تمت الصفقة.

وبالتالي فإن العمليات الآجلة لابد أن تتضمن العناصر التالية:

- السعر الذي يتم به تنفيذ الصفقة في الموعد المحدد؛
  - قيمة التعويض المتفق عليه الذي يدفعه المضارب إلى البائع والمشتري؛
  - تحديد أجل الصفقة الذي على أساسه يقوم البائع أو المشتري بتنفيذ الصفقة.
- الشكل رقم(03): العمليات المرتبطة بسوق رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التعاريف السابقة.

## المطلب الثالث: أوامر سوق رأس المال

أوامر السوق هي مختلف الأوامر التي يعطيها العملاء للسماسة وذلك للبيع أو الشراء كتابيا أو شفويا ونجد هذه الأوامر على أشكال مختلفة.

## أولاً: الأوامر المحددة لسعر التنفيذ

1- أوامر السوق: يعتبر هذا الأمر أكثر الأوامر شيوعاً، حيث يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر حين صدوره بيعاً أو شراءً، وذلك حسب السعر السائد في البورصة، وفي حالة قلة الطلب والعرض الأوراق المالية محل الصفقة فيمكن الوسيط أن ينفذ الأمر بالتدرج، وذلك بأن يقوم العميل بتحديد مجموعة مستويات لعملياته، حيث يبيع ويشترى عدد معين من الأوراق بأسعار متفاوتة.<sup>1</sup>

2- الأوامر المحددة: يقوم المستثمر في هذا النوع من الأوامر بوضع سعراً محدداً لإتمام الصفقة فإذا كان الأمر المحدد خاص بالشراء، فإن السماسر سيقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه، أما إذا كان الأمر خاص بالبيع فإن السماسر سينفذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد له أو يتساوى معه.<sup>2</sup>

## ثانياً: الأوامر المحددة لوقت التنفيذ

1- الأوامر المحددة بيوم أو بأسبوع أو بشهر: يستمر الأمر للمدة المحددة في التعامل إذ هو ساري المفعول حتى يتم انتهاء المدة المحددة أو تنفيذه أو إيقافه من طرف المستثمر، وبعد الأمر المحدد بيوم من أكثر الأمور شيوعاً، إذ يظل سارياً لما تبقى من ساعات في اليوم، وغالباً ما يكون مبنياً على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في الورقة المالية المعنية، وتعتبر أوامر السوق بطبيعتها أوامر يومية نظراً لعدم تحديد سعر معين للتنفيذ، أما الأمر الأسبوعي فيظل ساري المفعول حتى إغلاق التعامل بالبورصة في نهاية الأسبوع، وأخيراً الأوامر الشهرية والتي تنتهي مع نهاية التعامل في آخر يوم للتعامل من الشهر الذي يتم فيه إصدار الأمر.<sup>3</sup>

2- الأوامر المفتوحة: يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاءه، وفي حالة ما إذا طالت الفترة في تنفيذه ينبغي على المستثمر تجديد هذا

<sup>1</sup> - محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية - الأسهم والسندات -، ط2، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص65.

<sup>2</sup> - محمد صلاح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص ص23-24.

<sup>3</sup> - صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، ط1، الإشعاع الفني للنشر، الإسكندرية، 2000، ص ص46-47.



الأمر، نظرا لارتباطه بمخاطر النسيان من طرف المستثمر ومخاطر تغير المعلومات، بالإضافة إلى الأولوية في التنفيذ، فقد تصل إلى السوق معلومات مشجعة بشأن المؤسسة التي أصدرت الورقة، فإنه تعطى الأولوية لأوامر البيع المحددة، وإذا ما وصلت السوق معلومات كان من شأنها انخفضت القيمة السوقية للورقة، حينئذ ستنفذ منها أوامر الشراء المحددة.<sup>1</sup>

### ثالثا: الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ

وتشمل الأنواع التالية:<sup>2</sup>

- 1- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: يقصد بها الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة، قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر.
- 2- الأمر المفتوح في حدود سعر معين: ويقصد به الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

### رابعا: الأوامر الخاصة

- 1- أوامر الإيقاف: وتسمى أيضا أوامر إيقاف الخسارة، ويقصد بها تلك الأوامر التي 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، كما هو الحال في الأمر المحدد، إلا أن تنفيذ أمر الإيقاف يختلف عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين.<sup>3</sup>
- 2- أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال (الأمر المطلق): على عكس الأوامر السابقة والتي يكون فيها للمستثمر الأمر في كلمة الفصل في تنفيذ الأمر من عدمه، فإن الأمر حسب مقتضى الأحوال يعطي للسهمسار الحق في إبرام الصفقة وإجراء العمليات حسب توقعاته، إذ بموجب هذا الأمر تترك الحرية المطلقة للسهمسار في بيع أو شراء الأوراق المالية التي يراها مناسبة لمصلحة المستثمر من حيث نوع الأوراق وعددها وسعرها والوقت المناسب لتنفيذ الأمر، ويوفر هذا النوع من

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، دار المعارف، الإسكندرية، 2002، ص527.

<sup>2</sup> - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص89.

<sup>3</sup> - Jean Francois Susbielle, *Comprendre la bours sur internet*, Edition d'organisation, Paris, 2001, p563.

الأوامر قدرا كبيرا من المرونة للسماح بحرية التصرف بسرعة لاقتناص الفرص المناسبة دون تكليف نفسه عناء استشارة المستثمر.<sup>1</sup>

مما سبق يمكن القول بأنه يدخل في تنشيط سوق رأس المال عدد من المتعاملين كالمستثمرين والمصدرين والوسطاء ذلك من خلال إصدار أوامر البيع والشراء للأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات، ووفق عمليات عاجلة أو آجلة.

---

<sup>1</sup> - مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية، ط1، مركز النشر العلمي، جدة، 2010، ص61.

## خلاصة الفصل الأول

من خلال هذا الفصل تم توضيح بعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بسوق رأس المال، هذا الأخير الذي طالما كان من المفاهيم التي شغلت حيزا كبيرا من الاهتمام الاقتصادي، وباستعراضها اتضح أنه سوق متخصص في توفير التمويل طويل الأجل، حيث يتم التعامل فيه بالأدوات المالية الطويلة والمتوسطة الأجل، أي التي يزيد استحقاقها عن السنة، والتي تعتبر بمثابة محرك السوق والمتمثلة أساسا في الأسهم باعتبارها أدوات ملكية والسندات أدوات مديونية، إضافة إلى المشتقات المالية ولكل نوع منها مميزات وخصائص تميزها عن غيرها.

يقوم سوق رأس المال بعدة وظائف لا يمكن تجاهلها، فهو يستمد أهميته من هذه الوظائف التي يؤديها، وينقسم إلى قسمين رئيسيين هما أسواق حاضرة وأسواق العقود المستقبلية، علما أن الأسواق الحاضرة تنقسم بدورها إلى عدة أقسام هي السوق الابتدائية والسوق الثانوية بنوعيتها المنظمة أي البورصة وغير المنظمة، هذه الأخيرة التي تنقسم بدورها إلى سوق ثالث ورابع.

إن تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذوي الفائض إلى الوحدات ذوي العجز يتم من خلال مجموعة من الأعضاء الذين يمارسون دور الوساطة، حيث أن وجودها ضروري للتوفيق بين أطراف التعامل أي بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال، وتتم هذه التعاملات وفق عمليات عاجلة تسوى فورا أو عمليات آجلة تسوى لآجال متباعدة الزمن، إن المتعاملين في سوق رأس المال الذين قد يكونون مشترين أو بائعين للأوراق المالية يصدرون أوامر سواء أوامر شراء أو أوامر بيع للسهم، وهذه الأوامر قد تكون محددة لسعر أو لتوقيت التنفيذ أو كلاهما معا أو أوامر خاصة.

وبهذا يمكن القول أنه لا يمكن إغفال الدور المهم والكبير الذي تلعبه أسواق رأس المال في الحياة الاقتصادية، خاصة إذا اتسمت هذه الأخيرة بالكفاءة، وهي الفكرة التي سنحاول معالجتها من خلال الفصل الثاني.

## الفصل الثاني

# أساسيات حول كفاءة سوق رأس المال

المبحث الأول: ماهية كفاءة سوق رأس المال

المبحث الثاني: صيغ كفاءة سوق رأس المال

المبحث الثالث: تحليل الأوراق المالية

## تمهيد

أثار موضوع كفاءة سوق رأس المال الكثير من الجدل بين المهتمين بتلك الأسواق كون المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية، فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة سواء كانت هذه المعلومات تاريخية أو مستقبلية، عامة أو خاصة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت سوق رأس المال في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها، وانطلاقاً من ذلك تتغير الأسعار تبعاً لطبيعة المعلومات التي تعد المحور المركزي لمفهوم كفاءة سوق رأس المال، لتأخذ عدة صيغ تبعاً لطبيعة المعلومة المنعكسة على سعر الورقة المالية.

ومن هذا المنطلق سنحاول تقريب مفهوم كفاءة سوق رأس المال من خلال هذا الفصل الذي تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، نتناول في المبحث الأول ماهية كفاءة سوق رأس المال من خلال إبراز مفهومها ومتطلباتها وعلاقتها بالمعلومات، لنعرج في المبحث الثاني على مستويات الكفاءة في سوق رأس المال، وفي المبحث الأخير نتناول فيه علاقة كفاءة سوق رأس المال بالتحليل الأساسي والتحليل الفني على اعتبار أنهما مدخلين مختلفين لتحليل الأوراق المالية استخدامهما مرتبط ارتباطاً وثيقاً بصيغة كفاءة سوق رأس المال.

## المبحث الأول: ماهية كفاءة سوق رأس المال

تكتسب العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين المعلومات المالية للمؤسسة المصدرة لتلك الأوراق أهمية كبيرة بدءاً من إدارة المؤسسة نفسها والمستثمرين، لذلك نجد هذه الأطراف تهتم بأسعار الأوراق المالية ويتأثر المعلومات عليها نظراً لما يرتبط بتلك الأسعار من نتائج اقتصادية لها تأثير على كل من الطرفين المؤسسة من جهة والمستثمر من جهة أخرى، وبذلك تشير العلاقة بين الأسعار والمعلومات إلى مفهوم كفاءة الأسواق المالية، وهذا ما سنركز عليه في مبحثنا إضافة إلى أنواع الكفاءة المالية وأهم متطلباتها والعلاقة التي تربطها بالمعلومات.

## المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق رأس المال

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى إعطاء تعاريف لكفاءة سوق رأس المال مع ذكر أهم خصائصه العامة والتنظيمية، وكذلك عرض الدورين الأساسيين اللذين يؤديهما السوق الكفاء.

## أولاً: تعريف كفاءة سوق رأس المال

يعتبر الاقتصادي الشهير "بول سامويلسون" "Paul Samuelson" من الباحثين الأوائل الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية وعلاقتها بالحركة العشوائية للأسعار،<sup>1</sup> ونظراً لأنه أعطى تعريف - تصور نظري- اتصف بالتشدد وعدم الواقعية، حاول العديد من الباحثين صياغة تعاريف أقل تشدداً وأكثر مرونة، ومن أبرز هؤلاء الباحثين "أوجين فاما" "Eugene Fama" الذي أعطى مفهوماً اتصف بالبساطة والوضوح، حيث يرى أنه في ظل السوق الكفاء تعكس أسعار الأوراق المالية وبصفة خاصة الأسهم جميع المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت هذه الأوراق، وتتعلق تلك المعلومات بالأحداث الماضية، الجارية والمتوقعة.<sup>2</sup>

كما تعرف كفاءة السوق المالي كذلك "بأنها السوق التي تتداول فيها عدد كبير من المشاركين ذوي الدراية على الحكم العقلاني، الهادفين لتعظيم الأرباح والذين يسعون للخروج بتوقعات حول أسعار الأسهم المستقبلية، بحيث تكون المعلومات موجودة كافة ومتاحة للجميع بشكل متساوي ودون أي تكاليف".<sup>3</sup>

<sup>1</sup>- Azab Bassam, **The Performance of the Egyptian Stock Market**, Working Paper, The University of Birmingham, The Birmingham Business School, September 2002, p p19-20.

<sup>2</sup>- Elory Dimson, Massoud Mussavian, **A Brief History of Market Efficiency**, WP Published in European Financial Management, London Business Schools, Vol. 4, N° 1, March 1998, p91.

<sup>3</sup>- Eugent Fama, **Efficient Capital Markets - Areview of theory and empirical work** -, journal of finance, 2 May 1970, p384.

وفي تعريف آخر فالسوق المالي الكفاء هو "السوق الذي يعالج المعلومات بكفاءة، بحيث يعكس سعر الورقة المالية القيمة الحقيقية والصحيحة الناتجة عن دراسة كل المعلومات المتوفرة إلى تلك اللحظة، أي أن أسعار الأوراق المالية في السوق المالي الكفاء تعكس بشكل كامل المعلومات المتوفرة"<sup>1</sup>، والمقصود أيضا بكفاءة الأسواق هو أنه "لا يمكن استغلال أي معلومة مهما كان نوعها للتغلب على السوق، ذلك لأن كل المستثمرين يملكون نفس المعلومة وبالتالي سيتخذون نفس القرار، مما يلغي أي أفضلية يكون سببها المعلومات."<sup>2</sup>

وعليه فإنه في السوق الكفاء تتحدد القيمة الاستثمارية لأي ورقة مالية، والتي تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع صاحب الورقة المالية أن يحصل عليها<sup>3</sup>، وفي حالة وجود اختلاف بين سعر الورقة المالية وقيمتها الاستثمارية، فهذا يدل على عدم كفاءة سوق رأس المال.

وعموما فإنه في ظل وجود عدد كبير من المتعاملين الذين يسعون إلى شراء الأوراق المالية التي تحقق عوائد مستقبلية مرتفعة اعتمادا على المعلومات التي تم الحصول عليها، وانطلاقا من كون أن المعلومات تكون متوفرة ومتاحة للجميع وبتكاليف منخفضة، فإننا نعتقد أنه لن يكون لأي واحد من هؤلاء المتعاملين الحظ في تحقيق فرص ربح غير عادية مقارنة بغيره من المتعاملين بمعنى أنه في السوق الكفاء نلاحظ أن جميع المتعاملين سيحققون نفس المعدل من العائد، وهو معدل عائد عادل لأنه يسمح لكل متعامل بتغطية مخاطر الاستثمار في تلك الورقة المالية.

### ثانيا: خصائص سوق رأس المال الكفاء

تبرز أهم خصائص سوق رأس المال الكفاء العامة والتنظيمية في<sup>4</sup>:

#### 1- الخصائص العامة للسوق الكفاء:

- المنافسة الكاملة: وهذا الشرط مرهون بتوافر عدد كبير من البائعين والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول إلى السوق والخروج منه في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار؛

<sup>1</sup>- Eugent Fama , **The Behavior of Stock Market Prices**, At The University of Chicago Booth School of Business, USA, 1964, p133.

<sup>2</sup>- Brunnermeier Markus, **Asset Pricing under Asymmetric Information**, Oxford University Press Inc, Great Britain, 2001, p100.

<sup>3</sup>- Gérard Marie Henry, **Les Marchés Financiers**, Armand Colin, Paris,1999 , p39.

<sup>4</sup>- محمود المصري، محمود محمد سمير، تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية

- دراسة تحليلية -، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، تخصص المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2011، صص 26-27.

- **الأمن:** أي يجب أن تتوفر الحماية اللازمة ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر وبالتالي يجب على إدارة السوق المالي متابعة الصفقات غير الأخلاقية أو الوهمية ويكون لديها الإجراءات الرادعة لها، مع وجود مؤسسات للتأمين ضد المخاطر؛
  - **العقلانية:** وهو أن يكون هدف المتعاملين تحقيق الأرباح من خلال معالجة المعلومات، واختيار البديل الاستثماري الأفضل، حيث يتم الاستعانة بالخبراء والمحللين ومكاتب استشارية في هذا المجال؛
  - **دقة وسرعة وصول المعلومات:** على السوق المالي تزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة في الوقت المناسب عن كافة الصفقات التي أبرمت من حيث الحجم والسعر، وأن يزودهم بالظروف السائدة في السوق بالنسبة لأسعار الأوراق المالية المتداولة، والتي تعكس حقيقة مستوى الطلب والعرض لكل الأوراق المالية؛
  - **السيولة:** أن توفر السوق المالية خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها، وتوفير خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع وشراء الأوراق المالية بالكلفة المناسبة وبالوقت المناسب وبالسرعة المناسبة؛
  - **عدالة التسويق:** ويقصد بالعدالة هو أن تتيح السوق لجميع المتعاملين فيه فرصة متساوية للتعامل، وذلك من حيث الوقت أو المعلومات المتاحة والتحقق من سيادة القانون.
- 2- الخصائص التنظيمية للسوق الكفاء:**
- وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية، والتي تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول ويمثلون البنوك والمؤسسات والشركات التي يسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة؛
  - وجود لجنة إدارية تضع أنظمة الأسواق المالية، وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها باستمرار وتراقب عمليات التداول؛
  - وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية ومراقبة لاستمرارية أو إيقاف هذا الإدراج؛
  - وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ الأوامر، وتحديد أسعار الصفقات بسرعة، وهناك طريقتان متبعتان في العادة هما المزايدة أو المفاوضة، ويتم تحديد سعر التبادل حسب الطريقة الأولى بمطابقة أعلى سعر طلب مع أدنى سعر عرض، أما الطريقة الثانية فإن سعر التبادل يتم تحديده بالتفاوض بين وكلاء الأسهم؛



- وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة في السوق؛
- وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين والمتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشيطة في الأسهم؛
- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول عند بروز أية فرصة للربح من خلال البيع والشراء مهما كانت صغيرة؛
- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم، وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق؛
- أن يخضع التداول الذي يقوم به الأشخاص في السوق للأنظمة والقوانين، وأن يتم مراقبة الشركات للتأكد من عدم استغلال المعلومات المتاحة لهم وفق وظائفهم ولتحقيق الأرباح السريعة.

#### ❖ الدور المباشر وغير المباشر للسوق المالي الكفاء:

يؤدي سوق الأوراق المالية دورين أساسيين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر:

#### ✓ الدور المباشر للسوق المالي الكفاء

إن المستثمر الذي يقوم بشراء أسهم شركات ما يقوم بهذا الشراء من أجل تحقيق عوائد في المستقبل، وكلما زادت هذه العوائد زاد الطلب على هذه الشركة، مما يعطي لها فرصة تستطيع أن تزيد من رأسمالها عن طريق إصدار أسهم جديدة وتسويقها بسرعة وبأسعار مناسبة وبكلفة قليلة.<sup>1</sup>

#### ✓ الدور غير المباشر للسوق المالي الكفاء

إن إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركات يعد بمثابة مؤشر أمان بالنسبة للمقرضين، مما يعني زيادة الموارد المالية للشركات من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية، وعادة ما يكون ذلك بسعر فائدة معقول، وفي الجهة المقابلة الشركات التي لا تتوفر لها فرصة مواتية للاستثمار قد تواجه صعوبة في إصدار وتصريف الأسهم، وحتى إن تم ذلك فيكون بتكلفة عالية، وعند اللجوء إلى الاقتراض فسوف يكون ذلك بمعدل فائدة مرتفع.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الإستثمارية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص152.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص500.

## المطلب الثاني: أنواع كفاءة سوق رأس المال

نجد في هذا الصدد نوعين لكفاءة سوق رأس المال هما:

- الكفاءة الكاملة؛

- الكفاءة الاقتصادية.

أولاً: الكفاءة الكاملة

إن مفهوم الكفاءة الكاملة أو التامة هو أن إدارة السوق المالي قادرة على تزويد المستثمر بالمعلومات بسرعة وبدون تكلفة، بحيث تصل إلى المستثمرين بعدالة في نفس الوقت، وأن المستثمر يتجاوب مباشرة لهذه المعلومات فيفترض أن تكون هذه الأخيرة محللة، والمستثمر قادر على اتخاذ القرار حسب هذه المعلومات إن كانت حسنة أو سيئة أو كان تأثيرها على سعر السهم إيجابي أو سلبي، والأصل أن لا تتاح لمستثمر فرصة لا تتاح لغيره بل الكل سواسية، فسعر السهم يحدد بناء على هذه المعلومات.<sup>1</sup>

لكن حتى تكون كفاءة السوق كاملة لا بد أن تتوفر الشروط التالية<sup>2</sup>:

- ✓ المعلومات متوفرة في السوق لكل المستثمرين بسرعة وبدون تكلفة؛
- ✓ توقعات المستثمرين واحدة ومتجانسة، وهذا يتطلب أن تكون ثقافتهم المالية واحدة؛
- ✓ لا يوجد أي قيود على التعامل مثل الضرائب وتكاليف التعاملات الأخرى؛
- ✓ أي مستثمر مهما كان حجم رأسماله يستطيع الشراء والبيع بالسوق؛
- ✓ يجب أن يكون في الأسواق منافسة كاملة، بحيث لا يوجد مستثمر أو مجموعة من المستثمرين يستطيعون التأثير على السعر في السوق.

وفي ظل مثالية هذه الشروط يصعب أن تتوفر في أسواق رأس المال الكفاءة الكاملة بسبب اختلاف الإمكانيات المادية، والأهداف الخاصة بالمتعاملين والمستثمرين وقدرتهم على سرعة تفسير المعلومات المستلمة، إذ يتوقع أن يحتاج السوق إلى وقت في تحليل وتفسير المعلومات لكي تترك آثارها في أسعار الأسهم، فالشرط الأول الذي مفاده أن المعلومات متاحة لجميع المستثمرين بدون تكلفة وتصل في نفس الوقت، ففي واقع الأمر يمكن أن تتسرب المعلومات عن طريق موظفين أو أعضاء مجلس الإدارة حتى وإن وصلت هذه المعلومات في نفس الوقت، فإن المستثمرين يختلفون

<sup>1</sup>- غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص147.

<sup>2</sup>- المرجع السابق، ص148.

في سرعة الاستجابة لها، كذلك الأمر بالنسبة للشرط الثاني أصعب من أن يتحقق بسبب أن المستثمرين قد يختلفون في الخلفية التعليمية أو الثقافية أو المالية أو قدرتهم الاستيعابية لهذه المعلومات، فمن الصعب جدا أن تكون توقعاتهم واحدة ومثل ذلك مثل الشروط الأخرى وخصوصا الشرط الخامس، وهو الذي يقول بأن تكون هناك منافسة تامة في السوق، ممكن أن لا تستطيع مجموعة من المستثمرين أو مستثمر مهما كان حجمه، أن يؤثر على أسعار السوق ككل، ولكن يمكن أن يتم التأثير على أسعار أسهم بعض الشركات المنفردة.<sup>1</sup>

ومن خلال هذا التحليل لهذه الشروط توصل بعض الباحثين بأنه لا يوجد في واقع الحياة العملية للسوق الكفاءة الكاملة لكن ممكن أن تصل إلى الكفاءة الاقتصادية.

### ثانيا: الكفاءة الاقتصادية

إن مفهوم الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي جاء بناء على قوة أثر الشروط المتعلقة بالكفاءة الكاملة للسوق، فالكفاءة الاقتصادية تعبر عن وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار السهم.<sup>2</sup>

ففي ظل هذه الكفاءة فإن أسعار الأسهم من وقت وصول المعلومات وحتى استعمالها من قبل المستثمرين تكون بعيدة عن الأسعار الحقيقية، وخلال الفترة الفاصلة قد يكون هناك عوائد غير عادية، ويتم ذلك خلال فترة قصيرة ريثما يتم استعمال هذه المعلومات من قبل المستثمر مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.<sup>3</sup>

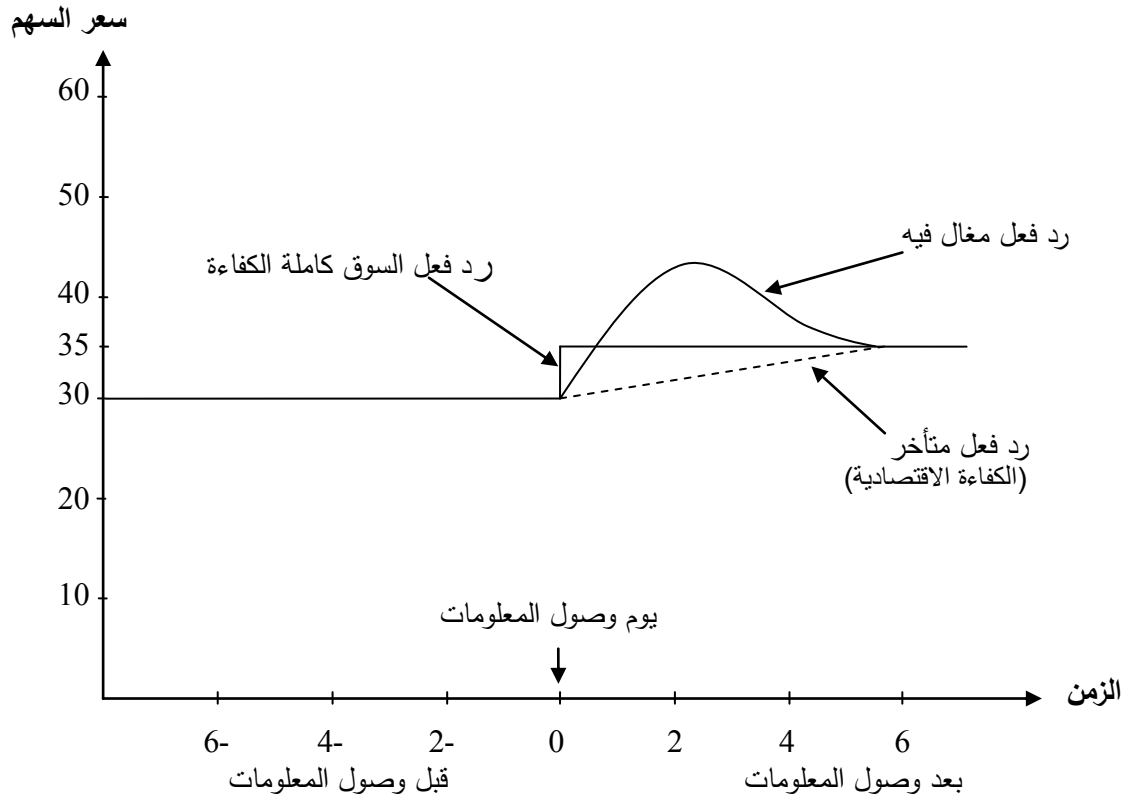
ولإبراز كيفية تغير سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال نورد الشكل التالي:

<sup>1</sup>- نفس المرجع، ص148.

<sup>2</sup>- عبد الغفار حنفي، البورصات - أسهم سندات وصناديق الاستثمار -، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1995، ص191.

<sup>3</sup>- غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص149.

الشكل رقم (04): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات وأوراق وبورصات -، ط1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2007، ص283.

