

كفاءة الأسواق المالية لدول المغرب العربي

د. حسيني إسحاق

جامعة مصطفى إسماعيل - معسكر - الجزائر

ishaq_zida@yahoo.fr

قارة عشيرة نصرالدين، طالب دكتوراه

جامعة حسية بن بوعلي - الشلف - الجزائر

nasreddine-b13@hotmail.fr

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة الأسواق المالية لدول المغرب العربي (تونس، الجزائر، المغرب) في مستوياتها الضعيف من خلال تحليل نمط حركة أسعار الأسهم في هذه الأسواق خلال الفترة الممتدة من 2010-2013، اعتمدت الدراسة المنهج الاستنباطي بأدواته الوصف والتحليل. كما تم استخدام اختبار الأنماط الطارئة واختبار جذور الوحدة للحكم على كفاءة هذه الأسواق وتوصلت الدراسة إلى أن السوق المالي لكل من المغرب، تونس والجزائر كفاءة عند المستوى الضعيف.

كلمات مفتاحية: كفاءة سوق رأس المال، الحركة العشوائية للأسعار، المستوى الضعيف للكفاءة، اختبار الأنماط الطارئة، اختبار جذور الوحدة.

Abstract

The study investigates the market efficiency of financial markets in the Maghreb countries (Morocco, Tunisia, Algeria). To analyse the efficiency the study used the monthly prices of the markets indexes during the period 2010-2013. The study adopted the deduction method. It also used the run test and unit root test to investigate the market efficiency at the weak form. The results revealed that the three markets (Morocco, Tunisia, Algeria) have displayed a weak form of efficiency.

Keywords: Market efficiency, Random walks, weak form, Run Test, Unit Root Test.

1. المقدمة

مثل باقي الدول العربية بادرت دول المغرب العربي تونس، الجزائر والمغرب إلى إنشاء أسواق مالية والعمل على تطويرها نظرا للدور الهام لهذه الأسواق في تحريك عجلة الاقتصاد من خلال دورها في تعبئة الفوائض المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية، بالرغم من أن الأسواق محل الدراسة تنتمي إلى منطقة جغرافية تتميز بالعديد من العوامل المشتركة إلى أن هناك عدم تجانس كبير بين هذه الأسواق سواء من ناحية مستوى أدائها، عدد الشركات المدرجة، حجم التداول... إلخ، ويمكن إرجاع هذا الاختلاف إلى طبيعة التوجه الاقتصادي لكل بلد، فنجد أن المغرب أدرك أهمية السوق المالي وسارع لإنشائه في سنة 1929 و أنشئ في تونس سنة 1969 في حين تأخرت الجزائر في إنشاء سوق مالي إلى غاية 1990 بعدما تخلت عن الاقتصاد الاشتراكي وتحولت إلى اقتصاد السوق وذلك من خلال تبني العديد من الإصلاحات الاقتصادية من بينها إنشاء سوق الأوراق المالية.

1.1. إشكالية الدراسة:

وبناء على ما تم ذكره سابقا تحاول هذه الدراسة تحليل تطور الأسواق المالية لبلدان المغرب العربي من خلال اختبار كفاءة هذه الأسواق والإجابة على الإشكالية الآتية:

"هل الأسواق المالية لدول المغرب العربي كفوة عند المستوى الضعيف؟"

2.1. الهدف من الدراسة:

الهدف الأساسي لهذه الدراسة هو فحص كفاءة الأسواق المالية لدول المغرب العربي، كما تحاول أن تسلط الضوء على مفهوم كفاءة الأسواق المالية ومختلف صيغها. من ناحية أخرى تهدف الدراسة إلى قياس الكفاءة عند المستوى الضعيف باستخدام اختبارين هما اختبار الأنماط الطارئة واختبار الإستقرارية.

3.1. منهجية الدراسة:

اعتمدت الدراسة على الاستنباط كمنهجية للإجابة على إشكالية الدراسة، وذلك بالانطلاق من إطار نظري مبني على نظريات ودراسات سابقة حول كفاءة الأسواق المالية ومحاولة تطبيقه على الأسواق المالية لدول المغرب العربي. كما استخدمت الدراسة أساليب إحصائية لتحليل البيانات واستخلاص النتائج.

