



جامعة احمد دراية - ادرار -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر اكايمي

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

موسومة بـ:

تقييم كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة قياسية

إشراف الأستاذ:

د. د. عزيزي أحمد عكاشة

من إعداد الطالب:

- معطالله حفصة
- كنزاح سعاد

لجنة المناقشة

(رئيساً)	أستاذ محاضر (أ)	المومن عبد الكريم
(مشرفاً ومقرراً)	أستاذ محاضر (أ)	عزيزي أحمد عكاشة
(مناقشاً)	أستاذ محاضر (ب)	عبد السلام بلبالي

الموسم الجامعي:

2021-2020م

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République algérienne populaire et démocratique

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique

UNIVERSITE AHMED DRAYA - ADRAR

جامعة احمد دراية - ادرار

BIBLIOTHÈQUE CENTRALE

المكتبة المركزية

Service de recherche bibliographique

مصلحة البحث البيبليوغرافي

N°.....B.C/S.R.B//U.A/2021

الرقم.....م/م.ب.ب/ج.أ/2021



شهادة الترخيص بالإيداع

انا الأستاذ(ة): د. عزيزة احمد بكاوي

المشرف على مذكرة الماستر.

الموسومة بـ: تقييم كفاءة الأسواق المالية العربية
دراسة قياسية

من إنجاز الطالب(ة): محمد طاهر حوضه

و الطالب(ة): كسنتح مسعاد

كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم السمين

القسم: علوم اقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

تاريخ تقييم / مناقشة: 2021 / 06 / 14

أشهد ان الطلبة قد قاموا بالتعديلات والتصحيحات المطلوبة من طرف لجنة التقييم، وان المطابقة بين النسخة الورقية والإلكترونية استوفت جميع شروطها.

ويمكنهم إيداع النسخ الورقية (02) والالكترونية (PDF).

- امضاء المشرف

ادرار في: 22 جوان 2021

مساعد رئيس القسم:-

أ. صديقتي عبد الكريم
مساعد رئيس قسم العلوم الاقتصادية
مكلف بالتدريس والبحوث



سُبْحَانَكَ اللَّهُمَّ رَبِّ السَّمَاوَاتِ السَّبْعِ وَالْأَرْضِ وَالْعَرْشِ الْمَجِيدِ



إهداء

قال الله تعالى ﴿وَقَضَىٰ رَبُّكَ أَلَّا تَعْبُدُوا إِلَّا إِيَّاهُ وَبِالْوَالِدَيْنِ إِحْسَانًا﴾

سورة الاسراء الآية 23

اهدي ثمرة جهدي وسهر الليالي الى والدي الغالي والذي اختاره الله تعالى قبل ان

ترى عيناى النور سائلا المولى عزى وجل ان يجعلها في ميزان حسناته

الى الشمعة التي تنير بيتنا امي الغالي والتي كانت ومازالت دعواتها تنير طريقنا

الى صديقتي التي شاركتني هذا العمل كتراح سعاد

الى جميع الاساتذة خاصتا الاستاذ المشرف عزيزي أحمد عكاشة

الى كل اصدقاء الدراسة وطلبة علوم الاقتصاد

الى كل الاصدقاء والاحبة

الى كل من ساهم في انجاح هذا العمل

الى من ابتسم في وجهي ونصحتني ولم تسعهم ورقتي

الى كل طالب علم اهدي هذا العمل المتواضع

معطالله حفصة

شكر وعرفان

لبسم الله الرحمان الرحيم
{ لئن شكرتم لأزيدنكم }
صدق الله العظيم

إن الحمد لله نحمده ونشكره على عظيم نعمه علينا،
إذا وفقنا لانجاز هذا العمل .
ونتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذ لإشرافه على هذا العمل
المتواضع وتنقيحه ، وتقديمه لنا للنصح والتوجيه
والملاحظة التي أعانتنا على البحث.
فله منا أسمى عبارات الشكر والتقدير والاحترام.
إلى كل من قدم لنا المساعدة ودعمنا لانجاز
هذا العمل من قريب أو بعيد ، بكلمة ، بتوجيه
بنصح، كل الشكر.

ملخص:

للأسواق المالية دورا هاما في تنمية اقتصاديات الدولة النامية والمتقدمة على حد سواء، ففي هذه الدراسة تم التطرق إلى الإشكالية والمتمثلة في ما مدى كفاءة الأسواق المالية العربية؟ وهذا من خلال عينة من هذه الأسواق وذلك من الفترة 2015 إلى 2021 وللإجابة على هذه الإشكالية تم الاعتماد على برنامج 9.Eveiws.

وخلصت الدراسة إلى أن الأسواق المالية العربية ذات كفاءة عند المستوى الضعيف وهذا من خلال عينة الدراسة.

***الكلمات المفتاحية:** كفاءة، الأسواق المالية، المستوى الضعيف، العربية، أنواع الكفاءة، صيغ الكفاءة.

Summary:

Financial markets have an important role in developing the economies of the developing and developed countries alike. In this study, the problematic, which is to what extent is the efficiency of the Arab financial markets, was addressed? This is through a sample of these markets from 2015 to 2021, and to answer this problem, we have relied on the 9 Eveiws program.

The study concluded that the Arab financial markets are efficient at the weak level, and this is through the study sample.

***Key words:** efficiency, financial markets, weak level, Arabic, types of competence, competency formulas.

فهرس الجداول:

الصفحة	العنوان	الرقم
35	يوضح شروط الإدراج الخاصة بالبورصة	1
36	يوضح نسبة عمولة الإدراج بالبورصة	2
37	يوضح نسبة العمولة السنوية للبقاء	3
41	توصيف بيانات الدراسة	4
44	اختبار السير العشوائي باستخدام دالة الارتباط الذاتي	5
46	اختبار ديكي فولر الموسع ADF	6

فهرس الأشكال:

الصفحة	العنوان	الرقم
9	أنواع الأسواق المالية	1
13	حركة الأسعار في ظل الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة للسوق في حالي المعلومات السارة وغير سارة	2
42	نتائج تطور مؤشرات عينة الدراسة	3
43	اختبار التوزيع الطبيعي	4

فهرس الموضوعات

الصفحة	المحتوى
	الإهداء
	شكر و عرفان
	الملخص
	فهرس الجداول والاشكال
أب	مقدمة
الفصل الأول: الأدبيات النظرية لكفاية الأسواق المالية	
05	تمهيد
06	المبحث الأول: الاطار النظري لمتغيرات الدراسة
06	المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية
06	الفرع الأول: مفهوم ونشأة الأسواق المالية
08	الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية
09	الفرع الثالث: خصائص الأسواق المالية
10	المطلب الثاني: عموميات عن كفاءة الأسواق المالية
10	الفرع الأول: تعريفها
11	الفرع الثاني: نظرية كفاءة الأسواق المالية
12	الفرع الثالث: شروط السوق المالية كفوة
12	المطلب الثالث: أنواع متطلبات ومستويات كفاءة الأسواق المالية
12	الفرع الأول: أنواع كفاءة الأسواق المالية
13	الفرع الثاني: متطلبات كفاءة الأسواق المالية
14	الفرع الثالث: مستويات كفاءة الأسواق المالية
15	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
15	المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية
17	المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية
18	المطلب الثالث: مقارنة الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة
20	خلاصة
الفصل الثاني: الدراسة الميدانية (القياسية)	
22	تمهيد
23	المبحث الأول: الأسواق المالية العربية
23	المطلب الأول: واقع الأسواق المالية العربية
23	الفرع الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية العربية
24	الفرع الثاني: معوقات الأسواق المالية العربية
26	الفرع الثالث: الهيئات الداعمة لتطوير الأسواق المالية العربية
28	المطلب الثاني: دراسة عينية من الأسواق المالية العربية
28	الفرع الأول: السوق المالي في الدار البيضاء
32	الفرع الثاني: السوق المالي في تونس
38	الفرع الثالث: السوق المالي في البحرين
39	الفرع الرابع: السوق المالي في قطر
41	المبحث الثاني: إختبار كفاءة عينية للدراسة
41	المطلب الأول: توصيف بيانات الدراسة

فهرس الموضوعات

42	المطلب الثاني: تطوير مؤشرات عينة الدراسة
42	المطلب الثالث: إختبار التوزيع الطبيعي
44	المطلب الرابع: إختبار السير العشوائي استخدام دالة الارتباط الذاتي
45	المطلب الخامس: إختبار ديكي فولر الموسع ADF
47	خلاصة
49	خاتمة
51	قائمة المصادر والمراجع

الله

أولاً: توطئة:

لقد شهدت السنوات الأخيرة اهتماماً متزايداً بموضوع إنشاء الأوراق المالية وتطويرها في الدول العربية وفي إمكانية الربط فيما بينها، وقد جاء هذا الاهتمام انطلاقاً من إيمان راسخ لدى رجال المال والسياسة بأن مثل هذه الأسواق تساعد على زيادة النمو الاقتصادي وتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي باعتبارها أحد أهم القنوات الرئيسية لحشد الموارد المالية، فتعد مزايا الأسواق المالية لا يعني أن الأسواق المالية في مختلف الاقتصاديات تنسم بنفس الدرجة من الكفاءة في ترشيد الموارد المالية.

تعتبر الأسواق المالية الحيز الذي يتم فيه عرض المدخرات من جانب والطلب عليها في التمويل بالجانب الآخر، وهي بذلك تعد من أهم وسائل الاستثمار للأفراد والشركات، فضلاً عن الدور البالغ الأهمية الذي تؤديه عبر آلياتها في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية،

تعد كفاءة السوق المالي أول المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها، حيث يشكل ذلك حافزاً للمستثمرين في زيادة عملية الاستثمار في السوق وكذا يؤدي إلى دخول مستثمرين جدد حيث حظيت الأسواق المالية العربية اهتماماً العديد من الباحثين والأكاديمين في المنطقة العربية في الآونة الأخيرة، وأصبحت الأسواق المالية تمثل عناوين ومؤتمرات علمية وأطروحات دكتوراه، وأيضاً أثارت فكرة الأسواق المالية الكفوءة الكثير من الاهتمام والجدل والنقاش في الاقتصاديات المعاصرة، ومن ثم بات من الضروري الاهتمام بموضوع الأسواق المالية خاصة من الناحية الكمية والقياسية.

ثانياً: إشكالية الدراسة

مما لا شك فيه أن الأسواق المالية لها دور بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية (العربية) على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد، وللقيام بدور المنوط بها ينبغي أن تتوافر الأسواق المالية على شرط أساسي ألا وهو الكفاءة، ومن هذا المنطلق سوف تحاول هذه الدراسة التركيز على الأسواق المالية العربية من خلال الإحاطة بواقعها وسبل تنشيطها، والشروط الواجب توفرها لتحقيق كفاءة الأسواق المالية العربية.

ما مدى كفاءة الأسواق المالية العربية عند المستوى الضعيف؟

يندرج تحت هذه الإشكالية الرئيسية بعض الإشكاليات الفرعية:

- ما المقصود بكفاءة الأسواق المالية؟
- هل للكفاءة دور في تنشيط سوق الأوراق المالية؟

ثالثاً: الفرضيات

- ✓ أن الأسواق المالية العربية تتبع السير العشوائي.
- ✓ أن الأسواق المالية العربية تتبع السير غير العشوائي.



رابعاً: أهداف البحث

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية للأسواق المالية
- معرفة فعالية الأسواق المالية في الدول العربية
- معرفة متطلبات كفاءة الأسواق المالية.
- معرفة كفاءة الأسواق المالية العربية من خلال دراسة تطور وأداء أسواقها.

خامساً: أهمية الموضوع

تعتبر الأسواق المالية الحيز الذي يتم فيه عرض المدخرات من جانب والطلب عليها في التمويل بالجانب الآخر وبذلك تعد من أهم وسائل الاستثمار للإفراد والشركات فضلاً عن الدور البالغ الأهمية الذي تؤديه عبر آلياتها في حذب الفائض من رأس المال عبر الموظف وغير معبأ في الاقتصاد القومي وتحويله من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية.

يعد إنشاء أسواق الأوراق المالية بالدول العربية تأكيد على تعاضد الاهتمام بهذا النوع من الأسواق. التوصل إلى النتائج والتوصيات التي من شأنها تساعد في زيادة كفاءة الأسواق المالية العربية. ونظراً لأهمية هذا الموضوع وقع اختيارنا عليه.

سادساً: أسباب اختيار الموضوع

- اعتبار الموضوع في مجال التخصص.
- الميول الشخصي للموضوع.
- شعورنا بأهمية الموضوع خاصة مع التحولات في الوقت الراهن.
- اعتبار الأسواق المالية معيار أساسي للتطور الاقتصادي.

سابعاً: حدود الدراسة

- تركز البحث في الجانب النظري على تقديم عموميات حول الأسواق المالية العربية والكفاءة.
- وتم التركيز على أربعة أسواق من الدول العربية في الفصل الثاني (الدار البيضاء، تونس، البحرين، قطر) خلال الفترة من 2015 إلى 2021

ثامناً: صعوبات الدراسة

من بين الصعوبات التي واجهتنا في انجاز هذا البحث هي صعوبة حصر وتركيز واختصار الدراسة وذلك نظر لتشابك وتوسع الموضوع مما يصعب علينا الإلمام بكل جوانبه.

تاسعاً: المنهج المتبع

للإجابة على التساؤلات السابقة ومن أجل تحقيق أهداف البحث تم استخدام الأسلوب الوصفي في الفصل الأول، واعتمدنا على الأسلوب التحليلي في الفصل الثاني مدعماً بدراسة قياسية.

عاشراً: تقسيم الدراسة

للانجاز هذا البحث قمنا بتقسيم الدراسة إلى فصلين حيث خصصنا الفصل الأول إلى الأدبيات النظرية لكفاءة الأسواق المالية وكذا قسمناه إلى مبحثين ففي المبحث الأول تطرقنا إلى الإطار النظري لمتغيرات الدراسة، أما المبحث الثاني خصصناه إلى الدراسات السابقة، ثم تطرقنا في الفصل الثاني إلى الدراسة العينية (القياسية)، حيث تناولنا في المبحث الأول الأسواق المالية العربية أما في المبحث الثاني اختبار كفاءة عينية للدراسة.

الفصل الأول:

الأمبيات النظرية لكفاءة

الأسواق المالية

تمهيد

تعمل الأسواق المالية على حشد وتعبئة الموارد المالية للمدخرات لتوجيهها عبر القنوات الاستثمارية وتعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد ، وللقيام بالدور المنوط بها ينبغي أن تتوفر الأسواق المالية على شرط أساسي ألا وهو الكفاءة وإلا أصبحت هذه الأسواق بمثابة مصدر للآزمات وتدمير الثروة خاصة في ظل عولمة الأسواق المالية وتكاملها ، وسندرس في هذا الفصل الإطار النظري للأسواق المالية وكفاءتها حيث سنتناول مبحثين المتمثلين في:

- المبحث الأول: الإطار النظري لمتغيرات الدراسة.