يوضح الشكل رقم (04) وضع السعر في ظل فرضية الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية ويصور حركة الأسعار واستجابتها للمعلومات، ويشير هذا الشكل إلى أن هناك ثلاثة أوضاع محتملة لتعديل سعر السهم إزاء المعلومات الواردة، بافتراض أنه في الأيام التي سبقت وصول المعلومات إلى السوق كانت القيمة السوقية للسهم كما يبدو من الشكل 30 دولار، وفي الوقت ذاته وصلت معلومات سارة لهذه المؤسسة، وقد قدرت في ظلها القيمة الحقيقية للسهم بنحو 35 دولار، وفي ظل هذه الشروط من المفترض أن يرتفع سعر السهم في ظل فرضية الكفاءة السوقية الكاملة فوراً ودون فاصل زمني من 30 دولار نحو 35 دولار، عاكساً بذلك محتوى المعلومات السائدة في السوق على النحو الذي يوضحه الخط العمودي في الشكل أعلاه، أما في ظل فرضية الكفاءة الاقتصادية وهو (الافتراض الواقعي)، فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت (سنة أيام كما هو موضح في الشكل) حتى يتم تحليل المعلومات، والوصول إلى نتيجة بخصوص القيمة المتوقعة التي ينبغي أن يتداول بها السهم، وهذا ما يعني بالنتيجة وجود فاصل زمني بين وقت وصول المعلومات وبين ارتفاع سعر السهم إلى مستوى يتساوى عنده مع قيمته الحقيقية، وهو ما يعكسه الخط المنقطع في

الشكل أعلاه، أما الخط المنحني فيشير إلى رد فعل المستثمرين للمعلومات الواردة، التي حصلوا عليها من بيوت السمسرة مبالغ فيها، فعند وصول معلومات من بيوت سمسرة تتضمن إشارة في كون القيمة السوقية للسهم مبالغ فيها تبدأ مباشرة أوامر البيع في التدفق، مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم ليصل إلى قيمته الحقيقية كما يبدو ذلك واضحاً من الشكل.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: متطلبات كفاءة سوق رأس المال

يضمن السوق الكفاء وفقاً لما سبق، تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة بحيث يتم توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ولكي يحقق السوق هدفه المنشود يتعين أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما:

- كفاءة التسعير؛
- كفاءة التشغيل.

#### أولاً: كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير "Price Efficiency" الكفاءة الخارجية "External Efficiency" ويقصد بها ضمان وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة (دون فاصل زمني كبير)، وبأدنى تكلفة بحيث تعكس أسعار الأسهم في السوق كافة المعلومات المتاحة،<sup>2</sup> ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات.<sup>3</sup>

ويقتضي تحقيق سرعة نشر المعلومات ووصولها إلى جميع المتعاملين وجود شبكة منتظمة لاتصالات على درجة عالية من الكفاءة، تساعد على تشكيل ردود أفعال المتعاملين في السوق بسرعة اتجاه المعلومات الجديدة ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة، ويصبح التعامل في السوق بمثابة منافسة عادلة تتساوى فيها فرص تحقيق أي أرباح غير عادية ويحقق فقط خسائر المستثمرون الذين يفتقدون الدراية الكافية والقدرة على تحليل المعلومات المتوافرة في السوق.<sup>4</sup>

<sup>1</sup>- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 283-284.

<sup>2</sup>- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص59.

<sup>3</sup>- عبد الغفار حنفي، البورصات - أسهم سندات وصناديق الاستثمار -، مرجع سبق ذكره، ص188.

<sup>4</sup>- عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 59-60.

ثانياً: كفاءة التشغيل

يطلق على كفاءة التشغيل "Operational Efficiency" بالكفاءة الداخلية

"Internal Efficiency" ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمرسة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيها.<sup>1</sup>

تعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى بما يشجعهم على بدل التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعلومات مرتفعة فسيكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيل ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.<sup>2</sup>

ثمة أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات أهمها<sup>3</sup>:

- ✓ السماح للمنشأة أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي يؤدي إلى تقوية المنافسة بين التجار، وصناعات السوق ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه؛
- ✓ جعل عمولة الشراء محلاً للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط من التداول في السوق؛
- ✓ القرارات التي تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين الطلب والعرض.

المطلب الرابع: العلاقة بين المعلومات وكفاءة سوق رأس المال

تتوقف كفاءة سوق رأس المال على كفاءة نظام المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي السائدة في السوق، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها وعدالة فرص الاستفادة منها وانخفاض تكاليف الحصول عليها.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 60.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، البورصات - أسهم سندات وصناديق الاستثمار -، مرجع سبق ذكره، ص 189.

<sup>3</sup> - عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 60.

<sup>4</sup> - رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، تخصص اقتصاد دولي، جامعة بانتة، 2006-2007، ص 111.

فتوفير المعلومات بالقدر الكافي من الإفصاح لجميع المتعاملين في السوق المالي يعتبر من الشروط الأساسية لنجاح التعامل في السوق، والقضاء على ظاهرة عدم التكافؤ في الحصول على المعلومات والتي تؤثر تأثيرا سلبيا على قرارات بعض المستثمرين من ناحية وعلى كفاءة السوق من ناحية أخرى.<sup>1</sup>

فالمعلومات عبارة عن "بيانات تم تجهيزها ولها معنى لمستلمها أو مستخدميها، ولها قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات، ويجب أن تضيف إلى ما تعرفه عن حدث أو مكان وتوضح لمستلمها شيء لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به".<sup>2</sup>

كما يمكن تعريفها بأنها عبارة عن "بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات، وفي هذا الإطار فإن المعلومات تستخدم من قبل المستثمرين والمتعاملين في سوق رأس المال في صياغة القرارات الاستثمارية لاسيما على صعيد الاستثمار في الأوراق المالية".<sup>3</sup>

وبالرغم من اختلاف طبيعة المعلومات فهي تتميز بخصائص أساسية تتمثل أساسا في<sup>4</sup>:

- **الدقة:** تكون المعلومات خالية من الأخطاء بحيث تكون دقيقة، محددة، موضوعية، صادقة وغير غامضة، تعكس الوضع كما هو بالفعل أي لا تحتل المعلومات المقدمة تقديرات غير حقيقية وإشاعات أو حسابات مزورة؛

- **التوقيت:** وهو توفير المعلومة في الوقت الضروري لمتخذي القرار، إذ لا قيمة ولا منفعة للمعلومة إذا لم تصل في وقتها الضروري؛

- **الملائمة:** المعلومة الملائمة هي عندما تكون مفيدة في عملية اتخاذ القرار، بمعنى أن المعلومات تعتبر مناسبة إذا ما توافقت مع احتياجات المستثمرين ومساعدتهم على أداءهم الاستثماري؛

- **الشمول:** من الضروري أن توفر مجموعة المعلومات المقدمة لمستعملها كل شيء يحتاجونه لمعرفة موقف معين، وبالرغم من استحالة الوصول إلى درجة الشمول يجب اتخاذ الإجراءات التي توفر أكثر المعلومات شمولاً بقدر الإمكان؛

<sup>1</sup>- محمد صيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007، ص ص37-38.

<sup>2</sup>- أمينة بوغنبوز، أثر المعلومة المالية- دراسة حالة بورصة القيم المنقولة للجزائر -، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر بن يوسف بن خدة، 2007-2008، ص40.

<sup>3</sup>- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص132.

<sup>4</sup>- أمينة بوغنبوز، مرجع سبق ذكره، ص ص41-42.

- العدالة: يجب أن تتوفر المعلومات والبيانات المالية للجميع قصد ضمان الرشد عند اتخاذ القرارات وزيادة فعالية الأداء في السوق المالي والقضاء على ظاهرة عدم العدالة بين المستثمرين؛
- الاستمرارية: وتعني الانتظام في نشر المعلومات، وعدم الاضطراب خاصة بالنسبة للقوائم المالية التي تنشرها المؤسسة؛
- الحداثة: وتعني تجديد الطرق المتبعة واستخدام تقنيات حديثة، فالمعلومات الملائمة لاتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد تكون وصفية وتتمثل في الحقائق التاريخية وسلوكها الاقتصادي الحالي والأدوات الاستثمارية المتاحة التي يعتمد عليها للتنبؤ في المستقبل، وقد تكون تحليلية تتمثل في البيانات والمعلومات المبنية على أسس علمية والتي يتمكن المستثمر بالاعتماد عليها من بناء توقعات رشيدة فيما يخص عوائد ومخاطر الاستثمارات الحالية والمستقبلية التي ينوي الدخول فيها والتعامل معها، وللسوق بالطبع دور هام في إيصالها إلى المستثمرين ويتجلى هذا الدور في إعداد وإصدار دليل الشركات وبيان حركة الأسعار اليومية وحجم التداول والإفصاح والتقرير السنوي للسوق، والذي يتضمن معلومات مهمة عن الشركات المدرجة، بالإضافة للدراسات الدورية عن ربحية هذه الشركات وغيرها من المعلومات التفصيلية التي من شأنها أن تساعد المستثمر على اتخاذ قرار الشراء والبيع.

وعلى هذا الأساس ووفقاً لهذه الأهداف يمكن تقسيم المعلومات التي يحتاجها المستثمر إلى أصناف وأنواع وفقاً للمعايير التالية:

#### أولاً: من حيث توقيتها

هناك المعلومات التاريخية التي تتمثل في أسعار وأرباح الأسهم والنتائج المالية للشركات التي تعود إليها هذه الأوراق، وهي على الأغلب تخص فترات سابقة وتكون متاحة للمستثمرين جميعاً، وهناك المعلومات الحالية التي تتمثل في أسعار وأرباح الأسهم والنتائج المالية للشركات التي تعود إليها هذه الأسهم لكنها تخص الفترة الحالية، ولم يسبق وأن تم الإفصاح عنها وتكون أيضاً متاحة لجميع المستثمرين والفرق الوحيد هنا، يتجلى في التفاوت بين قدرات المستثمرين الذهنية في فهم هذه المعلومات، وبسرعة ترجمتها إلى قرارات فهذا سوف يكون له دور بارز في تعظيم نتائج التحليل مقارنة مع المعلومات التاريخية سألفة الذكر، بالإضافة للمعلومات المستقبلية التي تتمثل في ما يتم الإفصاح عليه في الشركة من قبل فئة محددة من الناس بحكم المراكز أو



درجة القرابة أو النفوذ أو المصلحة أو ما شابه ذلك، من خلال المعرفة المسبقة بالسياسات والخطط والبرامج المستقبلية.<sup>1</sup>

### ثانياً: من حيث طبيعتها

تنقسم المعلومات المستخدمة في سوق رأس المال إلى أصناف عدة، فهناك المعلومات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والبيئة المحيطة في الاستثمار بشكل عام، والمعلومات القطاعية التي تتمثل في الأنشطة والمؤشرات المحددة داخل كل قطاع بشكل خاص، والمعلومات التفصيلية والتي تتمثل في أسعار وأرباح وتوزيعات وحجم البيع وكمية التداول لكل ورقة مالية بشكل أكثر تحديداً.<sup>2</sup>

ويحتاج المستثمرون في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلاً، والمتمثلة في توزيعات الأرباح الرأسمالية، وأيضاً تقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأسهم، ويتكويّن المحفظة الاستثمارية الملائمة، فكفاءة سوق رأس المال تقاس بالدرجة الأولى بالنسبة لهيكل هذه معلومات كون أن الكفاءة لا تعبر عن مفهوم مطلق إذ هي في الواقع مفهوم نسبي مرتبط بنوعية المعلومات التي يمكن استخدامها للتنبؤ باتجاه الأسعار، وتؤثر العلاقة بين المعلومات المالية وأسعار الأوراق المالية على طلب المستثمر على المعلومات وعلى سلوك المستثمر ذاته، فإذا شعر المستثمر أن السوق كفاء فسيلجأ إلى اتباع استراتيجية بسيطة لتشكيل محفظته الاستثمارية وبالتالي سيقبل طلبه على المعلومات، أما في حالة شعوره بعدم توفر الكفاءة فقد يدفعه ذلك إلى البحث عن المعلومات وتحليلها أو الاستعانة بالآخرين وذلك محاولة منه لتحقيق العوائد غير العادية.<sup>3</sup>

بناء على ما سبق فإن نجاح آلية سوق الأوراق المالية في تحقيق الكفاءة يتوقف على مجموعة من العوامل أهمها<sup>4</sup>:

✓ توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للشركة بما يسمح بتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات في ظل هذه المعلومات؛

<sup>1</sup> - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 54.

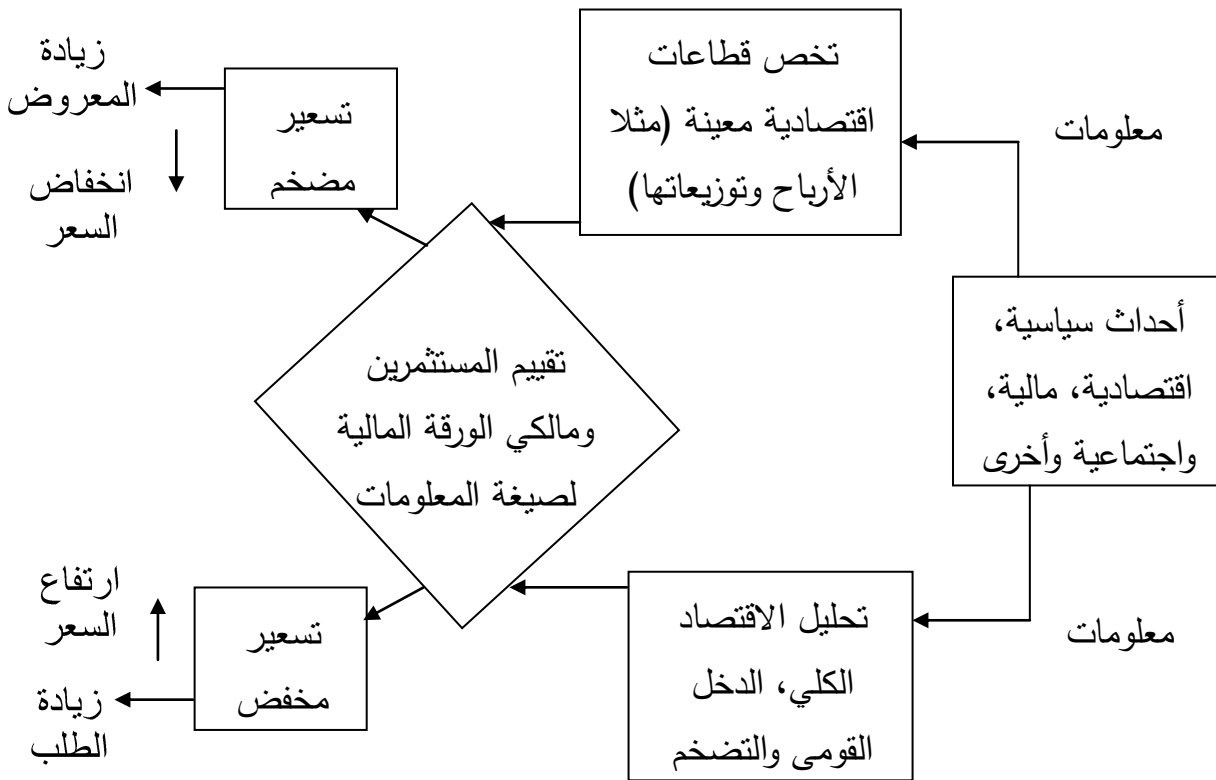
<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 54.

<sup>3</sup> - رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص 112.

<sup>4</sup> - أشرف شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، ورقة عمل مقدمة خلال الندوة المنظمة من طرف هيئة سوق الأوراق المالية والسلع، بورصة أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 05 ديسمبر 2005، ص 21.

- ✓ توفر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية المتداولة بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة المخاطرة المرتبطة بها على نحو يلبي رغبات المستثمرين؛
- ✓ سن التشريعات ووضع القواعد والأحكام المنظمة لعمليات الإفصاح، وإلزام المستثمرين على احترام المبادئ الرئيسية في عملية الإفصاح عند إعداد القوائم المالية، والتي تتلخص في مبدأ الاستمرارية في تدفق المعلومات كمبدأ التوقيتات الزمنية لإجراءات الإفصاح، ومبدأ المعاملة العادلة في الحصول على المعلومات، ومبدأ دقة وصحة المعلومات المفصح عنها بحيث لا تكون مضللة وغير مبالغ فيها، وتبدو هنا أهمية المعايير المحاسبية الدولية في توحيد الاجراءات والممارسات المحاسبية دون قدرة مديري الشركات على اصطناع التأثير على أسعار الأسهم عن طريق تضخيم الربح المحاسبي، ومن ثم اصطناع أسعار غير حقيقية للأسهم المتداولة.

الشكل رقم (05): المعلومات وآلية تسعير الورقة المالية



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بأوراق مالية - تحليل إدارة -، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004، ص133.

يتضح من الشكل أن دراية المستثمر وحملة الأوراق المالية بظروف سوق رأس المال والبيئة الاقتصادية العامة، يساهم في تحديد دقيق لتوقعاتهم بمستقبل الاستثمارات، والعوائد المتوقع استلامها، فإذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات، طبقا لطبيعة المعلومات المستلمة فإن الأسعار المطروحة في السوق وفي لحظة زمنية معينة لا تعكس جدوى الاستثمار بالأوراق المالية، مما يدفع بالمتعاملين بعرض كميات كبيرة محاولة للحد من الخسائر المحتملة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار، أما إذا كانت التوقعات تشير إلى تفاؤل المستثمرين بمستقبل الاستثمارات وعوائدها، وفقا لطبيعة المعلومات المستلمة سواء المتعلقة بالاقتصاد ككل أو على مستوى القطاع أو الشركة المصدرة للورقة المالية، فإن الأسعار المطروحة في السوق تعتبر مخفضة من وجهة نظر المتعاملين، أي لا تعكس القيمة الحقيقية للورقة، فيزداد الطلب وترتفع الأسعار رغبة من المستثمرين بشراء التدفقات النقدية المتوقع استلامها مستقبلا، وتجدر الإشارة هنا أنه بالرغم من أهمية المعلومات ودورها، فإنه لا يجب استبعاد سلوك المستثمر الذي تحكمه عوامل شخصية تعكس رغباته وميوله في تفسير المعلومات، وتعبر عن طموحات ومخاوف تجاه تحركات الأسعار مستقبلا، وعلى هذا الأساس فإن سعر السهم في السوق يمثل القيمة النقدية عند لحظة زمنية محددة كانعكاس لعوامل العرض والطلب وسلوك المستثمر اتجاه ظروف السوق (التشاؤم والتفاؤل) ليكون هذا السعر المرغوب دفعه من قبل المستثمرين والمتعاملين في السوق ومعبرا عن مدى تحسبهم لمخاطر الورقة المالية لاسيما في الأجل الطويل.<sup>1</sup>

مما سبق تبدو العلاقة العضوية بين الإفصاح عن المعلومات والاستثمار في سوق الأوراق المالية في غاية من الأهمية، إذ من غير الممكن أن تكون هناك بورصة للأوراق المالية تتسم بقدر من الكفاءة دون توفر المعلومات اللازمة لعملية الاستثمار بل يستحيل من الناحية النظرية أن تتحرك الأسعار في السوق دون توفر المعلومات.

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص ص 133-134.

## المبحث الثاني: صيغ كفاءة سوق رأس المال

تعتبر الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلق، حيث تعكس كفاءة سوق رأس المال جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، ولتحديد أي المعلومات التي يمكن للمستثمر أن يستعملها للوصول إلى سعر قريب من السعر الحقيقي للورقة المالية لابد من دراسة الصيغ المختلفة أو ما يعرف بمستويات كفاءة أسواق رأس المال.

### المطلب الأول: فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق رأس المال

خصص هذا المطلب لتحديد مفهوم فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق رأس المال، وأهم النماذج المعتمدة لقياس هذا الفرض، ثم توضيح العلاقة بين الكفاءة والحركة العشوائية للأسعار.

#### أولاً: مفهوم فرض الصيغة الضعيفة

تقضي هذه الفرضية بأن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأسهم كالأسعار وحجم التعاملات السابقة، حيث أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم في الماضي بالكامل.<sup>1</sup>

يعني فرض الصيغة الضعيفة أن سعر الورقة المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط، أي أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماماً عن التغيرات التي حدثت في الماضي، وتعرف هذه الظاهرة بنظرية "الحركة العشوائية للأسعار"، حيث يتسم وصول المعلومات الجديدة إلى السوق بالعشوائية، إذ تصل المعلومات مستقلة عن بعضها البعض، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات أو نوعيتها مما يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائية.<sup>2</sup>

ومن خلال مفهوم الفرضية الضعيفة فإنه يمكن أن نستنتج خصائص ومميزات السوق الضعيف على النحو التالي:<sup>3</sup>

- ✓ عدم وجود خبرات استثمارية جيدة لدى المستثمرين؛
- ✓ عدم وجود حجم تداول عالي أي أن قدرة المستثمرين المالية محدودة؛

<sup>1</sup> - خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص 93.

<sup>2</sup> - أسماء أيمن، تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على كفاءة الأسواق المالية العربية - دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة 2005-2010 -، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013-2014، ص 19.

<sup>3</sup> - غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 150-151.

- ✓ الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية شركات تعود لعائلات، وليس لعدد كبير من المساهمين أو يسيطر عليها عائلات معينة؛
- ✓ عدم وجود رقابة على السوق بشكل جيد.

الجدير بالذكر أن الدراسات الميدانية استخدمت مداخل مختلفة لاختبار فرض الصيغة الضعيفة مثل سلاسل الارتباط، اختبار الأنماط وقواعد التصفية، وقد كان الهدف من استخدام هذه النماذج الإحصائية هو تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار، وتوصلت هذه الدراسات إلى تأكيد صحة فرض السوق الكفاء من الشكل الضعيف مما يعني رفض الفكرة التي يقوم عليها التحليل الفني والتي ترى أنه يمكن دراسة التغيرات في سعر السهم خلال فترة ماضية بهدف التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل.<sup>1</sup>

وفيما يلي عرض مختصر لهذه النماذج:

**1- سلسلة الارتباطات:** حيث يتم قياس معامل الارتباط بين التغير في سعر سهم معين خلال فترة زمنية معينة على أن تكون هذه الفترة قصيرة، وذلك لإثبات نظرية الحركة العشوائية للسوق ويتم استبعاد المدى الطويل لاستبعاد احتمال وجود نمط معين لاتجاه الأسعار، غير أن السبب الرئيسي للإعتماد على المدى القصير هو تناسب ذلك مع المدة التي يحاول فيها المستثمرين التنبؤ بالأسعار المستقبلية بناءً على المعلومات الماضية في البورصات نتيجة للملاحظات التجريبية التي يقومون بها.<sup>2</sup>

**2- اختبار الأنماط:** يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار، وذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات حيث:

(+) تعني حركة سعرية بالزيادة؛

(-) تعني حركة سعرية بالنقصان؛

(0) تعني عدم وجود حركة.

<sup>1</sup> محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2007، ص86.

<sup>2</sup> سمية بلجبلية، مرجع سبق ذكره، ص ص37-38.

كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغيير، ومن خلال متابعة التغيرات التي تحدث في سعر ورقة مالية ما يمكن الحكم على مدى عشوائية الحركة السعرية، أو مدى وجود اتجاه معين للحركة السعرية.<sup>1</sup>

3- قواعد التصفية: لقد اعتبر العديد من الفنيون بأن مدخل تحليل الارتباط أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المتعددة لحركة الأسعار، واقترحوا بديلاً واقعياً لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، وهو ما يعرف بقواعد التصفية، حيث توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية التي اقترحها الفنيون<sup>2</sup>:

3-1 المجموعة الأولى: والتي تقوم على أن الارتفاع في السعر بنسبة معينة مؤشراً يعتمد عليه في قرارات الشراء، وأن الانخفاض في السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً سلبياً لقرار البيع.

3-2 المجموعة الثانية: هي مجموعة الدورات الموسمية، والتي تقضي بأن فصل الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار وفصل الشتاء هو موسم انخفاض الأسعار.

3-3 المجموعة الثالثة والرابعة: والتي تتمثل في المتوسط الحسابي للأسعار، وكذا القوة النسبية لسعر الورقة المالية، حيث يمكن للمستثمر أن يختار التوقيت الملائم لمختلف قراراته الاستثمارية.

### ثانياً: العلاقة بين الحركة العشوائية للأسعار وكفاءة سوق رأس المال

هناك علاقة وثيقة بين هذين المفهومين، فالسوق الكفاء هو الذي تتحرك فيه الأسعار عشوائياً، هذه الأخيرة تعرف بظاهرة "الحركة العشوائية للأسعار" التي سبقت بزمان طويل جهود الباحثين المهتمين بموضوع كفاءة السوق، هذا وقبل أن تكشف عن أبعاد العلاقة بين المفهومين سوف نعرض سرد تاريخي مختصر لاكتشاف تلك الظاهرة التي يرجع اكتشافها في عام 1900م إلى باحث فرنسي يدعى "لويس باشيليه" "Louis bachelier"، فلقد أسفرت متابعته للتغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع على أنها تفتقد وجود أي ترابط بينها، بما يؤكد على عدم وجود نمط محدد لحركة الأسعار، وقد علّق على ذلك بالقول بأن المضاربة في تلك السوق هي لعبة عادلة، حيث لا يمكن للبائع أو المشتري أن يضمن تحقيق الأرباح على حساب غيره، بل وأضاف أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع تعد في حقيقة الأمر تقديراً غير متحيز للسعر الذي سوف يسود في السوق الحاضرة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، وهذا يعني بمفهوم كفاءة

<sup>1</sup>- أسماء أيمن، مرجع سبق ذكره، ص 19.

<sup>2</sup>- خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص 95.

السوق أن الأسعار الحالية تعكس الظروف التي يتوقع أن تسود في التاريخ المحدد للتنفيذ، والتي على ضوءها تتحدد الأسعار في ذلك التاريخ، وبعبارة أخرى أن الأسعار الحالية تعكس المعلومات المتاحة عن السوق في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد. يتضح من ذلك أن الفرض الأساسي الذي يقوم عليه مفهوم كفاءة السوق في كون أن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، ومن ثم فإنهم يسعون جاهدين - كل منهم في استقلال عن الآخرين- لتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، وبما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات، غير أنه لما كانت المعلومات ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي أو غير منظم، وأن الأخبار التي تنطوي عليها قد تكون سارة أو غير سارة، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار في سوق رأس المال، فالحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ لا بد أن تكون عشوائية.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: فرض الصيغة شبه القوية لكفاءة سوق رأس المال

تفترض الصيغة شبه القوية بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية المرتبطة بالأسعار، بل تعكس إلى جانب ذلك كافة المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين سواء كانت المعلومات خاصة بالاقتصاد الوطني ككل أو بالقطاع أو بالمنشأة ذاتها، أو خاصة بالبيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية المتضمنة لمعلومات عن العائد والتوزيعات والتحسينات المدخلة على المنتج،<sup>2</sup> بحيث تستجيب سوق الأوراق المالية للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات، لينعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية، وبالتالي يصعب على المستثمر أن يحقق أرباح غير عادية نظرا لتعديل السعر وفقا للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة، وقصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات الجديدة وبين السعر في ظل هذه المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن تحقيقها محدودة إلى حد كبير.<sup>3</sup>

اختلفت بعض الدراسات في اختبارها لفرض السوق الكفاء من النوع شبه القوي، حيث أثبت بعضها سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المالية بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر لتحقيق عوائد غير عادية على حساب الآخرين، وتعتبر هذه النتيجة بمثابة تأكيد للصيغة شبه القوية، في حين

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص ص515-516.