2. نظرية الكفاءة في سوق رأس المال

تعد كفاءة سوق رأس المال من المفاهيم المالية التي تم اكتشافها بالصدفة عندما قام موريس كاندال (1953) بدراسة سلوك أسعار الأسهم في محاولة لضبط نماذج متكررة لتلك الأسعار في فترات زمنية مختلفة من الرواج والكساد، وتوصل إلى أن الأسعار تتقلب بشكل عشوائي لا يمكن من خلاله التنبؤ بسعر سهم معين، وفسر كاندال ذلك بأن الأسعار تستجيب فقط إلى المعلومات الجديدة والتي ترد إلى السوق بشكل عشوائي بدون سابق إنذار، الأمر الذي

يؤدي إلى إزالة أية فرصة لتحقيق عوائد غير طبيعية، ولقد أعتبرت دراسات كاندال حول قضايا الاستثمار في الأسواق المالية بشيرا بميلاد هذه النظرية.

يعرف السوق المالي الكفاء **Efficient Market** بأنه السوق الذي تعكس فيه أسعار الورقة المالية جميع المعلومات المتاحة التي تتعلق بكافة الأحداث الماضية والجارية.¹

ويعرف أيضا أنه السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره شركة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات مالية تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم. وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن القول بأنه في ظل السوق الكفاء يعكس السعر السوقي تماما القيمة الحقيقية أو الذاتية **Intrinsic Value**.²

3. أنواع الكفاءة في سوق رأس المال

حسب سرعة انعكاس المعلومات على السعر نجد نوعين من الكفاءة: الكاملة والاقتصادية.

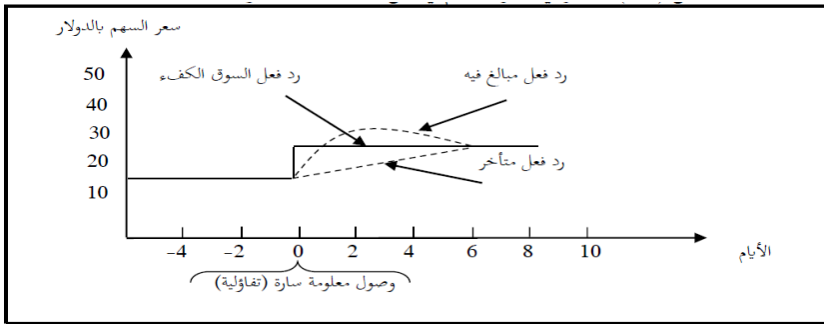
1.3. الكفاءة الكاملة

تشير إلى عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة.

1.3. الكفاءة الاقتصادية

تشير إلى مضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى انعكاس آثارها على أسعار الأسهم.³ يبين الشكل (01) حركة الأسعار في ظل كل من الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية للسوق.

الشكل (01): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر: (حنفي، 2000)⁴

4. صيغ كفاءة سوق رأس المال:

هناك ثلاث مستويات لكفاءة الأسواق وذلك بناء على طبيعة المعلومات المتاحة للمستثمرين في السوق، أولاً الصيغة الضعيفة Weak Form عندما تعكس الأسعار الحالية للأوراق المالية المعلومات التاريخية فقط بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر الورقة المالية وعلى حجم التعاملات التي جرت عليها في الماضي، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية للأسعار ، ثانياً: الصيغة شبه القوية Semi Strong Form، في ظل هذه الصيغة فإن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية كافة والحالية المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها).⁵ ثالثاً الصيغة القوية Strong Form، يتميز السوق الكفؤ بالصيغة القوية عندما تعكس الأسعار الحالية المعلومات التاريخية والحالية المتاحة للجمهور بالإضافة للمعلومات الخاصة (private) ما يعني أن المستثمرين الذين يمتلكون معلومات خاصة غير متاحة للجمهور لا يستطيعون تحقيق عوائد استثنائية لأن الأسعار تكون قد استجابت و عكست هذه المعلومات.⁶