- المبحث الثاني: الدراسات السابقة.

المبحث الأول: الإطار النظري لمتغيرات الدراسة

يتم التطرق في هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب وكل مطلب ينقسم إلى ثلاثة فروع وعمل هذا الصدد يمكننا تحديد المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية ونشأتها وأنواعها وخصائصها في الطلب الأول، وفي المطلب الثاني عموميات عن كفاءة الأسواق المالية أما في المطلب الثالث يتم التطرق إلى أنواع ومتطلبات ومستويات كفاءة الأسواق المالية.

المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية

يتم التطرق في هذا المطلب إلى مفهوم ونشأة الأسواق المالية باعتبارها أحد أهم مؤسسات النظام المالي، وتوفير المعلومات عن الأدوات المتداولة في السوق بدقة، وأنواعها وخصائصها.

الفرع الأول: مفهوم ونشأة الأسواق المالية

أولا مفهوم سوق الأوراق المالية: هناك عدة تعريفات للسوق المالي نذكر منها:

✓ يعرف بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين ، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق أما عن طريق السماسرة والشركات العاملة في هذا المجال ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال.¹

✓ ويعرف أيضا بأنه وسيلة لعرض أموال المدخرين بالطلب عليها "المستثمرين" حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي.²

من خلال التعريفين السابقين يمكن تعريف السوق المالي بأنه المكان الذي يلتقي فيه الوحدات ذات فائض مع وحدات ذات العجز، من خلال وسطاء ماليين (السماسرة وصناديق الاستثمار وشركات الوساطة).

ثانيا النشأة: إن تاريخ السوق المالية يكشف لنا نشوء هذه الأسواق وتطورها جاء نتيجة انعكاسات للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها فنشوء تلك الأسواق لم يكن من قبيل الصدفة وإنما كان لمقتضيات التطور التجاري والاقتصادي في تلك البلدان، ففكرة تلك الأسواق

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، الطبعة الأولى، ص17

² عصام لعباضي، دراسة تحليلية لواقع مساهمة الأسواق المالية في تنمية اقتصاديات الشركات الرياضية، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة سوق أهراس (الجزائر)، المجلد 08، العدد 01، سنة 2020/03/31، ص133

ظهرت منذ أن فكر الإنسان باستغلال مدخراته وساعد على ذلك التطور العلمي ونشوء الشركات ذات الفوائض من خلال تلك الأسواق.¹

فأول ظهور للأسواق المالية كان في القرن الخامس عشر وفي العصور الوسطى تعتبر كل من بروج وليون وأمستردام ولندن المراكز المالية المهمة، وقد ظهرت قاعدة لأسعار الأسهم سنة 1592م، لكن هناك من ربط ظهور الأسواق المالية بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي وهي:²

1. **المرحلة الأولى:** تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... وغيرها، وهذا ما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، ومما أدى أيضا إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس الأموال الكبيرة، وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما أصبح يلجأ إلى البنوك من أجل الاقتراض وما قد يترتب عليه من عواقب.
2. **المرحلة الثانية:** تمتاز ببداية ظهور البنوك المركزية سيطرتها على البنوك التجارية بعدما كانت المرحلة الأولى تمتاز بحرية اقتصادية مطلقة.
3. **المرحلة الثالثة:** وفيها ظهرت البنوك المتخصصة في الإقراض متوسط الأجل (البنوك الصناعية والعقارية والزراعية) التي أصدرت سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد حاجتها من الأموال لتمويل المشروعات المختلفة.
4. **المرحلة الرابعة:** وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية والاهتمام بسعر الفائدة وزيادة إصدارات سندات الخزينة لفترات متوسطة الأجل، وزاد نشاط الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية لاندماج السوق النقدي في السوق المالي، وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق إي(البورصات)، بالإضافة إلى وجود سوق نقدية متقدمة مما يقتضي موارد مالية كبيرة الحجم العمليات التي تجرى فيه.
5. **هـ- المرحلة الخامسة:** وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية، وبحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها، وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة من نماء النظام المصرفي داخل البلد وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيه.

¹ رايح خوني/ حجاب عيسى، مساهمة الأسواق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل سياسة التحرير المالي دراسة حالة السوق المالي الأردني، محمد خيضر/ جامعة محمد بمضياف، بسكرة/ المسيلة(الجزائر)، العدد الأول، سنة 2016.

الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية: هناك عدة أنواع للأسواق المالية وهما كالتالي:

أولاً: سوق النقد: تعرف أسواق النقد على أنها مكان أو مجال لإقراض واقتراض الأصول قصيرة الأجل من طرف البنوك، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل.

ثانياً: سوق رأس المال: وهي أسواق يجري فيها التعامل بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل إي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة مثل الأسهم والسندات وتنقسم إلى سوق الإقراض وسوق الأوراق المالية التي تنقسم بدورها إلى:¹

1 **السوق الأولية (سوق الإصدار):** وهي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها وعادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار

2 **السوق الثانوية (سوق التداول):** هي عبارة عن الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها وتنقسم إلى:

3 **سوق منظمة:** يقصد بذلك بورصة الأوراق المالية، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (البورصات).

4 **سوق غير منظمة:** أسواق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) أم غير المسجلة فيها يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم ويقوم بالتعامل ببيوت السماسرة وتنقسم السوق الغير المنظمة إلى:

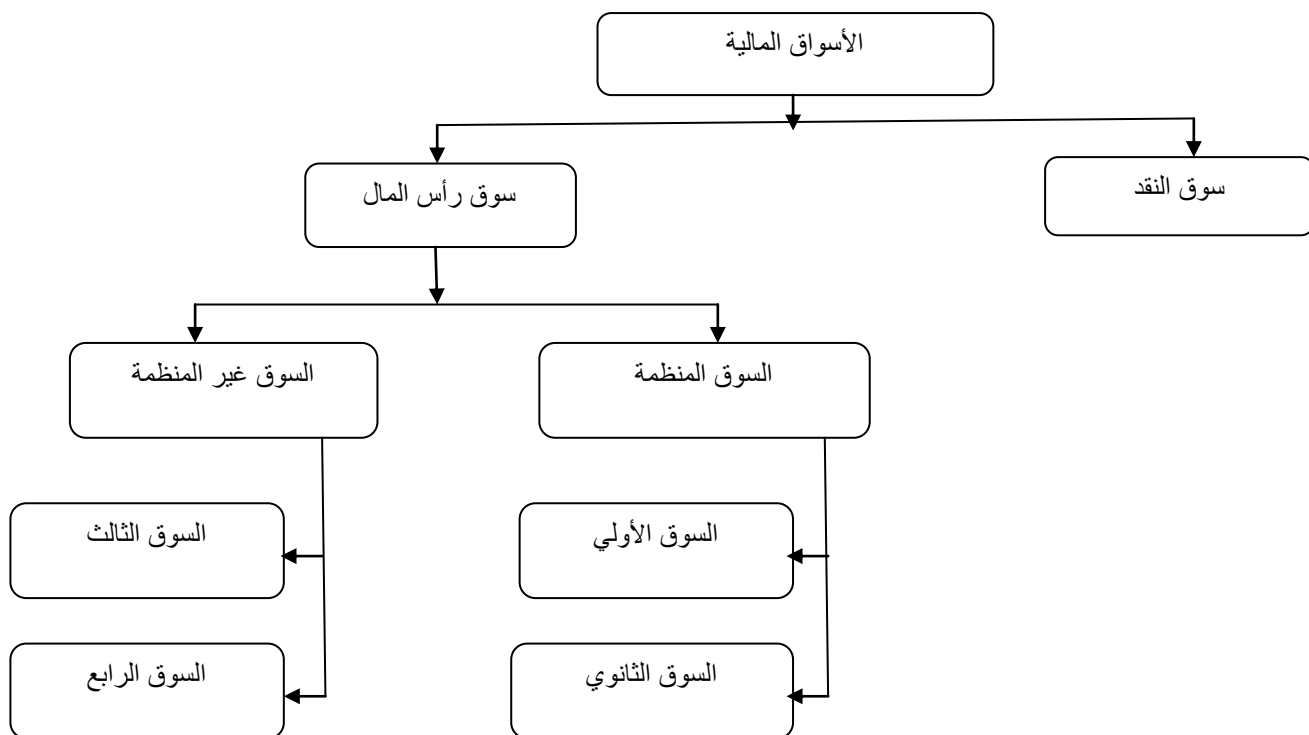
5 **السوق الثالث:** والتي تتكون من بيوت سماسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وان كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة من تلك الأسواق، وبيوت السماسرة تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية كبرت وصغرت.

6 **السوق الرابعة والأخيرة:** يقصد بها المؤسسات الكبرى والإفراد الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة الهدف منها الحد من العمولات التي يدفعونها السماسرة واستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.²

¹ راجح خوني، حجاب عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 79

² مرجع سبق ذكره، ص 18-21.

الشكل رقم (01-01): أنواع الأسواق المالية.



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على ما سبق

الفرع الثالث: خصائص الأسواق المالية : هناك بعض الخصائص لسوق الأوراق المالية التي تميزها

عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:¹

- التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل ، مما يتيح فرصة التمويل لكثير من المشروعات لاسيما إذا علمنا أن بعض المشروعات تتحمل في بداية عمرها الإنتاجي مصاريف تأسيسية كبيرة مما يجعل إمكانية التسديد الفوري ضعيفي الاحتمال وبالتالي تحتاج لأموال يتم تسديدها بعد طول اجل.
- من اجل نجاح الأسواق المالية لابد من توفر سوق ثانوي نشط لتوفير السيولة اللازمة وزيادة سرعة الدوران حتى يتمكن حامل الورقة الثانية من بيعها متى شاء ولو قبل تاريخ استحقاقها وهذا بدوره يعتمد على نشاط السوق الأولي وتعدد الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات على حد سواء.
- يعتبر سوق رأس المال اقل اتساعا من سوق النقد لكنه في الوقت نفسه أكثر تعليما، كما يمتاز المتعاملون فيه بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات المالية الكبيرة ، ويتحكم هؤلاء

¹ - مرجع سبق ذكره ص 133،134

الوكلاء تجربة التداول في سوق رأس المال إلى حد كبير ، وذلك عن طريق تكييف سياستهم في الاحتفاظ بالأوراق المالية أو طرحها لتداول بناء على التقلبات الحادثة في أسعار الفائدة.

- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقلها سيولة في الاستثمار بالسوق النقدية وذلك نظرا لان أوراق الاستثمار فيه طويلة الأجل ، الأمر الذي يتحمل مخاطرة سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة ولذلك الأسهم بالرغم من أن عائداتها كبيرة نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة نسبيا.

المطلب الثاني: عموميات عن كفاءة السوق المالية

لقد أثارت فكرة كفاءة الأسواق المالية اهتمام الباحثين والمختصين في مجال تمويل الأسواق المالية نظرا لأهميتها وعلى ضوء هذا سوف نتناول مفاهيم أساسية حول مفهوم ونظرية الكفاءة وشروط تحقيقها وكذا أنواعها ومتطلباتها ومستوياتها.

الفرع الأول: تعريفها مفهوم كفاءة السوق المالية:

للأسواق المالية عدة تعارف نذكر منها:

تعريف الأول: تعرف كفاءة الأسواق المالية على أنها ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة ويسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات و البيانات المتدفقة إلى السوق، والذي يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.¹

تعريف الثاني: في السوق الكفاء Efficient Market يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة

المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تضعها (تبثها) وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن أثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الادعاء بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة Faire value تعكس تماما قيمته الحقيقية Intrinsic value التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من الخام²

¹ عزاوي أعمار (خيرة الداوي)-تقييم كفاءة الأسواق المالية(دراسة قياسية لحالة سوق عمان- الأوراق المالية خلال 2005-

2009). ص 34.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دكتور في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة طنطا، 2002،

ص، 489، 490.

تعريف الثالث: السوق الكفوة هي تلك السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغيير فوري في السهم بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، حيث تعكس فيه القيمة السوقية للسهم تماما قيمته الحقيقية والتي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم.¹

التعريف الرابع: من خلال التعارف السابقة يمكننا تعريف كفاءة السوق المالية بأنها تتميز بسرعة الاستجابة للمعلومات المنشورة عن الورقة المالية وعن السوق ككل، فعندما تنشر المعلومة فإن الأخبار الجيدة أو السيئة التي تحملها تلك المعلومات تنشر بسرعة وتنعكس بصورة فورية في أسعار الورقة أو الأوراق المالية التي ترتبط بهذه المعلومة.

الفرع الثاني: نظرية كفاءة الأسواق المالية

إن أول من صاغ هذه النظرية هو المفكر الانجليزي Eugénefama سنة 1965م وعرفها كما يلي: يكون السوق المالي كفنا إذا كانت جميع المعلومات المتاحة حول أصل مالي معين وفي أي لحظة من الزمن منعكس في سعره وفي اللحظة ذاتها، وبالموازاة مع التعريف قدم Fama نموذجا رياضيا ملخصا فيه هذه النظرية ويعرف بنموذج اللعبة العادلة (Jeu Equitable)، ويعطى بالمعادلة الآتية:

$$Z_{i,t+1} = R_{i,t+1} - E[R_{i,t+1}/Q_t]$$

مع العلم أن:

$Z_{i,t+1}$: هو العائد الغير العادي للأصل المالي i في الفترة $t+1$.

$R_{i,t+1}$: هو العائد الحقيقي للأصل t في الفترة $t+1$.

$E[R_{i,t+1}]$: هو العائد المتوقع للفترة $t+1$.

Q : مجموع المعلومات المتاحة في الفترة.