<sup>2</sup>- محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 03، جامعة سطيف، 2004، ص85.

<sup>3</sup>- بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، تخصص نقود وبنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2012-2013، ص79.

كشفت دراسات أخرى أن الأسعار لا تعكس بسرعة تامة كافة المعلومات وانعكاسها على سعر الورقة المالية، مما يعطي فرصة لبعض المستثمرين لتحليل ودراسة هذه المعلومات، ومن ثم تحقيق الأرباح غير العادية كنتيجة لذلك، ويعد هذا الاستنتاج بمثابة رفض صريح لفرضية الصيغة شبه القوية لكفاءة سوق رأس المال.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: فرض الصيغة القوية لكفاءة سوق رأس المال

تعكس فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية جميع المعلومات، والمتمثلة في المعلومات التاريخية التي تخص بما حدث من تغيرات على الأسعار، وحجم التبادلات للأوراق المالية في الماضي، إضافة إلى تلك المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة كأعضاء إدارة الشركة المصدرة للسهم وأعضاء مجلس إدارتها، إن هذا النمط من المعلومات لا يكون دائماً متاحاً للسوق ككل ما يجعل من فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية أقرب إلى المثالية منه إلى الواقع.<sup>2</sup>

ولقد اختبر بعض الباحثين صيغة الفرض القوي بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين، يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على المعلومات، لا تتاح للجمهور بذات السرعة وهم العاملون بالمؤسسة ومديرو المؤسسات المالية.<sup>3</sup>

- **العاملون بالمؤسسة:** يمتلك كبار العاملين بالمؤسسة ميزة المعرفة بسرعة عن باقي المستثمرين ولذلك يمكن أن يتم اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية لمعرفة مدى قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية، غير أن العديد من الدراسات أثبتت أنهم يمكن أن يحققوا أرباحاً غير عادية قد تفوق المستثمر العادي لأنهم على دراية بالمعلومات قبل أن تتداول بين الجميع، وتأسيساً على ما أوضحتها الدراسات بشأن قدرة كبار المتعاملين في المؤسسات على تحقيق أرباح غير عادية مما يعني عدم وجود سوق للكفاءة في شكلها القوي بشكل عملي، فإن هذا قد يعني قدرة المؤسسات على تبني استراتيجيات استثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية طالما أن السوق ليست بالدرجة المرتفعة من الكفاءة التي تحول دون تحقيق ذلك.<sup>4</sup>

<sup>1</sup>- Dimson, Mussavian, *Abrief History of Market Efficiency*, WP published in European Financial Management, London Business Schools, 1998, p p 4-5.

<sup>2</sup>- بن أمير بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص ص 80-81.

<sup>3</sup>- إيهاب الدسوقي، *اقتصاديات كفاءة البورصة*، دار النهضة العربية، الإسكندرية، 2000، ص 60.

<sup>4</sup>- المرجع السابق، ص 60.

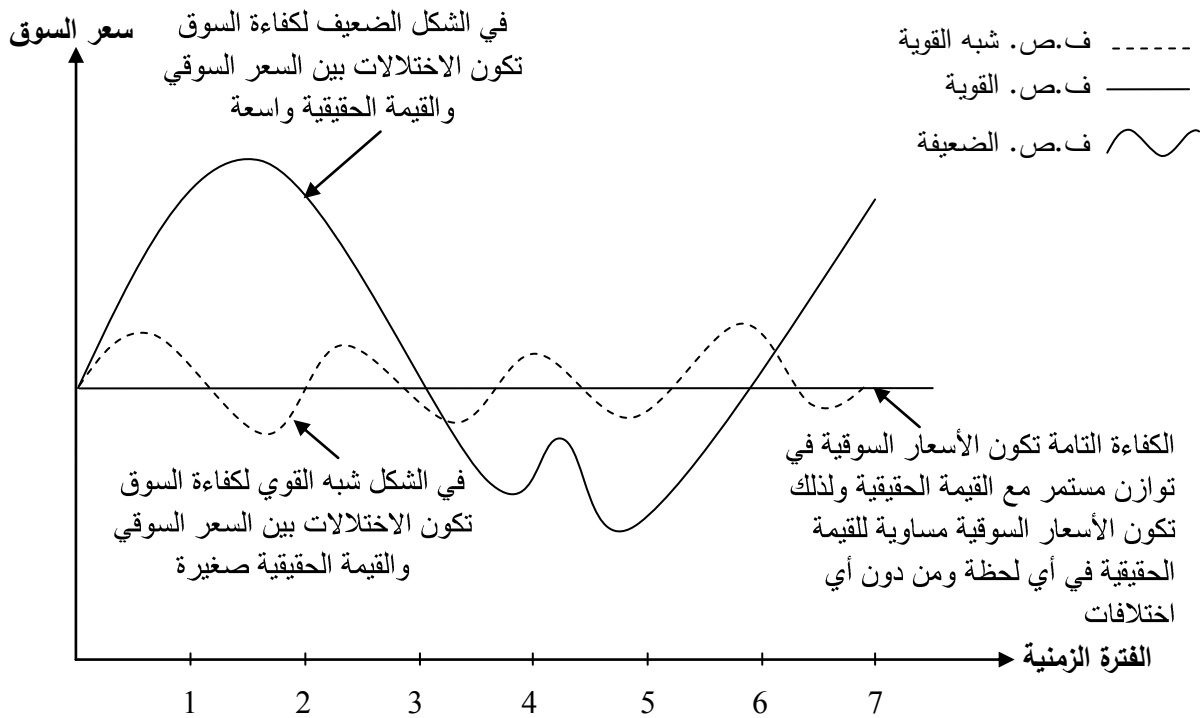


- مديرو المؤسسات المالية: يمتلك مديرو المؤسسات المالية مثل صناديق الاستثمار القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما يستطيعون استخدام أدوات التحليل، ومن ثم إمكانية توقع اتجاه السوق، وقد تم اختبار هذه الصيغة من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبل هذه المؤسسات بالمقارنة بما يحققه المستثمر العادي، ولقد جاءت العديد من الدراسات في هذا الشأن لتؤكد عدم مقدرة المستثمرين المؤسسين على تحقيق أداء أفضل من ذلك الخاص بالسوق، بمعنى عدم إمكانية تحقيق أرباح متميزة على حساب المستثمر العادي الذي يسير محفظته المالية وفق إستراتيجية الاستثمار<sup>1</sup>.

### المطلب الرابع: صيغ كفاءة سوق رأس المال وعلاقتها بالمعلومات

تعتبر المعلومات عنصراً أساسياً وفعالاً في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية وذلك بمختلف مستوياتها، والشكل التالي يوضح الصيغ الثلاثة لكفاءة سوق الأوراق المالية:

#### الشكل رقم (06): الصيغ الثلاثة الخاصة بكفاءة سوق رأس المال



المصدر: بن أحمد بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب -، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، الجزائر، عدد 02 /2013، ص 239.

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص 60.

ويتضح منه الآتي<sup>1</sup>:

- يمثل المنحنى (ف.ص. شبه القوية) الشكل شبه القوي لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية صغيرة؛
- يمثل الخط (ف.ص. القوية) السعر السوقي ويعكس الكفاءة التامة للسوق، والتي يمثلها فرض صيغة السوق القوي، حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة وبدون أي اختلافات؛
- يمثل المنحنى (ف.ص. الضعيفة) الشكل الضعيف لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية واسعة.

ويمكن تقسيم نظريات الكفاءة في سوق رأس المال إلى ثلاث مستويات كل مستوى يرتبط بنظام معين من المعلومات كما هو ظاهر في الجدول التالي:

الجدول رقم (03): مستويات كفاءة أسواق رأس المال بالاعتماد على طبيعة المعلومات

| المعلومات / مستوى الكفاءة  | تاريخية | حالية عامة | داخلية خاصة |
|----------------------------|---------|------------|-------------|
| الكفاءة بالمستوى الضعيف    | X       |            |             |
| الكفاءة بالمستوى شبه القوي | X       | X          |             |
| الكفاءة بالمستوى القوي     | X       | X          | X           |

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على المعطيات السابقة.

يوضح الجدول الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال من صيغة ضعيفة تعتمد على المعلومات التاريخية حول الأسعار منعكسة في الأسعار الحالية، والتي لا يمكن لأي مستثمر الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات في المستقبل، إلى صيغة شبه القوية والتي تعكس الأسعار الحالية بالإضافة إلى المعلومات التاريخية حول الأسعار، وأخيرا الصيغة القوية ومفادها أن تعكس

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

الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة بحيث لا يمكن لأي من المستثمرين استخدام معلومات غير متاحة لغيرهم بهدف تحقيق أرباح غير عادية.

ترتبط كفاءة سوق رأس المال أساسا بالمعلومات بمختلف مستوياتها، إذ تعد عاملا أساسيا وحاسما في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم تحديد مستوى كفاءة السوق وباختلاف مضمون ونوعية هذه المعلومات تختلف درجة كفاءة السوق من ضعيف، شبه القوي أو القوي، ويعني هذا من الناحية التطبيقية أن السوق قد تكون كفؤة بالنسبة لنظام معين من المعلومات وقد تكون غير كفؤة بالنسبة لنظام آخر، وهذا ما سيتم اختباره في الجانب التطبيقي.

### المبحث الثالث: تحليل الأوراق المالية

من بين أشهر أساليب تحليل الأوراق المالية وأكثرها انتشارا التحليل الأساسي والتحليل الفني، إذ يعتبران مدخلين مختلفين يستخدمان أساليب تحليل مختلفة، فالأول يبحث في إيجاد القيمة الحقيقية للأسهم أما الثاني فيسعى إلى التنبؤ بمستقبل الأسعار، وأساس هذا الاختلاف القائم بين الأسلوبين هو موضوع كفاءة الأسواق.

#### المطلب الأول: التحليل الأساسي

يتضمن التحليل الأساسي دراسة شاملة للمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر في أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في البورصة، إذ يعتمد على تحليل الظروف الاقتصادية المحلية والدولية وعلى مستويات متعددة، كما أنه يهتم بظروف الصناعة التي تنشط بها المؤسسة المصدرة للورقة المالية وكذا حال والوضع المالي بهذه المؤسسة.

#### أولا: تعريف التحليل الأساسي

يعرف التحليل الأساسي على أنه ذلك "التحليل الذي يهتم بتحليل المحددات المؤثرة على سعر السهم كنتك الخاصة بالأرباح المتوقعة، الأمر الذي يتطلب دراسة مستقبلية للظروف الاقتصادية الدولية والمحلية وتأثيرها على الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة وتحليل ظروف الصناعة وتحليل المؤسسة بحد ذاتها".<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 283.

كما يعرف أيضا على أنه "التحليل الذي يقوم على أن أسعار الأوراق المالية التي تعكس صورة النشاط الاقتصادي على مستوى كل من الاقتصاد الكلي، ثم اقتصاديات القطاع أو الصناعة الذي تنتمي إليه الشركة المصدرة للسهم أو السند، وانتهاء بظروف ونشاط الشركة نفسها".<sup>1</sup>

كذلك يعرف على أنه عبارة عن "عملية تقييمية يسعى المحلل من خلالها إلى تحديد سعر الأصل المالي من خلال التنبؤ بما ستحققه المؤسسة من أرباح، وهذه الأخيرة تتحقق في ظل مجموعة من الظروف العامة والخاصة التي ينبغي دراستها وتحليلها".<sup>2</sup>

يهتم بالتحليل الأساسي المستثمرون الحاليون أو المحتملون سواء الأفراد أو المؤسسات ويهدف إلى<sup>3</sup>:

- ✓ التعرف على القيمة العادلة لأسهم المؤسسة؛
- ✓ تقييم القوة الإرادية للمؤسسة والعائد على الاستثمار فيها؛
- ✓ تقييم هيكل رأس مال المؤسسة؛
- ✓ تقييم مديونية المؤسسة في الأجل القصير والطويل؛
- ✓ تقييم الفرص المستقبلية للاستثمار في المؤسسة ومعدلات النمو المتوقعة؛
- ✓ تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والتنبؤ بالعسر المالي أو تعثر المؤسسة.

### ثانيا: مضمون التحليل الأساسي

يمر التحليل الأساسي بثلاث مراحل، فيهتم بتحليل الظروف الاقتصادية ثم الظروف الصناعية، وذلك من أجل معرفة الصناعة الناجحة، وأخيرا يهتم بتحليل ظروف المؤسسة لمعرفة أفضل المؤسسات داخل الصناعة الناجحة وبناء على هذا سوف نتطرق لكل من هذه المراحل.

#### 1- تحليل الظروف الاقتصادية:

يقوم تحليل الظروف الاقتصادية على<sup>4</sup>:

<sup>1</sup>- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص133.  
<sup>2</sup>- الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية - دراسة حالة الجزائر -، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، المدرسة العليا للتجارة، جامعة الجزائر 03، 2005، ص231.  
<sup>3</sup>- عبد الرؤوف رابعة، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق والسلع، أبو ظبي، 2006، ص40.  
<sup>4</sup>- خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص55.

يسعى المحلل إلى البحث واكتشاف حالة الظرف الاقتصادي (رواج أو انكماش)، كذلك تتبع نتائج السياسة الاقتصادية وذلك من خلال السياستين المالية والنقدية ومدى تأثيرها على المجمعات الكبرى والحسابات الوطنية، كحجم الإنفاق، معدلات البطالة، معدلات التضخم الضرائب، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، معدل النمو... الخ.

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

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

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

إن هذه المؤشرات مهمة في تشخيص وضعية الاقتصاد، فعلى سبيل المثال نجد أن تغير الناتج الداخلي الخام من فترة إلى أخرى يعتبر مقياسا لمعدل نمو في الاقتصاد، وبذلك فإن نموه بشكل مستقر دلالة عن صحة الاقتصاد والعكس صحيح، كذلك تعتبر البطالة دليلا على حالة الرواج والانكماش في الاقتصاد، كما يفيد التضخم في الكشف عن الوضع الاقتصادي ويفيد في التنبؤ بسلوك البنك المركزي بشأن معدلات الفائدة الموافقة لحالة معدل التضخم، ونجد أيضا مؤشرات أخرى تفيد في تشخيص الوضعية الاقتصادية، والتنبؤ بسلوك السياسة النقدية والمالية ومالها من تأثير على بعض المؤشرات الهامة للمتعاملين في بورصات القيم كأسعار الفائدة ومعدلات الضرائب وغيرها، وسنعمد على بعض هذه المتغيرات في دراستنا التطبيقية.

## 2- تحليل ظروف الصناعة:

يعتبر تحليل ظروف الصناعة الخطوة الثانية في التحليل الأساسي، حيث تكمن أهمية تحليل ظروف الصناعة في التباين بين أداء الصناعات المختلفة، وبالتالي يوضح التحليل الصناعات المتميزة التي يمكن الاستثمار في المؤسسات التي تنتمي إليها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>- المرجع السابق، ص 55.

ويمكن تعريف الصناعة بأنها مجموعة من الشركات التي تقدم سلعا أو خدمات، والتي تعد بديلا لبعضها البعض، وبالتالي تواجه ظروف اقتصادية واجتماعية وقانونية وتكنولوجية متشابهة. فدراسة ظروف الصناعة تمكن من تحديد اتجاهات الصناعات المختلفة خاصة فيما يتعلق بالعائد أو المخاطرة، وقد أظهرت نتائج كثير من الدراسات أن أداء الصناعة لا يكون ثابتا مع مرور الزمن، وأن العائد يختلف من صناعة إلى أخرى، وأنه غير مستقر وغير ثابت، كما أن درجة المخاطرة هي الأخرى تختلف من صناعة إلى أخرى، هذه الاختلافات ناتجة من علاقة الاقتصاد بالقطاع، وكذا نوع الصناعة فقد توجد صناعات مرتبطة بالدورات حيث تتأثر بشدة بالظروف الاقتصادية السائدة من رواج أو كساد، فتزدهر مبيعاتها مع ازدهار وانتعاش الاقتصاد، وتتنخفض مع موجات الكساد، هناك صناعات أخرى دفاعية تزدهر إذا ازدهر الاقتصاد غير أنها تتكشم بمعدل أقل من معدل الانكماش الذي قد يصيب الاقتصاد.<sup>1</sup>

إن تحديد نوع الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة تمكن المحلل من تحديد مجالات الاستثمار المختلفة، وذلك بدراسة مجال الاستثمار وتحليل أثرها على المؤسسات ومن ثم على الأوراق المالية لهذه المؤسسات.

### 3- تحليل وضعية المؤسسة:

يعد تحليل وضعية المؤسسة الخطوة الأخيرة في التحليل الأساسي، حيث يهتم المحلل بتحليل المؤشرات المالية للمؤسسة نفسها لاختيار أفضل المؤسسات، وذلك من خلال تقدير القيمة الحقيقية لسعر الورقة المالية للمؤسسة، حيث يساعد تحليل المتغيرات المالية للمؤسسة على اتخاذ القرار الاستثماري لأنه يوفر معلومات عن ربحية المؤسسة ومستقبلها، ويعتمد التحليل المالي على تحليل القوائم المالية المختلفة مثل: الميزانية وقائمة الدخل وقائمة التدفقات المالية، كما يهتم بتحليل كل المتغيرات المالية مثل: الأرباح وعائد الأصول والمخاطر... الخ، ويهدف هذا التحليل إلى تقدير القيم الحقيقية للورقة المالية، ففي حالة أن سعر التداول كان أعلى من القيمة الحقيقية للسهم فإن قيمته السوقية تكون مرتفعة، وبالتالي يكون قرار الاستثمار هنا التخلص من هذا السهم والعكس صحيح.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية - دراسة حالة الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012، ص94.

<sup>2</sup> - خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص56.

الشكل رقم (07): مضمون التحليل الأساسي



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص425.

### المطلب الثاني: التحليل الفني

ترجع بداية التحليل الفني إلى نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، ولقد تبلورت مبادئه الأساسية بمتابعة أسعار الأسهم في البورصات الأمريكية، فهو يعبر عن فن قراءة السوق وقراءة الأسهم المتداولة فيه بالاعتماد على المعلومات المعلنة، لبناء توقعات بحركة الأسعار المستقبلية خلال فترات محددة.

### أولاً: تعريف التحليل الفني

لقد تعددت الدراسات حول تعريف التحليل الفني لدى جميع المهتمين بالسوق المالي وبين المحللين الفنيين في أسواق الأوراق المالية في هذا المجال، وسنكتفي بذكر أهمها:

فالتحليل الفني حسب "جون مورفي" "John Murphy" هو "دراسة حركة السوق بالاعتماد على الرسومات البيانية وذلك بغية التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً".<sup>1</sup>

فجون مورفي يرى بأن التحليل الفني ما هو إلا دراسة لتطور سوق مالي معين، المبنية أساساً على الرسومات البيانية، وذلك بهدف التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية، وهذا يعني أن التغير في مستوى أسعار الأسهم في السوق يمكن التنبؤ به، وأن الأسعار لا تتحرك بشكل عشوائي حسب ما تنص عليه فروض كفاءة الأسواق، وهكذا يقوم المحلل الفني بجمع البيانات التاريخية عن حركة أسعار الأسهم في السوق، ثم يعمل على صيغتها في جداول ثم يقوم على أساسها بوضع رسومات

<sup>1</sup> - صافية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007-2010، رسالة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، ص103.

بيانية "Charts" تمكنه من متابعة التطور في الاتجاه بشكل أفضل، واعتمادا على هذه البيانات يحاول المحلل الفني الإجابة عن السؤالين التاليين<sup>1</sup>:

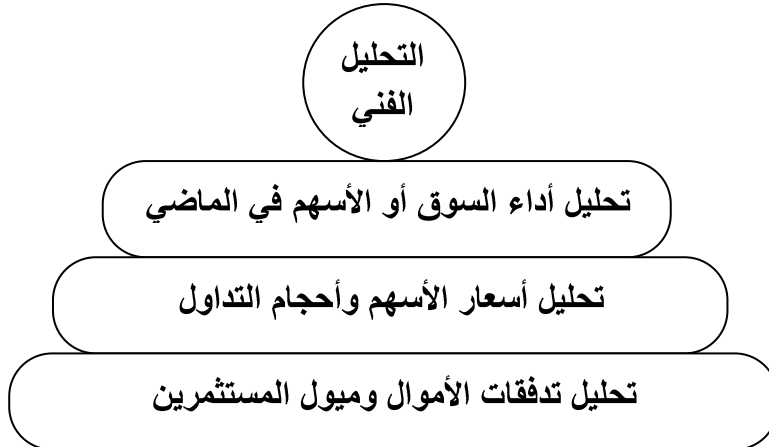
- ما هي الأوراق المالية التي يجب أن يشتريها المستثمر أو يبيعها؟

- ما هو التوقيت المناسب للقيام بهذه العمليات؟

كما يعرف التحليل الفني أيضا بأنه ذلك "الأسلوب الذي يقوم بالتنبؤ بحركة أسعار الأوراق المالية في الماضي، ومن خلال هذه الحركة يتم اكتشاف النمط لتلك الحركة، وعليه يتم تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأوراق المالية ويساعد في التنبؤ بحركاتها في المستقبل".<sup>2</sup>

وفي تعريف آخر هو "جمع المعلومات عن سوق الأوراق المالية سواء على مستوى أسعار الأسهم(مؤشرات سوق الأسهم لمتوسطات الصناعة) أو أسعار الأسهم الفردية، فأسعار الأسهم تعكس التغيرات في اتجاهات المستثمرين وانطباعاتهم بخصوص العوامل الاقتصادية، النقدية السيكلوجية، لذلك فالتحليل الفني يهدف إلى الكشف عن اتجاهات تلك التغيرات في مراحلها المبكرة، واتخاذ القرار الاستثماري المناسب إلى أن يتضح أن هناك من الدلائل والمؤشرات على انعكاس هذا الاتجاه".<sup>3</sup>

### الشكل رقم (08): مضمون التحليل الفني



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص426.

<sup>1</sup>- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص320.

<sup>2</sup>- Philippe Gillet, **Les Marchés Financiers Efficients**, Edition Economica, paris, 1999, p40.

<sup>3</sup>- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص211.



### ثانياً: الافتراضات الأساسية للتحليل الفني

يعتمد المحللون في قراراتهم على فحص البيانات السابقة للأسعار وبيانات الحجم والتداول وذلك لتحديد اتجاهات السوق السابقة والتي يمكن من خلالها التنبؤ بالسلوك المستقبلي للسوق ككل والأوراق المالية الفردية، ويتم الاستشهاد بعدة افتراضات وهي<sup>1</sup>:

- 1- تتحدد القيمة السوقية لأي سلعة أو خدمة من خلال تفاعل قوى العرض والطلب؛
- 2- هناك عدة عوامل تحكم العرض والطلب بعضها منطقية ومعقولة (معلومات مالية لها علاقة بالشركة) وبعضها غير منطقية (ميول ورغبات وتخمينات المستثمرين)، وتؤدي آلية السوق دور الموازنة بين هذه العوامل لتحديد الأسعار الملائمة؛
- 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 للتحول في العلاقات ما بين العرض والطلب يمكن تحديدها آجلاً أم عاجلاً من خلال حركة السوق نفسه.

وإذا كان كل من الافتراضين الأول والثاني مقبولين، سواء من الفنيين أو غيرهم لأن أي شخص يوافق على سعر الورقة المالية (أو سلعة أو خدمة)، يتم تحديده من خلال التفاعل بين قوى العرض والطلب عليه، وبالإضافة إلى ذلك فإن هناك عدة متغيرات تحكم العرض والطلب والاختلاف الوحيد في الرأي بخصوص تأثير العوامل غير المعقولة، حيث ينظر إليه المحللون الفنيون إلى أنها سوف تظل لبعض الوقت، بينما ينظر إليه المحللون الآخرون إليها على أن تأثيرها قصير الأجل مع معتقدات معقولة تسيطر على المدى الطويل، وبالتأكيد فإن كل فرد يتفق على أن السوق يقوم باستمرار بتقييم هذه العوامل<sup>2</sup>.

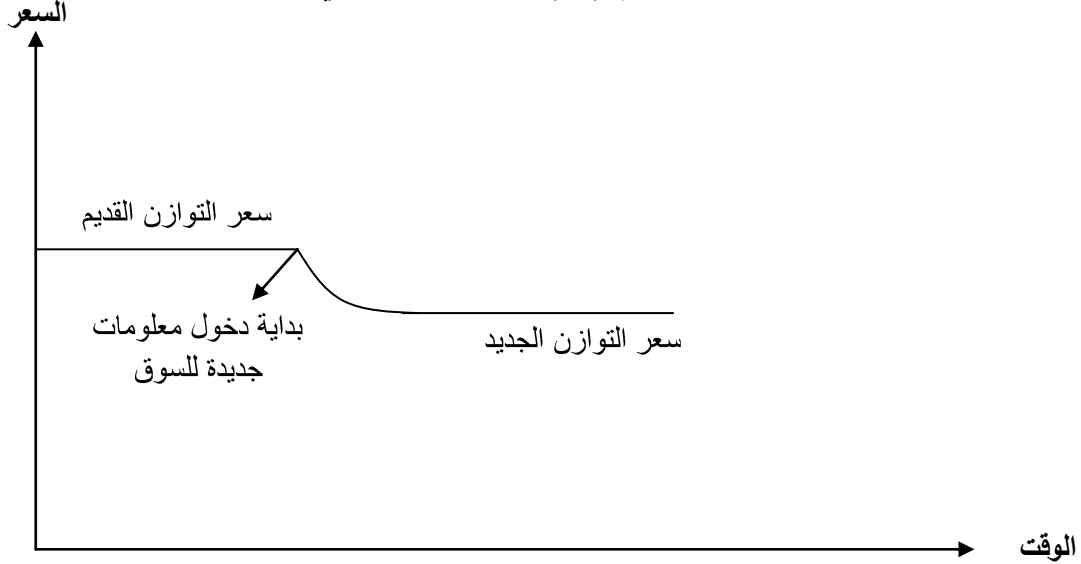
هناك اختلاف كبير في الرأي نشأ حول الفرض الثالث للمحللين الماليين عن سرعة تغير أسعار الأسهم مقارنة بالتغيرات في العرض والطلب، ويتوقع المحللون التقنيون أن تتحرك أسعار الأسهم في اتجاهات تستمر لفترة طويلة نسبياً، ويرجع السبب في ذلك إلى أن المعلومات الجديدة التي تؤثر على العرض والطلب، لا تدخل إلى السوق في نقطة معينة ولكنها تدخل السوق خلال فترة زمنية ممتدة، ويحدث ذلك بسبب اختلاف مصادر المعلومات التي تصل للمستثمرين مبكراً عن الآخرين، وذلك لوجود مجموعات مختلفة داخل السوق تتراوح ما بين المهنيين والمستثمرين

<sup>1</sup>- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص324.

<sup>2</sup>- المرجع السابق، ص325.