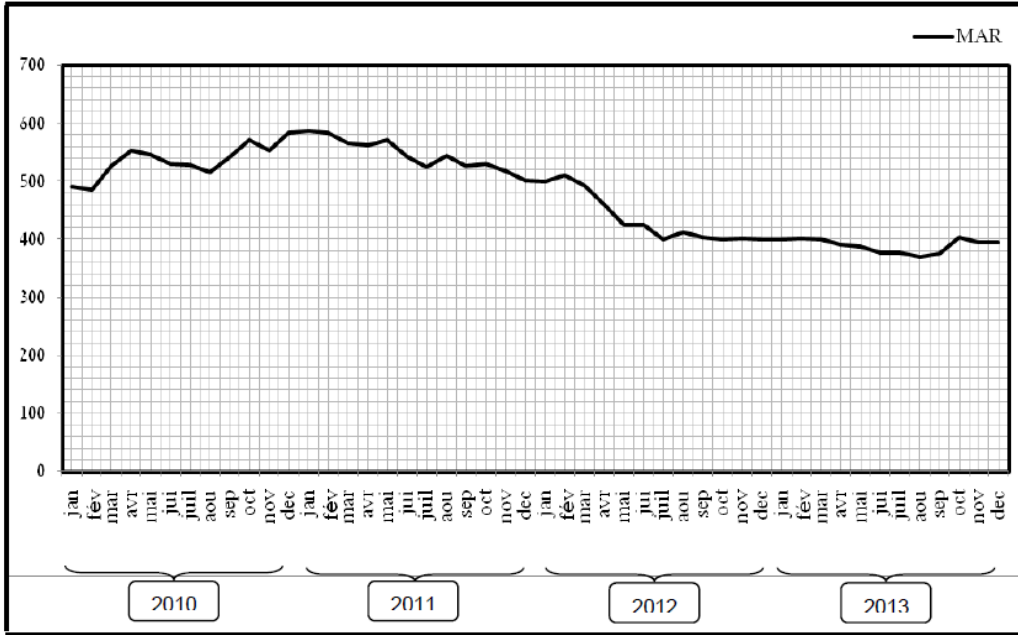
5. تطور مؤشرات الأسعار للبورصات محل الدراسة

سنعرض أولاً تطور مؤشرات البورصات محل الدراسة ثم نقوم باستخدام الاختبارات اللازمة للتحقق من كفاءتها

1.5. مؤشر السوق المالي المغربي

يبين الشكل الموالي تطور قيمة مؤشر السوق المالي المغربي خلال (2010-2013) على أساس شهري.

الشكل (02) تطور قيمة مؤشر السوق المالي المغربي للفترة 2010-2013



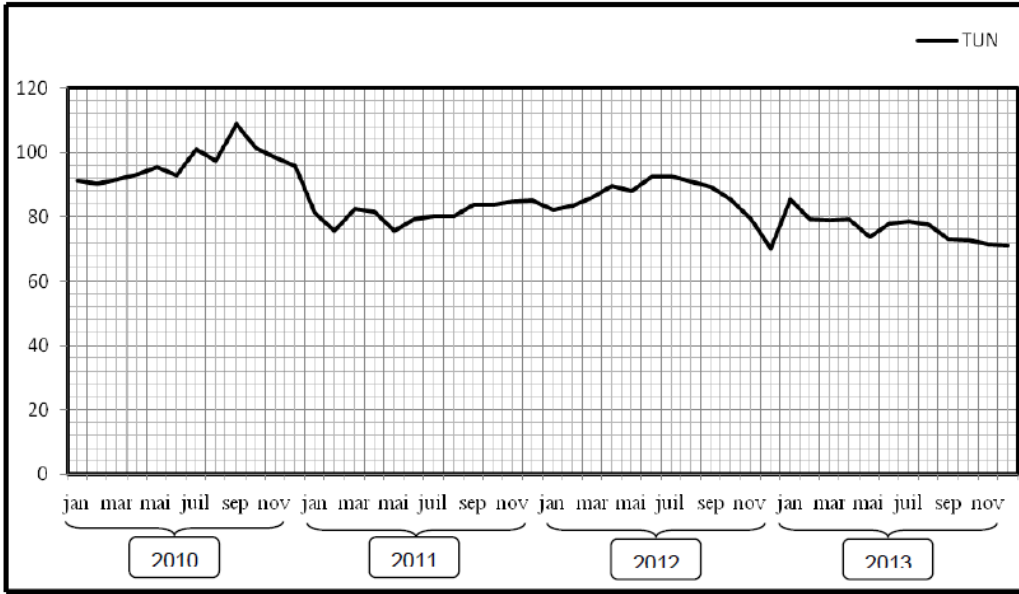
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.⁷

