

متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية

دراسة تحليلية لبورصة الجزائر

د.مسعداوي يوسف

جامعة البليدة 2

ملخص:

إن تعدد مزايا الأسواق المالية لايعني أن كل الأسواق المالية في مختلف الاقتصاديات تتسم بنفس الدرجة من الكفاءة في ترشيد الموارد المالية. فما تؤديه سوق مالية على درجة كبيرة من الكفاءة والتنظيم من أدوار في الحياة الاقتصادية لايمكن مقارنتها بمستوى الدور الذي تؤديه الأسواق المالية الناشئة، والتي لا تزال في المراحل الأولى على مسار التنمية والإصلاح الاقتصادي. ومع توسع حركة التحرر المالي في الاقتصاديات المتقدمة وزيادة تطور نشاط أسواقها المالية، أدركت الجزائر هذا التوجه الجديد وعملت على مواكبته، غير أنها لا زالت تواجه جملة من المعوقات تحول دون تطور بورصة الجزائر.

Résumé

Dans cet article il s'agira de faire la lumière sur la documentation relative à l'efficacité des marchés boursiers dans les pays en développement, également les critères et les méthodes de mesure de l'efficacité des marchés.

L'objectif principal de ce travail est d'analyser l'efficience informationnelle de la bourse d'Alger. Ainsi nous avons conclu que le marché financier Algérien n'a pas encore atteint le stade de maturité des pays développés, malgré tous les efforts entrepris par les autorités algériennes, cela n'a pas entraîné une amélioration significative de l'efficience de marché.

Mots clés : les marchés financiers, l'efficience des marchés financiers, l'asymétrie d'information, l'analyse fondamentale et technique.

مقدمة:

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 بالغ الأهمية الذي تؤديه عبر آلياتها في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية.

وتتمثل أهمية هذه الدراسة في كون سوق الأوراق المالية يعمل على توفير موارد مالية لتمويل الاقتصاد الوطني، وبالتالي تطوير و إنعاش الاستثمار و بناء اقتصاديات متينة، تتنوع و تختلف فيها الموارد المتاحة للتمويل. ولقد أثارت فكرة الأسواق المالية الكفاءة الكثير من الاهتمام والجدل والنقاش في كافة الاقتصاديات المعاصرة بينما لم تلقى نفس الاهتمام من طرف الدول العربية وخاصة الجزائر. ومن هذا المنطلق سوف تحاول هذه الدراسة التركيز على الأسواق المالية العربية مع الإشارة لحالة الجزائر كجزء من والمتطلبات الواجب توفرها لتحقيق كفاءتها.

ويهدف البحث إلى الإجابة على الإشكالية التالية:

ما هي الطرق والإجراءات الواجب توفرها حتى تصبح الأسواق المالية أسواق كفاءة بالتركيز على حالة بورصة الجزائر؟

ولمعالجة الإشكالية المطروحة قمنا بتقسيم بحثنا إلى المحاور التالية:

- ماهية الأسواق المالية ؛
- كفاءة الأسواق المالية ومتطلباتها؛
- قياس كفاءة الأسواق المالية العربية مع التركيز على بورصة الجزائر .

أولاً- ماهية الأسواق المالية:

أضحى قيام أسواق الأوراق المالية ضروريا وخاصة مع اتساع دائرة النشاط الاقتصادي، حيث يعمل المستثمرون جاهدين لتعظيم أرباحهم ، الأمر الذي يقتضي توفر المعلومات الكافية حول الأوراق المالية حيز التداول فيها حتى تتصف هذه السوق بالكفاءة.

وتحظى أسواق الأوراق المالية باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء حيث أنها تمثل مرآة الاقتصاد التي تتواجد به، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي، وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده مما يعود بالفائدة على المجتمع بأسره.

1- مفهوم الأسواق المالية:

يعرف السوق المالي بأنه « الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة».⁽¹⁾

كما يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

1 التميمي، أرشيد، وسلام، أسامة عزمي، «الاستثمار بالأوراق المالية»، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان الأردن، 2004، ص110.

يعرف منير إبراهيم هندي كفاءة سوق الأوراق المالية على أنه السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو معلومات تبثها وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية.⁽¹⁾

2- الشروط الملائمة لتكوين الأسواق المالية:

يتطلب إنشاء سوق مالي توفر عدة شروط يمكننا إجمالها في الآتي⁽²⁾:

أ- زيادة عدد المؤسسات المالية في الدولة: حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد وتقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى المستثمرين من أجل قيام مشاريعهم.