تستقبل المعلومات، وتبيع وتشتري الأوراق المالية وفقا لهذه المعلومات، ولهذا فإن سعرها يتحرك نحو نقطة التوازن الجديدة بالتدرج والذي يعكس التدفق التدريجي للمعلومات.<sup>1</sup>

### الشكل رقم (09): التدفق التدريجي للمعلومات



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص326.

يوضح الشكل أن المعلومات الجديدة تسبب انخفاضا في سعر التوازن للورقة المالية، ولكن 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، وذلك 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>2</sup>

### ثالثا: مبادئ التحليل الفني

يعتمد التحليل الفني على ثلاثة مبادئ هي<sup>3</sup>:

1- **السعر يلخص كل شيء**: باعتبار أن سعر السهم يتحدد بمقابلة أوامر البيع والشراء، فكل الأخبار والأحداث والعوامل السيكولوجية ستؤثر على المستثمرين والبائعين، وبالتالي على العلاقة

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص326.

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص326.

<sup>3</sup> - Murphy john, **Technical analysis of the financial market**, new York institute of finance, new York, 1999, p2.

بين العرض والطلب، فعندما يزيد العرض عن الطلب ينخفض السعر والعكس صحيح، لذلك فإن السؤال الرئيسي الذي يسعى المحلل الفني للإجابة عنه هو كيف ستتحرك الأسعار في المستقبل وليس السبب الذي يدفع إلى هذا التحرك.

2- اتجاهات حركة السعر ثلاثة: الهدف من استخدام التحليل الفني هو لمعرفة اتجاه حركة سعر السهم التي تكون إما نحو الارتفاع، وإما نحو الانخفاض وإما حيادية، والاتجاه العام لحركة السعر سوف يستمر في حركته في نفس الاتجاه الذي يسير عليه، حتى تظهر أي إشارة تفي بعكس ذلك.

3- التاريخ يعيد نفسه: المستقبل ما هو إلا تكرار للماضي، ويمكن التأكد من ذلك بمجرد ملاحظة بيان سعر سهم أي مؤسسة، وذلك على مر السنوات السابقة، حيث نلاحظ أن هناك دورات نحو الارتفاع تليها دورات نحو الانخفاض ثم يتكرر النموذج عدة مرات، وتبقى الصعوبة في تحديد توقيت بداية هذه الدورات وهنا يكمن الدور الفعلي للتحليل الفني.

#### ❖ نظرية داو (Dow Theory)

تعتبر نظرية "داو" "Dow" من أقدم وأشهر أدوات التحليل الفني لظروف السوق، ويعود الفضل إلى مؤسسها "تشارلز داو" "Charles Dow" الذي نسبها إلى اسمه، إذ تعتبر هذه النظرية أساس العديد من المؤشرات الفنية منها مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة، وتعتبر من أولى الأعمال التي اهتمت بدمج المعلومات الخاصة بالسعر والحجم معاً لتحليل حركة السوق.<sup>1</sup> تقوم نظرية "داو" على عدة افتراضات ممثلة أساساً في<sup>2</sup>:

- ✓ السوق يلخص كل شيء؛
- ✓ السوق له ثلاثة اتجاهات؛
- ✓ المراحل الثلاث لتشكل الاتجاه العام: فقد قسم "داو" الاتجاه الرئيسي إلى ثلاثة مراحل، المرحلة الأولى للسوق تتمثل في مرحلة التجميع والتي تبدأ بعملية شراء مكثفة من فئة المستثمرين بناء على المعلومات التي يمتلكونها في ظل المعطيات المالية والأخبار حول المؤسسة، أما المرحلة الثانية تبدأ فيها السوق بكسب المزيد من المتعاملين، واجتذاب متعاملين جدد نتيجة ارتفاع أسعار الأوراق المالية، بينما المرحلة الثالثة تتميز بتحسين الوضع الاقتصادي وشيوع استثماري شديد التفاؤل، فيبدأ فيها خروج مستثمري مرحلة التجميع من السوق مستغلين فرصة دخول مشاركين طامعين في تحقيق ثروة سريعة؛

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 427.

<sup>2</sup>- سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 105.

- ✓ يجب أن تعزز مؤشرات السوق بعضها البعض: فإذا ما حقق مؤشر "داو" لقطاع معين اتجاهًا معينًا فيجب أن يكون مصحوبًا بنفس الاتجاه الذي يحققه مؤشر "داو" لقطاع آخر؛
- ✓ حجم التداول يؤكد اتجاه السعر: يجب أن تعزز أحجام التداول اتجاه السعر، إذ تركز نظرية "داو" بشكل أولي على اتجاه حركة الأسعار، وتعتمد على حجم التداول الذي يعتبر القوة المحركة التي تدفع الأسعار لكي تتحرك في اتجاه معين، وبالتالي يزداد الحجم كلما كانت الأسعار تسير في اتجاهها الرئيسي؛
- ✓ يظل الاتجاه فعالًا إلى أن تعطي إشارة انقلاب واضحة، فيفترض أن تواصل الأسعار سيرها في نفس الاتجاه السائد حتى تظهر إشارات محددة تعلن انعكاس مسار الأسعار.

#### رابعًا: أدوات التحليل الفني

- 1- أدوات التحليل الفني لغرض التنبؤ بحركة السوق: تستخدم هذه الأدوات لقياس اتجاه الأسعار في السوق من حيث الصعود والهبوط وتتمثل هذه الأدوات في المؤشرات التالية<sup>1</sup>:
  - أ- مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين: إن هذه المقاييس تقوم بإعطاء اتجاه أسعار الأسهم في المستقبل ومن بين أهم هذه المؤشرات ما يلي:
    - مؤشر الثقة: يعرف هذا المؤشر بمؤشر "بارون للثقة" والذي يحسب كما يلي:

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

- إن هذا المؤشر يقوم على أنه عندما تكون ثقة المستثمرين كبيرة فإن هذا يؤدي إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية ذات المخاطرة الكبيرة.
- إذا كانت قيمة مؤشر الثقة في صعود فهذا يدل على أن الحالة الاقتصادية جيدة، وبالتالي فإن أسعار السوق سوف تتجه نحو الصعود في المستقبل، وأن التوقيت يعتبر ملائمًا 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 ملائمًا للبيع.

<sup>1</sup>- خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص ص 45-49.

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

#### - مؤشر المستويات العليا والدنيا:

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

عدد الأسهم التي حققت ارتفاعا

مؤشر المستويات العليا والدنيا =

عدد الأسهم التي حققت ارتفاعا + عدد الأسهم التي حققت انخفاضاً

كلما اقتربت قيمة مؤشر المستويات العليا والدنيا من الواحد الصحيح، فإنه يدل هذا على أن عدد من الأسهم ارتفعت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل، والعكس فإنه كلما اقتربت 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 هذا المؤشر أقل من 0.1 فإنه يدل على انتهاء مرحلة تدهور الأسعار، أما إذا كانت قيمة هذا المؤشر أكبر من 0.9 فإن هذا يدل على بلوغ حالة الصعود في الأسعار إلى نهايتها وهي في طريقها إلى الانخفاض.

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

**ب- مقاييس وجهة النظر المضادة:** إن هذه المقاييس تقوم على فكرة مفادها أن هناك بعض المستثمرين يتخذون قرارات استثمار خاطئة، وهو ما يقتضي معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين، وبالتالي اتخاذ قرارات عكسية، ومن أكثر المقاييس شيوعاً ما يلي:

- **مؤشر توازن الكميات الكسرية:** إن هذا المؤشر يختص بالصفقات التي لا تزيد الخدمة المقدمة من قبل إدارة السوق ولتكن 100 سهم، والتي عادة ما يبرمها صغار المستثمرين، وبحسب هذا المؤشر كما يلي:

مبيعات الكميات الكسرية

مؤشر توازن الكميات الكسرية =

مشتريات الكميات الكسرية

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

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

**ج- مقاييس المستثمر المحترف:** 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، وتوجد عدة مقاييس تستخدم لمعرفة اتجاه المستثمرين المحترفين منها:

المبيعات على المكشوف للمتخصصين

= مؤشر البيع على المكشوف للمتخصصين

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 0.30 نقطة، فإن هذا يدل بالتأكيد على أن الأسعار ستتجه نحو الصعود، وبما أن الصفقات التي يبرمها المتخصصين تأخذ فترة طويلة قد تمتد إلى أسابيع، فإنه يتوقع أن تكون أحوال السوق متغيرة، وبالتالي فإنه يصعب الاستفادة من نتائج هذا المؤشر.

**2- أدوات التحليل الفني لأسعار الأوراق المالية:** إن المستثمر حين يقوم بتحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه والتوقيت الملائم لذلك فإن عليه أن يقوم بتحليل نمط التغير في أسعار الأوراق المالية، وذلك من خلال جملة من أدوات التحليل نذكر منها ما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup>- المرجع السابق، ص ص50-51.

أ- مؤشر القوة النسبية للسهم: يستخدم هذا المؤشر للكشف عن حالة السوق أو السهم، فإذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغال فيها، فإن هذا يدل على أن عدد كبير من المستثمرين يمتلكون حصص من الأسهم، وبالتالي فإنه من المتوقع أن تتخفف الأسعار عندما يقوم المستثمرين ببيع ما لديهم من الأسهم لتحقيق الربح، أما إذا كان العكس بمعنى أن السوق يمر بمرحلة بيع مغال 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.

ب- خريطة المتوسط المتحرك: يرى المحللون الفنيون أن الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، ولدراسة هذا الاتجاه يمكن حساب المتوسط المتحرك لسعر السهم خلال فترة زمنية معينة، حيث يمكن حساب المتوسط المتحرك على المدى الطويل، المتوسط والقصير. إن هذا المؤشر يساعد على اتخاذ قرار شراء الأوراق المالية على أن تتحقق النقاط التالية:

- أن يكون سعر سهم المتوسط المتحرك متجهًا للصعود؛
- أن يكون السعر الفعلي للسهم أسفل المتوسط المتحرك المتجه للصعود؛
- أن يكون المتوسط المتحرك في لحظة معينة أسفل السعر الفعلي للسهم، ثم يعود للارتفاع دون أن يبلغ المتوسط المتحرك.

ج- خرائط الأعمدة البيانية: تتمثل هذه الخرائط والتي تعتبر الشائعة الاستعمال فيما يلي:

ج-1- خريطة المستويات المساعدة والمقاومة: تقوم هذه الأخيرة على تصور سلوك المستثمرين في المستوى المساعد والذي يمثل السعر المتدني، أما سعر المقاومة فيمثل السعر المرتفع.

ج-2- خريطة الرأس والأكتاف: تعتبر هذه الخريطة من بين أنواع أنماط حركة الأسعار التي يبحث فيها المحلل الفني، حيث نجد في هذا النوع أن الأسعار تزداد لزيادة حجم الصفقات والعكس صحيح.

د- خريطة النقطة والشكل: يتم بناء هذه الخريطة برسم محور رأسي يمثل سعر السهم، أما المحور الأفقي فلا يمثل أي شيء آخر (الزمن أو غيره)، ويتم تسجيل أسعار الأسهم على الخريطة، غير أنه عادة لا يسجل السعر إلا إذا كان التغيير فيه بحجم معين يحدده المحلل.

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

### المطلب الثالث: علاقة كفاءة سوق رأس المال بالتحليل الأساسي والتحليل الفني

بعد التعرف على المبادئ الأساسية لكل من التحليل الأساسي والفني، وعلى أساليب التحليل المختلفة لكل منهما، قد يتبادر للأذهان سؤال حول أيهما أحسن وأنجع لاعتماده في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتحقيق أعلى عائد، لذلك خصص هذا المطلب للمقارنة بين الأسلوبين ثم علاقتهما بالكفاءة في سوق رأس المال.

#### أولاً: إيجابيات وسلبيات التحليل الفني

تتمثل أهم إيجابيات وسلبيات التحليل الفني فيما يلي<sup>1</sup>:

##### 1- إيجابيات التحليل الفني:

- يتفق المحللون على أن أهم مزايا التحليل الفني عدم اعتماده على البيانات المحاسبية والمالية التي يحتاجها المحلل الأساسي، وبالتالي يتفادى المحلل الفني كل المشاكل المرتبطة بهذه المعلومات من حيث عدم توفرها في الوقت المناسب وبالنوعية المطلوبة؛
- السهولة والسرعة، فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار يصبح تطبيقها آلياً وعلى أي عدد من الأسهم؛
- يغلب على التحليل الفني طابع الذاتية، وذلك لأن كل قواعد عمل التحليل الفني تستوجب تفسيرات وتحليلات من طرف المحلل الفني؛
- يعتبر المحلل الفني أن المعلومات التي يحتاجها المحلل الأساسي تصل متأخرة، وفي المقابل المحلل الفني يعتمد على المعلومات المتاحة من السوق، والتي يحصل عليها بشكل منتظم من التقارير اليومية عن حركة الأسعار في السوق المالي؛
- التطورات الحاصلة على مستوى أسواق رأس المال تكون ناتجة عن عوامل اقتصادية وأخرى نفسية ناتجة عن آمال ومخاوف وتوقعات المستثمرين، وفي حين يهمل التحليل الأساسي هذا الجانب بسبب اعتماده المطلق على المعلومات الاقتصادية، فإن التحليل الفني يأخذ بعين الاعتبار هذه العوامل اللاعقلانية، بل ويخصها بالدراسة والتحليل.

<sup>1</sup> - سمية بلجبلية، مرجع سبق ذكره، ص ص126-127.



## 2- سلبيات التحليل الفني:

- لا يمكن للمعطيات التاريخية أن تستعمل في التنبؤ بالأحداث المستقبلية، وهي من أكثر الانتقادات الموجهة للتحليل الفني شيوعاً، على الرغم من أن المدخل الوحيد من أجل وضع صورة واضحة عن المستقبل هو التنبؤ، وهذا لن يكون ممكناً إلا إذا استعملت المعطيات التاريخية؛

- يعترف دعاة التحليل الفني بأن المحلل الأساسي الذي تتوفر له المعلومات والقدرة التحليلية يمكنه أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفني، ولعل أهم أسباب ذلك أن المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرار، ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار؛

- يغلب على التحليل الفني طابع الذاتية، وذلك رغم الاعتماد على البيانات والجدول في إجراء التحليلات لأن الوصول إلى نتائج عملية يتطلب تدخل المحلل الفني لتحليل وتفسير هذه المعطيات والمعلومات، وعندئذ لا يمكنه تجنب الذاتية؛

- التحقق التلقائي للتوقعات، حسب هذا الانتقاد فالمحللون الفنيون يؤثرون على الاتجاه العام من خلال تطبيقهم للنتائج التي وصلوا إليها، وذلك إذا أظهرت تحليلات المحللين الفنيين أن مستويات الأسعار سترتفع وأن سوقاً صعودياً متوقعا، سيقوم كل المستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الفني بالشراء استعداداً لارتفاع الأسعار، ولكن هذا سيؤدي بالطلب إلى الارتفاع وفي النهاية ترتفع الأسعار فعلاً.

## ثانياً: أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

يعرض الجدول رقم (04) أهم الفروق بين كل من التحليل الفني والأساسي.

الجدول رقم (04): مقارنة بين التحليل الأساسي والفني

| وجه المقارنة                   | التحليل الأساسي   | التحليل الفني  |
|--------------------------------|---|--|
| المفهوم                        | - هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة، وظروف الصناعة وظروف المؤسسة؛   | - هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية، وحجم التداول وغيرها)؛  |
| الهدف                          | - تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض؛<br>- تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها إلى محفظة المستثمر، وتلك المسعرة بأكبر من قيمتها؛                                   | - دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات، وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية؛   |
| الافتراضات                     | - أن سوق رأس المال كفاء على الأقل في شكله الضعيف؛<br>- يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار؛   | - تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب؛<br>- العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقية والبعض غير منطقية؛<br>- أن السوق أفضل متنبأ لنفسه؛<br>- أن التحرك من سعر توازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت؛ |
| مصادر البيانات الخاضعة للتحليل | - عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية؛<br>- عوامل متعلقة بالصناعة مثل: دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية؛ | - أن سوق رأس المال غير كفاء؛<br>- عوامل السوق نفسه مثل: أسعار الأوراق المالية، عدد الصفقات، حجم التداول، التوقيت الزمني، اتساع السوق، الجو النفسي، عمليات البيع على المكشوف؛   |
| أدوات التحليل الرئيسية         | - المؤشرات الاقتصادية العامة؛<br>- دورة حياة الصناعة؛<br>- التنبؤ بحالات النمو؛   | - مؤشرات ميول المستثمرين نفسية؛<br>- مؤشرات تدفقات الأموال؛<br>- مؤشرات هيكل السوق؛  |

|   |   |                              |
|---|---|------------------------------|
|   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- تحليل ظروف المنافسة؛</li> <li>- تحليل التطورات التكنولوجية؛</li> <li>- القوائم المالية؛</li> <li>- تحليل السلاسل الزمنية؛</li> </ul>   |                              |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب؛</li> <li>- يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ؛</li> <li>- تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتناسب الظروف البيئية المتغيرة.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني؛</li> <li>- توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة؛</li> <li>- صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.</li> </ul> | <p><b>حدود استخدامها</b></p> |

المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص ص 427-429.

### ثالثاً: كفاءة سوق رأس المال وعلاقتها بالتحليلين الأساسي والفني

لقد كان موضوع كفاءة أسواق رأس المال نقطة الفصل في بناء أكبر استراتيجيات الاستثمار في البورصات، وهي التحليل الأساسي والتحليل الفني، ففي حين يفترض المحللون الأساسيون كفاءة السوق ويعتمدون في دراستهم على تشخيص الواقع الاقتصادي للمؤسسة، كل هذا من أجل الوصول إلى تقييم دقيق للشركة وتحديد واضح لآفاقها المستقبلية، وبناءً على هذه النتائج يتمكن المحلل من تحديد القيمة الحقيقية لأسهم المؤسسة ثم مقارنتها بالقيمة السوقية،<sup>1</sup> فإذا كانت القيمة الحقيقية أكبر أو تعادل القيمة السوقية تعتبر أسهم المؤسسة استثماراً جيداً ويتخذ قرار الشراء، أما إذا كانت القيمة السوقية أعلى من القيمة الحقيقية فتبقى المؤسسة تحت الرقابة إلى أن تطرأ تغيرات في العلاقة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية، فالأساسيون يرون أن أسعار الأسهم الحقيقية والأسعار السوقية يتقلبان معاً، وعلى العكس من ذلك يدعي المحللون الفنيون أن أسعار الأسهم لا تتقلب بهذه الطريقة فهم يفترضون أن أسعار الأسهم السوقية تتقلب بصورة غير كفئة بعيداً عن القيم الحقيقية التي تتقلب عشوائياً، فالتحليل الفني غير معني بتحديد السعر الحقيقي للسهم، فهو لا يهتم بتجميع أو تحليل أي بيانات أو معلومات متاحة (مثل الأخبار الاقتصادية وغيرها)، ذلك لأنه

<sup>1</sup>- سمية بلجبلية، مرجع سبق ذكره، ص 129.

ينصرف في الأساس إلى تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري، فحركة الأسعار في الماضي تعد مؤشرا يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل، وإذا لم تتقلب أسعار الأسهم السوقية بكفاءة مع القيم الحقيقية، فإن التحليل الأساسي يصبح نشاط غير مريح، وبالتالي لا يوجد ما يدعو المستثمر إلى أن يزعم نفسه بتقدير القيمة الحقيقية للأسهم طالما أن أسعار الأسهم السوقية تتقلب بطريقة غير كفئة بعيدا عن قيمتها الحقيقية.<sup>1</sup>

تختلف رؤية التحليل الأساسي والتحليل الفني لموضوع كفاءة سوق رأس المال، فالتحليل الأساسي الذي يعترف بفرض الكفاءة يهدف إلى إيجاد القيمة الحقيقية للأسهم، وذلك عن طريق دراسة وتحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية سواء كانت داخلية أو خارجية ثم دراسة الصناعة التي تعمل بها الشركة محل الدراسة وأخيرا تحليل ودراسة الوضع المالي للشركة، أما المحلل الفني الرافض لمبدأ الكفاءة والحركة العشوائية للأسعار فهو يعتمد على المعلومات والمعطيات التاريخية المأخوذة من السوق نفسه، ويستعملها لإيجاد نمط لحركة أسعار الأسهم وذلك من أجل بناء توقعات مستقبلية لاتجاه الأسعار، ويعتمد المحلل الفني في ذلك على عدد كبير من الأدوات منها المعادلات والمقاييس أو المنحنيات والخرائط.

<sup>1</sup>- سمية بلجبلية، مرجع سبق ذكره، ص 129-130.

## خلاصة الفصل الثاني

تبين لنا من خلال دراسة لكفاءة سوق رأس المال أن السوق الكفاء هو السوق الذي يكون فيه سعر الورقة المالية مساوي لقيمتها الحقيقية، ولا يمكن لأي متعامل فيه تحقيق فرص ربح غير عادية تتجاوز ما حققه غيره من المتعاملين.

وتكمن كفاءة سوق رأس المال في انعكاس كافة المعلومات المتاحة للجميع على أسعار الأوراق المالية، ويمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة، كفاءة كاملة تتحقق عندما لا يوجد فاصل زمني بين صدور المعلومة وانعكاسها على سعر الورقة المالية، وكفاءة اقتصادية تقتضي وجود فارق زمني بين صدور المعلومة وانعكاسها على سعر الورقة المالية، وفي ظل السوق الكفاء يتطلب تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية توفر مطلبين أساسيين هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، وتعتبر كفاءة التسعير ضمان لوصول المعلومات الجديدة دون فاصل زمني كبير، في حين يقصد بكفاءة التشغيل قدرة السوق المالي على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تكبد المتعاملون فيه تكلفة سمسة كبيرة ودون إتاحة فرصة للتجار والمتخصصين تحقيق هامش ربح مغال فيه.

وتجدر الإشارة كذلك إلى أن كفاءة سوق رأس المال إذا تحققت فقد تأخذ أكثر من صيغة تبعاً لطبيعة المعلومة التي تصل إلى السوق، الصيغة الضعيفة والتي تعني أن سعر الورقة المالية في السوق يعكس جميع المعلومات التاريخية عن سعر السهم وحجم التعامل فيه، أما الصيغة الثانية لكفاءة السوق فهي شبه القوية، وتعني أن سعر السهم لا يعكس المعلومات التاريخية فقط بل المعلومات العامة كذلك، تبقى الصيغة الأخيرة وهي فرض الصيغة القوية، والذي تنعكس فيه جميع المعلومات سواء كانت عامة متاحة لعامة الناس، أو خاصة متاحة لعدد معين من الأفراد.

ونميز بين مدخلين أساسيين لتحليل الأوراق المالية، هما التحليل الأساسي والفني، فالتحليل الأساسي يتضمن دراسة شاملة للمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر في أسعار الأسهم، متبعاً في ذلك ثلاث مراحل، أما التحليل الفني فهو يهتم بتتبع حركة الأسعار قصد تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ قرار الشراء أو البيع، وذلك من خلال دراسة حركة أسعار الأسهم وأحجام التداول واتجاهات السوق للتنبؤ بالحركة السعرية المستقبلية

ولتدعيم الإطار النظري لكفاءة سوق رأس المال، عمدنا إلى إسقاط الدراسة النظرية لاختبار كفاءة سوق رأس المال في صيغته الضعيفة وشبه القوية على سوق رأس المال الكويتي للأوراق المالية، وهذا ما سنتطرق إليه في الفصل الثالث.

## الفصل الثالث

# تقييم كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2008 إلى 2014

المبحث الأول: الإطار التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية

المبحث الثاني: الإطار العملي لسوق الكويت للأوراق المالية

المبحث الثالث: تحديد مستوى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية (2008-2014)

## تمهيد

بعدما تطرقنا في الفصلين السابقين لأهم الجوانب النظرية المتعلقة بسوق رأس المال من حيث مفاهيمه الأساسية مع عرض لمفهوم كفاءة سوق رأس المال وأهم الفرضيات التي يقف عليها السوق الكفاء وأنواعه المختلفة، سنحاول من خلال هذا الفصل القيام بالدراسة التطبيقية تماشياً مع موضوع البحث وللإجابة على الإشكالية المطروحة، وذلك من خلال الإلمام بمختلف الجوانب النظرية لسوق الكويت للأوراق المالية كونه يعتبر من أكبر الأسواق المالية العربية حجماً، وتطوراً وهو من بين الأسواق المالية التي تتمتع بسيولة مالية وحجم تداول كبيرين، إضافة لتمتعه بشبكة معلومات قوية.

كمحاولة منا سوف نقوم بدراسة اختبار مدى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند كل من المستوى الضعيف وشبه القوي، وذلك بالاعتماد على كل من مؤشرات السوق المختلفة إضافة لاختبار الأنماط الطارئة، كما سنحاول القيام بدراسة قياسية لبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية والمتمثلة في معدل التضخم، معدل الخصم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي بدلالة مؤشر سوق رأس المال الكويتي للأوراق المالية، بهدف دراسة نوع العلاقة بين هذه المتغيرات ومؤشر السوق ومدى تأثيرها عليه بالاعتماد على نماذج الاقتصاد القياسي.

### المبحث الأول: الإطار التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية

قبل التطرق لكيفية اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية، يمكن أن نشير أولاً إلى إعطاء لمحة عن التطور التاريخي الذي عرفه السوق، وأهم أهدافه التي يسعى إلى تحقيقها هذا ما سنقوم بعرضه في المطلب الأول، يليه المطلب الثاني الذي ألقينا فيه الضوء حول أهم المتعاملين فيه سواء من شركات محلية أو أجنبية ووسطاء، أما المطلب الأخير فقمنا بتحديد التقسيمات الأساسية التي يقوم على أساسها سوق الكويت للأوراق المالية.

### المطلب الأول: التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية

نتناول في هذا المطلب أهم الجوانب التي تخص سوق الكويت للأوراق المالية لمحاولة إعطاء فكرة مختصرة عنه من ظروف نشأته وهيكله التنظيمي، وأهم الأهداف التي يسعى لتحقيقها ومهامه الرئيسية التي يقوم بها.

### أولاً: نشأة سوق الكويت للأوراق المالية

عرف المستثمرون الكويتيون التداول في الأسهم مع إنشاء بنك الكويت الوطني في عام 1952م كأول شركة مساهمة كويتية، تبعتها في عام 1954م شركة السينما الكويتية، وفي بداية الستينيات شهدت شركات المساهمة توسعاً ملحوظاً حتى أصبحت تمثل منفذاً استثمارياً للأموال الفائضة من كافة النشاطات الاقتصادية خاصة بعد اكتشاف النفط.