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن المؤشر قد حقق سنة 2010 ارتفاعا بنحو 18% أما سنة 2011 فتميزت بانخفاض تدريجي في قيمة المؤشر وذلك ابتداء من شهر فيفري حيث بلغت نسبة الانخفاض حتى نهاية 2011 حوالي 14.1% كما شهدت سنة 2012 استمرار إنخفاض قيمة المؤشر ، حيث بلغ مستوى الانخفاض حوالي 19.8%. في حين عرفت سنة 2013 تراجعا طفيفا في إلى غاية نهاية الربع الثالث، بينما في الربع الرابع سجلت ارتفاعا قُدّر بنحو 4.75%. وبعد هذا التحليل يمكن القول بأن أداء السوق المالي المغربي عرف تراجعا في ثلاث سنوات الأخيرة.

2.5 مؤشر السوق المالي التونسي

يبين الشكل الموالي تطور قيمة مؤشر السوق المالي التونسي خلال (2010-2013) على أساس شهري.

الشكل رقم (03) تطور قيمة مؤشر الأسعار للسوق المالي التونسي للفترة 2010-2013



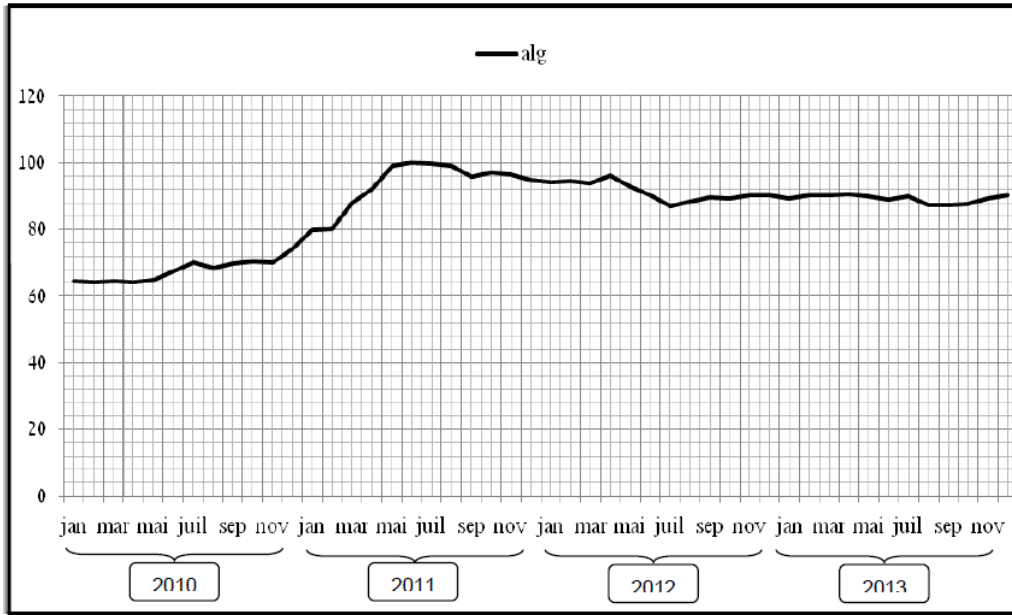
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

نلاحظ من خلال الشكل (03) أن مؤشر لبورصة تونس عرف على العموم ثبات في قيمته مع ارتفاع طفيف قُدِّر بنسبة 5.04% في سنة 2010 وكانت أقصى قيمة له في شهر سبتمبر حيث حقق نسبة 19.3%، أما خلال سنة 2011 فقد عرف المؤشر على العموم انخفاض بنسبة 11.13%، كما شهدت سنة 2012 أيضا انخفاض في قيمته قُدِّر بنسبة 7.14% رغم ذلك عرف ارتفاع ملحوظ خلال شهر جوان بنسبة 8.55%، كما اتجهت قيمته سنة 2013 نحو الانخفاض بنسبة 9.98%، ومنه يمكن القول أن البورصة التونسية عرف تغيرات طفيفة خلال فترة الدراسة.