ب- تحويل المدخرات إلى استثمارات: حيث تعتبر السوق المالية من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات إلى استثمارات، وذلك لكون هذا السوق مجالا لاستثمار أموال الأفراد في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية.

ج- إنشاء بورصات للأوراق المالية: حيث تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط، حيث يلعب كلا من القطاع العام والقطاع الخاص دوره في هذا الشأن.

د- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها: تكوين الشركات أو طرح الأسهم والسندات لا بد أن يكون مصحوب بإعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر الفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله، ولا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى نحافظ على مصلحة صغار المستثمرين وحتى تكون هذه الإعلانات ذات صبغة جديّة.

ثانيا- كفاءة الأسواق المالية ومتطلباتها:

لقد أثارت إشكالية كفاءة سوق الأوراق المالية اهتمام الكثير من الباحثين، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت، فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة. وتم ملاحظة وجود علاقة قوية ما بين أسعار الأوراق المالية - وبصفة خاصة الأسهم - وما بين البيانات والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق مما أثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها على السوق المالي، وسميت هذه العلاقة بكفاءة السوق المالي.⁽³⁾ وقد بدأ الاهتمام بمفهوم كفاءة الأسواق المالية وعلاقته بالبيانات التي تحتوي عليها القوائم المالية للمشروع كنتيجة لقيام محلي الأوراق المالية بما يعرف بالتحليل الأساسي (أو تحليل القوائم المالية) والذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية

1 منير إبراهيم هندي ، «الفكر الحديث في مجال الاستثمار »، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص38.

2 صلاح الدين حسن السيبي، «بورصات الأوراق المالية»، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة 2003 ، ص9.

3 حماد، طارق، «دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية»، الدار الجامعية، للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2000، ص79.

المسعرة تسعيرا خاطئا، لذلك توصل الباحثون في مجال الاستثمار إلى أن عدم الكفاءة معناه انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية.⁽¹⁾

ووفقا لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم. حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

1- مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

على الرغم من تعدد التعاريف والمفاهيم التي حددها خبراء المال والاقتصاد بشأن كفاءة سوق الأوراق المالية، إلا أن أغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد. حيث عرف ديلكوي (Delkaoui) السوق الكفء بأنه «السوق التي تكونت فيه حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية تماما لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها».⁽²⁾

وعرف مثنى عبد الإله ناصر السوق الكفء هو الذي «يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها».⁽³⁾

أما فاما (Eugene Fama) فعرف السوق الكفؤ Efficient Markets بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت الأوراق، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأوراق المالية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على أداء الشركة والقيمة السوقية لأوراقها المالية.⁽⁴⁾ وينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل في الاسعار بسرعة بما يعكس ما تحمله المعلومات الجديدة من انباء سارة او غير سارة، بعد قيام المستثمرين بتقييم كل المعلومات، حيث

1 الحناوي، محمد؛ مصطفى، نهال؛ العبد، جلال، «أسواق المال و المؤسسات المالية»، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص123.

2 نقلا عن المزيني، عماد الدين محمد، «سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها»، رسالة ماجستير، جامعة الدول العربية، معهد البحوث والدراسات العربية الاقتصادية، القاهرة، 2002، ص31.

3 مثنى عبد الإله ناصر، «كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات»، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية-تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 11/12/2005، ص4.

4 Elory Dimson, Massoud Mussavian, «A Brief History of Market Efficiency», WP Published in European Financial Management, London Business Schools, Vol. 4, N° 1 (March 1998), p 91.

لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول الى نتائج بخصوص سعر السهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول الى تلك النتيجة وحصول كافة المستثمرين عليها.⁽¹⁾ وانطلاقاً مما سبق يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب⁽²⁾:

- وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق؛
- توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق؛
- الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

وعليه حتى يمكن القول بأن السوق المالي يؤدي دوره يجب أن يتصف هذا السوق بالكفاءة بحيث تعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة وبحيث لا يستطيع أي مستثمر أن يقوم باستغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي.