أصدرت حكومة الكويت عدداً من القوانين والقواعد لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية ومن أهمها صدور القانون التجاري رقم (15) في عام 1960م والذي لعب دوراً أساسياً في تنظيم إصدار الأوراق المالية والاكنتاب فيها، وخلال عام 1962م صدر قانون رقم (27) الذي اهتم بتنظيم تداول الأوراق المالية الأجنبية، أما تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية فقد كان بموجب القانون الصادر في أوت 1971م، وفي أوت 1972م تم افتتاح أول مقر للبورصة بمدينة الكويت، حيث تولى المتعاملون فيها تجميع ما يتم تداوله يومياً من أسهم، بعد ذلك يتم إصدار النشرة اليومية بشأن عدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات<sup>1</sup> وقد تعرضت سوق الكويت للأوراق المالية لمضاربات شديدة بين 1973-1976م حيث رفعت هذه المضاربات أحجام التداول إلى مستويات غير متوقعة أصدر على إثرها قرار رقم (61) لسنة 1976م بشأن إعادة تنظيم عمليات التداول، وقد تم بموجب هذا القرار تكوين لجنة الأوراق المالية حيث منحت لها

<sup>1</sup> - www.Kuwaitse.com, consulté le 20/04/2015 à 18:00.



صلاحيات تنظيم التداول في السوق، وفي شهر أبريل من عام 1977م تم افتتاح بورصة الأوراق المالية الكويتية المسماة "سوق الكويت للأوراق المالية"، لقد شهدت البورصة الكويتية فترة ازدهار كبيرة في هذه المرحلة حيث اتسمت بورصة الأوراق المالية الكويتية بالعمق والاتساع وضخامة أحجام تداولاتها بحيث احتلت المرتبة الثامنة عالمياً من حيث حجم تداولاتها وامتدت هذه الفترة إلى منتصف سنة 1982م أين حدثت أزمة المناخ، وقد ظل هذا السوق يعمل تحت إشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية أوت 1983م، أين أصدر المرسوم الأميري القاضي بإعادة تنظيم السوق وبموجب هذا المرسوم أصبح سوق الكويت للأوراق المالية يمتلك الشخصية المعنوية والاستقلالية الادارية والمالية وله حق التقاضي، ويقوم بإدارة السوق لجنة يرأسها وزير التجارة والصناعة، وقد أصدرت بعد ذلك العديد من التعليمات واللوائح والقوانين التنظيمية الهادفة لتطوير سوق الكويت للأوراق المالية، إلا أن صدر القانون رقم (7) لسنة 2010م القاضي بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.<sup>1</sup>

كانت الكويت على الدوام رائدة بين الدول العربية على صعيد أنشطة الأوراق المالية<sup>2</sup>:

- ✓ في نوفمبر 1995م طبقت البورصة أول نظام للتداول الإلكتروني؛
- ✓ في أكتوبر 1998م تم إدخال السوق الآجل؛
- ✓ في أغسطس 2003م تم إدخال سوق البيوع المستقبلية؛
- ✓ في نوفمبر 2003م بدأ التداول الإلكتروني؛
- ✓ في مارس 2005م تم تطبيق سوق الخيارات؛
- ✓ في أواخر عام 2009م وقع سوق الكويت للأوراق المالية عقد شراكة مع مجموعة "ناسداك" أو أم إكس"، والذي بموجبه يتم تنفيذ نظام التداول الآلي الجديد "X-Stream"، ونظام الرقابة الآلي "SMARTS"، كما تتم الاستفادة من نقل المعرفة والخبرة من مجموعة واسعة من خبراء "ناسداك" أو أم إكس" في جميع جوانب الأسواق المالية الحديثة، وقد تم تنفيذ نظام الرقابة الآلي "SMARTS" في ماي 2010م، وكذلك المرحلة الأولى من تنفيذ نظام التداول الآلي الجديد "X-Stream" في ماي 2002م.

<sup>1</sup>- بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013، ص ص 67-68.

<sup>2</sup>- [www.Kuwaitse.com](http://www.Kuwaitse.com), consulté le 20/04/2015 à 19:20.

### ثانياً: أهداف سوق الكويت للأوراق المالية

يتمتع سوق الكويت للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة، وله أهلية التصرف في أمواله وإدارتها وحق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الهدف من تنظيمه على الوجه الأمثل، وذلك في نطاق الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بأعمال السوق، ونلخص فيما يلي أهم أهدافه<sup>1</sup>:

- ✓ ترشيد التعامل في الأوراق المالية، واتخاذ كافة الإجراءات اللازمة في نطاق صلاحياته لتنمية واستقرار التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات، ودقتها لتفادي حدوث أي اضطرابات؛
- ✓ تتابع أجهزة السوق وتطوير النظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية، وذلك بإنشاء الصلات والروابط مع الأسواق المالية الخارجية، والاستفادة من أساليب التعامل في هذه الأسواق، من أجل تحقيق مكانة مالية حسنة لسوق الكويت للأوراق المالية على المستوى الإقليمي والدولي؛
- ✓ المساهمة مع جهات مختصة في تحقيق التنسيق، والتكامل بين الأنشطة المالية والاقتصادية وحركة رؤوس الأموال، مما يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية والاستقرار المالي والاقتصادي في الدولة؛
- ✓ تقديم الرأي والمشورة إلى الجهات الحكومية المختصة، بشأن المراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق، بناءً على ما يجريه من بحوث ودراسات ومتابعة لحركة التعامل في الأوراق المالية؛
- ✓ العمل على تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تشجيع الادخار، وتنمية الوعي الاستثماري والعمل على حماية المدخرات وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على الاقتصاد؛
- ✓ تطوير السوق المالي في الكويت على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية، ويساعد على تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة، وترشيد أساليب التعامل في السوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسرّها وتوفير الحماية للمتعاملين.

<sup>1</sup> - المرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، ص 23 متاح على الرابط:

**ثالثاً: مهام سوق الكويت**

يتولى سوق الكويت للأوراق المالية تنفيذ المهام التالية<sup>1</sup>:

- ✓ تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية؛
- ✓ تنظيم الإعلان عن المصالح وإصدار البيانات المالية والإفصاح عنها؛
- ✓ تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات، وتوفير الحماية للمتعاملين؛
- ✓ تطوير السوق المالي على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية؛
- ✓ تنمية روابط السوق بالأسواق الإقليمية والعالمية ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.

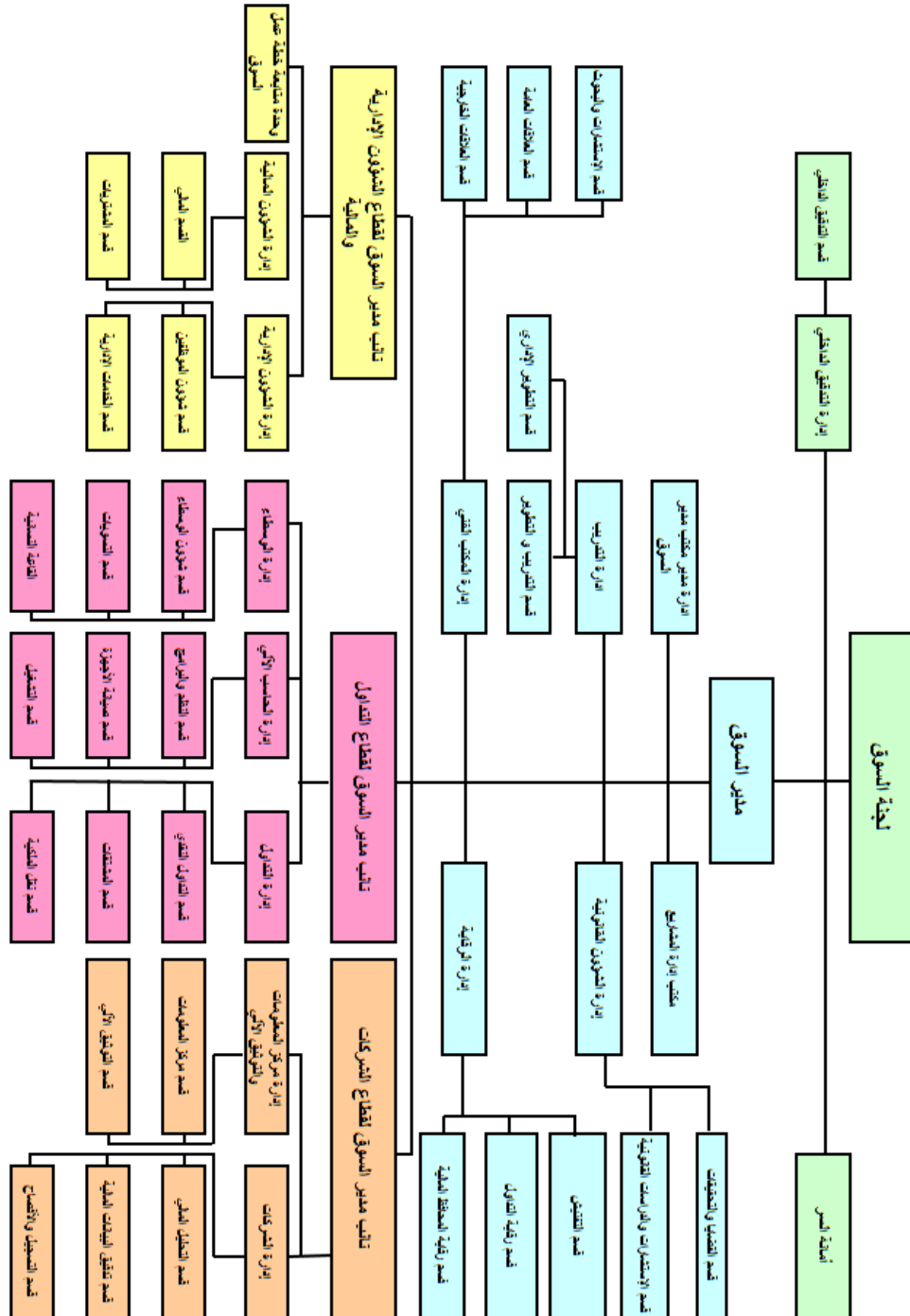
---

<sup>1</sup> - [www.kuwaitse.com](http://www.kuwaitse.com), consulté le 21/04/2015 à 21:00.

رابعاً: الهيكل التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية

لسوق الكويت للأوراق المالية هيكل تنظيمي مبين في الشكل التالي:

الشكل (10): الهيكل التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالي



من خلال شكل الهيكل التنظيمي، يتضح أن بنية الهيكل تركز على لجنة البورصة باعتبارها أعلى سلطة في السوق، ليندرج تحته كل من المدير ووظيفة المراجعة الداخلية، الى جانب رئيس السوق وقسم المراقبة، كما اعتمد الهيكل التنظيمي في بنيته على التقسيم الوظيفي فكان التقسيم على أساس الوظائف والقطاعات، حيث يشرف على كل قسم منها نائب مدير عام والمتمثلين في:

✓ نائب المدير العام لقطاع الشؤون الادارية والمالية؛

✓ نائب المدير العام للقطاع التداول؛

✓ نائب المدير العام لقطاع الشركات.

### **المطلب الثاني: المتعاملون في سوق الكويت للأوراق المالية**

طبقاً لما جاء في القرار الوزاري رقم (35) لسنة 1983م، والمتعلق باللائحة الداخلية للسوق في الفصل الثالث المواد من 13-30، يعتبر عضواً في سوق الأوراق المالية للكويت كل من شركات المساهمة الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام، وكذلك شركات المساهمة الكويتية المقفلة التي تقرر لجنة السوق قبول عضويتها، ووسطاء الأوراق المالية الذين سيرخص لهم بالقيام بأعمال الوساطة والتي يمكن توضيحها كمايلي<sup>1</sup>:

#### **أولاً: الشركات**

يتعين على جميع الشركات الأعضاء في السوق، وكذلك الشركات التي تقرر لجنة السوق قبول تداول أسهمها داخل السوق، بالالتزام بكافة النظم والتعليمات التي تضعها إدارة السوق وتلتزم بـ:

- تقديم كافة المعلومات والبيانات التي تطلبها إدارة السوق، ويجب أن تكون هذه المعلومات والبيانات صحيحة ومطابقة للواقع ويجوز لإدارة السوق أن تكلف من تراه كفيلاً للتحقق من صحة المعلومات والبيانات المقدمة؛

- تخضع جميع مستندات وسجلات المساهمين في الشركات التي يتم التداول في أسهمها داخل السوق لمراقبة إدارة السوق التي يكون لها الحق في التأكد من صحتها وسلامتها بأية وسيلة تراها مناسبة؛

<sup>1</sup> - المرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، ص ص 26-28 متاح على الرابط:

- تلتزم الشركات الأعضاء في السوق والشركات التي يجري تداول أسهمها داخل السوق بالتعليمات التي تقررها إدارة السوق عند تحويل أو نقل ملكية أسهمها؛
- يتعين على جميع الشركات الأعضاء في السوق والشركات التي تقرر لجنة السوق قبول تداول أسهمها داخل السوق إخبار إدارة السوق بكافة المعلومات، والبيانات والقرارات التي من شأنها أن تؤثر في أسعار أوراقها المالية، وتعتبر هذه الشركات مسؤولة عن صحة ما تقدمه من معلومات وبيانات ولا يترتب على السوق أي مسؤولية في هذا الشأن؛
- تلتزم الشركات الأعضاء في السوق بأن تؤدي رسم القيد ورسوم الاشتراكات السنوية المقررة وتلتزم الشركات التي يتقرر فقط قبول تداول أسهمها داخل السوق، بأن تؤدي الرسوم المقررة مقابل تداول أسهمها، وذلك في المواعيد وبالطرق التي تحددها إدارة السوق.

#### **ثانياً: الوسطاء**

- باعتبار الوسيط الشخص الذي يقوم بأعمال نيابة عن الشركة المرخص لها بالوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في السوق، فيشترط فيمن يقبل كشركة يرخص لها بالقيام بأعمال الوساطة ما يلي:
- أن تكون الشركة كويتية وجميع الشركاء فيها من الكويتيين؛
- أن يكون القائمون بأعمال الوساطة في الشركة كويتيين، وحاصلين على مؤهل علمي لا يقل عن الثانوية العامة، وسمعتهم طيبة متفرغين لأعمال الوساطة؛
- ألا يكون مديرها أو الشركاء المفوضون بإدارتها أو القائمون بأعمال الوساطة قد أعلن إفلاسهم في الكويت أو في الخارج أو حكم على أحدهم بعقوبة جنائية؛
- ألا يقل رأسمالها المدفوع عن القيمة التي تحددها لجنة السوق؛
- أن تقدم كفالة مصرفية سارية المفعول بالقيمة التي تحددها لجنة السوق.

- يتعين على الوسطاء عند ممارسة مهنة الوساطة مراعاة مجموعة من الشروط نذكر منها<sup>1</sup>:
- ✓ الالتزام بأحكام المرسوم التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية واللائحة الداخلية للسوق وكافة القرارات الصادرة عن السوق؛
- ✓ ضرورة تنفيذ جميع الصفقات داخل ردهة السوق وفي مواعيد الدوام الرسمية المقررة والامتثال

<sup>1</sup>- المرجع السابق، ص28.

عن الوساطة خارج الردهة؛

✓ لا يجوز للوسيط أن يبرم أي صفقات لحسابه إلا عن طريق وسيط آخر، وطبقا للشروط الموضوعه من قبل لجنة السوق؛

✓ بذل الجهد المقبول للتعامل مع كافة الوساطة لما فيه مصلحة السوق وانتظام التعامل فيه.

### **المطلب الثالث: تقسيمات سوق الكويت للأوراق المالية**

سوق الكويت للأوراق المالية أو بورصة الكويت الرسمية هو سوق لتداول الأسهم بشكل رسمي والذي يتضمن 5 أسواق وهي: السوق الرسمي، السوق الموازي، سوق الكسور، سوق الخيارات والسوق الآجل.

تدرج ضمن بورصة الكويت مجموعة من الأسواق نذكر منها ما يلي<sup>1</sup>:

#### **أولاً: السوق النقدي**

يتم من خلاله بيع وشراء الأسهم نقداً، على أن يتم الدفع أو تسليم الشهادة بحد أقصى ثاني يوم الساعة 11 صباحاً (T+1) ويبدأ التداول من الساعة 9 صباحاً وحتى الساعة 12:30 بعد الظهر يومياً.

#### **ثانياً: السوق الآجل**

تنقسم عقود البيع الآجل إلى أربع فترات (3 شهور - 6 شهور - 9 شهور - 12 شهر) ويدفع العميل 40% من قيمة الصفقة مقدماً، ونسبة فائدة 4% (حسب قرار لجنة السوق) مضاف إليها نسبة الفائدة المحددة من قبل البنك المركزي، وتكون فترة التداول من الساعة 12:55 وحتى 1:15 بعد الظهر. يقوم صناع السوق بوضع تسعيرات السوق الآجل مع أسعار محددة، وفترات التداول الآجل، ويمكن للمستثمرين التعامل وفقاً لتلك الأسعار والمدد المتاحة.

#### **ثالثاً: البيوع المستقبلية**

تتم عقود البيوع المستقبلية بنفس فترات التداول الآجل (3 شهور - 6 شهور - 9 شهور - 12 شهر)، إلا أنها تتم خلال فترة تداول السوق النقدي، من الساعة 9 صباحاً وحتى الساعة 12:30 بعد الظهر، ونسبة فائدة 4% (حسب قرار لجنة السوق) مضاف إليها نسبة الفائدة المحددة من قبل البنك المركزي.

<sup>1</sup> - [www.kuwaitse.com](http://www.kuwaitse.com), consulté le 02/05/2015 à 14:36.

#### رابعاً: التداول الإلكتروني

يتم التداول الإلكتروني عن طريق شركات الوساطة، وتتم عمليات البيع والشراء من خلال بعض الشركات الاستثمارية، ويوجد قسمان مختلفان من أسواق الأسهم، سوق الأسهم النقدي وسوق المستقبلات، وفيما يتعلق بسوق الأسهم النقدي هناك أسواق مختلفة مثل: سوق الأسهم الرسمي والسوق الموازي، بالإضافة إلى الصفقات التي تبلغ نسبتها 5% أو أكثر من رأس المال.

1- السوق الرسمي: هو سوق الأسهم للشركات التي لا يقل رأسمالها عن 10 مليون دينار كويتي

والذي يتم فيه التقاء أوامر البيع والشراء على أساس أولويات الأسعار؛

2- السوق الموازي: هو السوق الذي يضم الشركات التي لا تنطبق عليها شروط الإدراج في السوق الرسمي للصفقات الكبيرة (5% - 29.99% من رأس المال)، هذه الصفقات يتم التفاوض عليها مسبقاً ويتم إعلام السوق بها لأخذ الموافقة عليها، وقبل الموافقة يتم عرض الصفقة في السوق لإتاحة الفرصة أمام الآخرين للمشاركة (كطرف مشتري فقط).

من خلال ما تقدم نجد بأن سوق الكويت للأوراق المالية شهد عدة تطورات قبل أن يمتلك الشخصية المعنوية والاستقلالية الادارية والمالية، وتدرج به عدة تقسيمات تجعله من أكبر الأسواق العربية من حيث المهام والأنشطة التي يقدمها وكثرة المتعاملين المسجلين فيه، فهو يسعى لتحقيق أهداف تضمن له أفضل الممارسات في مجال أسواق المال لمواكبة المعايير العالمية.



## المبحث الثاني: الإطار العملي لسوق الكويت للأوراق المالية

للإمام أكثر حول سوق الكويت للأوراق المالية نتعرض لأهم الجوانب الخاصة بتداول الأوراق المالية من حيث أهم الأوراق التي تتداول والشروط الخاصة بالعملية، إضافة للآليات المعتمدة في البورصة وفي الأخير العلاقة التي تربطها بباقي الأسواق المالية.

### المطلب الأول: تداول الأوراق المالية في سوق الكويت للأوراق المالية

نقوم في هذا المطلب بعرض الأوراق المالية التي تتداول في بورصة الكويت وتبيان الشروط التي يجب أن تتوفر لتداولها.

#### أولاً: الأوراق المالية المتداولة في بورصة الكويت

طبقاً للقرار الوزاري رقم (35) لسنة 1983م، فإن التداول في سوق الأوراق المالية يقتصر على الأوراق المالية التالية<sup>1</sup>:

- أسهم شركات المساهمة الكويتية؛
- أسهم الشركات الكويتية المقفلة التي تقر اللجنة قبول عضويتها؛
- أسهم شركات المساهمة غير الكويتية التي ترخص اللجنة تداول أسهمها؛
- الأذونات والسندات الصادرة عن حكومة الكويت أو إحدى الهيئات أو المؤسسات الحكومية؛
- سندات الدين التي أقر التداول بها بقرار من لجنة السوق والمتمثلة بالأخص في:
  - ✓ السندات الصادرة عن الشركات الكويتية؛
  - ✓ شهادات الإيداع التي تصدرها البنوك الكويتية؛
  - ✓ السندات التي تصدرها الشركات الكويتية لحساب جهات أجنبية؛
  - ✓ الأوراق التجارية المقبولة من البنوك.

وانطلاقاً من تنوع أدوات الاستثمار المتداولة في السوق، فقد صدر المرسوم الأميري رقم (31) لسنة 1990م والخاص بتداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار، حيث سمح ذلك القانون بالتعامل في الأسهم الكويتية من خلال شهادات الاستثمار التي تطرحها الصناديق الاستثمارية المسجلة في السوق، كما شهد سوق الكويت للأوراق المالية تطورات على مستوى إدخال أدوات استثمارية جديدة مثل سوق الخيارات، الذي تم تطبيقه في 28 مارس 2005م، إلى جانب إدخال أدوات مثل البيع على المكشوف، وتشكيل البورصة للجنة لدراسة تطبيق نظام إقراض الأوراق المالية، ولجنة أخرى لدراسة تطبيق نظام الشراء بالهامش وإعداد نظام البيع على

<sup>1</sup> - [www.kuwaitse.com](http://www.kuwaitse.com), consulté le 02/05/2015 à 22:16.

المكشوف، وكذا القيام بدراسات فنية متعلقة بالسوق في موضوع الصكوك الإسلامية بتشكيل فريق عمل مكون من إدارة السوق وبنك بوبيان والشركة الكويتية للمقاصة لدراسته.

### ثانياً: شروط تداول الأوراق المالية

لكي يتمكن المستثمر من الالتحاق والتداول لا بد من<sup>1</sup>:

- 1- فتح حساب لدى الشركة الكويتية للمقاصة؛
- 2- صورة للبطاقة المدنية؛
- 3- اسم البنك الذي يتعامل معه العميل؛
- 4- عمولة الخدمة؛
- 5- اختيار شركة وساطة حسب رغبة العميل؛
- 6- عند إعطاء أمر بيع أسهم يجب على الوسيط أن يقوم بتسليم شهادة الأسهم إلى شركة المقاصة بحد أقصى الساعة الحادية عشر من اليوم التالي من عقد الصفقة ما لم يوجد له رصيد بالمقاصة؛

7- يصدر شيك المقاصة للعملاء كل يوم أحد وأربعاء من كل أسبوع؛

8- لا يحق لسعر السهم أن يزيد عن خمس وحدات تغيير في السوق لليوم الواحد حسب تصنيفه.

### المطلب الثاني: نظام العمل في سوق الكويت للأوراق المالية

خصص هذا المطلب لعرض شروط الإدراج في بورصة الكويت ونظام العمل فيها.

#### أولاً: شروط الإدراج في بورصة الكويت

يكون إدراج شركات المساهمة الجديدة في السوق وفقاً لقرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم (01) لسنة 2007م في شأن قواعد وشروط إدراج الشركات المساهمة في السوق الرسمي والمتمثلة في<sup>2</sup>:

- 1- أن يكون رأس مال الشركة المصدر مدفوعاً بالكامل وألا يقل عن عشرة ملايين دينار كويتي أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية، وأن لا يقل إجمالي حقوق المساهمين في كل سنة من السنوات الثلاث الأخيرة عن 15% من رأس المال المدفوع وذلك بناء على البيانات المالية السنوية المدققة من قبل مراقب الحسابات قبل تاريخ طلب الإدراج؛

<sup>1</sup>- راضية كروش، التنوع الدولي كأداة لتدنية المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية- دراسة حالة سوق الكويت والسعودية للأوراق المالية لسنة 2010 -، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2011-2012، ص54.

<sup>2</sup>- المرجع السابق، ص 53-54.

- 2- أن تكون أسهم الشركة قابلة للتداول وفقا لأحكام القانون الذي أسست في ظلّه، مع مراعاة ألا تقل المدة التي يتعين انقضاؤها لتداول أسهم المساهمين أو المؤسسين فيها عن المدة التي يتطلبها قانون الشركات التجارية الكويتي لتداول أسهم المساهمين والمؤسسين في شركات المساهمة الكويتية؛
- 3- أن تكون الشركة قد حققت ربحا صافيا في آخر سنتين، وأن لا يقل صافي ربح السنة عن 7.5% من رأس المال المدفوع؛
- 4- إذا كان طلب الإدراج قدما من شركة مقفلة زادت رأس مالها بنسبة أكثر من 50% فيجب أن يكون قد انقضى على هذه الزيادة سنة من تاريخ التأشير في السجل التجاري؛
- 5- إذا كان الطلب مقدما من شركة مقفلة غيرت كيائها القانوني من شركة ذات مسؤولية محدودة إلى شركة مساهمة مقفلة فيجب أن يكون قد انقضى على هذا التغيير ثلاث سنوات من تاريخ التأشير في السجل التجاري بقرار التحول؛
- 6- يجب أن يتم طرح ما لا يقل عن 30% من رأس مال الشركة للاكتتاب الخاص، وذلك عن طريق شركة متخصصة ومستقلة عن الشركة التي تقدمت بطلب الإدراج وفقا للإجراءات التي تحددها إدارة السوق بهذا الشأن؛
- 7- الحصول على موافقة الجمعية العامة للشركة على إدراج أسهم الشركة في سوق الكويت للأوراق المالية؛
- 8- يتعهد أعضاء مجلس إدارة الشركة بالالتزام بالقوانين واللوائح والقرارات المعمول بها في سوق الكويت للأوراق المالية، وبتقديم كافة المعلومات والبيانات التي تطلبها إدارة السوق، ويجب أن تكون هذه المعلومات والبيانات صحيحة ومطابقة للواقع؛
- 9- أن تعهد الشركة بسجلات مساهميها لغرفة المقاصة، وأن تلتزم بالتعليمات التي يصدرها السوق في هذا الشأن؛
- 10- إذا كانت الشركة غير كويتية فيجب أن تكون مدرجة في السوق المالي لموطن الشركة؛
- 11- يجب أن يحتفظ الشركاء الاستراتيجيين في الشركات المقفلة التي تتقدم بطلب الإدراج في السوق بما لا يقل عن 25% من رأس مال الشركة، يقصد بهم جميع المساهمين الذين تصل مساهمتهم إلى 5% أو أكثر من رأس مال الشركة، وإذا كان إجمالي ملكية المساهمين الاستراتيجيين تقل عن 25% من رأس مال الشركة جاز للشركة أن تكمل النقص من مساهمين آخرين نقل ملكيتهم عن 5% من رأس مال الشركة، وعلى كل مساهم استراتيجي أن يلتزم بالتالي:

- ✓ عدم التصرف في 50% من إجمالي الأسهم الإستراتيجية قبل مرور سنة من تاريخ الإدراج؛
- ✓ عدم التصرف في 50% من إجمالي الأسهم الإستراتيجية المتبقية إلا قبل مرور سنتين من تاريخ الإدراج؛
- ✓ يستثنى من ذلك قيام أحد المساهمين الإستراتيجيين ببيع كامل حصته إلى مساهم آخر؛
- ✓ يجب تقيد المساهم الجديد بشرط المدة المنصوص عليها أعلاه والتي تبدأ من تاريخ إدراج الشركة في السوق؛
- ✓ تلتزم الشركة بسداد رسم قيد قدره عشرة آلاف دينار كويتي (10,000 د.ك.)، ورسم اشتراك سنوي بواقع نصف بالآلف (05%) من رأس المال المدفوع للشركة، وبما لا يتجاوز خمسون ألف دينار كويتي (50,000 د.ك.).