3.5. مؤشر السوق المالي الجزائري

يبين الشكل الموالي تطور قيمة مؤشر السوق المالي الجزائري خلال (2010-2013) على أساس شهري.

الشكل (04): تطور قيمة مؤشر الأسعار للسوق المالي الجزائري للفترة 2010-2013



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

نلاحظ من خلال الشكل (04) أن قيمة المؤشر لبورصة الجزائر حقق ارتفاعا بنسبة 14.93% في سنة 2010، وكذلك كان الحال في سنة 2011 وذلك بنسبة 27.43%، أما في سنة 2012 فقد عرف المؤشر انخفاضا قدر بنسبة 4.7%، وفيما يخص سنة 2013 فقد عرف المؤشر على العموم ثبات في قيمته مع تغير طفيف قُدّر بنسبة 0.33%، ومنه يمكن القول أن بورصة الجزائر تتميز بالثبات وقلة النشاط بسبب ضعف التداول في هذا السوق وتعاني من ركود وكذا قلة العرض والطلب على الأوراق المالية.

6. أدوات الدراسة

تسمح هذه الاختبارات بالتأكد من أن المستثمرين في هذا السوق لا يمكنهم الاعتماد على المعلومات التاريخية للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية مستقبلا لتحقيق عائد استثنائي، ولهذا الغرض سنستخدم اختبار الأنماط الطارئة Run Test واختبار الإستقرارية Stationarity Test .

1.6. اختبار الأنماط الطارئة Run Test

يسمى هذا الاختبار أيضا Wald-Wolfowitz run test وهو باسم الاقتصاديان Abraham Wald و Jacob Wolfowitz & وفي استعمالنا لـ Run test سنتبع نفس الطريقة التي استخدمها هذين الاقتصاديين، يهدف هذا الاختبار إلى معرفة ما إذا كان السعر الحالي يتغير بطريقة مستقلة عن الأسعار في الفترات السابقة. ويبنى هذا الاختبار على الفرضيات الآتية :

H_0 : التغير في الأسعار لا يتبع نمط معين

H_1 : التغير في الأسعار يتبع نمط معين.

ليكن: R عدد التغيرات في اتجاه الأسعار، N_+ : عدد التغيرات الموجبة في الأسعار، N_- : عدد التغيرات السالبة في الأسعار، μ_R : متوسط التغيرات، σ^2_R : تباين التغيرات، ومن أجل حجم عينة أكبر من 30، توزيع التغيرات

$$Z_{CAL} = \frac{R - \mu_R}{\sigma_R} \approx N(0,1) \quad \text{يقترَب من التوزيع الطبيعي المعياري.}^8$$

نرفض H_0 إذا كانت: $|Z_{cal}| > Z_{1-\alpha/2}$

حيث نظريا معادلتى المتوسط والتباين كالتالي:⁹

$$\sigma^2_R = \frac{2N_+N_-(2N_+N_- - N)}{(N)^2(N-1)} \quad \mu_R = \frac{2N_+N_-}{N} + 1$$

2.6. اختبار جذر الوحدة Unit Root test

يعد السلوك العشوائي حالة خاصة من حالات عدم الاستقرار نقول عن سلسلة زمنية أنها مستقرة إذا كان متوسطها وتباينها ثابتين أي مستقلين عن الزمن، وكان التباين المشترك بين فترتين زمنيتين مختلفتين متعلق فقط بالفرق بين هاتين الفترتين ونعبر عن هذا بالعلاقات التالية.¹⁰

$$E(X_t) = Cte = \mu \quad Var(X_t) = Cte \quad COV(X_t, X_{t+j}) = \sigma_j$$

أن لا يتحقق أحد الشروط السابقة حتى نقول عن السلسلة أنها غير مستقرة، وعليه نحكم بأن هناك عوامل أخرى تؤثر على السلسلة تجعل متوسطها وتباينها يتغيران بمعدل غير ثابت وهو ما نستنتج منه عشوائية الحركة للأسعار، ويعتبر اختبار ديكي فولر من أهم الاختبارات شائعة الاستعمال في قياس استقرارية السلاسل، بالإضافة إلى ذلك فهو يمكن أن يدلنا على أبسط طريقة لجعل السلسلة تستقر. ويبنى هذا الاختبار على الفرضيات الآتية:

H_0 : السلسلة غير مستقرة

H_1 : السلسلة مستقرة

نرفض H_0 إذا كانت: $P.value < 0.05$ أو $|r_c| < T.statistic$

حيث: r_c تمثل القيم الحرجة، $P.value$ تمثل الاحتمال.