انطلاقا من هذا النموذج، فإن العوائد غير العادية تساوي إلى الفرق بين العوائد الحقيقية في الفترة $t+1$ والعوائد المتوقعة لنفس الفترة، وهذا بالاعتماد على مجموع المعلومات، وتكون اللعبة عادلة إذا كانت العوائد غير العادية تساوي صفر، بمعنى أن المعلومات المتاحة سمحت بالتنبؤ الصائب للأسعار (السعر المتوقع يساوي السعر الفعلي)، ومنه لا مجال لأي مستثمر أن يحقق أي أرباح غير عادية إنطاقا من تحليله لهذه المعلومات، مما يعني أن السوق الكفاء عند هذا المستوى. ولو نظرنا

¹ حنان عبدلي، اختبار كفاءة الأسواق المالية الناشئة، حالة السوق المالي الماليزي 2008-2014 ص 113

وتمعني في هذا النموذج مع التعريف السابق، المقدمين من طرف Fama لوجدنا أنهما يحويان متطلبات الكفاءة حيث:¹

- يعتبر السوق المالي كفئاً إذا كان يهدف إلى التسعير العادل للأوراق المالية، بمعنى أن الأصول المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة وهذا ما يثبت مطلب الكفاءة التسعيرية.
- يعتبر السوق المالي كفئاً إذا كانت تكلفة الحصول على المعلومات وتكلفة المعلومات عند حدها الأدنى، وهذا يظهر من خلال سرعت انعكاس هذه المعلومات على أسعار الأوراق المالية مما يدل على أن العرض والطلب على هذه الأخيرة تعدل بسرعة، وهذا ما يثبت الكفاءة التشغيلية.²

الفرع الثالث: شروط السوق المالي الكفوء

وفقاً للمفاهيم السابقة فإن كفاءة السوق المالي تتحقق إذا توفرت الشروط التالية:³

- أن يتصف المتعاملون في السوق بالراشدة.
- عدم وجود قيود على المتعاملين أي وجود حرية تامة في التعامل.
- أن يتمتع السوق بوجود عدد كبير من المتعاملين.
- أن تكون المعلومات متاحة للجميع ودون أي تكاليف.
- عدم تحقيق المستثمرين أي أرباح غير عادية لأن العائد يكفي لتغطية المخاطر.

المطلب الثالث: أنواع ومتطلبات ومستويات كفاءة السوق المالية

يتم التطرق في هذا المطلب معرفة أنواع ومتطلبات ومستويات كفاءة الأسواق المالية.

الفرع الأول: أنواع كفاءة الأسواق المالية

نتطرق في هذا الفرع إلى نوعين من كفاءة الأسواق المالية، هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

(1) - الكفاءة الكاملة: يقصد بهذا النوع من الكفاءة أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات

الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى النتائج، فتتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر شروط وهي:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات والضرائب وغيرها .
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم ودون شروط وبسهولة.
- اتصاف المستثمرين بالرشد.

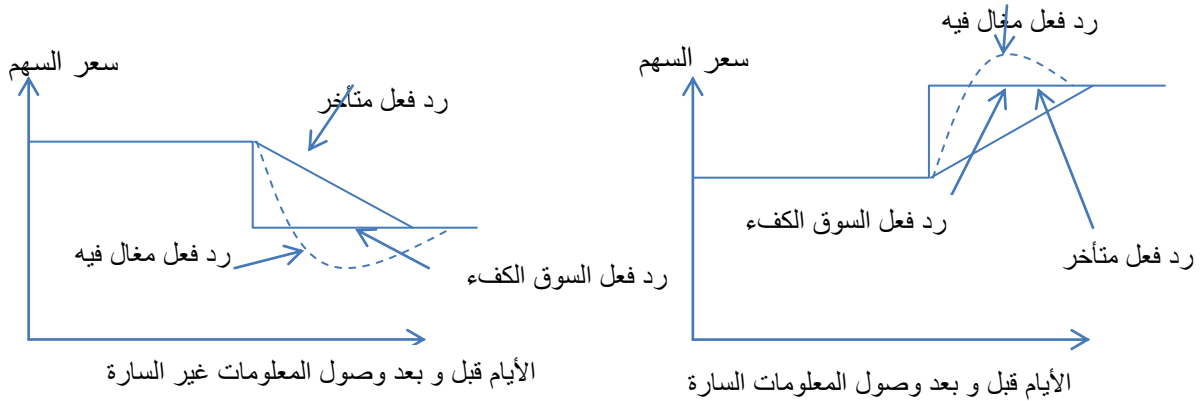
¹ شوقي بورقبة ، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية ، جامعة فرحات عباس سطيف، مجلة كلية علوم

اقتصادية وعلوم التسيير العدد 10 لسنة 2010 - ص ص 139-140

²مرجع سبق ذكره، ص35

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

ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة لن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.¹
 الشكل رقم (02): حركة الأسعار في ظل الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة للسوق في حالتها المعلومات السارة وغير السارة.



المصدر: خضير عقبة ورضا زهوان ي، اختبار كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال فترة 2013-2017. ص103

الفرع الثاني: متطلبات كفاءة الأسواق المالية

ولكي يتحقق هدف سوق رأس المال والمتمثل في التخصيص الكفاء للموارد، ينبغي توافر شرطين هما:

(1)- كفاءة التسعير: وتسمى بالكفاءة الخارجية عن وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير وهذا يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يكون التعامل في السوق بمثابة مباراة عادلة. وأن الأرباح غير العادية ترجع إلى إمكانية البعض في الحصول على المعلومات قبل غيره، وفي ظل السوق الكفاء فلن تحدث مثل تلك الأرباح.

(2)- كفاءة التشغيل: وتسمى بالكفاءة الداخلية أي قدرت السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون تحمل تكاليف عالية لسمسرة ودون أن يتاح لتجار والمختصين أي صناعات السوق

¹مرجع سبق ذكره ص32

فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه، يعني هذا أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.¹

الفرع الثالث: مستويات كفاءة الأسواق المالية

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة في ثلاث فرضيات وهي كالتالي:²

(1) - **فرض الصيغة الضعيفة:** يقتضي هذا الفرض بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم هي المعلومات التاريخية بشأن ما حدث من تغيرات على سعر السهم و على حجم التعاملات في الماضي، مما يعني أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي حدثت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

تعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار حيث نجد أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط أو ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار.

وتؤكد الدراسات أن مصداقية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، وبعض الدراسات الأخرى أثبتت أن حركة الأسعار ليست عشوائية وإن كانت نتائجها تعرضت للانتفاضات بسبب عدم دقة القياس.

(2) - **فرض الصيغة متوسطة القوة:** حسب هذه الصيغة فإن أسعار الأسهم تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار ذلك السهم بل أيضا كافة المعلومات المتاحة للجمهور والتنبؤات الخاصة بالشؤون الدولية والاقتصادية في الدولة والصناعة والمنشأة، ويعني هذا أن السعر يتوقف على ما يتاح من معلومات وبالتالي لن يحقق أي مستثمر أي أرباح غير عادية على حساب الآخرين حيث تستجيب أسعار الأسهم مباشرة لهذه المعلومات وبذلك يحدث تساوي بين القيمة الحقيقية للسهم وسعره، وتتحقق الأرباح فقط قبل وصول هذه المعلومات.

(3) - **صيغة الفرض القوي:** بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة أي المعلومات المنتشرة للعامة وإضافة إلى المعلومات التي يحصل عليها فئات معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أي أرباح غير عادية على حساب الآخرين، وقد ثبتت صحة هذا الفرض. وإن كانت صيغة الفرض الضعيف لكفاءة لأسواق تحظى بتأييد قوي، ويعني هذا أن حركة أسعار الأسهم في السوق هي حركة عشوائية طالما أن المعلومات ترد إلى السوق في شكل نمط عشوائي وغير منتظم وقد تكون سارة أو غير ذلك.

¹ مرجع سبق ذكره ص 183

² عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، قسم إدارة الأعمال كلية التجارة - الإسكندرية 2003 دار الجامعة الجديدة للنشر، بدون طبعة ص 182، 183، 184

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

في هذا المبحث نتطرق إلى إبراز العديد من الدراسات السابقة بالعربية والأجنبية التي تناولت هذا الموضوع من زوايا مختلفة وتوضيح ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة.

المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية.

لقد تمت دراسات عديدة حول موضوع كفاءة الأسواق المالية العربية ومن ثم مناقشة هذه الدراسات.

(1)-دراسة: **بن عمر بن حاسين**، بعنوان **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-** سنة 2012-2013.

تمثلت مشكلة الدراسة في الإشكالية التالية: هل تعتبر الأسواق في الدول النامية فعالة؟ وما

هي متطلبات تفعيلها؟، المنهج المتبع في الدراسات المنهج الوصفي في الجانب النظري، أما الجانب

التطبيقي مدعما بدراسة قياسية، كما توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها:¹

• أن حركة الأسعار لكل من البورصات المدروسة لا تتبع توزيع طبيعي، أي وجود عشوائية في أسعار الأوراق المالية وبالتالي كفاءة هذه الأسواق.

• يبين اختبار استقراري السلاسل الزمنية لأسعار الأوراق المالية للعينة المدروسة، عدم الإستقرارية ضعيفة لدى جميع أسواق الأسهم باستثناء سوق الأسهم المغرب وبالتالي نقص الأدوات المالية المتاحة، نقص المعلومات البيانية المالية.

(2)- دراسة: **أسامة وجدي وديع**، بعنوان **كفاءة الأسواق المالية، دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك** للأوراق المالية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية -مصر- 2016-دار المنظومة.

تمثلت مشكلة هذه الدراسة في الإشكالية التالية: هل يوجد اختلاف في مستوى كفاءة الأسهم العادية التي تنتمي لذات السوق؟ وقد اتبع الباحث المنهج الاستنباطي وذلك من خلال الاعتماد على المدخل الوصفي التحليلي، وفي أساليب جمع البيانات تم الاعتماد على أسلوب المسح المستندي على بيانات تداول البورصات كما توصلت هذه الدراسة إلى نتائج أهمها:

- تعتبر نظرية كفاءة السوق والتي قدمها "فأما" في دراستي (1970م-1965م Fama) احد أهم ركائز الفكر المالي، وقد كانت الدراسات التي تعنى بكفاءة الأسواق تقوم على النظرية الكلية لمستوى كفاءة السوق.²

¹ بن عمر بن حاسين-فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود، بنوك مالية، سنة 2012-2013.

² أسامة وجدي وديع: **كفاءة الأسواق المالية -دراسة تطبيقية على البورصة بنويويورك للأوراق المالية-** المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية . مصر- تاريخ الميلاد 2012- دار المنظومة 2016.الجامعة الحديثة للتكنولوجيا والمعلومات.

3- دراسة: **مونية سلطان**، بعنوان: كفاءة الأسواق المالية الناشئة، ودورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية سنة 2014-2015. تمثلت مشكلة هذه الدراسة في الإشكالية التالية: ما هو دور كفاءة الأسواق المالية الناشئة في الاقتصاد بشكل عام وفي ماليزيا بشكل خاص؟، وقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي كما توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها:

- من أهم أقسام السوق المالية سوق الأوراق المالية، وهو ذلك السوق المنظم في مكان جغرافي معين، يتم فيه شراء وبيع الأوراق المالية من قبل المعارضين والطلبين في وجود وسطاء رسميين السماسرة ومساعدوهم، سعي الدول الناشئة للوصول لسوق الأوراق المالية تتميز بالفاعلية والكفاءة، وجب توفير مجموعة من الشروط منها: وجود الحرية والاستمرارية فيها.⁽¹⁾

4- دراسة **بوكسان رشيد**، بعنوان: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية لسنة 2005-2006. - تمثلت الدراسة في الإشكالية التالية: ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطورها قصد ترابطها؟ وقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي، ومن أهم النتائج المتوصل إليها: أن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية لأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطور هذه الأسواق.

- تعاني العديد من أسواق الأسهم العربية من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار الشركات المدرجة في هذه الأسواق، وهكذا يتأكد عدم صحة الفرض القائل بأن عدم كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية يعود إلى عدم توفر المعلومات لأن كفاءة الأسواق تتوقف على تحقيق أهداف في تمويل التنمية وتوطيد الاستقرار.²

5- دراسة: **أيت أكان عزيزة ويوصيق فتيحة**، بعنوان: تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، "دراسة حالة بورصة الجزائر" السنة الجامعية 2014-2015.

¹ مونية سلطان: **كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني** "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث (ل م ض) في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية لسنة 2014-2015.

² بوكساني رشيد. **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها لسنة 2005-2006**. رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية.

- تمثلت مشكلة الدراسة في الإشكالية التالية: ما مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية؟، وقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي والتاريخي في بداية البحث في الفصلين الأول والثاني، واعتماد على منهج الدراسة للحالة في الفصل الثالث والمتخصص لبورصة الجزائر، ومن أهم النتائج المتوصل إليها:

- على المستثمرين إدراك أهمية المعلومات المتاحة لديهم والمتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي، هذا ما يساعد على تحسين كفاءة السوق.
- تنوع الأدوات المالية مما يساعد المستثمر في عملية اختيار الاستثمار في الأوراق التي يرغب، ويساعد على زيادة عدد المستثمرين في السوق¹.

(6) - دراسة: يوسف سعداوي، بعنوان كفاءة الأسواق المالية العربية.

- تمثلت مشكلة هذه الدراسة في الإشكالية التالية: ما هي الشروط الواجب توافرها لتحقيق كفاءة الأسواق المالية العربية مع الإشارة إلى حالة كل من بورصة الجزائر و السعودية و مصر ؟. كما توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها:

- قلة التنوع وهذا راجع إلى حالة العرض أمام المستثمر.
- تعتبر الأسواق المالية في الدول العربية ضعيفة وغير كفء نظرا لغياب هذه المتطلبات لكفاءة السوق².

المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية

في هذا المطلب سنقوم بعرض الدراسات الأجنبية وذلك بعد التعرف على الدراسات العربية ومناقشتها.

1. دراسة خالد مصطفى: بعنوان الكفاءة في أسواق الأوراق المالية واستعراض الأدبيات معهد مسرات شمشير حمدا رد للعلوم الإدارية.

هدفت هذه الدراسة إلى إعادة النظر وإفشاء الأدلة التجريبية الموجودة فيما يتعلق بكفاءة المعلوماتية والسير العشوائي في أسواق الأوراق المالية في الأسواق المتقدمة والناشئة حيث حظيت هذه الأخيرة باهتمام أكبر من الباحثين بعد التدفق الضخم لرأس المال هذه الأسواق بعد التحليل المالي حيث تبين تجربتنا عن الأسواق المتقدمة أكثر كفاءة من الأسواق الناشئة وإن مفهوم كفاءة السوق يرتبط بشكل كبير بالكفاءة المعلوماتية في الأسواق في سياق السوق المالي، يشير هذا إلى دمج المعلومات المتاحة في إعداد أسعار الأوراق المالية الحالية حيث لا تتطلب الكفاءة أن يكون سعر الورقة المالية

¹ أيت أكان وبوصيغ فتحية، **تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية**. "دراسة حالة بورصة الجزائر"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية تخصص: مالية المؤسسة لسنة 2014-2015

² يوسف سعداوي. **كفاءة الأسواق المالية العربية**، جامعة سعد دحلي البليدة. "دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية و مصر" مجلة لكلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 42- 2014.

