

مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

أ.د براق محمد، المدرسة العليا للتجارة

بن صوشة ثامر طالب دكتوراه جامعة الشلف

ملخص:

تنامي الاتجاه العالمي نحو الاهتمام بأسواق المال خصوصا سوق الأوراق المالية، حيث تلعب هذه السوق دورا هاما في تشابك قطاعات الاقتصاد القومي، كما تمثل هذه السوق أحد المصادر الهامة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي توجد بها سيولة غير مستقلة. فضلا عن أهميتها الحيوية في تمويل القطاعات التي يوجد لديها عجزا في السيولة النقدية، كما يعتمد الاستثمار في الأوراق المالية وتداولها بالدرجة الأساس على الإفصاح عن البيانات والمعلومات عن جميع أنشطة الشركات التي يتم التعامل بأوراقها المالية في سوق الأوراق المالية ويعد العنصر الأساس في تحديد أسعار الأوراق المالية، وأن دقة البيانات والمعلومات المنشورة تؤثر كثيرا على قرارات المستثمرين، وأي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي إلى انخفاض كفاءة السوق المالي وسينعكس بصورة مباشرة على سعر السهم في السوق المالي .

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، مؤشرات تطور السوق المالي .

ABSTRACT

The growing global trend towards interest in financial markets, especially the stock market, where the market plays an important role in the complexity of the sectors of the national economy, this market also represents one of the important sources to provide investment to sectors where there is independent liquidity. As well as its vital importance in the finance sectors, which have a deficit in liquidity, as trading and investing in securities depends mainly on the disclosure of data and information on all the activities of companies that are trading in their securities in the stock market and it is a key element for determining prices of securities and that the accuracy of data and information published greatly affects the decisions of investors, and any imbalance in these data and information leads to lower financial market efficiency and will reflect directly on the share price in the financial market.

Key words: stock market, efficient pricing, operating efficiency, financial market development indicators.

المقدمة:

تؤدي أسواق الأوراق المالية دورا أساسيا في تحقيق النمو الاقتصادي، كونها إحدى أدوات السياسة المالية المعتمد عليها في جذب الفوائض المالية غير الموظفة، وتوظيفها بشكل فعال في الدورة الاقتصادية، ومن المعروف أن وجود أسواق الأوراق المالية ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي لذا باتت تعتبر وسيلة ملحة في أي اقتصاد من الاقتصاديات الراغبة في التطور حيث عمدت العديد من الدول التي تعاني من عجز متنامي في موازنتها وشح في رؤوس الأموال إلى الاهتمام بها في برامج الإصلاحات الاقتصادية.

بالنسبة للجزائر في ظل الإصلاحات الاقتصادية المنتهجة من طرف الدولة، أثمر عنه إنشاء بورصة القيم المتداولة ، حيث ساهمت هذه الأخيرة في فتح رأس مال بعض الشركات ورفع رأس مال البعض الآخر وذلك من خلال إصدار الأسهم التي تعتبر محور النشاط الرئيسي لبورصة القيم المنقولة في الجزائر، كما يتمثل نشاط هذه الأخيرة وفعاليتها في تأدية الوظائف المنوط لها وبشكل كفؤ يتوقف على وجود أوراق مالية جديدة لشركات تتمتع بقوة مالية وإرادية لها القدرة الكاملة على جلب المستثمر.

-أهمية البحث:

بناء على ما تقدم يمكن إبراز أهمية البحث فيما يلي:

مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

- تساهم سوق الأوراق المالية في تنمية الموارد الادخارية وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية المتاحة، إضافة إلى توظيفها في المشاريع التنموية الكبيرة وتقليص حاجة الدولة إلى المديونية الخارجية.
 - إبراز واقع بورصة القيم المنقولة في الجزائر من خلال دراسة وتقييم سوق الأسهم والسندات.
 - إشكالية البحث:
- هذه الدراسة للإجابة على السؤال الجوهرى الذي يمكن صياغته على النحو الموالى:
- ما هو واقع أداء سوق الأسهم والسندات في بورصة القيم المنقولة في الجزائر؟
 - أهداف البحث:
- يمكن بلورة أهداف البحث في النقاط الموالية:
- الإحاطة بالجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية من حيث أقسامها، أدواتها وآلية التعامل فيها.
 - محاولة الإطلاع على بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها.
 - فرضيات البحث:
- يعتمد الاستثمار في القيم المنقولة على مدى توفر المعلومات والبيانات التي تمكن من اتخاذ القرار الاستثماري في القيم المنقولة وفي الوقت المناسب، إضافة إلى قدرة المستثمر على التحليل والتنبؤ بالمستقبل.
 - تتوقف عدم كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر نتيجة عدم توفر المعلومات والبيانات عن الشركات المدرجة في البورصة.
 - منهج الدراسة:
- نظرا لطبيعة موضوع الدراسة وللوصول إلى الأهداف المرجوة والإحاطة بمختلف جوانبها تم المزج بين منهجين:
- تنطلق الدراسة وفق المنهج الوصفي كونها تحويان معلومات عامة حول سوق الأوراق المالية وآلية التداول فيها، إضافة إلى جمع المعلومات التي تهم المستثمرين ، كما تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لإظهار الدور الذي تلعبه المعلومات المالية ، وكذلك الوقوف على واقع سوق الأسهم والسندات في بورصة الجزائر.
- أولاً: ماهية سوق الأوراق المالية
- تعتبر سوق الأوراق المالية بحكم وظيفتها الاقتصادية صلة وصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد، كما أنها تعد سوقاً منظمة لتداول الأسهم والسندات حيث يتم بيع وشراء الأوراق المالية فيها.
- من خلال هذا البحث سنتطرق أولاً إلى مفهوم سوق الأوراق المالية من خلال تعريفها وأنواعها، ثم بعد ذلك إلى أنواع أدوات سوق الأوراق المالية.
1. مفهوم سوق الأوراق المالية.
- يتم تناول مفهوم سوق الأوراق المالية من خلال ما يلي :
- تعريف سوق الأوراق المالية .
 - أنواع سوق الأوراق المالية .

مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

1.1. تعريف سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية مجموعة المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تتعامل قوى العرض والطلب على الأصول المالية بشكل عام وعلى الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل بشكل خاص¹، فهي إذا تمثل آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي، ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد تعود على كل مصدري الأوراق المالية (مقترضين) ومشتري الأوراق المالية (مستثمرين)².

ويمثل مصدرو الأوراق المالية الهيئات الحكومية والمشروعات الخاصة جانب الطلب على الأموال، حيث تمكنهم سوق الأوراق المالية الحصول على احتياجاتهم التمويلية، تعمل الأسواق الأوراق المالية في الدول الرأسمالية على توجيه المدخرات للاستثمار في الصناعات التي تتميز بإنتاجية مرتفعة في رأس المال، كما تتمكن الحكومة أيضا من تمويل خططها الإنفاقية بدلا من اللجوء إلى الأساليب التضخمية.

ويمثل المدخرون (مستثمرو الأوراق المالية) جانب عرض الأموال وتبرز أهمية سوق الأوراق المالية في جعل الاستثمار في الأصول المالية أكثر جاذبية وقل مخاطر، حيث تسمح للمدخرين بالحصول على الأصول المالية مقابل عائد وإعادة بيعها بسرعة ويسر عند الحاجة لاسترداد الموال عند الحاجة أو عند الرغبة في تدوير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم. وتتم عملية تبادل الأوراق المالية بإحدى الوسيلتين: مباشرة حيث يقوم المقرضون بشراء الأوراق المالية التي تصدرها المشروعات والحكومة مباشرة، وغير مباشرة حيث يقوم بشراء الأوراق المالية وسيط ثم يقوم ببيعها للأفراد.