7. اختبار كفاءة البورصات محل الدراسة عند المستوى الضعيف

كما أسلفنا الذكر سنختبر الكفاءة الضعيفة باستخدام اختبار الأنماط الطارئة واختبار الاستقرار

1.7. اختبار الكفاءة الضعيفة لبورصة الدار البيضاء المغربية

أ. اختبار الأنماط الطارئة

يتضح من الجدول الموالي رقم (01) أن :

عدد التغيرات في اتجاه الأسعار: $R=25$ ، $N_+ = 27$ ، $N_- = 21$ وبالتالي:

$$\mu_R = \frac{2*27*21}{48} + 1 = 24.625$$

قيمة متوسط التغيرات في اتجاه الأسعار

$$= \frac{2*27*21(2*27*21-48)}{48^2(48-1)} = 11.37 \sigma^2_R$$

وقيمة التباين

$$Z_{cal} = \frac{25-24.625}{\sqrt{11.37}} = 0.11$$

ومنه قيمة Z المحسوبة تساوي:

$$Z_{1-\alpha/2} = 1.96$$

مع العلم أن :

$$|Z_{cal}| < Z_{1-\alpha/2}$$

نلاحظ أن

وبالتالي نقبل H_0 وهذا يعني أن سلسلة الأسعار لا يوجد فيها أحداث متشابهة أو أنماط طارئة متشابهة أي

أن العينة عشوائية وعليه لا يمكن الاعتماد على البيانات أو الأسعار التاريخية من أجل التنبؤ بالأسعار المستقبلية ومنه

نقول أن البورصة المغربية كفؤة في المستوى الضعيف.

ب. اختبار جذور الوحدة

يوضح الجدول (01) نتائج اختبار ADF للسلسلة مؤشر الأسعار لبورصة الدار البيضاء

الجدول (01): نتائج اختبار ديكي فولر الموسع لسلسلة مؤشر الأسعار لبورصة الدار البيضاء

القيم الحرجة	قيمة الإحصائية	قيمة P
(%1) : - 4.165	- 2.585	0.288
(%5) : - 3.508		
(%10) : - 3.184		

من خلال الجدول (01) نلاحظ أن القيم الحرجة بالقيمة المطلقة أكبر من الاحصائية الجدولية عند 1%، 5%، 10% وأن قيمة P أكبر من 5% وعليه لا نرفض الفرضية H_0 التي تفترض عدم استقرار السلسلة. وهذا يدل على وجود حركة عشوائية في أسعار الأسهم وبالتالي كفاءة بورصة الدار البيضاء في المستوى الضعيف، وهي نفس النتيجة التي توصل إليها (غراية، 2012)¹¹، على العكس من (لطرش، 2010)¹² التي وجدت أن سوق الدار البيضاء غير كفؤة عند المستوى الضعيف.

2.7. اختبار الكفاءة الضعيفة لبورصة تونس للأوراق المالية

أ. اختبار الأنماط الطارئة

من خلال جدول اختبار الكفاءة نجد أن :

عدد التغيرات في اتجاه الأسعار يساوي $R = 21$ ، $N_+ = 22$ ، $N_- = 26$ وبالتالي:

$$\mu_R = \frac{2 \cdot 22 \cdot 26}{48} + 1 = 24.83$$

قيمة متوسط التغيرات في اتجاه الأسعار

$$\sigma^2_R = \frac{2 \cdot 22 \cdot 26 (2 \cdot 22 \cdot 26 - 48)}{48^2 (48 - 1)}$$

وقيمة التباين:

$$= 11.58$$

$$Z_{cal} = \frac{21 - 24.83}{\sqrt{11.58}} = -1.12$$

ومنه قيمة Z المحسوبة تساوي:

$$Z_{1-\alpha/2} = 1.96$$

ومع العلم أن :

إذن نلاحظ أن:

$$|Z_{cal}| < Z_{1-\alpha/2}$$

وبالتالي نقبل H_0 وهذا يعني أن سلسلة الأسعار لا يوجد فيها أحداث متشابهة أو أنماط طارئة متشابهة ، أي أن العينة عشوائية وعليه لا يمكن الاعتماد على البيانات أو الأسعار التاريخية من أجل التنبؤ بالأسعار المستقبلية ، ومنه نقول أن السوق التونسي كفؤ عند المستوى الضعيف.