مساويا للقيمة الحقيقية، وإنما كل ما يتطلبه هو التوازن في السوق.¹
2. دراسة خالد زوبيا بعنوان **كفاءة الأسواق المالية: الأدلة التجريبية من بعض الشرق الأوسط** وشمال إفريقيا البلدان (MENA).

قامت هذه الدراسة بتطبيق السلاسل الزمنية التي تتكون من المؤشر الرئيسي محسوب من قبل هيئة البورصة للأسواق المالية (المغرب، تونس، مصر، الأردن، تركيا) حيث تبدأ السلسلة الزمنية من 1 يناير 2004 حتى 31 ديسمبر 2006 والتي إذا نجحت (RWH) فإن العوائد المتوقعة لاستراتيجيات المضاربة يجب أن تكون الصفر، لذا فهي تعتبر أسواق ناشئة، وتقول أن هناك ثلاث أشكال أو مستويات شائعة لكفاءة السوق وهي، كفاءة الشكل الضعيف وكفاءة الشكل الشبه قوي وكفاءة الشكل القوي ولكل منها آثار مختلفة على كيفية عمل الأسواق حيث يشير ضعف كفاءة النموذج إلى أن مجموعة المعلومات هي أن مؤشر السوق لا يعكس تاريخ الأسعار أو يعيد نفسها.²
المطلب الثالث: مقارنة الدراسات الحالية مع الدراسات السابقة.

بعد تطرقنا لبعض الدراسات المتعلقة بالموضوع والمتمثلة في الدراسات باللغة العربية واللغة الأجنبية في المطلبين الأول والثاني، فإن أوجه الاختلاف والتشابه في الدراسة الحالية والسابقة كما يلي:

1 - من حيث طريقة عرض الموضوع:

لاحظنا أن اغلب الدراسات السابقة اعتمدت على الطريقة الكلاسيكية في عرض المحتوى، أما في دراستنا الحالية فسننتبع طريقة إمراد (IMRD)، التي تهدف إلى تبسيط المحتوى النظري وصب كامل الأهمية على المحتوى التطبيقي في دراسة البحوث العلمية.

2 - من حيث المنهج المتبع:

اعتمدنا في دراستنا الحالية على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي والمنهج القياسي، حيث كانت هذه الدراسة مماثلة لبعض الدراسات التي تناولت هذا المنهج منها دراسة بن عمر بن حاسين، مونية سلطانة، واختلفت مع أخرى.

3 - من حيث الأدوات:

تناولنا في دراستنا الحالية الإحصائيات ومؤشرات البورصات العربية، فقد تمثلت مع البعض واختلفت مع أخرى، فهناك بعض الدراسات لم تعتمد على المؤشرات.

¹ خالد مصطفى، **الكفاءة في الأسواق الأوراق المالية استعراض الأدبيات**، معهد مسرات شمشير حمدا رد للعلوم الأدبية، المجلة

الدولية للاقتصاد والتجارة والإدارة المملكة المتحدة، الإصدار 12 ديسمبر 1012

² خالد زوبيا، **الكفاءة في الأسواق المالية - الأدلة التجريبية من بعض الشرق الأوسط وشمال إفريقيا**، المجلة الدولية للبحوث المالية والاقتصاد العدد 49 (2010).

4 - من حيث التغيرات:

قامت دراستنا الحالية على متغيرين، هما الكفاءة و الأسواق المالية العربية، فقد تماثلت مع بعض الدراسات واختلفت مع أخرى، التي تم الاعتماد فيها على متطلبات كفاءة السوق ومعوقات الأسواق المالية وفعالية الأسواق المالية.

خلاصة الفصل الأول:

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى عموميات حول الأسواق المالية ومفاهيم أساسية حول الكفاءة ومتطلباتها ومستوياتها ، وشروط تحقيقها وذلك من خلال أن السوق المالي يقوم بتجميع المدخرات وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار كما تم التعرف على تقسيمات السوق والتي نجدها تنقسم إلى قسمين، سوق النقد وسوق رأس المال ، حيث يمكن التفرقة من خلال الآجال مع التعرض إلى الأدوات المالية المتداولة في كل سوق من هذها الأسواق.

ولكي تكون الأسواق قادرة على القيام بوظائفها والمتمثلة في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، وذلك من خلال تنويع الأدوات المالية المتداولة في السوق ، لان أسواق الأوراق المالية هي الإطار الذي تتحدد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية، ولقد زاد اهتمام إدارة السوق بكفاءة أسواق الأوراق المالية، ومؤشراتها من جهة.

الفصل الثاني:
الدراسة الميدانية
(القياسية)

تمهيد:

لقد شهدت الدول العربية تطورات هامة في اقتصادياتها خاصة على مستوى مؤسساتها المالية حيث كانت حاجات اقتصاديات البلدان العربية إلى سوق مالي كفاء شيء إلزامي للنهوض باقتصادياتها وذلك لتحسين أداء بعض منها خاصة بعد إدراك الدول العربية لأهمية هذا السوق و باعتبارها وسيلة لتعبئة المدخرات، وما يمكن أن تلعبه في تكريس عملية التنمية وفي هذا الباب من الدراسة تناولنا مبحثين، المبحث الأول متمثل في الأسواق المالية العربية وينقسم بدوره إلى مطلبين الأول يتمثل في واقع الأسواق المالية العربية وينقسم بدوره إلى ثلاث فروع، أما المطلب الثاني والمتمثل في دراسة عينية من الأسواق المالية العربية وينقسم إلى أربعة فروع، حيث تناولنا فيه أربع بورصات عربية (بورصة الدار البيضاء، بورصة تونس، بورصة البحرين، بورصة قطر)، أما المبحث الثاني يتضمن اختبار كفاءة عينية للدراسة وقمنا بتقسيمه إلى خمس مطالب.

المبحث الأول: الأسواق المالية العربية.

أدركت الدول العربية أهمية هذه الأسواق، إلا أنها تتباين من سوق لأخر حيث سنتناول في هذا المبحث واقع ومعوقات الأسواق المالية العربية والهيئات الداعمة لتطويرها إضافة إلى بعض الأسواق المالية العربية منها (الدار البيضاء، البحرين، تونس، قطر)

المطلب الأول: واقع الأسواق المالية العربية.

تشهد الدول العربية في السنوات الأخيرة تطبيق برنامج الإصلاح المالي، شملت التنظيم القانوني والهيكلي لأسواق الأوراق المالية، والتي انعكست بشكل ايجابي في نمو رزمة هذه الأسواق وحجم التداول فيها، لأنه ورغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب، وتظهر التعثرات متباينة بين الأسواق العربية في شكل معوقات تحول دون كفاءتها، لذا كان من الضروري البحث عن سبل و آليات لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب.¹

الفرع الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية العربية.

مرت الأسواق العربية لرأس المال من حيث نشأتها بحقب زمنية مختلفة، بداية عقد الثمانينات من القرن التاسع عشر إلى بداية القرن الواحد والعشرين، وفي هذا الصدد سنحاول استعراض أهم المحطات التي مرت بها هذه الأسواق بداية من نشأتها.

المرحلة الأولى: 1860-1983

كانت مصر أول الدول العربية أسست فيها سوق لرأس المال، حيث تم إنشاء بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية سنة 1983م، وبورصة القاهرة سنة 1998م، بحيث كانت تفتقر إلى القواعد المنظمة لتعاملات وبالتالي ركزت جهودها في البداية على تكوين السماسرة، في النشاط الاقتصادي وانتشار الأعمال ليكون السوق مؤهلاً لاحتضان ومزاولة النشاط الاستثماري، حيث تم إصدار أول لائحة لسوق المالي المصري في سبتمبر 1910م، لتتم مزاولة النشاط الاستثماري بشكل فعلي ونهائي من حيث مقرها الحالي سنة 1929م، وباعتبار أن مصر كانت لها الأسبقية في تأسيس أول سوق لرأس المال شكل ذلك منعرجاً هاماً في الأوضاع الاستثمارية في المنطقة، وأصبحت تحتل المرتبة الأولى في إفريقيا والخامسة على المستوى العالمي من حيث النشاط، إلا أن ذلك لم يدم طويلاً فبمجرد صدور القوانين الاشتراكية سنة 1961م تقلص دور السوق المصرية لرأس المال لأكثر من 30 سنة.

وبعد السوق المصرية تأتي لبنان كثاني سوق لرأس المال عربي، التي تأسست في 1920م في بيروت، ولم في المنطقة العربية حتى النصف الأول من الستينات سوى بلدان لديهما سوق مالية منظمة للأوراق المالية وهما مصر ولبنان.

¹ سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية أطروحة مقدمة لنيل

شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية تخصص تجارة دولية السنة 1014-2015 ص 71-72.

المرحلة الثانية: 1960-1990

وقبل نهاية الستينات عملت كل من المغرب وتونس على إقامة بورصة الأوراق المالية تطوير آلية تسعير القيم المنقولة في كل منهما، وذلك في سنة 1967 و1969 على التوالي، وشهد النصف الثاني من التسعينات افتتاح بورصتي الأوراق المالية في كل من الكويت والأردن سنة 1977م، ثم تبعها إنشاء سوق عمان المالي سنة 1978م، وقبل أن ينتهي عقد الثمانينات قامت البحرين بإنشاء بورصتها عام 1988م وفي عام 1989م قامت كل من سلطنة عمان بإنشاء مسقط للأوراق المالية.

المرحلة الثالثة: 1990-2000

وخلال التسعينات تم إنشاء سوق بغداد المالي عام 1993، ثم بدأت بورصة الخرطوم نشأتها مع مطلع العام 1995م، الذي شهد أيضا افتتاح بورصة بيروت بعد توقف دام حوالي خمسة عشر عاما بسبب الحرب الأهلية في لبنان، وقد شهد عام 1996م افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية، كما أن السعودية تطور سوقها للأوراق المالية في الوقت الحاضر وفقا لأسس قانونية حديثة، وفي سنة 1999م أسست كل من بورصة الجزائر وقطر، وفي عام 2000م أسست كل من بورصة دبي وقطر في دولة الإمارات العربية.

الفرع الثاني: معوقات الأسواق المالية العربية.

بالرغم من الإصلاحات التي عرفتها الأسواق المالية العربية تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، إلا أنها لا تخرج عن نطاق كونها أسواق نامية مازالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة، وتواجهها جملة من العوائق تحول دون تحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة وتتمثل أهم تلك المعوقات في ما يلي:¹

1- معوقات تنظيمية وتشريعية وهيكلية: تتمثل في:

✓ عدم قدرت بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية و التي تم إعدادها في مراحل سابقة دون إعادة النظر فيها ووفق أطر نظرية فقط على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية.

✓ كثرة إصدار القرارات، وتعدد القوانين ذات العلاقة دون انسجامها، واختلاف الجهات القائمة على تنفيذها، أدى إلى اعتراض عمل هذه الأسواق في الكثير منها.

✓ غياب التشريعات التي تحدد إنشاء مؤسسة المقاصة والتسوية، والحفظ والإيداع المركزي، وصناديق ضمان المعاملات وغيرها من الأجهزة الساندة، مما أدى إلى زيادة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الاستثمار، وافتقار الأسواق العربية إلى شركات الترويج وضمان الاكتتاب. إضافة إلى ذلك

✓ قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات صلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية.

¹ مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية "دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها،

مجلة الباحث، عدد 7/2009-2010 جامعة محمد خضير - بسكرة، ص ص 187-192.

✓ تأخر برامج الخصوصية في البلدان العربية.

(2) - قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية:

عوائق العمل في الأسواق المالية العربية في النقاط التالية

▪ عدم توفر شركات صانعة الأسواق مما يؤدي إلى تقلب شديد في الأسعار وبالتالي تقلب حجم التداول.

▪ عدم كفاءة السماسرة في التعامل بالأوراق المالية، وعجزهم في إعطاء المشورة للمستثمرين.

▪ غياب الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار والادخار.

(3) - عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية: تتمثل فيما يلي

○ قيود معلوماتية: تتمثل في النقاط التالية:

- غياب ثقافة البورصة لدى الأفراد لاعتبارات دينية تحول دون استثمار مدخراتهم المالية.

- ضعف نظام المعلومات بالبورصات العربية، وعدم توفر شبكة معلومات تنبؤية للمؤشرات.

○ قيود مالية: أهمها

- فرض ضرائب على الأوراق المالية محل التداول.

- أثر التضخم على عائد السندات.

(4) - معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي: يمكن استخلاصها في النقاط التالية

❖ ضيق نطاق السوق:

- قلة عدد الشركات المدرجة فيها

- ضعف السيولة

❖ دالة العرض والطلب: تعود أسبابه إلى النقاط التالية:

- عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق للأسواق المالية العربية.

- قلة الانفتاح على الخارج لعدم وجود أنظمة استثمارية مفتوحة على كامل الدولة العربية أثر

سلبا على ثقة المستثمرين بالأسواق العربية، وبالتالي عدم فتح مجال للاستثمارات الأجنبية.

(5) - مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج: وتعود أسبابها إلى العوامل التالية

➤ تدني فرص الاستثمار في البلدان العربية لقلة الإرباح مقارنة بالدول المتقدمة.

➤ انتشار الفساد الإداري والمالي، وغياب لاتفاقية والتسهيلات أمام الاستثمارات العربية.

➤ هيمنة الأجهزة الحكومية على النشاط الاقتصادي الاستثماري والمالي.¹

¹ مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 187-192.

الفرع الثالث: الهيئات الداعمة لتطوير الأسواق المالية العربية

لدراسة الهيئات الداعمة لتطوير الأسواق المالية نعتد على الخطة التالية :

1. نبذة عنها: تأسس اتحاد البورصات العربية في يونيو 1978م ليكون جهاز توجيهي وترشيدي للبورصات العربية، تنفيذاً لتوصيات مؤتمر محافظي البنوك المركزية الذي عقد برعاية الأمانة العامة لجامعة الدول العربية في المملكة الأردنية الهاشمية. يقع المقر الرئيسي لاتحاد البورصات العربية في بيروت، لبنان.¹

اتحاد البورصات العربية يضم البورصات العربية والمقايضات والمؤسسات المالية (شركات الوساطة) في جميع أنحاء المنطقة العربية (دول الخليج العربي، الشرق العربي والدول العربية الإفريقية). ثم إنشاء الإتحاد للمساهمة في تطوير اللوائح وتعزيز التشريعات المنسقة والإستباقية، وتبادل وجهات النظر وتوفير فرص التعاون بين الأعضاء."