ويتضح أن الكفاءة هي التي تحدد قدرة السوق على جذب رؤوس الأموال سواء من الداخل أو الخارج، وكذلك قدرته على التوزيع الأمثل لتلك الأموال، فعلى سبيل المثال تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية عندما تعكس أسعار الأوراق المالية المسجلة في السوق في أي وقت كل المعلومات عن هذه الأوراق، وهذا يجعل السوق الكفاء سوقاً عادلاً، فالأسعار تعكس الصيغة الحقيقية للأوراق المالية، وبذلك يستطيع المستثمر العادي معرفة القيم الحقيقية للاستثمارات المختلفة، بما يجعله يتجه تلقائياً نحو المجالات الأكثر ربحية والمنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة ومربحة وهذا يؤدي في النهاية إلى تحقيق التوزيع الأمثل للموارد.⁽³⁾

2- مستويات كفاءة الأسواق المالية:

تعتبر الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقاً، لذلك يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات هي:⁽⁴⁾

- 1 الهندي، منير إبراهيم، «الأوراق المالية وأسواق رأس المال»، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 65.
- 2 مفتاح صالح، معارفي فريدة، «متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها»، مجلة الباحث، العدد 7، 2010، ص 182.
- 3 الزيدانين، جميل، «أساسيات في الجهاز المالي»، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 1999، ص 108.

4 Brigham. F. Eugene, Ehrhardt. C. Michel, "Financial Management Theory & Practice", 11th edition, South western, USA, 2005, p270-271.

أ- المستوى الضعيف: يعني هذا المستوى أن الأسعار تسير بصورة عشوائية وهذا يعني أن حركة الأسعار في الماضي لا تشكل مرشداً لحركة الأسعار في المستقبل، وفي هذه الحالة فإن المستثمرين لا يستطيعون الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية.

ب- المستوى المتوسط: أي أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وأن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع والسبب الأساسي في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو أن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد أثرت بالفعل في الأسعار.

ج- المستوى القوي: أي أن الأسعار ينعكس فيها المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة، أي أن المتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات ستنعكس على الأسعار. وعليه، فليس لدى أي مستثمر القدرة على احتكار معلومات قد يكون لها أثر على السعر وكذلك لن يحصل أي مستثمر على أرباح تفوق الأرباح العادية. وتحقيق هذه الصيغة لا يتطلب فقط أن يكون السوق كفئاً بحيث إن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة بل يتطلب أيضاً أن يكون السوق كاملاً، حيث تتاح كل المعلومات للجميع في ذات الوقت.⁽¹⁾

3- أنواع الكفاءة في الأسواق المالية:

يوجد نوعين من الكفاءة للأسواق المالية، والمتمثلة فيمايلي:

أ- الكفاءة الكاملة: يشير مفهوم الكفاءة الكاملة (Perfectly Efficient Market) إلى قدرة السوق على جعل أسعار الأصول المالية تتعدل بشكل سريع وفوري وفقاً لمحتوى المعلومات الواردة إلى السوق، دون أن يكون هناك فاصلاً زمنياً بين تحليل المعلومات الجديدة وبين الوصول إلى نتائج بخصوص السعر العادل، أو السعر التوازني للورقة المالية.⁽²⁾

وحتى تتسم السوق بالكفاءة الكاملة (Perfectly Efficient Market) يقتضي ذلك توافر الشروط التالية⁽³⁾:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف؛
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها؛
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر؛
- وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق، بحيث لا يستطيع أي مستثمر التأثير بمفرده على سعر الأصل المالي؛
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

1 عبد اللطيف، هناء، «قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية في مصر»، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2001، ص 31.

2 حنفي عبد الغفار، «الاستثمار في بورصة الأوراق المالية»، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 185.

3 المعهد العربي للتخطيط، «تحليل الأسواق المالية»، جسر التنمية، العدد 27، مارس 2004، الكويت، ص 9.

أ- الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. (1) ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل. ويجب الأخذ بعين الاعتبار أن تحقق الكفاءة الاقتصادية في أسواق رأس المال يتطلب توافر شرطين أساسيين هما، كفاءة التشغيل، وكفاءة التسعير.