ب. اختبار جذر الوحدة

يوضح الجدول (02) يبين نتائج اختبار ADF للسلسلة مؤشر الأسعار للبورصة التونسية.

الجدول (02): نتائج اختبار ديكي فولر الموسع لسلسلة مؤشر الأسعار للبورصة التونسية

القيم الحرجة	قيمة الإحصائية	قيمة P
- 4.165 : (%1)	- 2.850	0.187
- 3.508 : (%5)		
- 3.184 : (%10)		

من خلال الجدول (02) يتبين لنا أن القيم الحرجة بالقيمة المطلقة أكبر من الإحصائية الجدولية عند 1% ، 5% ، 10% وأن قيمة الاحتمال أكبر من 5% وعليه لا نرفض H_0 التي تفترض عدم استقرارية السلسلة، مما يدل على وجود حركة عشوائية في أسعار الأسهم وبالتالي كفاءة السوق التونسي عند المستوى الضعيف.

3.7 اختبار الكفاءة للبورصة تونس للأوراق المالية

أ. اختبار الأنماط الطارئة

من خلال تطور قيمة مؤشر الأسعار لبورصة الجزائر خلال الفترة 2010/01 – 2013/12 يتضح ما يلي:

عدد التغيرات في اتجاه الأسعار يساوي $R = 24$. $N_+ = 34$ $N_- = 14$ وبالتالي:

$$\mu_R = \frac{2 \cdot 34 \cdot 14}{48} + 1 = 20.83$$

قيمة متوسط التغيرات في اتجاه الأسعار

$$\sigma^2_R = \frac{2 \cdot 34 \cdot 14 (2 \cdot 34 \cdot 14 - 48)}{48^2 (48 - 1)} = 7.95$$

وقيمة التباين:

$$Z_{cal} = \frac{24 - 20.83}{\sqrt{7.95}} = 1.12$$

ومنه قيمة Z المحسوبة تساوي:

ومع العلم أن:

$$Z_{1-\alpha/2} = 1.96$$

$$|Z_{cal}| < Z_{1-\alpha/2} \quad \text{إذن نلاحظ أن:}$$

وبالتالي نقبل H_0 هذا يعني أن سلسلة الأسعار لا يوجد فيها أحداث متشابهة أو أنماط طارئة متشابهة أي أن العينة عشوائية وعليه لا يمكن الاعتماد على البيانات أو الأسعار التاريخية من أجل التنبؤ بالأسعار المستقبلية ومنه نقول أن بورصة الجزائر كفاءة في المستوى الضعيف.

ب. اختبار جذر الوحدة

والجدول (03) يوضح نتائج اختبار ADF للسلسلة مؤشر الأسعار لبورصة الجزائر.

الجدول (03): نتائج اختبار ديكي فولر لسلسلة مؤشر الأسعار لبورصة الجزائر

القيم الحرجة	قيمة الإحصائية	قيمة P
(%1) : - 4.165	- 0.964	0.939
(%5) : - 3.508		
(%10) : - 3.184		

من خلال الجدول (03) نلاحظ أن القيم الحرجة بالقيمة المطلقة أكبر من الاحصائية الجدولية عند 1%، 5%، 10% وأن قيمة الاحتمال أكبر من 5% وعليه لا نرفض H_0 التي تفترض عدم استقرار السلسلة مما يدل على وجود حركة عشوائية في أسعار الأسهم وبالتالي كفاءة بورصة الجزائر في المستوى الضعيف. هذه النتيجة لا تتوافق مع (لطرش، 2010)¹³ التي وجدت أن سوق المالي الجزائرية غير كفاءة عند المستوى الضعيف.