#### ثانياً: جلسات التداول في سوق الكويت للأوراق المالية

تبدأ جلسات التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من يوم الأحد إلى غاية يوم الخميس عدا العطلات الرسمية، وتكون مراحل وأوقات التداول في السوق كما يلي:

#### الجدول رقم (05): أوقات عمل سوق الكويت للأوراق المالية

|       |                         |
|-------|-------------------------|
| 08:50 | إدخال الأوامر           |
| 08:59 | ما قبل الافتتاح         |
| 09:00 | الافتتاح وبداية التداول |
| 12:30 | إغلاق السوق الرسمي      |
| 12:32 | إدخال أسعار السوق الآجل |
| 12:55 | بداية التداول الآجل     |
| 13:15 | إغلاق السوق الآجل       |

www.kse.com.kw, consulté le 03/05/2015 à 10:30.

المصدر:

تقوم السوق بنشر البيانات عن نشاط التداول وتغيرات الأسعار اليومية في السوق في الصحف المحلية والخليجية والعربية، كما تعمل على تزويد شبكات المعلومات وبعض وسائل الإعلام المرئية بالبيانات الخاصة بالتداول وتغيرات الأسعار بشكل يومي.

وتقوم سوق الكويت للأوراق المالية بتوفير الخدمات الآتية للمتعاملين وهي على النحو

الموالي<sup>1</sup>:

1- www.kuwaitse.com ، www.kse.com.kw مواقع السوق على الإنترنت؛

2- ربط أجهزة الكمبيوتر النقال Laptop بخطوط GSM؛

3- خدمة Pager عن طريق رويترز؛

4- خدمة ال Wap على التليفونات النقالة؛

5- خدمة الرسائل القصيرة على أجهزة التليفون النقال بواسطة شركتي الاتصالات، والوطنية للاتصالات سعر الرسالة 25 فلس؛

6- بث شريط تلفزيوني لمعلومات التداول في تلفزيون الكويت؛

7- خدمة ال Wireless باستخدام أجهزة الكمبيوتر النقالة داخل مبنى السوق؛

8- وكالات الأنباء.

كما تقوم بتوفير شاشات كمبيوتر لعرض معلومات التداول عن السوق داخل المبنى وخارجه، إضافة إلى تزويد المستثمرين بشاشات عرض معلومات خارج مبنى السوق، وذلك من خلال وزارة المواصلات، وفاست تلكو، والعربية للاتصالات وفقا للرسوم التي حددتها إدارة السوق والجهات الأخرى التي توفر تلك الخدمات.

### **المطلب الثالث: علاقة سوق الكويت للأوراق المالية مع الأسواق المالية الأخرى**

تسعى إدارة السوق ومنذ إعادة تنظيمها إلى إقامة علاقات، وروابط مع الأسواق المالية الأخرى (البورصات والاتحادات)، إلى جانب الاستفادة من الوسائل والطرق المستخدمة في هذه الأسواق، مما يساعد في تحقيق تنمية سوق المال الكويتي، لذلك فإن سوق الكويت للأوراق المالية منذ منتصف الثمانينيات وهي عضو فاعل في عدد من الاتحادات والمنظمات المالية، ومن أمثلة ذلك<sup>2</sup>:

- اتحاد البورصات العربية، إذ تعد سوق الكويت للأوراق المالية عضوا فعالا في هذا الاتحاد، كما أنه يتولى الأمانة العامة للاتحاد منذ عام 1989م؛
- عضوية الاتحاد العالمي كعضو مراسل؛
- عضوية الجمعية الدولية لمتداولي السندات؛

<sup>1</sup>- نفس المرجع، ص ص54-55.

<sup>2</sup>- www.kuwaitse.com, consulté le 05/05/2015 à 11:56.

- قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية التابعة لصندوق النقد العربي؛  
- المشاركة في اتفاقات ربط وتعاون مع الأسواق العربية والخليجية منها: اتفاقية ربط بين سوق الكويت للأوراق المالية والبورصة المصرية في أبريل 1996م، وقد انضمت إليها بورصة بيروت في سبتمبر 1996م كطرف ثالث، إضافة إلى اتفاقية ربط بين البورصة الكويتية وسوق البحرين للأوراق المالية في 1997/09/27م، وقد بدأت تطبيقها في السوقين في 1998/02/15م؛  
- وحدة خدمات المعلومات المالية (FISD - Financial Information Services Division) التابعة لاتحاد صناعة البرامج الالكترونية والمعلومات (SIIA - Software and Information Industry Association) في واشنطن.  
من خلال ما تطرقنا له في هذا المبحث نجد بأن سوق الكويت يتميز بتنوع الأوراق المالية التي تتداول به، وتنوع مجمل الخدمات التي يقدمها لمعامله، فهو يواكب كل ما هو جديد ومتعلق بنظام العمل في البورصة، ويسعى جاهدا لإقامة علاقات وروابط مع الأسواق المالية الأخرى، والاستفادة من تجارب الأسواق الأخرى لتطوير سوق المال الكويتي وتوسيع قاعدته.

### **المبحث الثالث: تحديد مستوى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية (2008-2014)**

تتقسم مستويات كفاءة أي سوق مالي إلى ثلاثة أقسام: المستوى الضعيف، شبه القوي والقوي، ولمعرفة في أي مستوى صنف سوق الكويت للأوراق المالية أجرينا ثلاثة اختبارات أساسية الاختبارين الأولين والمتمثلين في مؤشرات السوق المختلفة لقياس هذه الكفاءة، وطريقة الأنماط الطارئة من خلال دراسة استقلالية أو عدم استقلالية التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم خلال فترة الدراسة، أي معرفة هل أسعار إغلاق مؤشر السوق تتصف بالعشوائية أم لا في الصيغة الضعيفة، بينما الاختبار الثالث فكان بالاعتماد على معامل الارتباط لمعرفة نوع العلاقة التي تجمع بين المتغيرات الاقتصادية الكلية من جهة ومؤشر السوق من جهة أخرى في الصيغة شبه القوية.

## المطلب الأول: اختبار كفاءة سوق رأس المال باستخدام مؤشرات السوق

يتم التطرق من خلال هذا المطلب لدراسة وتحليل كل من مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، مؤشر سيولة السوق ورأس المال السوقي لاختبار هذا السوق والحكم على ما إذا كان يتوفر على الفرضيات الأساسية للكفاءة أم لا.

### أولاً: مفهوم مؤشر السوق

#### 1- تعريف مؤشر السوق

يعرف المؤشر بأنه "أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات".<sup>1</sup>

فمؤشر السوق يعطي فكرة عامة عن اتجاه أداء السوق، حيث يمثل المقياس الذي يتعرف المستثمر من خلاله على نبض السوق لتحديد اتجاه قوى البيع أو الشراء، والمستوى العام للارتفاع أو الانخفاض في الأسعار، فهو أداة إحصائية مصممة لقياس المستوى العام لأسعار الأسهم في السوق.<sup>2</sup>

#### 2- كيفية حساب مؤشر السوق

يقوم سوق الكويت للأوراق المالية باحتساب مؤشر الأسعار طبقاً للطريقة التي تقوم على معادلة متوسطات حسابية، ويمكن احتساب المؤشر باستخدام المعادلة التالية:

$$\frac{\sum_{i=1}^n [(Price_i / Base_i) \times Corrector_i]}{n} \times Multiplier$$

**n:** هي عدد الأسهم المشتركة في المؤشر؛

**Price<sub>i</sub>:** هو سعر السهم الحالي؛

**Base<sub>i</sub>:** سعر الأساس وهو سعر إقفال السهم في تاريخ التأسيس؛

**Corrector<sub>i</sub>:** المصحح لاحتساب أثر توزيعات الأرباح وتوزيعات الأسهم والتي تصحح كالتالي:

توزيعات الأرباح: المصحح = المصحح × السعر - الأرباح؛

توزيعات الأسهم: المصحح = ( المصحح + 1 ) × التوزيعات 100%.

**Multiplier:** 1000 نقطة.

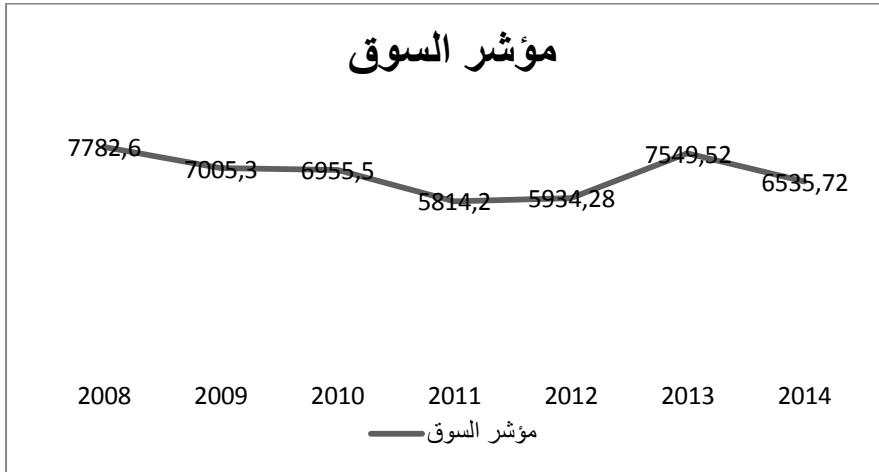
<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية - أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات -، الدار الجامعية، الاسكندرية، القاهرة، 2000 ص77.

<sup>2</sup> - [www.a deemcapital.com](http://www.a deemcapital.com), consulté le 07/05/2013 à 16.34.

3- تطور مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2014م:

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

الشكل رقم (11): تطور مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية للفترة 2008-2014م



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية (أنظر الملحق رقم (01)).

من خلال المنحنى يتضح بأن مؤشر السوق شهد تقلبات حادة وتراجع كبير إذا ما قورنت معدلاته بمعدلات السنوات التي تسبق سنة 2008م، وهذا على إثر دخول الأسواق العالمية في أزمة مالية متسارعة التطورات، ومع الهبوط الاقتصادي العالمي خلال النصف الثاني من العام، واجهت سوق الكويت للأوراق المالية انهيارا شديدا في المؤشر نتيجة انهيار أسعار الأسهم الناجم عن الموجة القوية من عمليات البيع، وهبوط أسعار النفط وتعسر أوضاع الائتمان والقلق إزاء احتمال إعلان الشركات عن نتائج مالية ضعيفة بنهاية العام، ونتيجة لذلك شهدت سوق الكويت للأوراق المالية أسوأ عام لها، ولقد استمر هذا الانخفاض لغاية سنة 2011م ليغلق مع نهاية العام عند مستوى 5814.2 نقطة بتراجع مقداره 1141.3 نقطة أي ما نسبته 16.4% عن السنة السابقة، حركته على العموم اتسمت بعدم الاستقرار صعودا وهبوطا ليغلق مع نهاية العام الموالي عند مستوى 5934.3 نقطة بارتفاع مقداره 120.1 نقطة أي ما نسبته 2.1%، وقد استمرت حالة التذبذبات النسبية لمؤشر السوق لغاية إقفالاته الشهرية لسنة 2013م ليصل إلى أدنى مستوياته في شهر جانفي عند مستوى 6245.1 نقطة، كما شهد شهر ماي من نفس السنة أعلى هذه المستويات حينما قارب 83005 نقطة أي بمعدل تغير قارب 11.7% ليقفل في شهر ديسمبر عند 7549.52 نقطة، وبصورة



### الفصل الثالث تقييم كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2008 إلى 2014

عامة تابع السوق أداءه متأثراً بعوامل عدة قد يكون أبرزها استمرار تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد المحلي، وتوجهات هيئة أسواق المال لتطبيق تشريعاتها بشأن تسوية أوضاع الشركات المدرجة ليغلق مع نهاية عام 2014م عند مستوى 6535.72 نقطة بانخفاض مقداره 1013.8 نقطة.

#### ثانياً: مؤشر عدد الشركات المدرجة

يقيس مؤشر عدد الشركات المدرجة مدى اتساع حجم السوق، بحيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة والمنتمية لمختلف قطاعات السوق سواء كانت شركات وطنية أو أجنبية يدل على زيادة الاستثمارات، وهو الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية، في حين أن انخفاض عدد الشركات المسجلة يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة من السوق.

لقد عرفت سوق الكويت للأوراق المالية تطور في عدد الشركات المدرجة كما يظهر من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (06): الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2008-2014م

| السنوات | الشركات المدرجة | معدل النمو (%) | الشركات المتداولة |
|---------|-----------------|----------------|-------------------|
| 2008    | 200             | -              | 194               |
| 2009    | 205             | 2.5            | 194               |
| 2010    | 214             | 4.39           | 210               |
| 2011    | 216             | 0.93           | 190               |
| 2012    | 216             | -              | 211               |
| 2013    | 215             | -0.46          | 203               |
| 2014    | 204             | -5.11          | 181               |

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية من 2008-2014م.

يظهر من خلال هذا الجدول أن عدد الشركات المسجلة في بورصة الكويت قد ارتفع سنة 2009م مقارنة بسنة 2008م بمعدل نمو قدر بـ 2.5%، فقد تم إدراج شركات جديدة مقسمة إلى شركات للسوق الرسمي في قطاع العقار والخدمات والاستثمار، وشركات للسوق الموازي حيث

قدرت اجمالاً بـ 205 شركة، وقد استمر هذا الارتفاع للسنة المالية بمعدل نمو 4.39% إذ تم إدراج 9 شركات جديدة في السوق الرسمي في قطاع العقار والخدمات والاستثمار والصناعة، كما تم تحويل 3 شركات من السوق الموازي للسوق الرسمي وقدرت الشركات المدرجة بذلك لسنة 2010م بـ 214 شركة، ليستمر هذا الارتفاع في عدد الشركات المدرجة بمعدل نمو يقدر بـ 0.93% للسنة المالية إذ تم إدراج شركات جديد للسوق الرسمي في قطاع العقار والخدمات والاستثمار، وبهذا قدرت عدد الشركات المدرجة للسنة المالية 2011م بـ 216 شركة، أما سنة 2012م فقد تم إلغاء إدراج 15 شركة لم تتمكن من تسوية أوضاعها وبهذا فقد احتفظ السوق بعدد الشركات المدرجة للسنة السابقة والتي تقدر بـ 216 شركة، وفي سنة 2013م عرفت سوق الكويت للأوراق المالية انخفاضاً بمعدل صغير نسبياً يقدر بـ 0.46% لتصبح عدد الشركات المدرجة تقدر بـ 215 شركة مقارنة بالسنة السابقة، وفي الوقت الذي يفتقر فيه السوق إلى محفزات استثمارية وغياب الدعم من قبل الحكومة، جاءت التوترات السياسية في المنطقة والهبوط الحاد لأسعار النفط لتلقي بظلالها السلبية على معظم الشركات ليشهد السوق انخفاضاً حاداً في عدد الشركات المدرجة بمعدل 5.11% لسنة 2014م ليبلغ عددها 204 شركة أي خروج ما يعادل 11 شركة من سوق الكويت للأوراق المالية.

وبالرغم من ذلك فقد لقي سوق الكويت للأوراق المالية تطوراً إيجابياً بوتيرة منخفضة نسبياً في عدد الشركات المسجلة في البورصة طيلة فترة الدراسة، حيث ارتفع عدد الشركات المسجلة منذ سنة 2008م من 200 شركة مسجلة إلى 215 شركة مسجلة لسنة 2013م، في مقابل ذلك شهدت سنة 2014م انخفاضاً كبيراً مقارنة بالسنوات السابقة، هذا الأمر كان نتيجة لتأثر الكويت بالهبوط الحاد لأسعار النفط والتوترات السياسية التي شهدتها دولة الكويت في تلك الفترة.

**من خلال المعطيات السابق ذكرها يمكننا الحكم على مدى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية إذ يعتبر غير كفء بالاعتماد على هذا المؤشر كون معدل نمو الشركات المدرجة ضعيف.**

### **ثالثاً: مؤشر سيولة السوق**

يقصد بسيولة السوق إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية 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، ويمكن احتسابه بالعلاقة التالية:

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

لقد عرف سوق الكويت للأوراق المالية تقلبات في مستويات السيولة خلال فترة الدراسة الممتدة من 2008-2014م، وهو الأمر الذي يوضحه الجدول الآتي:

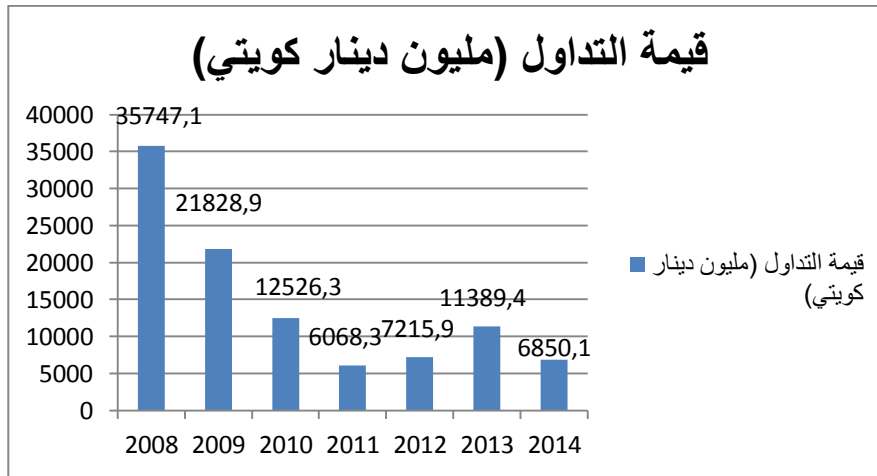
الجدول رقم (07): تطور قيم التداول في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2008-2014م

| السنوات | قيمة التداول<br>(مليون دينار كويتي) | معدل دوران السهم<br>(%) | معدل نمو قيمة<br>التداول (%) |
|---------|-------------------------------------|-------------------------|------------------------------|
| 2008    | 35.747,1                            | 110,6                   | -                            |
| 2009    | 21.828,9                            | 109,71                  | -38,93                       |
| 2010    | 12.526,3                            | 37,2                    | -42,61                       |
| 2011    | 6.068,3                             | 25,2                    | -51,55                       |
| 2012    | 7.215,9                             | 24,6                    | +18,91                       |
| 2013    | 11.389,4                            | 36,5                    | +57,83                       |
| 2014    | 6.850,1                             | 22                      | -39,85                       |

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية (أنظر الملاحق رقم (02) و(03)).

يمكن ترجمة معطيات كل من قيم التداول ومعدل دوران السهم للفترة الممتدة من 2008-2014م في الشكلين رقم (12) و(13):

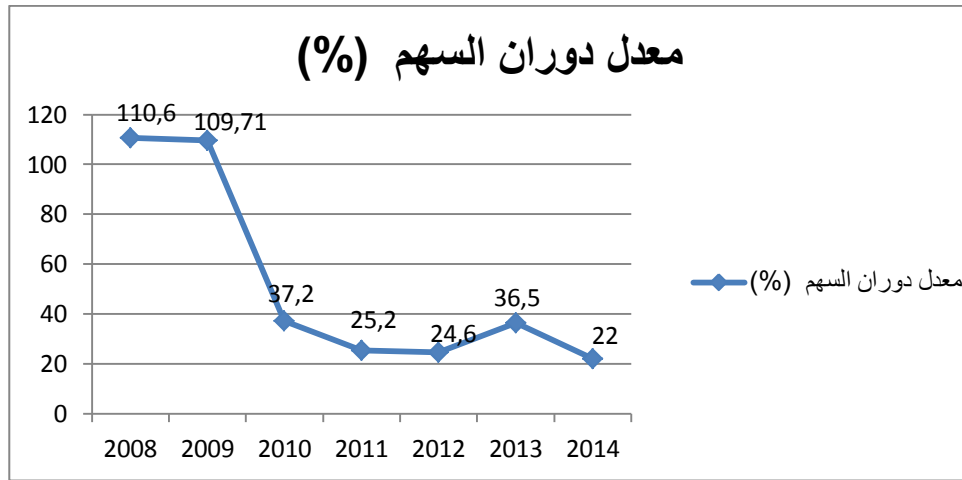
الشكل رقم (12): تطور قيمة التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من سنة 2008م إلى غاية سنة 2014م



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على معطيات الجدول رقم (07).

نلاحظ من خلال معطيات الجدول رقم (07) والشكل رقم (12) أن قيمة التداول لسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2008م إلى غاية 2014م، قد عرفت تراجعا حادا في مستويات السيولة منذ الأزمة المالية لـ 2008م، حيث سجلت أعلى قيمة لها سنة 2008م وبلغت 35747.1 مليون دينار كويتي، لتتخفف في سنة 2009م، 2010م، 2011م، على التوالي بسبب الشح في السيولة والانخفاض الملحوظ في أسعار الأسهم، وعدم قدرة عدد كبير من الشركات المدرجة توزيع أرباح نقدية على المساهمين، كلها أثرت سلباً على حجم السيولة المتداولة في السوق، بالإضافة إلى تفعيل الرقابة التي حدث بشكل كبير من المضاربات والتداولات الوهمية لترتفع أخيراً سنة 2012م و2013م بمعدلات نمو 18.91% و 57.83% على التوالي وتبلغ قيمة تداول الأسهم 7215.9 مليون دينار كويتي و 11389.4 مليون دينار كويتي على التوالي، وبالرغم من ذلك فهي تبقى منخفضة كثيراً عن قيمة التداول لسنة 2008م، في حين شهدت سنة 2014م انخفاضا آخر لقيمة التداول بمعدل 39.85% مقارنة بسنة 2013م لتبلغ 6850.1 مليون دينار كويتي، ويرجع هذا الانخفاض إلى تراجع عدد الشركات المتداولة في السوق الكويتي إضافة إلى التوترات السياسية التي عرفتتها الدولة.

الشكل رقم (13): تطور معدل دوران السهم في سوق الكويت للأوراق المالية من سنة 2008م إلى غاية سنة 2014م



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على معطيات الجدول رقم (07).

نلاحظ من خلال معطيات الجدول رقم (07) والشكل رقم (13) أن معدل دوران السهم

- متوسط تداول السهم في السنة - في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2008م إلى 2014م، قد سجل أعلى معدل له سنة 2008م حيث قدر معدل الدوران بـ 110.6% لينخفض قليلا سنة 2009م ويسجل معدل دوران بـ 109.71%، ويدل معدل دوران السهم المرتفع خلال هذين السنتين (2008-2009) على امكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة، الأمر الذي يعكس سيولة السوق، حيث أن زيادة سيولة السوق تؤدي إلى زيادة كفاءته، لكن هذا المعدل المرتفع لدوران السهم خلال سنة 2008م و2009م لم يستمر طويلا، حيث شهدت سنة 2010م 2011م، 2012م على التوالي انخفاضا شديدا في معدل الدوران ليصل إلى 24.6% سنة 2012م منخفضا بـ 86% عن سنة 2008م، ثم يرتفع سنة 2013م مقارنة بسنة 2012م ويبلغ معدل دورانه 36.5% لكنه يبقى منخفضا كثيرا عن أعلى قيمة مسجلة سنة 2008م، ليعاود معدل الدوران الانخفاض سنة 2014م ويبلغ 22%.

بالاعتماد على هذا المؤشر يمكن أن نستنتج أن سوق الكويت للأوراق المالية لا

يتصف بالكفاءة، نظرا للانخفاض المستمر في سيولة السوق وما شهدته معدل دوران السهم من

تراجع كبير منذ سنة 2008م ليصل إلى 22% سنة 2014م، ومن خلال ذلك يمكن القول بأن

سوق الكويت سوق يتصف بالركود في نشاطه.

**رابعاً: رأس المال السوقي**

يؤدي ارتفاع رأس المال السوقي إلى آثار ايجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية، لأن ارتفاع رأس المال السوقي يعني زيادة تعبئة الموارد وتنويع المخاطر.

وقد عرف سوق الكويت للأوراق المالية تطور في رأس المال السوقي خلال فترة الدراسة الممتدة من 2008-2014م.

**الجدول رقم (08): تطور رأس المال السوقي في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2008-2014م**

| السنوات | رأس المال السوقي (مليون دينار كويتي) | معدل نمو رأس المال السوقي (%) |
|---------|--------------------------------------|-------------------------------|
| 2008    | 32.321,06691                         | -                             |
| 2009    | 19.896,91004                         | -38,43                        |
| 2010    | 33.672,84946                         | +69,23                        |
| 2011    | 24.080,55556                         | -28,48                        |
| 2012    | 29.332,92683                         | +21,81                        |
| 2013    | 31.203,83562                         | +06,37                        |
| 2014    | 31.136,81818                         | -0,21                         |

**المصدر:** من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية من 2008-2014.

يتضح من خلال بيانات هذا الجدول أن هناك تذبذب في معدل نمو رأس المال السوقي في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2008-2014م، فقد عرف معدل نمو رأس المال السوقي سنة 2009م انخفاضا مقارنة بسنة 2008م بمعدل 38.43%، ليشهد أعلى ارتفاع له سنة 2010م بمعدل 69.23% وهو ما يدل على قدرة السوق على جذب المدخرات وزيادة الاستثمارات وزيادة الاصدارات الجديدة، بالإضافة إلى تنويع المخاطر، وهذا الارتفاع المسجل خلال هذه السنة يعتبر مؤشر ايجابي نحو كفاءة السوق، ولكن هذا الارتفاع في معدل نمو رأس

المال السوقي انخفض مرة أخرى سنة 2011م بمقدار 28.48%، ليرتفع من جديد سنتي 2012م و2013م على التوالي بمقدار 21.81% و 6.37% على الترتيب، ليشهد انخفاض بنسبة صغيرة سنة 2014م بمعدل 0.21%.

إن التذبذب المسجل في معدل نمو رأس المال السوقي في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2008-2014م يدل على أن سوق الكويت للأوراق المالية قادر على جذب مدخرات جديدة وتشجيع الاستثمار وهي كلها عوامل تساعد على تطور السوق واتساعه ومن ثم زيادة كفاءته.

مما سبق نلاحظ أن مؤشرات السوق المتمثلة في عدد الشركات المدرجة، سيولة السوق ورأس المال السوقي لا تسمح بالحكم بشكل دقيق وفعال على كفاءة سوق رأس المال، وإنما بشكل تقريبي فقط لكونها مؤشرات تحليلية، ولهذا خصصنا المطلب الثاني والثالث لاختبار كفاءة هذا السوق بالاعتماد على طرق احصائية تكون أكثر وضوح ودقة في الحكم على مدى كفاءته.

**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 (séquences) في عينة من عدد n.**

نظريا المتوسط هو:

$$E(R) = (2n-1)/3$$

والتباين هو:

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

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

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

بتحديد عتبة خطأ تقدر بـ 5%

$|Z| < 1.96$  تعني أن العينة ليست فعلا عشوائية .