2. الرسالة والرؤية: تتمثل فيما يلي:²

- يهدف الإتحاد إلى تنسيق العمل بين أعضائه، والمساهمة في تنسيق القوانين والأنظمة المعمول بها في هذا الميدان وتذليل الصعوبات التي تعترض الاستثمار العربي وتوسيع قاعدته وتنويع أدواته، وتشجيع إدراج وتداول الأوراق المالية العربية، وتشجيع توظيف رؤوس الأموال العربية في مجالات التنمية المشتركة بالوطن العربي ولاسيما المشاريع المشتركة.
- تسهيل تبادل الآراء وتوفير فرص التعاون بين الأعضاء.
- تشجيع البورصات الأعضاء على الإدراج المشترك للشركات العربية لديها وتشجيع حرية تداول الأوراق المالية بين المواطنين العرب.
- نقل المعرفة من خلال ورش العمل والمؤتمرات.
- العمل على موازنة الأنظمة المعمول بها في البورصات الأعضاء من النواحي التشريعية والتقنية. 14. حل المشاكل بين الأعضاء والقيام بدور التحكيم أو التوفيق بينهم عندما يطلب منه ذلك.
- الإعداد أو المشاركة في الندوات العربية والعالمية ذات العلاقة بأعمال الإتحاد بصورة مباشرة أو بالتعاون مع الاتحادات والمنظمات العربية والدولية ذات العلاقة.
- المساعدة في تطوير أعمال البورصات العربية والمقاصات وشركات الوساطة المالية ورفع كفاءة أدائها محلياً وعربياً.

3. اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية:

تأسس اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية عام 2007م كمؤسسة تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة ولا يهدف للربح، ومقره دولة الإمارات العربية المتحدة، ويضم الاتحاد في عضوية هيئات الأوراق المالية

¹<https://arab-exchanges.org/ar/>

بتاريخ 26-05-2021 الساعة 16:00

² نفس الموقع السابق، بتاريخ 2021/05/25 على الساعة 08:49.

والجهات الرقابية على الأسواق. ويهدف الاتحاد إلى الارتقاء بالمستوى التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية، بما يحقق العدالة والكفاءة الثقافية، وكذلك العمل على توحيد الجهود للوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على المعاملات في أسواق الأوراق المالية العربية فضلا عن التعاون والتنسيق المشترك بين أعضاء الاتحاد لتحقيق أقصى قدر من الانسجام و التوافق فيما يتعلق بالقوانين والأنظمة ذات علاقة، كما يهدف الاتحاد إلى تذليل الصعوبات التي تعترض الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية، وتوسيع قاعدته، وتنويع أدواته وتعميق ثقافة الاستثمار و كذا تعميق مفاهيم الإفصاح والشفافية و الحكومة، إضافة إلى تطبيق أفضل المعايير والممارسات الدولية.¹

4. لجنة المراجعة والحكومة لاتحاد البورصة العربية:

- د. عبد الرزاق قاسم: سوق دمشق للأوراق المالية

- د. خالد نوبل: سوق الخرطوم للأوراق المالية

- د. طاهرة عبد السلام: سوق العراق للأوراق المالية.

5. أهداف الاتحاد: وتتمثل في ما يلي:²

- تطوير أعمال البورصة العربية والقطاعات وشركات الوساطة المالية ورفع كفاءة أدائها محليا وعربيا.
- إيجاد قوات الاتصال بين أعضاء الاتحاد بما ييسر إدراج وتداول الأوراق المالية العربية المسجلة لديها بما يخدم.
- هدف تنمية الأسواق العربية.
- التعاون والتنسيق مع هيئة الأوراق المالية العربية العالمية واتحاداتها.
- التعاون والتنسيق مع البورصات العالمية واتحاداتها.
- توسيع قاعدة الاستثمار في الأوراق المالية من خلال نشر الوعي الادخاري والاستثماري بين المواطنين العرب.
- حل المشاكل الطارئة بين الأعضاء والقيام بدور التحكم والتوقيف بينهم عندما يطلب إليه ذلك.
- توحيد المصطلحات الفنية في مجال البورصات.
- تشجيع إنشاء الشركات المالية التي تقوم بوظائف الوساطة المالية خاصة التي تضطلع بمهام تغطية وترويج و تنسيق الإصدارات الجديدة.
- أية مهام أخرى يحددها مجلس الاتحاد في إطار أهدافه.

¹ <https://www.uasae/ar/the-uasa.aspx> 10:58 الساعة، الثلاثاء 2/مارس/2021

¹ https://ar.wikipedia.org/wiki/أهداف_الاتحاد/ 11:43 الثلاثاء 2 مارس 2021

المطلب الثاني: دراسة عينية من الأسواق المالية العربية

تعتبر البورصات العربية من أهم الأسواق المالية في العالم أيضا نظرا لحجم التعامل فيها وكذا تأثيرها على الاقتصاد والتجارة، وسنتناول خلال هذا الفصل مجموعة من البورصات العربية التي تميزت بدورها في سير الاقتصاد نحو الأمام

الفرع الأول: السوق المالي في الدار البيضاء

يتم التعرف على بورصة الدار البيضاء من خلال:

1- نبذة عامة عن بورصة الدار البيضاء:

بورصة الدار البيضاء هي السوق المالي الوحيد في المغرب وتعد الأولى مغربيا والثالثة عربيا من حيث القيمة السوقية التي بلغت أكثر من 90 مليار دولار يرجع تأسيسها إلى سنة 1929 وكانت تحمل آنذاك اسم كتب مقاسم القيم المنقولة وقد عرفت منذ ذلك الوقت عدة تغييرات على هيكلتها وطريقة عملها. وتعرف بورصة الدار البيضاء على أنها شركة مساهمة مجهولة تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد والمالية وتزاول نشاطها بناء على دفتر المتاحلات مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة.¹

أهم مؤشر لنشاط السوق هو مؤشر مازي الذي يشمل كل الشركات المدرجة عرفت البورصة خلال سنة 2006 زيادة مطردة في عدد الشركات المدرجة بإدراج 9 شركات جديدة كما عرفت بورصة الدار البيضاء عدة إصلاحات وهي:²

✓ الإصلاح الأول: جاء سنة 1948 تمتع بورصة الدار البيضاء بشخصية معنوية لبورصة القيم المنقولة

✓ الإصلاح الثاني: سنة 1967 فقد مكنها من إعادة تنظيمها قانونيا وتقنيا وتحديد معاملها كمؤسسة عمومية.

ومنذ سنة 1993 أعطى إصدار مجموعة من النصوص القانونية تم بموجبها إصلاح السوق المالية لبورصة الدار البيضاء الإطار التنظيمي والتقني الضروري وتماشيا مع متطلبات الاقتصادية والتوجهات الاستثمارية بحيث أنها تقوم حاليا بتنفيذ استخدام التسعير الآلي وذلك انطلاق النظام الإلكتروني لتسعير بالنسبة للقيم المتداولة في 1997 وتعميم التسعير الإلكتروني على جميع قيم قسم الأسهم وذلك جوان 1993 .
الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالشركة المدرجة.

¹ <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/Ar/content.aspx?IdLink=110&Cat=1>

² بن عمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 158، 157 .

0.75 وتم انطلاق بورصة الدار البيضاء في مؤشر الأسواق الناشئة التابع للشركة المالية وذلك بنسبة % وذلك في سبتمبر سنة 1996.

تنفيذ عمليات البيع والشراء إلكترونيا وربطها مع الأسواق العالمية.

❖ **الرؤية:** وضعت بورصة الدار البيضاء، في إطار مزاوله نشاطها وتطبيقا للمهام التي أسندت

إليها، رؤية واضحة وطموحة لأهدافها وهي كالتالي:

- مواكبة التطور الاقتصادي للبلاد .

- تلبية حاجيات الفاعلين في السوق .

- تطور سوق البورصة .

- احتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في إفريقيا.

2-الحكامة: بورصة الدار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم ذات مجلس الإدارة وإدارة عامة.

منذ 18 يونيو 2020، يشغل السيد كمال مقداد منصب رئيس مجلس الإدارة لمدة 2 سنة. ويشغل السيد

طارق الصنهاجي منصب المدير العام منذ ابريل 2009.

تم في 17 يونيو 2016، إنهاء عملية فتح رأسمال بورصة الدار البيضاء وتم تعيين أعضاء جدد في مجلس

الإدارة. ويتكون مجلس إدارة بورصة الدار البيضاء من 12 مديرا.

3-بنية السوق: وهي كمايلي:

1.3-بورصة القيم هي سوق منظمة خاضعة للقانون رقم 19.44 والنصوص المعتمدة لتطبيقه، والذي يتم

بموجبه التداول العام للأدوات المالية.

2.3-الأدوات المالية القابلة للتداول في بورصة القيم :

-سندات رأس المال الممثلة بالأسهم وغيرها التي تمنح إمكانية الوصول بصورة مباشرة أو غير مباشرة لرأس

المال أو إلى حقوق التصويت، والتي تنقل عن طريق التسجيل في الحساب أو عن طريق التسجيل في

الحساب أو عن طريق التسليم.

سندات الدين التي تمثل كل واحدة منها حق دين على الشخص الاعتباري الذي يصدرها، والتي تنتقل عن

طريق التسجيل في الحساب أو عن طريق التسليم، باستثناء الأوراق التجارية.

-سندات قابلة للتداول التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:¹

• هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

• هيئات التوظيف الجماعي لرأس المال.

• صناديق التوظيف الجماعي للتسديد.

• هيئات التوظيف الجماعي العقاري.

¹ <http://www.casabLanca-bourse.com/boursewe> الثلاثاء/ 4/ ماي، الساعة 11:59

4-الفاعلون في السوق:

1.4_ شركات البورصة: تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقتضى الظهير المعترف بمثابة قانون رقم 211.93.1 الصادر بتاريخ 21 شتنبر 1993 وتم الترخيص لها من طرف وزارة الاقتصاد والمالية. وتحتكر هذه الشركات السماسرة في سوق البورصة، ويتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة، إيداع وحفظ الأوراق المالية، إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة، وتنشيط سوق القيم المنقولة المدرجة للتداول.

وفضلا عن ذلك عند إجراء عمليات الإدراج في البورصة تساعد شركات البورصة الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم على إعداد وثائق المعلومات الموجهة للعموم وعلى جمع طلبات الاكتتاب، ومن بين هذه الشركات نذكر مايلي:

ALMA FINANCE GROUP*

ARTBOURSE*

ATLAS CAPITAL BOURSE*

ATTIJARI INTERMEDIATION*

BMCE CAPITAL BOURSE*

2.4-شركات التدبير:

AD CAPITAL*

AFRICAPITAL MANAGMENT*

CDG CAPITAL GESTION*

CFG GESTION*

3.4-ماروكليير:

تم إنشاء ماروكليير بمقتضى القانون رقم 96.35 الصادر بتاريخ 9 يوليوز 1997 القاضي بتحويل القيم المنقولة من الشكل الرمزي الإلكتروني وتعد ماروكليير هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب، وتتخصص مهمتها في:¹

- حفظ حسابات الأوراق المالية للشركات الأعضاء فيها والسهر على حركة وإدارة هذه الحسابات.
- مركزة حفظ الأوراق المالية في حسابات جارية مفتوحة حصريا باسم المهنيين أي الأبنك وشركات البورصة والجهات المصدرة.
- إدارة نظام التسوية وتسليم الأوراق المالية.
- تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.

4.4-الجمعية المهنية لشركات البورصة:

هي جمعية مهنية تضم مجموع شركات البورصة التي تعمل في سوق البورصة المغربي وتتجلى مهمتها في:
○ المساهمة في تطوير والنهوض بمهن شركات البورصة وبالخدمات الاستثمارية في السوق المالي المغربي.

¹<http://www.casabLanca-bourse.com/boursewe> 23/05/2021-21:57

○ تمثيل أعضائها لدى باقي الفاعلين في السوق ولدى السلطات العمومية.

5-الإدراج في البورصة:

1.5-طرق الإدراج: لإدراج شركة في البورصة يجب المرور بالمراحل التالية:

1.1.5 المرحلة الأولى: تكوين ملف العملية: تتلخص المرحلة الأولى في إعداد ملف الإدراج في البورصة وللقيام بذلك يجب مراعاة ما يلي:

-اللجوء إلى خدمات الوسيط المالي: وهنا يقدم لك الوسيط المالي العون والمساعدة اللازمة قبل وخلال العملية وذلك من خلال:

-تقييم وضعية الشركة

-إجراء التعديلات القانونية والمحاسبية والضريبية ذات صلة

-وضع الجدول الزمني للعملية

-تحديد أسعار السهم المعروض ضمن العملية

-اختيار تاريخ أول عملية تسعير

-إعداد المذكرة الإخبارية الخاصة بالعملية

-مدققو الحسابات: يقوم مندوبو الحسابات بالمهام التالية:

-المصادقة على حسابات الشركة الخاصة بالسنوات المالية السابقة لعملية الإدراج في البورصة.

-النصح والإرشاد أثناء إجراء عمليات إعادة الهيكلة السابقة لعملية الإدراج وتعديل القانون الأساسي للشركة الملازمة للعملية.

2.1.5 المرحلة الثانية: المصادقة على ملف العملية: لاجتياز هذه المرحلة يتعين اللجوء إلى هيئتين:

❖ مجلس القيم المنقولة: هو السلطة المراقبة لسوق البورصة وهو أول من يستلم ملف إدراج شركتك

في البورصة يحتوي هذا الملف على مجموعة من الوثائق من ضمنها المذكرة الإخبارية المتعلقة

بالعملية، في نهاية هذه المرحلة يعطي مجلس القيم تأشيرته بعد موافقة بورصة الدار البيضاء.

❖ بورصة الدار البيضاء: هي الشركة المسيرة للسوق وتتدخل أول الأمر قبل حصول عملية الإدراج

على تأشير مجلس القيم المنقولة من خلال:¹

-المساعدة في اختيار إجراء أول عملية تسعير

-إصدار إعلان الموافقة على العملية

-تحديد الجدول الزمني النهائي للعملية.