2.1. أنواع أسواق الأوراق المالية

مجال عمل سوق الأوراق المالية يكون عند إصدار الأوراق المالية لأول مرة، أو عند تداولها بعد ذلك ولذلك فهو يشمل أ. السوق الأولية (سوق الإصدار)

تتعامل هذه السوق في الأوراق المالية طويلة ومتوسطة الأجل (الأسهم العادية، السندات... الخ) التي تصدرها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية، وتتمثل الإصدارات في هذه السوق في إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات المساهمة للاكتتاب عند تأسيسها، أو الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها، بالإضافة إلى السندات سواء كانت صادرة عن شركات أو عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار، ويمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدارات في نفس الوقت الطلب عن لاستثمار³.

وتعد السوق الأولية هي الأولى التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، وتبعاً لذلك فهي بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات وسوق الاستثمار المالي للوحدات المشتري للأوراق المالية.

ب. السوق الثانوية (سوق التداول)

هي السوق التي يتم من خلالها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية بين المستثمرين، حتى أصبحت تعرف بسوق الإصدارات القديمة، لذلك تعبر السوق الثانوية عن "المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا وشراء، والتي تترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء.

مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

وعليه فالسوق الثانوية تؤدي الوظائف أدناها⁴:

- تحديد سعر عادل للأوراق المالية محل التداول فيما يسمى بعملية استكشاف السعر.
- إتمام المعاملات عند ذلك السعر بسرعة ويسر (توفير السيولة).
- المساعدة على إتمام المعاملات عند أدنى قدر ممكن من التكلفة.

2. أنواع أدوات سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم أدوات سوق الأوراق المالية إلى ثلاثة مجموعات أساسية هي:

أدوات الملكية، وأدوات الدين والمشتقات.

1.2. أدوات الملكية

يمكن تقسيم أدوات الملكية إلى نوعين هما⁵: الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

أ. الأسهم العادية

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية. القيمة الاسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، والقيمة الدفترية تعادل قيمة حقوق الملكية (الاحتياطات، الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية) مقسوما على عدد الأسهم العادية المصدرة. أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية.

وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس إلا أنه يمكن أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم الذي يعطي المستثمر الحق في الحصول على جزء من سهم أو سهم كامل وربما أكثر من ذلك عن كل سهم يملكه وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، وعادة عملية اشتقاق الأسهم لا يترتب عليها أي أثر على القوة الإيرادية للمنشأة غير أن الهدف من هذه العملية زيادة الطلب على أسهم الشركة وزيادة قاعدة الملكية.

ولا يجوز لحامل السهم العادي الرجوع على المؤسسة المصدرة لاسترداد قيمته وإذا أراد التخلص من السهم فليس أمامه سوى عرضه للبيع في سوق الأوراق المالية، وفي حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم، بل قد لا يسترد شيئا منها على الإطلاق.

وليس من حق حامل السهم العادي المطالبة بنصيبه من الأرباح إذا لم تحقق الشركة أرباحا وتقرر توزيعها إلى جانب ذلك يصبح صاحب السهم العادي له حق نقل ملكيته بالبيع أو التنازل أو بأي طريقة أخرى، وأيضا له الحق في التصويت في

الجمعية العمومية

إلى جانب ذلك فمسؤوليته محدودة بحصته في رأس المال⁶.

ب. الأسهم الممتازة

يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة، حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية، وهي تشبه الأسهم في تواجدها فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين احتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم وتدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفى من الضريبة.⁷

مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

والأصل في الأسهم الممتازة أن تكون تراكمية، بمعنى أنه في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيع لحملة الأسهم العادية، بيد أنه قد ينص في عقود تأسيس بعض الشركات على أن الحق في التوزيعات كون فقط في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباحا.

2.2. أدوات الدين

تمثل أدوات الدين اتفاقا تعاقديا بين المقرض والمقترض، ترتب بموجبه للمقرض مدفوعات ثابتة فضلا عن سداد قيمة أصل الدين. وترتب أدوات الدين فوائد بأحد الأسلوبين: إما سدادها دوريا، أو من خلال بيع الأوراق المالية المصدرة بسعر خصم يقل عن القيمة الاسمية للورقة المصدرة، على أن يتم استرداد كامل القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق. ويمكن تقسيم أدوات الدين تبعا لجهة إصدارها إلى: أدوات دين حكومية، وأدوات دين غير حكومية.