4- متطلبات كفاءة سوق رأس المال :

إن السوق الكفء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفئاً للموارد المتاحة (Allocation Efficiency) بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. وفي هذا الصدد، يلعب السوق الكفء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر:⁽²⁾

- الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية. هذا يعني، أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال،
- الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول. لا يزال مفهوم الكفاءة يتصف بعد الوضوح، ويحتاج إلى بعض التوضيح، ولكي يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوافر فيه السمات الأساسية التالية لذلك والتي تتمثل فيما يلي:⁽³⁾

أ- كفاءة تخصيص الموارد: يشير مفهوم كفاءة تخصيص الموارد إلى ضمان تحقيق السوق للتخصيص الكفء للموارد المتاحة، بما يضمن توجيهها إلى الأنشطة ذات العائد الأعلى. بمعنى أن يتم تدفق رأس المال إلى المشروعات الاستثمارية ذات العوائد المرتفعة والمخاطرة المعقولة.

1 عصام حسين، «أسواق الأوراق المالية: البورصة»، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص32.

2 عبد الله بن محمد الرزين، «الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة»، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية بتنظيم جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية - عمان في الفترة من 16 - 18/3/2008، ص9.

3 Mensah, S., "The Essentials of An Efficient Market and Implications for Investors, Firms and Regulators", SEM Financial Group/African Capital Markets Forum, UNECA Workshop on African Capital Markets Development, 27-29 October 2003.

ب- كفاءة التشغيل (Operational Efficiency) أو الكفاءة الداخلية: تعرف أحيانا بالكفاءة الداخلية، وهي تعبر عن مدى قدرة السوق على خلق حالة من التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المشاركين في السوق تكاليف مرتفعة، وبحيث لا يتمكن أي فرد أو جهة (التجار أو المتخصصين أو صناع السوق) من تحقيق هامش ربح أعلى.

ج- كفاءة التسعير ((Price Efficiency أو الكفاءة الخارجية: تعرف أحيانا بكفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية، وهي تعبر عن «توافر المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية الجديدة محل التعامل في السوق بحيث تكون متاحة لجميع المستثمرين وأطراف السوق، وكذلك تنتشر بسرعة وتكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة». (1) كما تسعى أن يمتلك كافة المشاركين نفس الفرص في تحقيق الأرباح، ويصعب على أيا منهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين. وكما يبدو، فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل. وهذا يتحقق بتوظيف حرية دخول الأسواق، والتنافس بين السماسرة الذين عن طريقهم يتم التعامل بصورة لا تسمح لهم بالحصول على أرباح احتكارية.

ثالثا- كفاءة الأسواق المالية العربية مع التركيز على بورصة الجزائر:

1- أداء الأسواق المالية العربية:

ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة، بنسبة 1.5% خلال الربع الثالث من العام 2012، فيما كان هذا المؤشر قد سجل تراجعاً بلغت نسبته 6.4% خلال الربع الثاني من نفس العام.

وفيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق العربية خلال الربع الثالث 2012، فقد كان أداء هذه الأسواق متفاوتاً. فقد انخفضت مؤشرات صندوق النقد العربي لثمانية أسواق هي، الخرطوم، ومسقط، والمغرب، ودمشق، وتونس، وبيروت، والبحرين، والجزائر. أما بالنسبة للأسواق العربية الثمانية الأخرى، فقد سجلت مؤشرات الصندوق الخاصة بها ارتفاعات تراوحت نسبها بين 1.6% لبورصة قطر و 19.4% لبورصة مصر. كما شهدت القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية ارتفاعاً بنسبة 4.8% مع نهاية هذا الربع الثالث، لتبلغ نحو 930.4 مليار دولار في نهاية سبتمبر 2012، مقارنة بنحو 888 مليار دولار بنهاية الربع السابق.(2)

هذا وفيما يتعلق بالقيمة السوقية لأسواق المال العربية بشكل فردي، فقد شهد التغير في تلك القيم تفاوتاً ملموساً خلال الربع الثالث من سنة 2012، فقد ارتفعت القيمة السوقية للشركات المدرجة في أسواق كل من السعودية، وأبوظبي، ودبي، وعمان، وقطر، ومسقط، ومصر. وقد سجلت أكبر هذه الارتفاعات في سوقي السعودية ومصر بنحو 21.8 و 10.4 مليار دولار على التوالي. وقد ساهم في ارتفاع القيمة السوقية للسوق المالية السعودية خلال هذا الربع، إدراج أسهم شركة الخطوط السعودية للتمويل للتداول. في حين، تراجعَت القيمة السوقية في أسواق كل من البحرين، والكويت، والمغرب، والجزائر، وتونس، ودمشق، والخرطوم، وفلسطين، وبيروت.