8. الخاتمة

حاولت هذه الدراسة اختبار كفاءة الأسواق المالية لدول المغرب العربي (الجزائر، تونس والمغرب) خلال الفترة الممتدة من 2010-2013. وتوصلت الدراسة إلى أن كل البورصات محل الدراسة كفاءة عند المستوى الضعيف، ما يعني أن أسعار الأوراق المالية في هذه الأسواق تتغير بشكل عشوائي ولا تتبع نمط معين يمكن أن يسمح للمستثمرين من تحقيق عوائد استثنائية. من ناحية أخرى، كفاءة هذه الأسواق حتى وإن كانت عند المستوى الضعيف تعد مؤشراً على قدرة هذه الأسواق على ضمان أسعار عادلة للأوراق المالية من خلال توفير المعلومات الضرورية التي يحتاجها المستثمرون لاتخاذ قراراتهم، وهذا ما يشجع على استقطاب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم على مستوى هذه الأسواق الأمر الذي يؤدي إلى رفع من مستوى نشاطها.

في الأخير تقدم هذه الدراسة مجموعة من الاقتراحات إلى الهيئات التنفيذية ومتخذي القرار لتطوير هذه الأسواق و محاولة الرفع من كفاءتها:

- العمل على توعية المتعاملين في السوق عن طريق مختلف وسائل الإعلام من خلال النشر والعرض الجيد لكافة المعلومات حول السوق.
- إطلاق صحيفة اقتصادية ومواقع متخصصة في الجانب المالي والاقتصادي يتم من خلالها نشر كافة المعطيات والإعلانات والمعلومات حول السوق المالي وكافة المؤشرات بهدف تشجيع الأفراد على الإستثمار.
- توفير المناخ الملائم ووضع تحفيزات تشجع المؤسسات على فتح رأسمالها لزيادة عدد الشركات المدرجة.
- تفعيل الدور الرقابي على المعاملات المالية لطمأنة المستثمرين وحماية السوق من الأزمات المالية.
- العمل على فتح الأسواق أمام المعاملات المالية الأجنبية واستقطاب المستثمرين الأجانب ما يسمح بنقل التقنيات الحديثة للمعاملات المالية الموجودة على مستوى الأسواق المالية العالمية.
- تطوير نظام التعامل الإلكتروني الذي من شأنه رفع أداء سوق رأس المال.
- ضرورة تبادل التجارب بين مختلف القائمين على سوق الأوراق المالية في دول المغرب العربي والاستفادة منها.
- ضرورة التنسيق بين الأسواق المالية المغاربية باعتبارها متشابهة من حيث الخصوصيات ونمط التسيير والسعي إلى التكامل فيما بينها وخلق تكتل مالي يكون قادر على استقطاب رأس المال من مختلف الأسواق.

الهوامش

¹ Malkiel, B. G., & Fama, E, (1970), **Efficient capital markets: A review of theory and empirical work**, The journal of Finance , 383-417.

² هندي، د. م.، (2003)، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية: توزيع منشأة المعارف، ص 400.

³ هندي، د. م. (2003)، مرجع سابق، ص 494-497.

⁴ حنفي، د. ع. ا.، و. قرياقص، د.، (2000)، أسواق المال: بنوك تجارية. أسواق الأوراق المالية. شركات التأمين. شركات الإستثمار. الإسكندرية: الدار الجامعية، ص 211.

⁵ السيد متولي، د. ع. ا.، (2010)، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، عمان-الأردن: دار الفكر للنشر، ص 107-108.

⁶ الشواورة، ف. م.، (2008)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، الطبعة الأولى، الأردن-عمان: دار وائل للنشر، ص 50.

⁷ صندوق النقد العربي: www.amf.org.ae/ar.

⁸ Borges, M. R, (2010), **Efficient Market Hypothesis in European Stock**, The European Journal of Finance , 711-726.

⁹ Worthington, A., & Higgs, H, (2004), **Random walks and market efficiency in European equity markets**, Global Journal of Finance and Economics , 59-78.

¹⁰ Bourbonnais, R, (2008), **Exercices pédagogiques d'économétrie : avec corrigés et rappels synthétiques de cours**, Paris: Economica, 128.

¹¹ رغاية، ز، (2012)، إمكانية تطبيق نموذج التاجر الصاخب محل نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف.

¹² لطرش، س، (2010)، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قسنطينة .

¹³ لطرش، س، (2010)، مرجع سابق .