ويتم تقسيم أدوات الدين إلى مايلي :

أ. أدوات الدين الحكومية

تلعب الأوراق المالية الحكومية دورا هاما في الاقتصاد الكلي، فبالإضافة إلى أهميتها المالية باعتبارها مصدر غير تضخمي لتمويل الميزانية العامة بتكلفة معقولة إذا ما قورنت بمصادر التمويل الأخرى كالقروض من البنوك التجارية، فإنها تكسب أهمية خاصة في مجال تطبيق السياسة النقدية⁸. إذ أن سعر الفائدة على الأوراق المالية الحكومية يعكس سعر الفائدة الخالي من الخطر والذي يتخذ كأساس لتحديد أسعار الفائدة ومعدلات العائد على الاستثمار في أنواع الأصول المالية الأخرى. ويمكن تقسيم الأوراق المالية الحكومية إلى: أذون الخزانة، والسندات الحكومية.

ب. أدوات الدين غير الحكومية (سندات الشركات)

تمثل سندات الشركات أهم أدوات الدين غير الحكومية، وهي تمثل صكوكا قابلة للتداول، يعتبر حاملها دائما في مواجهة الجهة المصدرة، وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنويا أو نصف سنوي دون النظر للدخل الذي حققته الشركة. ولحملة السندات الحق في الحصول على فوائد قبل دفع أي توزيعات لحملة الأسهم الممتازة والعادية، كما لهم الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم في حالة تصفية الشركة.

ج. المشتقات

تمثل المشتقات أدوات ترتب لحاملها التزاما واختيارا لشراء أو بيع أصل مالي. تشتق قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية (قد تكون أسهم أو سندات أو مجموعة من الأسهم والسندات). وتعد المشتقات أحد أهم ملامح التطور في أسواق المال⁹. وقد بدأ التعامل فيها مع أوائل السبعينات مع التقلبات الحادة التي شهدتها العديد من الأسواق المالية في كل من أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأصول المالية، حيث تستخدم هذه الأدوات في التحكم في الخطر المصاحب للاستثمار في محافظ الأوراق المالية وكذلك الخطر المصاحب لإصدار الأوراق المالية. ولا يقتصر استخدام المشتقات بغرض التحوط ضد المخاطر في مجال الاستثمار المالي فقط بل يمتد إلى الأصول المالية الأخرى. وثمة أنواع من أدوات المشتقات لعل أهمها: عقود الخيارات، العقود المستقبلية، والعقود الآجلة

ثانيا. كفاءة سوق الأوراق المالية .

تقاس الكفاءة العالية لسوق الأوراق المالية بمدى قدرتها على توظيف الأموال في المشاريع الأكثر إنتاجية في الاقتصاد القومي، ومن شروط الكفاءة على السوق توفير البيانات والمعلومات اللازمة عن الأوراق المالية، وإيصالها إلى كافة المتعاملين في الوقت نفسه وبالكمية والنوعية المطلوبة وبكلفة منخفضة.

مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

ويتناول هذا البحث كفاءة وسيولة سوق الأوراق المالية، حيث يعرض مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية واستعراض متطلباتها، ثم يتناول سيولة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالكفاءة.

1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها.

1.1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية : تتصف السوق بالكفاءة الكاملة إذا كان يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المؤسسات كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها¹⁰، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية، لحركة الأسهم، حيث يظهر في السوق ما يسمى بالسعر الحقيقي للورقة المالية، كما يتم تعديل الأسعار بصورة سريعة نتيجة لورود معلومات جديدة.

وفي ظل التغيرات المستمرة في أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاءة استجابة لظهور معلومات جديدة، وقد تختلف الأسعار التي يتوقعها المستثمرين عن الأسعار السوقية، ويسمى ذلك بخطأ التنبؤ في التقدير، ويعكس الاختلافات بين تقديرات المستثمرين للعوائد المتوقعة والعوائد الفعلية ومن ثم تحقيق أرباح أو خسائر في ضوء ذلك.