1 علوان، قاسم، «إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق»، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 163.
2 صندوق النقد العربي، «أداء أسواق المالية العربية»، النشرة الفصلية، العدد 70، الربع الثالث، 2012، ص 8.

أما على صعيد ترتيب الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية، فلا تزال الأسواق المالية السعودية تتصدر الأسواق المالية العربية، حيث بلغت القيمة السوقية لها في نهاية سبتمبر 2012، نحو 378.4 مليار دولار، وتمثل هذه القيمة نحو 40.7% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية. تليها في المرتبة الثانية، بورصة قطر بنحو 128.6 مليار دولار، ثم سوق أبوظبي بنحو 79.5 مليار دولار. تتبعها البورصة الكويتية بحوالي 79.1 مليار دولار، فبورصتي مصر و الدار البيضاء بنحو 66.5 و 51.5 مليار دولار على الترتيب، ثم سوق دبي المالي نحو 49.4 مليار دولار وذلك في نهاية سبتمبر 2012. وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في ستة أسواق فقط وهي السوق المالية السعودية، وسوق الكويت، وسوق الإمارات، وبورصة قطر، والبورصة المصرية، ما نسبته 97.3% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال هذا الربع الثالث من سنة 2012، وبلغت حصة السوق المالية السعودية وحدها نحو 78.7%. هذا وقد كانت السوق المالية السعودية والبورصة المصرية هي الأنشطة نسبياً خلال الربع الثالث 2012، حيث بلغ معدل دوران الأسهم (1) فيها نحو 25.2% و 12.0 على التوالي. فيما كانت هذه النسبة أقل من 5% في بورصات كل من دبي والكويت وعمان والبحرين وتونس ومسقط ولبنان والمغرب وأبوظبي وقطر والجزائر وفلسطين و سورية. وبالنسبة لعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، فقد انخفض هذا العدد ليلبلغ 1464 شركة في نهاية سبتمبر 2012 مقابل 1467 شركة في نهاية جوان من نفس السنة.

الجدول رقم (01): القيمة السوقية الاجمالية لأسواق الأسهم (مليون دولار أمريكي)

Market	2012			2011			السوق
	سبتمبر Seb	أغسطس Aug	يوليو July	الربع الثالث Q3	الربع الثاني Q2	الربع الثالث Q3	
Abu Dhabi Securities Mf	79,461	77,065	7,549	79,461	74,827	73,851	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	26,858	27,137	25,741	26,858	25,945	26,750	بورصة عمان
Bahrain Bourse	15,832	15,786	15,971	15,832	16,447	16,904	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	378,359	378,275	365,204	378,359	356,555	323,752	سوق الأسهم السعودية
Kuwait Stock Exchange	79,115	78,725	78,504	79,115	79,278	87,214	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Excha	51,509	50,561	49,772	51,509	53,197	63,673	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	126	124	120	126	127	137	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	9,542	9,907	9,754	9,542	9,686	9,875	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	49,360	48,873	48,744	49,360	47,380	51,200	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exc	1,151	1,192	1,215	1,151	1,273	1,878	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchan	1,844	1,797	1,841	1,844	3,032	2,555	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchang	2,654	2,592	2,624	2,654	2,662	2,802	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Marke	29,458	28,865	28,347	29,458	28,940	25,815	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	128,592	128,406	124,930	128,592	122,518	120,939	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	10,015	10,100	10,253	10,015	10,069	10,646	بورصة بيروت
Egyption Exchange	66,528	60,506	55,933	66,528	56,059	53,529	البورصة المصرية
Total	930,403	919,911	826,503	930,403	887,995	871,521	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي، « أداء أسواق المالية العربية»، النشرة الفصلية، العدد 70، الربع الثالث، 2012، ص 107

1 معدل دورات السهم = قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة / القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة.

1- قياس أداء بورصة الجزائر:

لاختبار كفاءة السوق سنعتمد على مجموعة من المؤشرات المتعارف على استخدامها في الأدبيات الاقتصادية لقياس هذه الكفاءة. ومن بين هذه المؤشرات نذكر، مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق، و رأس المال السوقي.