3.1.5 المرحلة الثالثة: تنظيم عمليات الاكتتاب: بعد قبول العملية يعين مستشارك المالي نقابة التوظيف

التي ستتولى توظيف الأوراق المالية الخاصة بشركتك لدى العموم وتتكون نقابة التوظيف من:

*قائد المجموعة

¹<http://www.casabLanca-bourse.com/boursewe> 23/05/2021-21:59

*شركات البورصة أو الابناك لتجميع طلبات الاكتتاب

وخلال فترة الاكتتاب يقوم أعضاء نقابة التوظيف بجمع استمارات الاكتتاب وتمركز بورصة الدار البيضاء طلبات الاكتتاب التي تستلمها من أعضاء نقابة الاستثمار وتعد النتائج التقنية التي سيتم نشرها، وتبين هذه النتائج بطريقة إجمالية ومفصلة حصيلة العملية وخاصة عدد المكتتبين لكل نوع من الأوامر، لكل فئة من المكتتبين، لكل جنسية ولكل منطقة.

4.1.5 المرحلة الرابعة: تسعير الأوراق المالية: هي مرحلة الإدراج الفعلي لشركتك في البورصة وتسمى كذلك أول يوم تسعير وابتداء من هذه اللحظة سيتم رسمياً تسعير شركتك في البورصة وسوف توفر على مختصر وهو صيغة لاسم الشركة وعلى رمز موحد تعرف به كقيمة منقولة.¹

الفرع الثاني: السوق المالي في تونس

من بين الأسواق التي تم أخذها في عينة الدراسة السوق المالي التونسي.

1. نبذة عامة عن بورصة تونس:

بورصة تونس وتسمى رسمياً بورصة تونس للأوراق المالية منذ 15 نوفمبر 1995، هي سوق للأوراق المالية تأسست في فبراير 1969 ومتمركزة في تونس العاصمة في تونس. هذه البورصة مسؤولة عن إدارة وامن وتعزيز السوق التونسية وسندات الضمانية، المساهمين هم الشركات الموجودة في البورصة، مؤشر البورصة الرئيسي هو تونانداكس.²

2. الهيئات المنظمة لبورصة تونس:

الهيئات المنظمة للسوق هي:³

- **مجلس سوق المالية:** وهو هيئة حكومية رقابية تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري ويتكون المجلس من 09 أعضاء ورئيس المجلس ويكون دوره إشرافي ويتمثل في الرقابة على البورصة والعاملين فيها من وسطاء وشركات استثمار ومستثمرين وذلك بهدف إعطاء ضمانات للمتعاملين والتسيير الجيد للبورصة ومراقبة تطبيق القوانين وإصدار عقوبات للمخالفين.

- **بورصة القيم المتداولة:** وهي شخصية اعتبارية تدار من طرف الوسطاء والمتعاملين فيها وتقوم بالمهام التالية:

- تسجيل العمليات التي تتم في البورصة والتأكد من أنها تتم حسب الشروط والأنظمة في البورصة وذلك حماية لعدم وقوع مخالفات قانونية في المبادلات البورصة.

- اقتراح قوانين وإجراءات لمواجهة التطورات الحاصلة في البورصة تقدم المجلس السوق المالية للنظر فيها والموافقة عليها أو لتعديلها إذا استدعت الضرورة لذلك.

¹<http://www.casabLanca-bourse.com/boursewe> 23/05/2021-21:50

² <http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%AA%D9%82%D9%80%D8%AF%D9%8A%D9%85>

³ بوكساني رشيد ، مرجع سبق ذكره، ص 225، 226

- الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية: هي شركة مساهمة تأسست من طرف الوسطاء الماليين العاملين في البورصة والبنوك، تهدف إلى تسجيل المبادلات التي تتم في البورصة وتحويل ملكيتها وفق نظام محاسبي معين وخفض تكاليف تلك المبادلات وسرعة تنفيذ عمليات التبادل باستخدام النظام الآلي، ويتم دفع قيمة الصفقة فوراً مع التسليم الفوري للأوراق المالية محل التبادل.

3. مميزات الاستثمار في بورصة تونس: ومن بينها:¹

- تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية والأدوات المالية القابلة للتداول بالبورصة.
- تسهيل تعبئة رؤوس الأموال الوطنية والأمنية من قبل الشركات لتمويل استثماراتها.
- حماية الادخار الموظف في الأوراق المالية وكل الأدوات المالية الأخرى القابلة للتداول بالبورصة.
- الحصول على الإعفاءات وتخفيضات ضريبية على أرباح الشركات وعلى عوائد الأوراق المالية.

4. قائمة الشركات: من بين الشركات المدرجة في هذه البورصة مايلي:²

- أي تاك.
- شركة أدوية.
- المعامل الأولية بساحل.
- البطارية التونسية أسد.
- بنك تونس العربي الدولي.
- شركة الإيجار العربية لتونس

5. خدمات بورصة تونس: تضع بورصة تونس على ذمة العموم الخدمات التالية:³

- النشرة اليومية للبورصة والتقدير الإحصائي للسوق، حي ث يلخص هدين التقديرين النشاط اليومي للبورصة وهما متوافران مجاناً ويومياً على موقع بورصة تونس بشبكة الانترنت.
- التقدير السنوي: يحوصل نشاط السوق وأهم أحداث السنة وهو متوفر لكل من يطلبه من مصالح البورصة، كما يمكن الحصول عليه عن طريق موقع الانترنت.
- النشرة الشهرية للبورصة: تحتوي على النشاط الشهري للبورصة وأخبار الشركات المدرجة، وكذا أهم المستجدات وإحداث على الساحة المالية.

• نشر عدة مؤشرات:

من بينها نذكر مؤشرين كالتالي:

¹ بن عمر بن حاسين ، مرجع سبق ذكره ص 160، 159

² نفس الموقع السابق، الثلاثاء/ 4 ماي، 10:31

³ نفس الموقع السابق، الثلاثاء/ 4 ماي، 10:19

- مؤشر مرجح وهوتوناندكس: تم أحداثه في نهاية ديسمبر 1997 وحددت قيمته الأساسية بـ1000 نقطة، وهو مؤشر مفتوح يشمل كل الشركات المدرجة التي تفوق أقدميتها في السوق شهر واحد.
- مؤشر القطاعية: تهدف بورصة تونس من خلال هذا المؤشر إلى متابعة حركة أسعار أسهم مختلف القطاعات وتتعلق أبرز المؤشرات التي يتم نشرها حالياً بقطاعات الشركة المالية، الخدمات للمستهلك، مواد الاستهلاك، الصناعة والمواد الأساسية.
- ويتم حساب هذه المؤشرات بنفس الطريقة المعتمدة في احتساب مؤشر توناندكس بقاعدة تساوي 1000 نقطة في 31 ديسمبر 2005.
- 2- الشروط المطلوبة للإدراج في البورصة:** يتعين على الشركة المرشحة للإدراج بالبورصة اختيار السوق الذي تريد دخوله، وتتضمن البورصة سوقين لسندات رأس المال: سوق رئيسية وسوق بديلة ويتطلب الإدراج بأحد هذه الأسواق أن تتوفر في الشركة الشروط التالية:
 - ✓ **الشروط المشتركة بأسواق سندات رأس المال:**
 - نشر القوائم المالية السنوية للشركة بالنسبة للسنتين الأخيرتين مصادق عليها، مع إمكانية استثناء بالنسبة للشركات التي يقل نشاطها عن سنتين.
 - توزيع نسبة لا تقل عن 10 بالمائة من رأسمال الشركة على العموم ويمكن منح استثناء إذا تعلق التوزيع بمبلغ يساوي أو يفوق مليون دينار.
 - تقديم تقرير يقيم أصول الشركة
 - توفير تنظيم مناسب وهياكل رقابية داخلية وهياكل رقابية للتصرف
 - تقديم تقديرات أنشطة الشركة لمدة خمس سنوات مرفقة برأي مدقق الحسابات
 - تقديم نشرة إدراج بالبورصة مؤشر عليها من قبل هيئة السوق المالية.¹
 - ✓ **الشروط الخاصة:** وهي موضحة في الجدول الموالي:²

¹ نفس الموقع السابق، 23/05/2021-21:45

² نفس الموقع السابق، 23/05/2021-21:57

الجدول رقم (01): يوضح شروط الإدراج الخاصة بالبورصة

السوق البديلة	السوق الرئيسية
لا يشترط تسجيل الأرباح.	تسجيل الشركة أرباحا خلال السنتين الأخيرتين، ولا يطلب توفير هذا الشرط اذا تم إدراج الشركة وفق طريقة القيد المباشر اثر عملية ترفيع في رأس المال.
توزيع الأسهم بين العموم على 100 مساهم على الأقل أو 5 مساهمين مؤسستيين وكذلك في تاريخ القيد.	توزيع الأسهم بين العموم على 200 مساهم على الأقل وذلك في تاريخ القيد.
لا يشترط رأس مال أدنى.	توفير رأس مال ادني بقيمة 3 مليون دينار في تاريخ القيد.
-يمكن طلب الإدراج من قبل شركة يمتلك رأس مالها مستثمرين مؤسستيين على الأقل بنسبة لا تقل عن 20 بالمائة وذلك منذ أكثر من سنة. -يمكن طلب الإدراج من قبل شركة في طور التأسيس عن طريق الاكتتاب العام (في إطار إحداث مشاريع كبرى). في هذه الحالة يتم إدراج الشركة مباشرة بالسوق البديلة بعد موافقة هيئة السوق المالية.	
-تقديم شهادة عن طريق المؤسسة الراعية تثبت قيامها بالعنايات المستوجبة منها في إطار عملية الإدراج . -تعيين الشركة لمؤسسة راعية طوال مدة بقاء أسهمها بالسوق البديلة ويجب ألا تقل هذه المدة الممنوحة عن سنتين.	

المصدر : <http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%AA%D9%82%D9%80%D8%AF%D9%8A%D9%85>

21:57 2021/05/23

2-عمولات الإدراج والبقاء:

يمكن تصنيفها فيما يلي:

1.2 عمولات الإدراج:

تحدد نسبة عمولة الإدراج بالبورصة التي تدفعها المؤسسات المصدرة أو شركات التصرف لفائدة بورصة الأوراق المالية بتونس، كما هو مبين بالجدول التالي: على ألا يتجاوز مبلغ العمولة المستحقة أربعون ألف دينار (40 000 د) بالنسبة لأوراق المساهمة في رأس المال وثلاثة آلاف دينار (3 000 د) بالنسبة للأوراق المالية الأخرى:

الجدول رقم(02): يوضح نسبة عمولة الإدراج بالبورصة

نسبة العمولة	الرسمة السوقية عند الإدراج أو المبلغ المتبقي من الإصدار المدرج
0.05	أوراق المساهمة في رأس المال
0.01	الأوراق المالية الأخرى

المصدر: <http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%AA%D9%82%D9%80%D8%AF%D9%8A%D9%85>

21:57 2021/05/23

-ويحتسب مبلغ الرسمة السوقية عند الإدراج، بعدد الأسهم المدرجة ضارب سعر الإدراج، وتعفى الشركات

التي يتم إدراج سنداتها بالسوق العمولة من دفع هذه العمولة.

-أما بالنسبة للأوراق المالية الأخرى فان المبلغ الذي يقع اعتماده هو المبلغ المتبقي من الإصدار في تاريخ

إدراجه بالبورصة.

-تدفع عمولة الإدراج لبورصة الأوراق المالية بتونس من طرف المؤسسات المدرجة أو طالبة الإدراج عند

إخذ الموافقة المبدئية لإدراج أوراق المساهمة في رأس المال.¹

2.2 العمولة السنوية للبقاء: تحدد نسبة العمولة السنوية للبقاء بقوائم الإدراج المستحقة على المؤسسات

المصدرة لفائدة بورصة الأوراق المالية بتونس حسب الجدول التالي:

الجدول رقم(03): يوضح نسبة العمولة السنوية للبقاء

مبلغ العمولة (بالدينار)	الرسمة السوقية (بالدينار)
أوراق المساهمة في رأس المال	
2 000	إلى حد 50 000 000 د
4 000	من 50 000 001 د إلى 200 000 000 د
20 000	من 200 000 001 د إلى 500 000 000 د
40 000	أكثر من 500 000 000 د
الأوراق المالية الأخرى	
1 000	على كل خط تداول

المصدر: <http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%AA%D9%82%D9%80%D8%AF%D9%8A%D9%85>

21:58 2021/05/23

وان كان لنفس المؤسسة المصدرة عدة أصناف من الأوراق المالية مدرجة في البورصة، فإن عمولة البقاء بقوائم الإدراج الواجب دفعها لا يمكن أن تتجاوز أربعين ألف دينار (40 000 د).

وتحدد العمولة السنوية للبقاء على أساس الرسمة السوقية للورقة المالية في تاريخ 31 ديسمبر من السنة المنقضية، ويتم حساب الرسمة على أساس سعر الأقفال.

وتدفع عمولة البقاء بقوائم الإدراج المستوجبة عن كل سنة لبورصة الأوراق المالية بتونس، من طرف المؤسسة المصدرة أو من يمثلها في أجل أقصاه ستين (60) يوما من تاريخ الفوترة.

4- مهامها: إدارة السوق التونسية للأوراق المالية عن طريق:

- إدراج سندات جديدة بتسعيرة البورصة.
- تنظيم المبادلات وتسعير السندات في أحسن الظروف من المساواة والأمان والشفافية.
- نشر معلومات السوق.
- تطوير البورصة والترويج لها.

¹ نفس الموقع السابق، 23/05/2021-21:48

5- أهدافها:

- المساهمة الفاعلة في نشر الثقافة المالية في اتجاه ترسيخ توجيه الادخار نحو البورصة.
- فتح أبواب الطموح أمام الشركات التونسية بتمكينها من تصور مشاريع اكبر مع انجاز اسرع بما يمكنها من تقليص أجال نموها ومن بلوغ مستوى العالمية.
- المساهمة في نشر ثقافة الشفافية والتسيير الرشيد على أوسع نطاق.
- المساهمة في إشعاع تونس على محيطها الإقليمي.

الفرع الثالث: السوق المالي في البحرين

يمكن التعرف على بورصة البحرين من خلال:

- 1-نبذة تاريخية عامة عن بورصة البحرين: بورصة البحرين سوق متعددة الأصول ذات تنظيم ذاتي، توفر بورصة البحرين مجموعة شاملة من المنتجات والخدمات والتي تتضمن خدمات الإدراج، خدمات التداول، خدمات التسوية والإيداع المركزي لمختلف الأصول المتوفرة على منصة البورصة. تسعى بورصة البحرين لأن تصبح سوقا ماليا إقليميا ذات أصول متعددة وهي الرؤية التي نطمح إلى تحقيقها، كما تهدف البورصة إلى طرح خدمات مبتكرة للمتعاملين في منصة البورصة وتوفير منصات ذات قيمة لتحقيق جميع توقعاتهم الاستثمارية.