ثانيا: تطبيق طريقة الأنماط الطارئة على سوق الكويت للأوراق المالية

الجدول التالي يبين تطور مؤشر إغلاق سوق الكويت للأوراق المالية من 2008/01/31 -

2015/03/31:

الجدول رقم (09): تطور مؤشر إغلاق سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من

2008/01/31 إلى غاية 2015/03/31م

| الأشهر     | مؤشر السوق (نقطة) | التغير في المؤشر | معدل التغير (%) |
|------------|-------------------|------------------|-----------------|
| 31/01/2008 | 13499,7           | -                | -               |
| 28/02/2008 | 14009,6           | +                | 3,63            |
| 31/03/2008 | 14288             | +                | 1,94            |
| 30/04/2008 | 14691,1           | +                | 2,74            |
| 29/05/2008 | 15014,5           | +                | 2,15            |
| 30/06/2008 | 15456,2           | +                | 2,85            |
| 31/07/2008 | 14977,5           | -                | -3,19           |
| 31/08/2008 | 14446,7           | -                | -3,67           |
| 30/09/2008 | 12839,3           | -                | -12,51          |
| 30/10/2008 | 9789,3            | -                | -31,15          |
| 30/11/2008 | 8875,2            | -                | -10,29          |
| 31/12/2008 | 7782,6            | -                | -14,03          |
| 29/01/2009 | 6764,5            | -                | -15,05          |
| 26/02/2009 | 6444,6            | -                | -4,96           |
| 31/03/2009 | 6745,3            | +                | 4,45            |



**الفصل الثالث تقييم كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2008 إلى 2014**

|       |   |         |            |
|-------|---|---------|------------|
| 10,73 | + | 7556,9  | 30/04/2009 |
| 7,27  | + | 8150    | 31/05/2009 |
| -0,86 | - | 8080,3  | 30/06/2009 |
| -5,21 | - | 7679,5  | 30/07/2009 |
| 2,96  | + | 7914,3  | 31/08/2009 |
| -1,24 | - | 7817,3  | 30/09/2009 |
| -6,39 | - | 7347,5  | 29/10/2009 |
| -5,96 | - | 6933,7  | 30/11/2009 |
| 1,02  | + | 7005,30 | 31/12/2009 |
| 0,28  | + | 7025,3  | 31/01/2010 |
| 4,79  | + | 7378,8  | 28/02/2010 |
| 2,05  | + | 7533,6  | 31/03/2010 |
| -3,20 | - | 7299,4  | 30/04/2010 |
| -8,95 | - | 6699,5  | 31/05/2010 |
| -2,38 | - | 6543,2  | 30/06/2010 |
| 1,67  | + | 6654,9  | 31/07/2010 |
| 0,50  | + | 6688,6  | 31/08/2010 |
| 4,24  | + | 6985    | 30/09/2010 |
| 1,11  | + | 7063,9  | 31/10/2010 |
| -2,50 | - | 6891    | 30/11/2010 |
| 0,92  | + | 6955,5  | 31/12/2010 |
| -1,40 | - | 6859,2  | 31/01/2011 |
| -5,83 | - | 6481,1  | 24/02/2011 |
| -2,94 | - | 6295,6  | 31/03/2011 |
| 3,46  | + | 6521,7  | 30/04/2011 |

**الفصل الثالث تقييم كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2008 إلى 2014**

|       |   |         |            |
|-------|---|---------|------------|
| -2,24 | - | 6378,2  | 31/05/2011 |
| -2,68 | - | 6211,7  | 30/06/2011 |
| -3,00 | - | 6030,6  | 31/07/2011 |
| -4,13 | - | 5791,3  | 31/08/2011 |
| 0,71  | + | 5833,1  | 30/09/2011 |
| 1,46  | + | 5919,6  | 31/10/2011 |
| -1,85 | - | 5811,6  | 30/11/2011 |
| 0,04  | + | 5814,2  | 31/12/2011 |
| 0,93  | + | 5869,1  | 31/01/2012 |
| 4,204 | + | 6126,9  | 28/02/2012 |
| 0,61  | + | 6165    | 31/03/2012 |
| 3,19  | + | 6368,6  | 30/04/2012 |
| -2,82 | - | 6193,82 | 31/05/2012 |
| -6,98 | - | 5789,21 | 30/06/2012 |
| -1,20 | - | 5720,37 | 31/07/2012 |
| 2,42  | + | 5862,56 | 31/08/2012 |
| 2,00  | + | 5982,69 | 30/09/2012 |
| -3,74 | - | 5766,96 | 31/10/2012 |
| 2,97  | + | 5943,94 | 30/11/2012 |
| -0,15 | - | 5934,94 | 31/12/2012 |
| 4,96  | + | 6245,11 | 31/01/2013 |
| 3,37  | + | 6463,47 | 28/02/2013 |
| 3,83  | + | 6721,52 | 31/03/2013 |
| 9,54  | + | 7430,54 | 30/04/2013 |
| 10,48 | + | 8300,51 | 31/05/2013 |

**الفصل الثالث تقييم كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2008 إلى 2014**

|        |   |         |            |
|--------|---|---------|------------|
| -6,78  | - | 7772,85 | 30/06/2013 |
| 3,68   | + | 8070,17 | 31/07/2013 |
| -5,73  | - | 7632,57 | 31/08/2013 |
| 1,73   | + | 7766,98 | 30/09/2013 |
| 2,25   | + | 7946,39 | 31/10/2013 |
| -2,06  | - | 7785,48 | 30/11/2013 |
| -3,12  | - | 7549,52 | 31/12/2013 |
| 2,65   | + | 7755,8  | 31/01/2014 |
| -0,81  | - | 7692,75 | 24/02/2014 |
| -1,58  | - | 7572,81 | 31/03/2014 |
| -2,22  | - | 7407,68 | 30/04/2014 |
| -1,59  | - | 7291,09 | 31/05/2014 |
| -4,58  | - | 6971,44 | 30/06/2014 |
| 2,23   | + | 7130,89 | 31/07/2014 |
| 4,03   | + | 7430,51 | 31/08/2014 |
| 2,50   | + | 7621,51 | 30/09/2014 |
| -3,53  | - | 7361,61 | 31/10/2014 |
| -9,01  | - | 6752,86 | 30/11/2014 |
| -3,32  | - | 6535,72 | 31/12/2014 |
| -15,22 | - | 5672,26 | 31/01/2015 |
| 14,07  | + | 6601,43 | 28/02/2015 |
| -5,07  | - | 6282,46 | 31/03/2015 |

www.kse.com.kw, consulté le 14/05/2015 à 18:27.

المصدر:

حسب نتائج الجدول لدينا:

- التغيرات التي طرأت على المؤشر هي:  $R=34$  موزعة كالاتي:

\* 17 تغير بالارتفاع؛

\* 17 تغير بالانخفاض.

- حساب المتوسط:

لدينا المتوسط هو:

$$E(R)=(2n-1)/3$$

حيث:

$$n=87$$

بالتعويض نجد:

$$E(R)=(2(87)-1)/3$$

$$E(R)=57.66$$

- حساب التباين:

لدينا التباين هو:

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

بالتعويض نجد:

$$VAR(R)=(16(87)-29)/90$$

$$VAR(R)=15.14$$

- حساب Z: بناء على ما سبق تكون قيمة Z كالاتي:

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

$$Z = 34 - 57.66 / \sqrt{15.14}$$

$$Z = -6.08$$

ونعلم أن  $|Z| < 1.96$  تعني أن العينة ليست عشوائية.

- تحليل النتائج:

لدينا قيمة  $|Z|$  تساوي 6.08 وهي أكبر من 1.96 وهو ما يعني أن التغيرات المتتابة لمؤشر إغلاق سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2008/01/31م إلى غاية 2015/03/31م غير مستقلة عن بعضها البعض، بمعنى أن هذه التغيرات غير عشوائية، وهذا ما يتنافى مع خاصية السوق الكفاء - التي تم التطرق إليها في الجانب النظري -، إذ أن السوق الكفاء هو السوق الذي تتحرك فيه الأسعار عشوائياً، وتتسم فيه المعلومات بالعشوائية وتكون مستقلة عن بعضها البعض، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت وصول المعلومات أو نوعيتها مما يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائية، وهذا عكس ما تم التوصل إليه في سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، حيث أنه تم الاعتماد على الأسعار الماضية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل.

انطلاقاً من ذلك نستنتج أن سوق الكويت للأوراق المالية وفقاً لطريقة الأنماط الطارئة غير كفاء في صيغته الضعيفة خلال الفترة الممتدة من 2008/01/31 إلى غاية 2015/03/31م.

**المطلب الثالث: اختبار كفاءة سوق رأس المال بالاعتماد على المتغيرات الاقتصادية الكلية**  
من خلال النتائج التي تم التوصل إليها في المطلبين السابقين، واللذين يصبان في كون سوق الكويت للأوراق المالية غير كفاء في صيغته الضعيفة، قمنا باختبار كفاءته في صيغته شبه القوية، وذلك لمعرفة مدى استجابة مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية لتأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية الممثلة في معدلات التضخم وكل من معدل نمو إجمالي الناتج المحلي ومعدل الخصم.

ولدراسة العلاقة بين مؤشر الأسعار وكل متغير اقتصادي سنعتمد على تحليل الارتباط من أجل الحكم على كفاءة التسعير.

❖ مفهوم الارتباط وأنواعه:

الارتباط هو تعيين طبيعة وقوة العلاقة بين متغيرين أو عددها، وهو على قسمين:

✓ **الارتباط الموجب (الطردي) (Positive Correlation):** الذي يعرف بأنه علاقة بين متغيرين

(x, y) بحيث إذا تغير أحد المتغيرين فإن الآخر يتبعه في نفس الاتجاه.

✓ الارتباط السالب (العكسي) (Negative Correlation): يعرف بأنه علاقة بين متغيرين (x, y) بحيث إذا تغير أحد المتغيرين فإن الآخر يتبعه في الاتجاه المضاد.

ولقياس الارتباط تستخدم عدة معاملات والتي يرمز لها بالرمز R ويعتمد في ذلك على مستوى القياس، ومن أمثلتها معامل الارتباط "بيرسون" الذي يعتبر من أفضل معاملات الارتباط وأكثرها شيوعاً واستخداماً، وهو مقياس رقمي حيث تكون قيمته محصورة بين (+1) و (-1) أي أن  $-1 \leq R \leq +1$ ، وذلك لإمكانية استخدامه لقياس قوة الارتباط بين متغيرين مختلفين في الطبيعة ومختلفين في وحدات القياس.

#### أولاً: معدل التضخم

من المعروف أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للورقة المالية حيث أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي بالمستثمرين في الأوراق المالية إلى المطالبة برفع معدلات العائد للتعويض عن مخاطر التضخم، وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية وعليه فإن التغير بهذا الشكل في القيمة السوقية للورقة المالية سيعكس كفاءة سوق رأس المال لذلك ومحاولة منا لدراسة كفاءة أسواق رأس المال محل الدراسة سنحاول دراسة العلاقة بين مؤشر السوق الكويتي ومعدل التضخم بحساب معامل الارتباط بينهما لمعرفة ما إذا كان مؤشر السوق الكويتي يتغير تبعاً للتغير في معدل التضخم.

#### 1- متغيرات الدراسة:

- المتغير المستقل: يتمثل المتغير المستقل للدراسة في تطور معدل التضخم؛
- المتغير التابع: على حسب هذه الدراسة تم الاعتماد على مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية كمتغير تابع.

الجدول رقم (10): تطور مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدل التضخم للفترة من 2008 إلى 2014م

| السنوات | مؤشر السوق (نقطة) | معدلات التضخم (%) |
|---------|-------------------|-------------------|
| 2008    | 7782,6            | 10,6              |
| 2009    | 7005,3            | 4,0               |
| 2010    | 6955,5            | 4,1               |
| 2011    | 5814,2            | 6,2               |
| 2012    | 5934,28           | 3,4               |
| 2013    | 7549,52           | 2,7               |
| 2014    | 6535,72           | 2,9               |

www.argaam.com, consulté le 21/05/2015 à 17:49.

المصدر:

2- حساب معامل الارتباط:

استنادا للمعطيات المدرجة في الجدول رقم (10) وبعد اعتمادنا على برنامج SPSS لمعرفة قيمة الارتباط بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدلات التضخم تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (11): نتائج اختبار معامل بيرسون "Pearson" لمؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدل التضخم

Corrélations

|                                     | مؤشر السوق | معدل التضخم |
|-------------------------------------|------------|-------------|
| Corrélation de Pearson              | 1          | ,333        |
| مؤشر<br>السوق<br>Sig. (bilatérale)  |            | ,465        |
| N                                   | 7          | 7           |
| Corrélation de Pearson              | ,333       | 1           |
| معدل<br>التضخم<br>Sig. (bilatérale) | ,465       |             |
| N                                   | 7          | 7           |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS.

معامل الارتباط:

$$R = 0.333$$

معامل التحديد:

$$R^2 = 0.111$$

والذي يقيس نسبة التغير في المتغير التابع نتيجة تغير المتغير المستقل، أي أنه يوضح نسبة مساهمة المتغير المستقل في التغير الحاصل في المتغير التابع.

تعبّر قيمة معامل الارتباط ( $R = 0.333$ ) أنه يوجد ارتباط بين مؤشر السوق ومعدل التضخم قدره 33.3%، وهذا الارتباط غير معنوي عند مستوى ثقة قدرها 95% كون أن ( $sig = 0.465$ ) وهي أكبر من 0.05.

ويعبر معامل التحديد أن ما نسبته 11% يفسر معدل التضخم في التغير الحاصل في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية، و89% تفسرها عوامل أخرى.



3- التأكد من معنوية معامل الارتباط:

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

$$H_0 : R=0$$

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

$$H_1 : R \neq 0$$

يمكن اختبار هاتين 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:

$$T_{CAL} = \frac{0.333 \sqrt{7-2}}{\sqrt{1-0.111}}$$

$$T_{CAL} = 0.790$$

من خلال جدول التوزيع الطبيعي  $t$  (توزيع Student)، وعند مستوى معنوية 5%، ودرجات حرية  $(n-2=5)$  نجد أن قيمة  $T_{TAB}$  تعادل 2.015 ( $T_{TAB} = 2.015$ )، وهي أكبر من الاحصائية المحسوبة ( $T_{CAL} = 0.790$ )، كما نلاحظ فإن قيمة هذه الأخيرة تقع في منطقة القبول هذا ما يعني رفض الفرضية البديلة وقبول الفرضية الصفرية أي  $R$  غير معنوي بمعنى أنه لا يوجد ارتباط.

بتعبير آخر يمكن القول أن مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية لا يستجيب للتغير في معدل التضخم، الأمر الذي يعكس عدم كفاءة التسعير، انطلاقاً من ذلك نستنتج أن سوق الكويت للأوراق المالية غير كفء في صيغته شبه القوية.

ثانياً: معدل الخصم

يعتبر معدل الخصم أداة من أدوات السياسة النقدية، التي سنحاول دراسة تأثيرها على مؤشر السوق، وذلك من خلال حساب معامل الارتباط بين المتغيرين، ولقد تم جمع المعطيات اللازمة للدراسة بالاعتماد على التقارير الرسمية والموقع الرسمي لبورصة الكويت، حيث اعتمدنا على برنامج SPSS لتحديد مستوى الترابط بين مؤشر السوق من جهة ومعدل الخصم من جهة أخرى، وتبيان ما إذا كان سوق الكويت للأوراق المالية يستجيب للتغير في معدل الخصم أم لا.

1- متغيرات الدراسة:

- المتغير المستقل: يتمثل المتغير المستقل للدراسة في تطور معدل الخصم؛
- المتغير التابع: على حسب هذه الدراسة تم الاعتماد على مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية كمتغير تابع.

الجدول رقم (12): تطور مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدل الخصم للفترة من 2008 إلى 2014م

| السنوات | مؤشر السوق (نقطة) | معدل الخصم (%) |
|---------|-------------------|----------------|
| 2008    | 7782,6            | 3.75           |
| 2009    | 7005,3            | 3              |
| 2010    | 6955,5            | 2.5            |
| 2011    | 5814,2            | 2.5            |
| 2012    | 5934,28           | 2              |
| 2013    | 7549,52           | 2              |
| 2014    | 6535,72           | 2              |

المصدر: [www.kuwaitona.net](http://www.kuwaitona.net), consulté le 22/05/2015 à 17:49.

2- حساب معامل الارتباط:

بالاعتماد على المعطيات المدرجة في الجدول أعلاه وبعد اعتمادنا على برنامج SPSS لمعرفة قيمة الارتباط بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدلات الخصم تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (13): نتائج اختبار معامل بيرسون "Pearson" لمؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدل الخصم

Corrélations

|            | مؤشر السوق             | معدل الخصم |
|------------|------------------------|------------|
| مؤشر السوق | Corrélation de Pearson | 1          |
|            | Sig. (bilatérale)      | ,518       |
|            | N                      | 7          |
| معدل الخصم | Corrélation de Pearson | ,234       |
|            | Sig. (bilatérale)      | ,518       |
|            | N                      | 7          |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS.

معامل الارتباط:

$$R = 0.518$$

معامل التحديد:

$$R^2 = 0.268$$

تعتبر قيمة معامل الارتباط ( $R = 0.518$ ) أنه يوجد ارتباط بين مؤشر السوق ومعدلات الخصم قدره 51.8%، وهذا الارتباط غير معنوي عند مستوى ثقة قدرها 95% كون أن ( $sig = 0.237$ ) وهي أكبر من 0.05.

ويعتبر معامل التحديد أن ما نسبته 26.8% يفسر معدل الخصم في التغير الحاصل في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية، و 73.2% تفسرها عوامل أخرى.

3- التأكد من معنوية معامل الارتباط:

- الفرضية الصفرية: لا توجد علاقة ارتباط بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدل الخصم.

$$H_0 : R=0$$

- الفرضية البديلة: توجد علاقة ارتباط قوية بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدل الخصم.

$$H_1 : R \neq 0$$

يمكن اختبار هاتين 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:

$$T_{CAL} = \frac{0.518 \sqrt{7-2}}{\sqrt{1-0.268}}$$

$$T_{CAL} = 1.354$$

من خلال جدول التوزيع الطبيعي t (توزيع Student)، وعند مستوى معنوية 5% ودرجات حرية (n-2=5) نجد أن قيمة  $T_{TAB}$  تعادل 2.015 ( $T_{TAB} = 2.015$ ) وهي أكبر من الاحصائية المحسوبة ( $T_{CAL} = 1.354$ )، مع العلم بأن قيمة هذه الأخيرة تقع في منطقة القبول، وهذا ما يعني رفض الفرضية البديلة وقبول الفرضية الصفرية أي R غير معنوي بمعنى أنه لا يوجد ارتباط.

بتعبير آخر يمكن القول أن مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية لا يستجيب للتغير في معدل الخصم، الأمر الذي يعكس عدم كفاءة التسعير انطلاقاً من ذلك نستنتج أن سوق الكويت للأوراق المالية غير كفء في صيغته شبه القوية.

ثالثاً: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

يمثل الناتج المحلي الإجمالي في حجم الإنتاج الكلي من السلع والخدمات، وتحقيق معدلات نمو في الناتج المحلي الإجمالي يعكس نمو الاقتصاد، وهذا الأمر من شأنه أن يؤثر إيجابياً على مبيعات الشركة وعلى أرباحها، وبالتالي على القيمة السوقية لأوراقها المالية، لذلك سنحاول من خلال هذا العنصر دراسة ما إذا كانت مؤشرات سوق الكويت للأوراق المالية تستجيب

للتغير في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي أم لا، لنتمكن من الحكم على كفاءة أو عدم كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.

### 1- متغيرات الدراسة:

- المتغير المستقل: يتمثل المتغير المستقل للدراسة في تطور معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي.
- المتغير التابع: على حسب هذه الدراسة تم الاعتماد على مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية كمتغير تابع.

ولإتمام دراستنا يمكننا الاعتماد على معطيات الجدول الموالي الذي يعكس مؤشرات سوق الكويت للأوراق المالية وتطور معدلات الناتج المحلي الاجمالي للفترة الممتدة 2008-2014م.

الجدول رقم (14): تطور مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي للفترة من 2008 إلى 2014.

| السنوات | مؤشر السوق (نقطة) | معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي (%) |
|---------|-------------------|-------------------------------------|
| 2008    | 7782,6            | 2.5                                 |
| 2009    | 7005,3            | -7.1                                |
| 2010    | 6955,5            | 12.7                                |
| 2011    | 5814,2            | 10.2                                |
| 2012    | 5934,28           | 8.3                                 |
| 2013    | 7549,52           | 4.5                                 |
| 2014    | 6535,72           | 9.2                                 |

المصدر: [www.albank al dawli.org](http://www.albank al dawli.org), consulté le 21/05/2015 à 18:49.

### 2- حساب معامل الارتباط:

استنادا للمعطيات المدرجة في الجدول أعلاه وبعد اعتمادنا على برنامج SPSS لمعرفة قيمة الارتباط بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (15): نتائج اختبار معامل بيرسون "Pearson" لمؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي

Corrélations

|                        | مؤشر السوق | الناتج المحلي الاجمالي |
|------------------------|------------|------------------------|
| مؤشر السوق             | 1          | -,442                  |
|                        |            | ,321                   |
|                        | 7          | 7                      |
| الناتج المحلي الاجمالي | -,442      | 1                      |
|                        | ,321       |                        |
|                        | 7          | 7                      |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على البرنامج الاحصائي SPSS.

معامل الارتباط:

$$R = - 0.442$$

معامل التحديد:

$$R^2 = 0.195$$

تعبّر قيمة معامل الارتباط (  $R = - 0.442$  ) أنه يوجد ارتباط بين مؤشر السوق ومعدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي، وهذا الارتباط غير معنوي عند مستوى ثقة قدرها 95% كون أن (  $sig = 0.321$  ) وهي أكبر من 0.05، وبناءً على ما تقترحه نظرية اختبار الفروض فإننا لا يمكن أن نسلم بوجود ارتباط من عدمه إلا بعد التأكد من معنوية معامل الارتباط.

ويعبر معامل التحديد أن ما نسبته 19.5% يفسره معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي في التغير الحاصل في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ، و 80.5% تفسرها عوامل أخرى.

2- التأكد من معنوية معامل الارتباط:

- الفرضية الصفرية: لا توجد علاقة ارتباط بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي.

$$H_0 : R=0$$

- الفرضية البديلة: توجد علاقة ارتباط قوية بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي.

$$H_1 : R \neq 0$$

يمكن اختبار هاتين 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:

$$T_{CAL} = \frac{(-0.442) \sqrt{7-2}}{\sqrt{1-1.195}}$$

$$T_{CAL} = -1.101$$

من خلال جدول التوزيع الطبيعي  $t$  (توزيع Student)، وعند مستوى معنوية 5% ودرجات حرية  $(n-2=5)$  نجد أن قيمة  $T_{TAB}$  تعادل 2.015 ( $T_{TAB} = 2.015$ ) وهي أكبر من الاحصائية المحسوبة ( $T_{CAL} = -1.101$ ) بالقيمة المطلقة، وهذا ما يعني رفض الفرضية البديلة وقبول الفرضية الصفرية ونقول في هذه الحالة أن  $R$  غير معنوي بمعنى أنه لا يوجد ارتباط.

أي أن مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية لا يستجيب للتغير، بمعنى لا يتأثر بالتغير في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، الأمر الذي يعكس عدم كفاءة التسعير، انطلاقاً من ذلك نستنتج أن سوق الكويت للأوراق المالية غير كفء في صيغته شبه القوية.

بالتطرق للطرق الثلاثة التي اعتمدنا عليها في اختبار مدى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية، سواء من جانب الصيغة الضعيفة أو شبه القوية اتضح لنا أن جميع الطرق تصب في نفس الاتجاه، إذ أن السوق لا يتمتع بأي ميزة من ميزات الكفاءة.

### خلاصة الفصل الثالث

من خلال هذا الفصل حاولنا معرفة مدى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف وشبه القوي خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2014م، حيث تم التطرق في البداية إلى إعطاء نظرة عامة عن سوق الكويت للأوراق المالية والإطار التنظيمي له ثم الإطار العملي واستخلصنا أن سوق الكويت للأوراق المالية قد مر بمراحل تطور عديدة قبل أن يمتلك الشخصية المعنوية والاستقلالية الإدارية والمالية، وقد استطاع هذا السوق أن يحتل مركزا مرموقا في الدول العربية، حيث يعمل جاهدا على تطوير النظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية وذلك بإنشاء الصلات والروابط مع الأسواق المالية الخارجية، والاستفادة من أساليب التعامل في هذه الأسواق وتحقيق مكانة مالية حسنة على المستوى الإقليمي والدولي.

ولمعرفة مدى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف وشبه القوي، تم الاعتماد على بعض الطرق كمؤشرات السوق والمتمثلة في عدد الشركات المدرجة، مؤشر السيولة ورأس المال السوقي، واستنادا إلى النتائج المتحصل عليها اتضح أن سوق الكويت للأوراق المالية غير كفاء في صيغته الضعيفة وأن هذه المؤشرات لا يمكن اعتبارها مقياسا دقيقا لاختبار ومعرفة مدى كفاءة السوق المالي، ولتحديد بدقة ما إذا كان السوق كفاء أم لا في صيغته الضعيفة تم الاعتماد على طريقة الأنماط الطارئة ذلك من خلال دراسة ما إذا كانت التغيرات في أسعار إغلاق مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية عشوائية أم أنها مرتبطة ببعضها البعض فكانت نتيجة الدراسة أن هذا السوق غير كفاء وفقا لهذه الطريقة لأن التغيرات المتتالية لمؤشر إغلاق سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة الدراسة غير مستقلة عن بعضها البعض، بمعنى أن هذه التغيرات غير عشوائية، وهذا ما يتنافى مع خاصية السوق الكفاء الذي تتحرك فيه الأسعار عشوائيا، ولاختبار السوق في صيغته شبه القوية اعتمدنا على دراسة مدى تأثير بعض من المتغيرات التي يمكن أن تساعد في تفسير التغيرات التي تحصل على مؤشر أي سوق، وعند تطبيق هذه المتغيرات والمتمثلة في معدل التضخم، معدل الخصم ومعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي على مؤشر سوق الكويت لمعرفة نوع العلاقة التي تربطها صبت النتيجة في كون أن هذه المتغيرات ليس لها أي تأثير على مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية وهذا ما يعني أن السوق غير كفاء في صيغته شبه القوية.



ظننه

يعد سوق رأس المال أهم آلية لجلب وحشد الموارد المالية، من أجل توظيفها وتمويلها في المشاريع الاستثمارية، وأحد أهم الركائز التي يعتمد عليها الاقتصاد في الوقت الراهن لتحقيق التنمية الاقتصادية، وانطلاقاً من ذلك فالاهتمام بأسواق رأس المال في الدول والعمل على الرفع من كفاءتها ضرورة ملحة، ويكون ذلك من خلال تنويع الأدوات المالية المتداولة فيها وزيادة حجم التداول وعصرنة آليات التعامل في هذه الأسواق، وأهم عنصر هو زيادة الشفافية والإفصاح عن المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة بشكل عادل لكافة المستثمرين، وبصورة سريعة وفي نفس الوقت، خاصة وأن الأسعار تتقلب قيمتها بشكل سريع، وتتأثر في كثير من الأحيان بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق والشركة المصدرة لينعكس مباشرة في أسعار الأوراق المالية أين تحدث حركة عشوائية، فالالتزام بهذه الشروط يصب في زيادة كفاءة سوق رأس المال.