أقر المرسوم 93- 10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم التي عرفت فيما بعد ببورصة الجزائر بإنشاء بورصة القيم المنقولة، ومقرها العاصمة واعتبرها المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم والسندات الصادرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة، كما أقر بتبعية الهيئتين التاليتين للبورصة:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)⁽¹⁾؛
- شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)⁽²⁾.

واصلت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في سنة 2010 نشاطات تهيئة الظروف اللازمة للشروع في إصلاح السوق المالية الذي سطرته الساحة المالية ووافقت عليه السلطات العمومية. ولقد شهدت سنة 2010 في إطار تحضير الانطلاق في هذا الإصلاح، استكمال عمليات تعبئة موارد تمويل المرحلة الأولى من إصلاح السوق المالية من طرف مقدمي الأموال الرئيسيين، وهي ميزانية الدولة، وميزانية تسيير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ومساهمة من شركة تسيير بورصة القيم، ودعم من برنامج الأمم المتحدة للتنمية في الجزائر. ويهدف هذا الإصلاح إلى مضاعفة مساهمة السوق المالية في تمويل عملية إنماء الاقتصاد الوطني من خلال تحسين المخصصات من الموارد.

1-1 مؤشر عدد الشركات المدرجة: بالنسبة لعدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر، نلاحظ وجود ثلاثة شركات فقط وهي شركة رياض سطيف الأوراسي وصيدال، والتي انخفضت فيما بعد إلى شركتين فقط ابتداء من سنة 2006 وذلك بخروج الرياض سطيف من البورصة. ولقد استأنفت السوق الابتدائية للأسهم في سنة 2010 عملية إصدار سندات رأس المال وذلك بعد غياب طويل عن إصدار مثل هذا النوع من السندات في السوق، ويأتي هذا الإصدار الجديد لأسهم شركة التأمين «أليانس» ليعزز قسم الأسهم في بورصة الجزائر ليصبح ثلاثة أسهم.(3) وعليه تعد بورصة الجزائر أصغر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة، سواء على مستوى العالم العربي أو على المستوى الدولي ككل.

وانطلاقا من ذلك وإذا أردنا قياس مدى اتساع حجم السوق، بالاعتماد على عدد الشركات المسجلة، من أجل الحكم على كفاءته، يمكننا القول أن بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن كفاءة سوق رأس المال فهي لم تقترب حتى من أصغر سوق من أسواق رأس المال العربية، فأين نحن من كفاءة سوق رأس المال⁽⁴⁾.

1* commission d'organisation et de surveillance des opérations de bours

2* Société de Gestion de la Bourse des Valeurs

3 لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2010 ص28.

4 لطرش سميرة، « كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية »، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص278.

2-1 سيولة السوق: بالنسبة لمعدل دوران السهم في بورصة الجزائر، فقد سجل أعلى قيمة له سنة 2006 حيث بلغ 0.35%، وهو مؤشر ضعيف جدا يدل على انخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر، حيث يقل معدل دوران السهم عن الواحد الصحيح، وهو ما يعني انخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة، ليستمر الانخفاض سنة 2007 حتى وصل إلى 0.22% في حين سجل ارتفاع طفيف سنة 2008 حيث بلغ 0.31%. ومع ذلك يعتبر هذا المؤشر ضعيف جدا، وهو ما يدل على عدم إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة، الأمر الذي يعكس انخفاض سيولة بورصة الجزائر بشكل كبير، وهي تعد أقل نسبة مقارنة مع أسواق رأس المال العربية، وهو ما يجعلنا بعيدين جدا عن كفاءة سوق رأس المال.(1)

كما بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الثالث من سنة 2012 نحو 285 ألف دولار، مقابل 291 ألف دولار عن الربع الثاني من العام ذاته. وفيما يتعلق بمتوسط التداول اليومي، فقد ارتفع بشكل طفيف ليبلغ نحو 11.9 ألف دولار عن الربع الثالث 2012، مقابل 11.6 ألف دولار عن الربع السابق. فيما استقر معدل دوران الأسهم عند 0.23 في المائة خلال الربع الثالث من سنة 2012، بالمقارنة مع الربع الثاني من نفس السنة.(2) كل ذلك يجعلنا نستنتج أن بورصة الجزائر تعرف ركودا في نشاطها كما أنها تنمو بمعدل بطئ جدا، وكذلك تمتاز بالتذبذب.