تأسست بموجب المرسوم الأميري رقم 4 لسنة 1987، وبدأت أعمالها رسميا في 17 يونيو 1989 مع 29 شركة مدرجة ثم حلت محلها بورصة البحرين بموجب مرسوم الأميري رقم 60 لسنة 2010 الذي أصدره حمد بن عيسى آل خليفة ملك مملكة البحرين. وهو سوق متعدد الأصول ذات تنظيم ذاتي وتضم حاليا 50 شركة مدرجة وتعمل كهيئة مستقلة تحت إشراف مجلس إدارة مستقلة يرأسه محافظ مصرف البحرين المركزي هناك ثلاث مؤشرات تتبع سوق البحرين للأوراق المالية: البحرين لجميع الأسهم ، مؤشر دار جونز البحرين ومؤشر استيراد.¹

ومن أولويات سوق البحرين للأوراق المالية هي:²

- تطوير عملية الإفصاح عن أوضاع الشركات المالية والقانونية والإدارية.
- زيادة وتنويع الأدوات المالية المدرجة في السوق خاصة فيما يتعلق بتحويل السوق إلى مراكز لإصدار السندات وصناديق الاستثمار في المنطقة.
- الانفتاح على المجتمع الدولي بتسويق السوق عالميا وزيادة التنسيق الربط مع الأسواق المالية في الدول النامية والدول المتقدمة لزيادة أتساع السوق وفرص الاستثمار أمام المستثمرين المحليين والأجانب في سوق البحرين.

¹ <https://ar.m.wikipedia.org/wiki> 01.05.2021 1 :09

² بن عمر بن حاسين ، مرجع سبق ذكره، ص 146 .

1. **الإطار القانوني:** بورصة البحرين (BHB) هي مؤسسة مرخصة تخضع لإشراف مصرف البحرين المركزي، وتعمل ضمن إطار قانوني يتكون من مختلف القوانين والقواعد والإجراءات بموجب القانون رقم (57) لسنة 2009، تم تحويل سوق البحرين للأوراق المالية إلى شركة مساهمة مغلقة تحت اسم "بورصة البحرين ش.م.ب.م." عليه يرجى استبدال اسم "سوق البحرين للأوراق المالية" أو "السوق" أينما ورد في اللوائح والتشريعات الواردة في هذا الموقع بإسم "بورصة البحرين ش.م.ب.م." وذلك حتى صدور اللوائح والتشريعات البديلة.¹

2. **الرؤية:** الريادة الإقليمية للبورصة كسوق متعدد الأصول الاستثمارية.

3. **الرسالة:** توفير الخدمات الفريدة والمتنوعة للإدراج والتداول لجميع الأطراف ذات العلاقة بقطاع سوق رأس المال من خلال أنظمة حديثة وكفؤة، وتسهيل زيادة رؤوس الأموال من خلال فرص عديدة ومبتكرة.²

4. **إدارة سوق البحرين للأوراق المالية:** يقوم بإدارة سوق البحرين للأوراق المالية مجلس إدارة برئاسة وزير التجارة والزراعة ويتم تشكيل إدارة السوق على النحو التالي:³

- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة ويكون نائب لرئيس.

- عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد.

- عضو يمثل مؤسسة النقد البحرين.

- ثلاث أعضاء تختارهم غرفة التجارة والصناعة البحرينية من ذوي الخبرة والكفاءة.

- عضو أن البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهما رئيس المجلس.

ويقوم المجلس بوضع السياسات والإستراتيجيات العامة للسوق والقواعد التنظيمية الخاصة بالتداول في الأوراق المالية وتحديد القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بإصدار وإدراج وتداول أدوات الدين في السوق والنظر في طلبات قيد الوسطاء وصانعي السوق وإدراج أسهم الشركات.

الفرع الرابع: السوق المالي في قطر

يعتبر سوق المالي القطري من بين الأسواق المالية المزدهرة في منطقة الخليج العربي:

1. نبذة عن السوق المالي في قطر

تأسست بورصة قطر عام 1995، وبدأت رسمياً عملياتها في عام 1997 تحت مسمى سوق الدوحة الأوراق المالية بوجود 17 شركة مدرجة ومن ذلك الوقت، تطورت السوق لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج، وفي عام 2016، انظم بورصة قطر إلى مبادرة الأمم المتحدة للبورصات المستدامة.

¹ نفس الموقع السابق، يوم 2021/5/25، 8:15

² bahrainbourse.com/ar/ 25/5/2021 8 :25

³ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره ص215 .

وفي عام 2019 قامت بورصة قطر بنجاح بتنفيذ عملية تجزئة القيمة الاسمية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة، تم إدراج أسهم شركة "بلدنا" لتداول في بورصة قطر ليرتفع عدد الشركات المدرجة في السوق إلى 47 شركة مساهمة عامة قطرية.¹

2. الشركات المدرجة في بورصة قطر حتى 2014 ومن بينها:²

- بنك قطر الوطني.
- مصرف قطر الإسلامي.
- البنك التجاري الوطني.
- بنك الدوحة.
- البنك الأهلي.
- مصرف الريان.
- بنك الخليج التجاري.

¹ <https://www.qe.com.qa/ar/investor-corner>

² نفس الموقع السابق، الثلاثاء/ 4 ماي، 10:17

المبحث الثاني: اختبار كفاءة عينية لدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على تحليل وتوصيف بيانات الدراسة ليتم بعد ذلك تقييمها في كل من بورصة الدار البيضاء، تونس، البحرين وقطر من خلال استعمال مجموعة من الإختبارات.

المطلب الأول: توصيف البيانات: لدراسة كفاءة الأسواق المالية العربية تم أخذ العينة المتمثلة في أربعة أسواق والتي هي بورصة الدار البيضاء، بورصة تونس، بورصة البحرين، بورصة قطر، و ذلك خلال الفترة الزمنية من 2015 إلى 2021 تم جمع السلاسل الزمنية الشهرية والتي تخص مؤشرات هاته الأسواق حيث تم رمزها على التوالي MASI, PLE, QSI, TUNINDEX تم جمع هاته البيانات من موقع INVISTING ومن خلال برنامج Eviews تم الحصول على الجدول التالي:

الجدول رقم(04): توصيف بيانات الدراسة

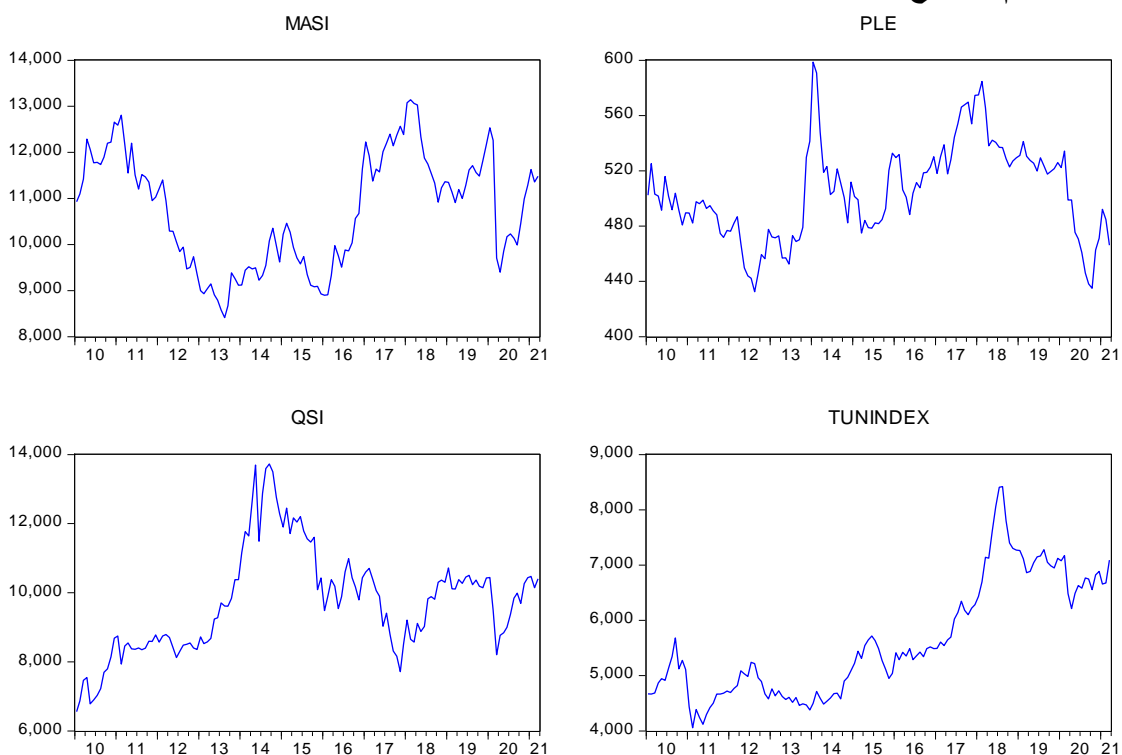
TUNINDE X	QSI	PLE	MASI	
5627.484	9717.924	504.2852	10738.05	Mean
5345.180	9793.830	501.7200	10948.45	Median
8418.490	13728.31	598.6000	13142.71	Maximum
4058.530	6558.450	432.4200	8413.720	Minimum
1049.969	1511.945	34.10956	1228.293	Std. Dev.
135	135	135	135	Observations

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج Eviews.9

وفي ما يلي التمثيل البياني لسلاسل الزمنية الخاصة لعينة الدراسة:

المطلب الثاني: تطور مؤشرات عينة الدراسة.

الشكل رقم 3 نتائج تطور مؤشرات عينة الدراسة.

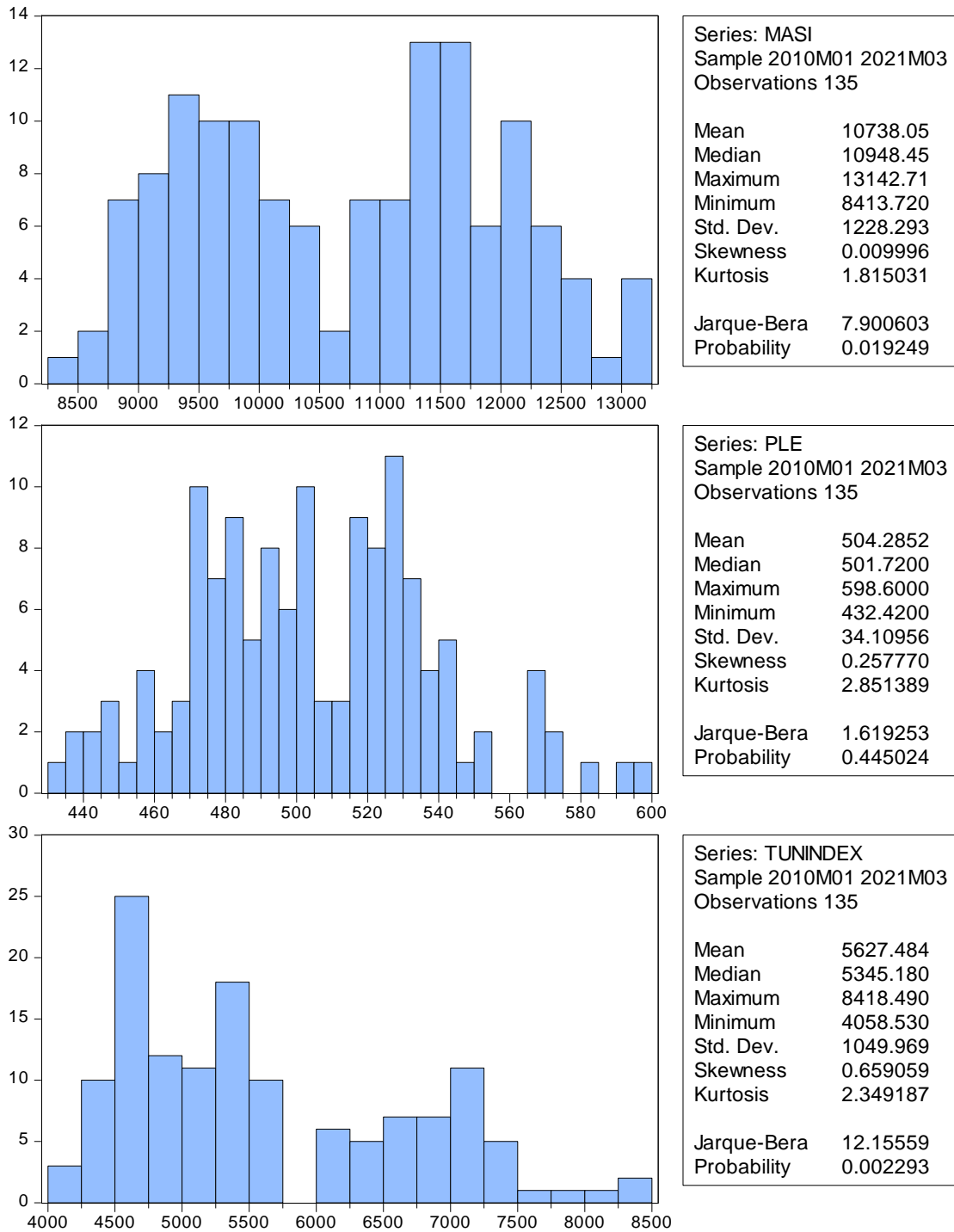


المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج EViews.9

المطلب الثالث: اختبار التوزيع الطبيعي:

أن التوزيع الطبيعي لعوائد الأسهم ذو أهمية كبيرة ونظرية كفاءة أسواق الأوراق المالية، فالتوزيع الطبيعي لعوائد الأسهم يعتبر شرطاً من شروط السير العشوائي، وسنقوم بتطبيق الاختبار المعلمي للتوزيع الطبيعي، وهم كالاتي: (skewness, kurtosis, Berra, danque) والشكل البياني التالي يوضح طبيعة هذه الاختبارات.