وقد تم التعرض إلى ثلاثة فصول فصلين نظريين حول سوق رأس المال وكفاءته، ولتدعيم التحليل النظري لكفاءة سوق رأس المال، تم إسقاط هذه الدراسة النظرية على سوق الكويت للأوراق المالية لمعرفة إذا ما كان كفاء أم لا، ومن أجل الاستدلال على مدى كفاءته تم اختبار هذا السوق بالاعتماد على مختلف مؤشرات السوق والمعبر عنها بعدد الشركات المدرجة، سيولة السوق ورأس المال السوقي وتحليلها، إضافة إلى ذلك تم اختباره اعتماداً على طريقة الأنماط الطارئة من أجل قياس كفاءة السوق في صيغته الضعيفة وذلك من خلال دراسة ما إذا كان سلوك مؤشر السوق عشوائي أم لا، ولتأكيد النتائج التي التوصل إليها تمت دراسة بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل الخصم، معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي) كمتغيرات مستقلة ومؤشر السوق كمتغير تابع، وذلك بهدف دراسة العلاقة بين هذه المتغيرات والمتغير التابع، مع معرفة نوع العلاقة ومدى تأثير هذه المتغيرات على مؤشر السوق.

من هذا المنطلق وبعد تقديم محتوى الدراسة، تم التوصل إلى النتائج التالية والتي تتضمن في ثناياها إجابة عن التساؤل المطروح في إشكالية الدراسة، كما تعتبر اختباراً لفرضياتها.

### أولاً: نتائج الدراسة النظرية

- سمحت الدراسة النظرية من التوصل إلى مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها فيما يلي:
- يعتبر سوق رأس المال آلية مهمة تسمح بالتقاء وحدات الاستثمار مع وحدات العجز؛
  - يعد مفهوم كفاءة سوق رأس المال مفهوم نسبي، يرتبط بفترة معينة؛

- تعد المعلومات أحد أهم المقومات الرئيسية لكفاءة سوق رأس المال، بحيث أن كفاءة الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار ما توفره هذه الأخيرة من معلومات للمتعاملين، والتي يجب أن تكون متاحة للجميع وبأقل التكاليف وفي نفس الوقت، وتعتمد أيضا على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون في تلك المعلومات المتاحة، والتي عن طريقها يتم تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية وذلك بمختلف مستوياتها؛
- لكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة يجب أن تصل إلى جميع المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يشجعهم على بدل التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة؛
- تعتبر ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار، الأساس الذي يمكن من خلاله الحكم على كفاءة أسواق رأس المال، ففي السوق الكفاء يجب أن تتحرك الأسعار بطريقة عشوائية، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بها أو تحقيق أي مستثمر لأرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين.

### ثانيا: نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفرضيات

من خلال الدراسة التطبيقية تم التوصل إلى النتائج التالية:

- أشارت مؤشرات سوق الكويت للأوراق المالية والمتمثلة في مؤشر عدد الشركات المدرجة إلى ضعف معدل نموها، كذلك الأمر بالنسبة لمؤشر سيولة السوق الذي يقاس بمعدل دوران السهم عرف انخفاضاً، في حين شهد مؤشر رأس المال السوقي تذبذب خلال فترة الدراسة، والجدير بالذكر أنه لا يمكن اعتبار هذه المؤشرات أحد الأساليب التي تساعد في الحكم على كفاءة سوق رأس المال بدقة وفعالية، وإنما يكون الحكم تقريبي (إثبات الفرضية الأولى)؛
- تبين من خلال اختبار كفاءة سوق رأس المال في صيغته الضعيفة بطريقة الأنماط الطارئة وفق التقارير الشهرية، أن جميع المعلومات المتضمنة في تحركات أسعار إغلاق مؤشر السوق تتحرك بطريقة غير عشوائية، أي تم الاعتماد على الأسعار الماضية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل وبالتالي تحقيق عوائد غير عادية، وهذا ما أعطى دلالة على أن السوق المالي الكويتي غير كفاء في صيغته الضعيفة خلال فترة هذه الدراسة (نفي الفرضية الثانية)؛
- بالاعتماد على حساب معامل الارتباط "بيرسون" بين مؤشر السوق وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية لاختبار مدى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته شبه القوية، توصلنا أنه لا يوجد أي ارتباط بين كل المتغيرات والمؤشر، أي لا يوجد أي تأثير احصائي لهذه المتغيرات

(معدل التضخم، معدل الخصم، معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي) على مؤشر السوق الكويتي (نفي الفرضية الثالثة).

### ثالثا: توصيات واقتراحات

ويمكن تلخيص التوصيات والاقتراحات فيما يلي:

- من أهم عوائق الكفاءة في سوق الكويت للأوراق المالية عدم تماثل المعلومات وتوفرها لجميع المستثمرين، حيث يستطيع بعض المستثمرين الحصول على معلومات غير متاحة للجميع مما يمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية، لذلك لا بد من ضرورة العمل على تحقيق الشفافية الكاملة وتعزيز وتطوير إجراءات الشفافية من خلال تطبيق المزيد من إجراءات حوكمة الشركات، والتي تتعلق ببعض قواعد الإدارة السليمة للشركات المتعاملة في سوق الكويت للأوراق المالية، وتعمل على رفع كفاءة طريقة عرض المعلومات في الشركات، ومن بين هذه القواعد ما يمنع من استغلال المعلومات من قبل أعضاء مجالس الإدارة أو كبار الموظفين بالشركة الذين تسمح لهم مراكزهم بالإطلاع على معلومات غير متاحة لباقي المساهمين، ويؤدي تطبيق هذه القواعد إلى تعزيز إجراءات الشفافية في السوق وحماية المستثمرين، ومن ثم المحافظة على الثقة في سوق الكويت للأوراق المالية الأمر الذي يرفع من كفاءته، مما يساعد على جذب المزيد من المدخرات ورؤوس الأموال والاستثمارات المحلية والأجنبية؛

- تطوير هيئة سوق رأس المال الكويتي لكي تتولى مسؤوليات واختصاصات العمل الرقابي و الإشرافي من خلال ممارسة الرقابة الفعالة على السوق وضمان فرض وتنفيذ القوانين وخاصة في مجال الرقابة على الشفافية والإفصاح، مما يساعد على دعم الثقة في السوق ويضمن سلامة أدائه و من ثم تحقيق توازنه؛

- الاهتمام بنشر معلومات السوق والمعلومات المالية ذات التأثير الجوهري في السعر السوقي للسهم في سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك بصفة مستقلة بالصحف الرسمية وتحليلها للجمهور غير المتخصص؛

- محاولة محاكاة التجارب الناجحة لبعض الأسواق المالية العالمية مع مراعاة البيئة التي تحكم سوق الكويت للأوراق المالية؛

- إجراء دراسات قياسية لمؤشرات السوق المالي بمختلف النماذج الاحصائية من أجل التوصل لمعرفة ما مدى كفاءة السوق المالي بشكل أكثر دقة، ومكانته مقارنة بباقي الأسواق المالية؛

- ضرورة تعزيز الثقافة البورصية وتكثيف الندوات والمؤتمرات لتدعيم ثقة المستثمرين بأداء الأسواق المالية، الأمر الذي يؤدي لزيادة الوعي الاستثماري مما يساعد على تشجيع الاستثمارات؛
- ضرورة زيادة حجم التداول ورأس المال السوقي لسوق الكويت للأوراق المالية للرفع من كفاءته.

### رابعاً: آفاق الدراسة

تناولت هذه الدراسة اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته الضعيفة وشبه القوية، خلال الفترة الممتدة من 2008م إلى غاية 2014م، وبالرغم من المجهود المبذول في هذا الموضوع إلى أننا ندرك أنه هناك بعض النقص والتقصير سواء في الجانب المنهجي أو المعلوماتي، لأن موضوع اختبار كفاءة أسواق رأس المال يبقى موضوعاً واسعاً ومتشعباً. ولذلك يمكن اقتراح العديد من المواضيع التي قد تكون مكملة لهذه الدراسة أو تزيد من إثرائها من الناحيتين النظرية والتطبيقية ومنها:

- تحديات وآفاق كفاءة أسواق المال لدول الخليج العربي؛
- دراسة تكامل وكفاءة الأسواق المالية العربية ومقارنتها بالأسواق المتقدمة؛
- دراسة كفاءة أسواق رأس المال لدول الخليج العربي قبل وبعد الأزمة المالية العالمية؛
- كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم.

# قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

◀ الكتب:

1. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسنطينة، 2003/2002.
2. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بأوراق مالية- تحليل إدارة -، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004.
3. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، الإسكندرية، 2000.
4. جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
5. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
6. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2002.
7. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط3، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
8. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2007.
9. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، ط1، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، 2003.
10. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، ط1، الإشعاع الفني للنشر، الإسكندرية، 2000.
11. ضياء مجيد الموسوي، البورصات أسواق المال وأدواتها- الأسهم والسندات -، شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
12. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
13. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
14. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.

15. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية- أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات الخيارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، القاهرة، 2000.
16. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
17. عبد الغفار حنفي، البورصات- أسهم سندات وصناديق الاستثمار -، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1995.
18. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية- بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار -، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
19. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية- البورصة -، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
20. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الاستثمارية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
21. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، ط1، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، 2006.
22. فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية والعملية-، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
23. مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية، ط1، مركز النشر العلمي، جدة، 2010.
24. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة الجزء1، ط1، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005.
25. محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2007.
26. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
27. محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية- الأسهم والسندات -، ط2، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
28. محمد صيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007.
29. محمد مطر، إدارة الاستثمارات- الإطار النظري والتطبيقات العملية-، ط3، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2004.
30. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.



31. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية- مؤسسات وأوراق ويورصات -، ط1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2007.
32. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
33. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، دار المعارف، الإسكندرية، 2002.
34. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
35. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
36. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.

### المذكرات الجامعية:

1. أسماء أيمن، تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على كفاءة الأسواق المالية العربية- دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة 2005-2010 -، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013-2014.
2. أمينة بوغنبوز، أثر المعلومة المالية- دراسة حالة بورصة القيم المنقولة للجزائر-، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر بن يوسف بن خدة، 2007-2008.
3. بن أمير بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، تخصص نقود وبنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2012-2013.
4. بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013.
5. الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية - دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير(غير منشورة)، المدرسة العليا للتجارة، جامعة الجزائر 03، 2005.

6. خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء 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، 2011-2012.
7. راضية كروش، التنوع الدولي كأداة لتدنية المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية- دراسة حالة سوق الكويت والسعودية للأوراق المالية لسنة 2010 -، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012.
8. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.
9. رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات- دراسة حالة سوق الأسهم السعودية -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2006-2007.
10. سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية- دراسة حالة الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010-، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012.
11. سمية بلجبلية، اثر التضخم على عوائد الأسهم- دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006 -، رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010.
12. سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم- دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية -أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010.
13. صفية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007-2010، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012.

14. صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، 2011-2012.
15. عماد الدين شرابي، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني- دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في CAC 40 -، رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011.
16. محمود المصري، محمود محمد سمير، تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية- دراسة تحليلية -، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، تخصص المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2011.
17. مولود روابح، المشتقات المالية كأداة للتنبؤ بكفاءة السوق المالي- دراسة حالة سوق الكويت المالي 2006-2012 -، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة ماستر أكاديمي، التخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 2012-2013.

#### ◀ المجالات:

1. بن أمير بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب-، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، الجزائر، عدد 02، 2013.
2. محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 03، جامعة سطيف، 2004.

#### ◀ المداخلات والملتقيات:

1. أشرف شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، ورقة عمل مقدمة خلال الندوة المنظمة من طرف هيئة سوق الأوراق المالية والسلع، بورصة أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 05 ديسمبر 2005.
2. حسن عطا غنيم، المشتقات المالية، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل إدارة أسعار الصرف، شرم الشيخ، مصر، 05-06 مارس 2005.

3. محمد بن علي عقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات- آفاق وتحديات -، كلية الشريعة والقانون، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 06-08 مارس 2007.

#### ◀ المراسيم والمنشورات:

1. المرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، متاح على الرابط:

[www.Kuwaitse.com](http://www.Kuwaitse.com)

2. عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق والسلع، أبو ظبي، 2006.

#### ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

#### ➤ Livres :

1. Eugene F. Brigham, Louis C. Gapenski, **Intermediate Financial Management**, 2<sup>nd</sup> Edition, The Dryden press, Chicago, 1987.
2. Gérard Marie Henry, **Les Marchés Financiers**, Armand Colin, Paris, 1999.
3. Jacquillat Bertrand, Solinique Bruno, **Marchés Financiers - gestion de portefeuilles et des risques -**, Edition Dunod, Paris, 2002.
4. Jean Francois Susbielle, **Comprendre la bours sur internet**, Edition d'organisation, Paris, 2001.
5. Narjess Boubakri et autres, **Les Principes de la Finance d'entreprise**, Edition Gaetan Morin, Canada, 2005.
6. Philippe Gillet, **Les Marchés Financiers Efficients**, Edition Economica, paris, 1999.
7. Quiry Pascal, Le Fur Yann, **Finance d'entreprise**, 9<sup>ème</sup> Edition, Paris, 2010.

➤ **Articles et périodiques:**

1. Azab Bassam, **The Performance of the Egyptian Stock Market**, Working Paper, The University of Birmingham, The Birmingham Business School, September 2002.
2. Brunnermeier Markus, **Asset Pricing under Asymmetric Information**, Oxford University Press Inc, Great Britain, 2001.
3. Dimson, Mussavian, **Abrief History of Market Efficiency**, WP published in European Financial Management, London Business Schools, 1998.
4. Elory Dimson, Massoud Mussavian, **A Brief History of Market Efficiency**, WP Published in European Financial Management, London Business Schools, Vol. 4, N° 1, March 1998.
5. Eugent Fama, **Efficient Capital Markets - A review of theory and empirical work** -, journal of finance, 2 May 1970.
6. Eugent Fama , **The Behavior of Stock Market Prices**, At The University of Chicago Booth School of Business, USA, 1964.
7. Murphy john, **Technical analysis of the financial market**, new York institute of finance, new York, 1999.

ثالثا: المواقع الالكترونية

- [www.Kuwaitse.com](http://www.Kuwaitse.com).
- [www.albank al dawli.org](http://www.albank al dawli.org).
- [www.argaam.com](http://www.argaam.com).
- [www.kse.com.kw](http://www.kse.com.kw).
- [www.kuwaitona.net](http://www.kuwaitona.net).

اللاحق

1- الملحق رقم (01): تطور مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية

| 2009   | 2008   | المؤشر<br>INDICATOR                       |
|--------|--------|---|
| 7005,3 | 7782,6 | مؤشر السوق (نقطة)<br>MARKET INDEX (POINT) |

| المؤشر في<br>2010/12/31 | المؤشر في<br>2009/12/31 | السوق      |
|-------------------------|-------------------------|------------|
| 6955,5                  | 7005,3                  | سوق الكويت |

| 2012    | 2011    | المؤشر<br>INDICATOR                       |
|---------|---------|---|
| 5 934,3 | 5 814,2 | مؤشر السوق (نقطة)<br>MARKET INDEX (POINT) |

| 2013   | 2012    | المؤشر<br>INDICATOR                       |
|--------|---------|---|
| 7549,5 | 5 934,3 | مؤشر السوق (نقطة)<br>MARKET INDEX (POINT) |

أداء المؤشرات الرئيسية للسوق في العام 2014

| عدد الشركات<br>المدرجة | الترتيب إلى<br>السوق | التغير  | إقفال العام<br>2014 | إقفال العام<br>2013 | المؤشر<br>السعري |
|------------------------|----------------------|---------|---------------------|---------------------|------------------|
|                        |                      | -13.43% | 6,535.72            | 7,549.52            |                  |

## 2- الملحق رقم (02): يمثل قيم الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية

تطور نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية (2009-2005)  
Table (2)

### Trading Activity Progress in the K.S.E. (2005-2009)

| نسبة التغير السنوي (%)<br>Annual variation ratio (%) |                 |                      | مؤشرات التداول<br>Trading indicators                      |   |   | السنة<br>Year                       |
|--|-----------------|----------------------|---|---|---|-------------------------------------|
| الصفقات المنفذة<br>Executed transactions             | القيمة<br>Value | عدد الأسهم<br>Volume | عدد الصفقات<br>(بالآلاف)<br>No. Of transaction<br>(Thous) | قيمة التداول<br>(مليون دينار)<br>Value<br>(mil K.D) | عدد الأسهم<br>التداولية<br>(مليون سهم)<br>Volume<br>(mil.Share) |                                     |
| 85,0   | 86,0            | 55,8                 | 1956,0  | 28422,0   | 52246,0   | 2005                                |
| (24)   | (39,2)          | (27,9)               | 1486,0  | 17284,0   | 37658,0   | 2006                                |
| 41,4   | 114,1           | 87                   | 2101,7  | 37009,5   | 70438,0   | 2007                                |
| (4,9)  | (3,4)           | 14,8                 | 1997,7  | 35747,1   | 80850,8   | 2008                                |
| (2,9)  | (38,9)          | 31,5                 | 1939,1  | 21 828,9  | 106 331,7   | 2009                                |
| ---  | ---             | --                   | 356,1   | 3446,2  | 17078,2   | الربع الأول 2009<br>First Quarter   |
| 132,1  | 180,7           | 187,7                | 826,7   | 9674,3  | 49147,7   | الربع الثاني 2009<br>Second Quarter |
| (50,3)   | (43,2)          | (57,7)               | 411,2   | 5496,5  | 20810,9   | الربع الثالث 2009<br>Third Quarter  |
| (16,1)   | (41,6)          | (7,3)                | 345,1   | 3211,9  | 19294,9   | الربع الرابع 2009<br>Fourth Quarter |

### جدول رقم (2)

تطور نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية (2013-2009)

Table (2)

### Trading Activity Progress in the K.S.E. (2009- 2013)

| نسبة التغير السنوي (%)<br>Annual variation ratio (%) |                 |                      | مؤشرات التداول<br>Trading indicators                      |  |  | السنة<br>Year                       |
|--|-----------------|----------------------|---|--|--|-------------------------------------|
| الصفقات المنفذة<br>Executed transactions             | القيمة<br>Value | عدد الأسهم<br>Volume | عدد الصفقات<br>(بالآلاف)<br>No. Of transaction<br>(Thous) | قيمة الأسهم المتداولة<br>(مليون دينار)<br>Value<br>(mil K.D) | عدد الأسهم المتداولة<br>(مليون سهم)<br>Volume<br>(mil.Share) |                                     |
| 2,9  | 38,9            | 31,5                 | 1939,1  | 21 828,9   | 106 331,7  | 2009                                |
| 35,3   | 42,6            | (29,8)               | 1254,1  | 12 526,3   | 74 691,5   | 2010                                |
| (50,6-)  | (51,6-)         | (48,6-)              | 618,4   | 6 068,3  | 38 423,0   | 2011                                |
| 94,8   | 18.9+           | 115.5+               | 1 204,9   | 7 215,9  | 82 805,7   | 2012                                |
| 87,0   | 57,8            | 56,9                 | 2 252,7   | 11 389,4   | 129 921,3  | 2013                                |
| 56.6   | 2.15            | 21,3                 | 508,3   | 2 469,3  | 33 403,7   | الربع الأول 2013<br>First Quarter   |
| 203  | 193,1           | 163,2                | 861,2   | 5 012,8  | 55 318,2   | الربع الثاني 2013<br>Second Quarter |
| 99,2-  | 79,7-           | 83,7-                | 485,5   | 2 217,8  | 23 691,5   | الربع الثالث 2013<br>Third Quarter  |
| 12,8-  | 8,9-            | 18,0-                | 397,7   | 1 689,3  | 17 507,8   | الربع الرابع 2013<br>Fourth Quarter |



### 3- الملحق رقم (03): يمثل معدل دوران الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية

تطور معدل دوران الأسهم المتداولة قطاعياً خلال الفترة 2007-2011

Table (5)

Traded Shares Turn Over Progress by Sector during the Period 2007-2011

| 2011  | 2010 | 2009   | 2008  | 2007  | Sector القطاع                          |
|-------|------|--------|-------|-------|--|
| 20,7  | 21,4 | 48,08  | 45,9  | 43,5  | البنوك<br>Banking                      |
| 41,6  | 10,8 | 101,98 | 183,5 | 160,4 | الاستثمار<br>Investment                |
| 1,7   | 77,4 | 3,68   | 10,5  | 13,4  | التأمين<br>Insurance                   |
| 47,8  | 71,4 | 127,2  | 184,2 | 167,2 | العقار<br>Estate Real                  |
| 29,0  | 53,4 | 82,25  | 111,4 | 117,8 | الصناعة<br>Industry                    |
| 22,2  | 36,5 | 85,16  | 220,1 | 173,0 | الخدمات<br>Services                    |
| 8,0   | 20,2 | 28,73  | 46,8  | 67,4  | الأغذية<br>Food                        |
| 123,4 | 81,6 | 401,20 | 82,5  | 56,0  | غير الكويتي<br>Non -Kuwaiti            |
| 25,2  | 37,2 | 109,71 | 110,6 | 99,8  | متوسط معدل الدوران<br>Average Turnover |

تطور معدل دوران الأسهم المتداولة قطاعياً خلال عام 2012

Table (5)

Traded Shares Turn Over Progress by Sector during 2012

| 2012 | Sector القطاع                          |
|------|--|
| 42,7 | النفط والغاز<br>Oil & Gas              |
| 19,9 | المواد الأساسية<br>Basic Materials     |
| 29,5 | الصناعية<br>Industrials                |
| 9,4  | سلع استهلاكية<br>Consumer Goods        |
| 12,9 | رعاية صحية<br>Health Care              |
| 12,4 | خدمات استهلاكية<br>Consumer Services   |
| 15,1 | اتصالات<br>Telecommunication           |
| -    | مناافع<br>Utilities                    |
| 10,7 | البنوك<br>Banking                      |
| 1,0  | التأمين<br>Insurance                   |
| 61,7 | العقار<br>Real Estate                  |
| 84,0 | خدمات مالية<br>Financial Services      |
| -    | ادوات مالية<br>Investment Instruments  |
| 50,9 | تكنولوجيا<br>Technology                |
| 12,3 | الموازي<br>Parallel                    |
| 24,6 | متوسط معدل الدوران<br>Average Turnover |

تطور معدل دوران الأسهم المتداولة قطاعياً خلال عام 2013

Table (5)

Traded Shares Turn Over Progress by Sector during 2013

| 2013  | Sector القطاع                          |
|-------|--|
| 82,8  | النفط والغاز<br>Oil & Gas              |
| 13,0  | المواد الأساسية<br>Basic Materials     |
| 44,9  | الصناعية<br>Industrials                |
| 16,1  | سلع استهلاكية<br>Consumer Goods        |
| 12,9  | رعاية صحية<br>Health Care              |
| 19,6  | خدمات استهلاكية<br>Consumer Services   |
| 8,16  | اتصالات<br>Telecommunication           |
| 12,9  | البنوك<br>Banking                      |
| 7,2   | التأمين<br>Insurance                   |
| 109,7 | العقار<br>Real Estate                  |
| 143,7 | خدمات مالية<br>Financial Services      |
| -     | ادوات مالية<br>Investment Instruments  |
| 80,9  | تكنولوجيا<br>Technology                |
| 40,9  | الموازي<br>Parallel                    |
| 36,5  | متوسط معدل الدوران<br>Average Turnover |

## المخلص

يشترط لقيام سوق رأس المال بدوره على أحسن ما يكون توفره على الكفاءة التي تعتبر من مؤشرات نجاحه وقوته، فهي تعكس العدالة، والشفافية في أسعار الأسهم المتداولة في السوق الأمر الذي يوفر الحماية للمستثمر، ووفقاً لمفهوم الكفاءة وطبيعة المعلومات التي يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لها وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، يتم تحديد مستويات سوق رأس المال من ضعيفة إلى شبه قوية إلى أسواق قوية.

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة سوق رأس المال، وعلى هذا الأساس تم الوقوف على أحد الأسواق الفاعلة في دول الخليج العربي ألا وهو سوق الكويت للأوراق المالية لاختبار مدى كفاءته في الصيغتين الضعيفة وشبه القوية من 2008-2014م، وذلك بالاعتماد على دراسة مؤشرات السوق وتحليلها، إضافة إلى النموذج الاحصائي المتمثل في طريقة الأنماط الطارئة التي تمحورت بالأساس حول تتبع أسعار إغلاق مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية لمعرفة هل الأسعار تتحرك بصفة عشوائية أم لا هذا من جانب الصيغة الضعيفة، في حين تم اختبار المستوى شبه القوي من خلال دراسة علاقة الارتباط بين مؤشر السوق وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية ممثلة في معدل التضخم، معدل الخصم، معدل الناتج المحلي الاجمالي لمعرفة ما إذا كان مؤشر السوق الكويتي يتغير تبعاً للتغير في هذه المتغيرات وتم ذلك بالاعتماد على معامل الارتباط بيرسون من خلال برنامج SPSS، واتضح بعد معالجتنا لهذه الدراسة أن سوق الكويت غير كفاء، سواء في صيغته الضعيفة كون أن المعلومات غير عشوائية ومترابطة مع بعضها البعض، أو في صيغته شبه القوية لعدم وجود أي تأثير للمتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر السوق.

**الكلمات المفتاحية:** كفاءة سوق رأس المال، الحركة العشوائية للمعلومات، سوق الكويت للأوراق المالية المالية، الصيغة الضعيفة وشبه القوية.

## **Abstract**

For the capital market to play its real role well, it should have competency that is considered as a condition and parameter of its success and strength, hence, it does reflect the justice and transparency in the stock prices of the market, that matter provides protection for the investor and conforming to the notion of competency and data nature that stock prices are expectedly to respond to them and rapidly for any new information reaching its operators, the levels of capital market are ranked from being weak to virtually strong to strong ones.

The goal of this research is to examine the capital market competency henceforth, we have focused on one of the efficient market in the Arab gulf countries namely the Kuwait market of the credit stock in order to examine its competency in the two formula weak and virtually strong as from 2008 till 2014, depending on the market indications and their analysis as well as to the statistical sample represented in the method of occurring types axing principally on the following of prices of closing Kuwait stock market indicator to know if the prices are fluctuating randomly or no this on the aspect of the weak formula, whereas we examined the virtually strong level by studying the relation of linking between the market indicator and some macroeconomic changes represented in the inflation rate, retention rate, gross domestic product to know whether if the Kuwait market indicator is changing following changes of these variations.

This was depended upon the linkage coefficient **PEARSON** via the software system **SPSS**, and after having examined this study, we have arrived to the conclusion that the Kuwait market is incompetent, whether in its weak formula since the data are not random and not linked with each other or in the virtually strong one for the nonexistence of any impact of the macro-economic changes on the market indicator.

**Key words:** capital market competency, date random movement, Kuwait stock market, weak and virtually strong formula.