3-1 رأس المال السوقي: عرف رأس المال السوقي انخفاضات في أغلب السنوات، ما عدا الزيادة الوحيدة المسجلة سنة 2006، حيث قدر بـ 6.710 مليون دينار جزائري أي بنسبة زيادة قدرت سنة 2006 بـ 4.84% مقارنة بسنة 2005 ليتراجع في سنة 2008 محققا 6.500 مليون دينار جزائري.

كما استمرت وتيرة التراجع لغاية سنة 2012 أين انخفض رأس المال السوقي ليبلغ نحو 125.9 مليون دولار في نهاية هذا الربع من نفس السنة، أي بانخفاض بنحو 0.6 مليون دولار بالمقارنة مع رأس المال السوقي في نهاية الربع الثاني من سنة 2012. ويذكر أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة، قد بلغ نحو 63.0 مليون دولار في نهاية الربع الثالث 2012.(3)

وهذا يدل على تقلص القاعدة الاستثمارية في بورصة الجزائر، كما يعكس عجز بورصة الجزائر على تعبئة الادخار وزيادة الاستثمارات، وعجزها عن زيادة الإصدارات الجديدة، كما أنها لا تساهم في تنويع المخاطر. بالإضافة إلى ذلك، فإن تطور معدل نمو رأس المال السوقي يقيس مدى سرعة تطور البورصة من جهة، واتجاه هذا التطور من جهة ثانية. وعليه يمكن القول أن بورصة الجزائر تعرف نموا بطيئا، كما أن اتجاه تطور البورصة سلبي في أغلب السنوات.

الإضافة إلى ذلك نسجل انخفاض في سيولة السوق، يعكسه انخفاض معدل دوران السهم، كما أن أيام التداول في البورصة محصورة في يومين فقط في الأسبوع، يومي الاثنين و الأربعاء، وفي بعض

1 لطرش سميرة، مرجع سابق، ص 279.

2 صندوق النقد العربي، « أداء أسواق المالية العربية»، النشرة الفصلية، العدد 70، الربع الثالث، 2012، ص 89.

3 صندوق النقد العربي، « أداء أسواق المالية العربية»، النشرة الفصلية، العدد 70، الربع الثالث، 2012، ص 89.

الأحيان يكون حجم التداول معدوماً، وهذا راجع لعدة أسباب منها انعدام ثقافة الاستثمار و الادخار في الجزائر، حيث نجد أن أغلب الجزائريين يفضلون الاستثمار في مجالات أخرى يعتقدون أنها أكثر أماناً و أقل مخاطرة، كالاستثمار في العقارات أو إيداع أموالهم في صناديق التوفير...الخ.

الجدول رقم (02): تطور أداء بورصة الجزائر

	2012			2011			
	سبتمبر	أغسطس	يوليو	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الثالث	
	Seb	Aug	July	Q3	Q2	Q3	
عدد الشركات المدرجة							
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
القيمة السوقية							
Algerian Dinar (Million)	10,000	9,999	9,876	10,000	9,998	10,200	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	125.9	124.1	120.4	125.9	126.5	136.5	بالدولار الأمريكي (مليون)
أحجام التداول							
Algerian Dinar (000)	7,643	7,643	7,343	22,630	22,982	41,402	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	96.2	94.9	89.5	284.9	290.8	554.2	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	16.6	12.7	10.7	40.0	32.0	53.1	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	8	8	8	24	25	25	عدد أيام التداول
Average daily trading	12.03	11.86	11.19	11.87	11.63	22.17	متوسط التداول اليومي (ألف)
Turnover ratio (%)	0.08	0.08	0.07	0.23	0.23	0.41	معدل دوران السهم (%)

المصدر: صندوق النقد العربي، « أداء أسواق المالية العربية»، النشرة الفصلية، العدد 70، الربع الثالث، 2012، ص 91.

الخلاصة:

ولقد حاولنا من خلال هذه الورقة البحثية المقدمة اختبار كفاءة بورصة الجزائر. واعتمدنا في ذلك على مجموعة من مؤشرات السوق التي تمكنا من الحكم على مدى كفاءة سوق رأس المال، ومن بين هذه المؤشرات استخدمنا مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق، ومؤشر رأس المال السوقي.