الشكل رقم 4: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي:



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج EViews.9

1. **معامل الالتواء:** من خلال الشكل السابق نلاحظ أن قيم معامل الالتواء بالنسبة لهذه الأسواق موجبة ما يعني أن التوزيع ملتوي نحو اليمين أي موجبة الالتواء، وعليه فإن مؤشرات هاته الأسواق أقل من متوسط الحسابي في معظم فترات الدراسة.
 2. **معامل التفلطح:** بالنسبة لمؤشرات (الدار بيضاء، تونس، بحرين) فإن معامل التفلطح اقل من 3 وهذا ما يشير إلى شكل التوزيع مذبذب وهو يختلف عن التوزيع الطبيعي.
 3. **معامل جاك بيرتا:** نلاحظ في احتمال أن كل الأسواق تساوي الصفر مما يعني أن جميع السلاسل الزمنية لمؤشرات الأسواق المالية العربية لأتتبع التوزيع الطبيعي.
- المطلب الرابع: اختبار السير العشوائي باستخدام دالة الارتباط الذاتي:**
يمكن من خلال الشكل الأتي إبراز دالة الارتباط الذاتي البسيطة والجزئية لسلسلة الدراسة.
- الجدول رقم(05): نتائج اختبار السير العشوائي باستخدام دالة الارتباط الذاتي**

Correlogram of QSI							Correlogram of PLE						
Date: 04/07/21 Time: 12:20 Sample: 2010M01 2021M03 Included observations: 135							Date: 04/07/21 Time: 12:20 Sample: 2010M01 2021M03 Included observations: 135						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob		
		1	0.930	0.930	119.45	0.000			1	0.907	0.907	113.55	0.000
		2	0.877	0.084	226.36	0.000			2	0.812	-0.062	205.16	0.000
		3	0.838	0.094	324.75	0.000			3	0.703	-0.128	274.40	0.000
		4	0.791	-0.060	412.98	0.000			4	0.610	0.025	326.85	0.000
		5	0.733	-0.101	489.44	0.000			5	0.531	0.034	367.03	0.000
		6	0.678	-0.042	555.40	0.000			6	0.474	0.054	399.28	0.000
		7	0.607	-0.171	608.67	0.000			7	0.418	-0.045	424.57	0.000
		8	0.545	0.002	651.94	0.000			8	0.356	-0.083	443.07	0.000
		9	0.499	0.076	688.50	0.000			9	0.325	0.155	458.62	0.000
		10	0.446	-0.030	717.96	0.000			10	0.307	0.063	472.56	0.000
		11	0.397	0.031	741.52	0.000			11	0.298	0.005	485.82	0.000
		12	0.363	0.061	761.29	0.000			12	0.262	-0.178	496.16	0.000
		13	0.317	-0.082	776.54	0.000			13	0.209	-0.113	502.78	0.000
		14	0.267	-0.085	787.44	0.000			14	0.152	0.030	506.32	0.000
		15	0.228	-0.018	795.47	0.000			15	0.101	0.012	507.88	0.000
		16	0.193	0.003	801.24	0.000			16	0.060	-0.024	508.45	0.000
		17	0.165	0.065	805.51	0.000			17	0.045	0.071	508.76	0.000
		18	0.128	-0.087	808.12	0.000			18	0.034	0.015	508.94	0.000
		19	0.100	0.053	809.70	0.000			19	0.028	0.037	509.07	0.000
		20	0.069	-0.036	810.46	0.000			20	0.036	0.052	509.28	0.000

Correlogram of MASI							Correlogram of TUNINDEX						
Date: 04/07/21 Time: 12:18 Sample: 2010M01 2021M03 Included observations: 135							Date: 04/07/21 Time: 12:21 Sample: 2010M01 2021M03 Included observations: 135						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob		
		1 0.947	0.947	123.74	0.000			1 0.971	0.971	130.14	0.000		
		2 0.876	-0.198	230.45	0.000			2 0.940	-0.056	252.93	0.000		
		3 0.822	0.161	325.16	0.000			3 0.909	0.003	368.80	0.000		
		4 0.777	-0.006	410.43	0.000			4 0.876	-0.077	477.06	0.000		
		5 0.739	0.057	488.18	0.000			5 0.843	-0.004	578.04	0.000		
		6 0.688	-0.168	556.12	0.000			6 0.818	0.128	673.93	0.000		
		7 0.628	-0.051	613.02	0.000			7 0.791	-0.054	764.40	0.000		
		8 0.574	0.024	661.00	0.000			8 0.768	0.042	850.20	0.000		
		9 0.531	0.022	702.33	0.000			9 0.755	0.164	933.87	0.000		
		10 0.489	-0.040	737.75	0.000			10 0.741	-0.047	1015.1	0.000		
		11 0.446	-0.014	767.46	0.000			11 0.730	0.071	1094.6	0.000		
		12 0.411	0.080	792.80	0.000			12 0.718	-0.055	1172.1	0.000		
		13 0.370	-0.117	813.53	0.000			13 0.697	-0.163	1245.8	0.000		
		14 0.316	-0.134	828.83	0.000			14 0.662	-0.206	1312.8	0.000		
		15 0.267	0.030	839.82	0.000			15 0.635	0.116	1375.0	0.000		
		16 0.216	-0.094	847.08	0.000			16 0.608	0.031	1432.5	0.000		
		17 0.177	0.089	851.98	0.000			17 0.583	0.063	1485.9	0.000		
		18 0.140	-0.100	855.07	0.000			18 0.557	-0.094	1534.9	0.000		
		19 0.097	0.020	856.57	0.000			19 0.530	-0.067	1579.7	0.000		
		20 0.063	0.053	857.21	0.000			20 0.498	-0.095	1619.6	0.000		

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج EViews 9.

تبين نتائج الاختبار الذاتي من خلال الجداول السابقة وعند فترة إبطاء 20 نلاحظ عند الشكل أن معاملات الارتباط الذاتي كلها خارج مجال الثقة ويعبر عنها بالخطين المنقطعين مما يعني أن السلسلة تختلف معنوياً عن 0 ويؤكد ذلك قيم AC لكافة المؤشرات حيث نلاحظ أنها لا تساوي 0 معنى ذلك أن السلاسل الزمنية لمؤشرات الأسواق المالية مرتبطة ذاتياً مع نفسها من الدرجة الأولى (يعني في المستوى)، مما يوضح عدم إستقرارية السلاسل الزمنية لمؤشرات الدراسة.

المطلب الخامس: اختبار ديكي فولر الموسع (ADF):

الجدول الآتي يوضح اختبار فرضية العدم ل: ديكي فولر الموسع (ADF) الفائلة بوجود جذر الوحدة أي عدم استقرارا لسلاسل الزمنية والمطبق على سلسلة مؤشر بورصة (الدار البيضاء، وتونس، والبحرين، وقطر).

الجدول رقم (06) نتائج اختبار ديكي. فولر الموسع (ADF):

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)					
Null Hypothesis: the variable has a unit root					
				<u>At Level</u>	
TUNINDE	QSI	PLE	MASI		
-1.0855	-2.4730	-2.3442	-2.2253	t-Statistic	With Constant
0.7204	0.1244	0.1598	0.1984	Prob.	
n0	n0	n0	n0		
-2.5617	-2.3430	-2.3199	-2.2845	t-Statistic	With Constant & Trend
0.2986	0.4077	0.4200	0.4391	Prob.	
n0	n0	n0	n0		
0.6793	0.2939	-0.3719	-0.1619	t-Statistic	Without Constant & Trend
0.8613	0.7695	0.5488	0.6259	Prob.	
n0	n0	n0	n0		
				<u>At First Difference</u>	
d(TUNINDE)	d(QSI)	d(PLE)	d(MASI)		
-9.4846	-12.9356	-11.0279	-9.1118	t-Statistic	With Constant
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	Prob.	
***	***	***	***		
-9.4552	-12.9393	-10.9882	-9.1048	t-Statistic	With Constant & Trend
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	Prob.	
***	***	***	***		
-9.4515	-12.9418	-11.0619	-9.1473	t-Statistic	Without Constant & Trend
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	Prob.	
***	***	***	***		

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج EViews.9

اختبار ADF ديكي فولر اختبار جذر الوحدة

نلاحظ من الجدول أن نتائج اختبار ديكي فولر لكافة مؤشرات الأسواق المالية أن الاحتمالات المرجحة المتحصل عليها في كافة المؤشرات اكبر تماما من 0.05 وعليه يمكن القول أن السلاسل غير مستقرة في الفرق الأول، وعليه فهي تتبع حركة عشوائية مما يعني أنها كفوّة في المستوى الضعيف.

خلاصة الفصل الثاني

مما سبق يتضح لنا أن الأسواق المالية بالدول العربية حديثة العهد حيث تهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة الأسواق المالية العربية وتكاملها مع بعضها البعض في كل من الدار البيضاء وتونس والبحرين وقطر خلال الفترة 2015-2021 باستخدام اختبارات إستقرارية واختبارات درجة الوحدة واختبار التوزيع الطبيعي واختبار ديكي فولر الموسع ADF حيث لخصت الدراسة إلى أن الأسعار لا تسير عشوائيا مما يعني عدم كفاءة هذه الأسواق على المستوى الضعيف، وانه توجد علاقة شبه تكامل بين أسعار أسهمها ووجود علاقة سببية ذات دالة بين أسعار الأسهم والعوائد مما يشجع على العمل لإنشاء سوق عربية مشتركة وإقامة تكامل اقتصادي فيما بين الدول العربية.

خاتمة

تعتبر الأسواق المالية أهم آلية لجلب وحشد الموارد المالية من أجل توظيف وتمويل المشاريع الاستثمارية، حيث عملت الدول العربية على تطوير الأسواق المالية والعمل على إيجاد قنوات تساهم في تشجيع حركة انتقال رؤوس الأموال وجذب الاستثمارات الأجنبية، مما يؤدي إلى دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد وهذا أدى إلى ضرورة الاهتمام بهذه الأسواق إلا أنها تتباين من سوق إلى آخر من حيث درجة التطور والتنظيم ودرجة كفاءتها، وانطلاقاً من وعي الدول العربية بهذه الأهمية بادرا جلها في إنشاء وتطوير بورصاتها، أذ نجد اغلب البورصات العربية حديثة النشأة، حيث تناولت هذه الدراسة اختبار كفاءة مجموعة من أسواق رأس المال أربعة منها وهي بورصة الدار البيضاء، البحرين، قطر، تونس، واعتمدنا في ذلك على مجموعة من مؤشرات السوق التي تمكننا من الحكم على مدى كفاءة سوق رأس المال، ومن بين هذه المؤشرات استخدمنا مؤشر استقرار السلاسل الزمنية، مؤشر التوزيع الطبيعي، الارتباط الذاتي.

من بين النتائج المتوصل إليها نذكر:

- اختلاف درجة تطور الأسواق المالية العربية من سوق إلى آخر وهذا راجع لحداتها.
- العمل على تطوير الأسواق المالية العربية من خلال تحسين كفاءتها وأدائها.
- تتطلب فعالية الأسواق المالية توفر كفاءة التشغيل والتسعير بحيث يقصد بكفاءة التشغيل هي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة، أما كفاءة التسعير فهي وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير.
- كفاءة الأسواق المالية أحد النقاط الهامة التي تعتمد عليها الأسواق في نجاحها.
- تعتبر الأسواق المالية الممول الحديث للمشاريع الاستثمارية.
- الأسواق المالية العربية ذات كفاءة عند المستوى الضعيف أما في المستوى المتوسط والطويل لا يمكن الحكم على كفاءتها عند هذه المستويين، وهذا بسبب عدم وجود أو تداول المعلومات الحالية والمستقبلية حول الشركات الموجودة في هذه الأسواق أو حول الشركات التي طرحت أسهمها في هذه الأسواق.
- يعتمد نشاط الشركات على مدى كفاءتها.

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: الكتب

أ الكتب باللغة العربية

- 1 - عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، وثائق الاستثمار، الخيارات)، قسم إدارة الأعمال كلية التجارة، الإسكندري، 2003 ، دار الجامعة الجديدة للنشر، بدون طبعة.
- 2 - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن عمان الطبعة الأولى
- 3 - منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دكتور في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة طنطا 2002 .

ج - قائمة المجلات والمقالات

- 1 - أسامة وجدي وديع - كفاءة الأسواق المالية دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية بمصر تاريخ الميلاد 2012 - دار المنظومة 2016 .
- 2 - حنان عبدلي - اختبار كفاءة الأسواق المالية الناشئة حالة السوق المالي الماليزي السنة 2008-2014 .
- 3 - خضير عقبة ورضا زهوا ري - اختبار كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال فترة 2013-2017.
- 4 - رابح خوني/جحاب عيسى - مساهمة الأسواق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل سياسة التحرير المالي دراسة حالة السوق المالي الأردني، جامعة محمد بمضياف، بسكرة المسيلة(الجزائر) العدد الأول، السنة 2016 .
- 5 - شوقي بورقبة - دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، جامعة فرحات عباس - سطيف، مجلة كلية علوم اقتصادية علوم التسيير العدد 10 السنة 2010 .
- 6 - عزوي أعمار/خيرة الداوي - تقييم كفاءة الأسواق المالية (دراسة قياسية لحالة سوق عمان)- الأوراق المالية خلال 2005-2009 .
- 7 - عصام لعياضي - دراسة تحليلية لواقع مساهمة الأسواق المالية في تنمية اقتصاديات الشركات الرياضية مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة سوق هراس المجلة 8 العدد1 سنة 2020/3/31 .

- 8 - مفتاح صلاح ومعارفي فريدة - متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث العدد 2009/7-2010 جامعة محمد خضير، بسكرة.
- 9 - يوسف سعداوي - كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لكل من (بورصة الجزائر، السعودية، ومصر) مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، جامعة سعد دحلي البلدية العدد 42-2014.
- 10 - خالد زوبيا - الكفاءة في أسواق المالية: الأدلة التجريبية من بعض الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، المجلة الدولية للبحوث المالية والاقتصاد العدد 49 (2010).
- 11 - خالد مصطفى - الكفاءة في أسواق الأوراق المالية استعراض الأدبيات معهد مسرات شمشير حمدا رد للعلوم الأدبية المجلة الدولية للاقتصاد والتجارة والإدارة المملكة المتحدة، الإصدار 12 ديسمبر 2012.
- د- قائمة الرسائل الجامعية (الأطروحات ... الخ)**
- 1 - أيت أكان و بوصقيع فتيحة - تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، تخصص مالية المؤسسة، السنة 2014-2015 .
- 2 - بن عمر بن حاسين - فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وبنوك مالية السنة 2012-2013 .
- 3 - بوكساني رشيد - معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها لسنة 2005-2006 رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية.
- 4 - سميحة محياوي - دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخص تجارة دولية، السنة 2014-2015 .
- 5 - مونية سلطانة - كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، السنة 2014-2015.

هـ-الموقع الإلكتروني:

بورصة الدار البيضاء الرابط:

<http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/Ar/content.aspx?IdLink=110&Cat=1>

بورصة تونس: الرابط:

<http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%AA%D9%82%D9%80%D8%AF%D9%8A%D9%85>

بورصة البحرين: الرابط:

<https://www.bahrainbourse.com/ar/%D9%85%D9%86%20%D9%86%D8%AD%D9%86>

بورصة قطر

<https://www.qe.com.qa/ar/investor-corner>

<https://arab-exchanges.org/ar/>

<https://www.uasae/ar/the-uasa.aspx> الثلاثاء 2/مارس/2021، الساعة 10:58

<https://ar.wikipedia.org/wiki/> أهداف الاتحاد 11:43_2021_2 مارس الثلاثاء