النتائج: توصلنا انطلاقاً من ذلك إلى مجموعة من النتائج المرتبطة المشتركة بين الأسواق المالية العربية وبورصة الجزائر، نلخصها في النقاط التالية:

- بالنسبة لمؤشر عدد الشركات المدرجة: الذي يقيس مدى اتساع حجم السوق توصلنا إلى :
فبالرغم من أن عدد الشركات المدرجة يعد منخفضاً إذا ما قورن بعدد الشركات المسجلة في البورصات الكبرى في الدول المتقدمة، إلا أن والجزائر سجلت انخفاضاً متتالي من سنة لأخرى في عدد الشركات المسجلة، وهو الأمر الذي من شأنه أن يقلل من اتساع السوق، وبالتالي من كفاءته.

- بالنسبة مؤشر السيولة: فقد سجل هذا المؤشر انخفاض شديدا في بورصة الجزائر، وهو الأمر الذي يبينه معدل دوران السهم الذي يعد أضعف معدل مقارنة مع باقي الأسواق محل الدراسة، حيث ينخفض معدل دوران السهم خلال إلى أقل من الواحد الصحيح، وهو ما يعني انخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة، كما أن تطور معدل نمو قيمة التداول يعكس ركود نشاط بورصة الجزائر.
- بالنسبة رأس المال السوقي: سجل هذا المؤشر في بورصة الجزائر انخفاض في رأس المال السوقي في معظم سنوات فترة الدراسة، وهذا يدل على تقلص القاعدة الاستثمارية في بورصة الجزائر، كما يعكس عجز البورصة على تعبئة الادخار وتشجيع الاستثمار، كما أن معدل نمو رأس المال السوقي يعكس البطء الشديد في تطور بورصة الجزائر.
- كل هذه المؤشرات تجعلنا نستنتج أن بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن الكفاءة.

التوصيات:

- لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب، نقدم مجموعة من التوصيات التي من شأنها أن تعمل على رفع مستوى كفاءتها:
- يتطلب الارتقاء بكفاءة السوق المالي رفع مستوى الأداء بتدريب العاملين في وتحسين مهاراتهم وتطوير مستوى أدائهم؛
- استخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم، ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية، وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين؛
- فتح بورصة الجزائر أمام أسواق رأسمال أخرى، وخاصة أسواق رأس المال العربية للاستفادة من تجاربهم في هذا الميدان؛
- العمل على تخفيض تكاليف المعاملات في بورصة الجزائر، حيث أنه كلما كانت التكاليف منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة؛
- دعم وتشجيع الوسطاء في بورصة الجزائر، من أجل زيادة حركية و نشاط سوق رأس المال و بالتالي الرفع من سيولة القيم من خلال حث الوسطاء والمنشآت المصدرة للقيم على اللجوء إلى أساليب تنشيط السوق من خلال تحسين شروط التداول؛
- وضع تحفيزات تشجع المؤسسات على فتح رأسمالها وطرح أوراقها المالية في البورصة، من أجل تعزيز دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية ، بالإضافة إلى أن زيادة عدد الشركات يؤدي إلى زيادة الاستثمارات كما يساهم في اتساع السوق، هذه الخاصية الضرورية لتحقيق الكفاءة والغائبة عن بورصة الجزائر.

قائمة المراجع:

1. التميمي، أرشيد، وسلام، أسامة عزمي، «الاستثمار بالأوراق المالية»، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2004.
2. حماد، طارق، «دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية»، الدار الجامعية، للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000.
3. حنفي عبد الغفار، «الاستثمار في بورصة الأوراق المالية»، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
4. الزيدانين، جميل، «أساسيات في الجهاز المالي»، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
5. صلاح الدين حسن السيسي، «بورصات الأوراق المالية»، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة 2003.
6. صندوق النقد العربي، « أداء أسواق المالية العربية»، النشرة الفصلية، العدد 70، الربع الثالث، 2012.
7. عبد اللطيف، هناء، «قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية في مصر»، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2001.
8. عصام حسين، «أسواق الأوراق المالية: البورصة»، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
9. علوان، قاسم، «إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق»، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
10. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2010.
11. لطرش سميرة، « كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية »، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.
12. مفتاح صالح، معارفي فريدة، « متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها »، مجلة الباحث، العدد 7، 2010.
13. منير إبراهيم هندي، «الفكر الحديث في مجال الاستثمار»، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
14. الهندي، منير إبراهيم، «الأوراق المالية وأسواق رأس المال»، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.