وفي ظل سوق كاملة الكفاءة، تعكس القيمة السوقية للسهم تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم.

لكن في الواقع أنه في حالة عدم التأكد، ثمة صعوبة لتحديد القيمة الحقيقية للسهم، نتيجة لاختلاف تقديرات المشاركين تجاه قيمة التدفقات النقدية المتوقعة للسهم، إضافة للأخطار المصاحبة للاستثمار في هذا السهم.

وفي ظل المنافسة الكاملة، فإن المستثمرين لن يتمكنوا من الاستفادة من الفروق السعرية في تحقيق أرباح غير عادية، ولكي تتحقق الكفاءة السعرية يتعين توافر شروط السوق الكاملة وهي¹¹:

- إتاحة المعلومات للجميع وبدون أي تكلفة، لأن تماثل المعلومات المتاحة للأفراد فإن توقعاتهم تكون متماثلة أيضا.

- لا توجد أي قيود على التعامل وذلك كما يلي:

✓ لا توجد تكاليف للتعاملات ولا توجد ضرائب.

✓ السماح للمستثمر شراء أو بيع أي كمية من الأوراق المالية.

✓ عدم وجود قيود تشريعية على الدخول أو الخروج من السوق.

- وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق، وبالتالي فإن قراراتهم لا يؤثر على أسعار الأسهم، ذلك أن كل منهم قابل للسعر Pricetaker يتعين أن يقبله كقضية مسلم بها.

- رشادة المستثمرين من خلال سعيهم إلى تعظيم المنفعة من مواردهم المتاحة.

- وجود مؤسسات مالية وهيئات رقابة وحماية المستثمرين وبيوت الخبرة وصناديق الاستثمار ومستشاري الاستثمار، وتعمل بكفاءة ومهنية عالية المستوى وبشكل نزيه.

وتطمح أغلب الأسواق المالية الوصول إلى تطبيق هذه الشروط، إذ أنها تعد شروط مثالية لعمل سوق الأوراق المالية، وتختلف تطبيق هذه الشروط من سوق إلى آخر ومن دولة إلى أخرى، نظرا لاختلاف الواقع التشريعي والتنظيمي لكل سوق وآلية عملية التبادل للأوراق المالية، بالإضافة لاختلاف طبيعة المتعاملين وكلفة التعاملات في الأوراق المالية وحجم الاقتصاد ودرجة الانفتاح الاقتصادي ومدى استخدام تكنولوجيا المعلومات في التعامل.

مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

كما أن واقع التعامل في سوق الأوراق المالية يستند على فرضية رغبة المستثمر نحو تعظيم منفعته الخاصة وتحقيق أعلى ربح يجعل من عملية الوصول إلى المثالية في تطبيق الشروط عامل مهم جدا، حيث أن تحقيق الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي هو السبيل الأفضل لحماية المستثمرين وسمعة السوق والاقتصاد الوطني.

ولابد من إقرار الواقع بأنه من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة وبين انعكاس آثارها على أسعار السوق، هذا ما يؤدي إلى انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمتها الحقيقية لفترة ما، وهذا يعني تسابق المستثمرين نحو الحصول على المعلومات والبيانات خلال فترة الانحراف لتحقيق الأرباح.

انطلاقا مما سبق، يمكن تعريف سوق الأوراق المالية الكفؤة¹²، "هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عالي من المرونة ويسمح لتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، والذي يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

2.1. متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

تعمل السوق الكفاء على تحقيق التخصيص الأمثل للموارد المتاحة، حيث يتم توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ولكي يحقق السوق هدف التخصيص الكفؤ للموارد المالية المتاحة يتطلب أن تتوفر فيها سمتان أساسيتان هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

أ. كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة - دون فاصل زمني كبير - مما يجعل أسعار الأسهم مرآة التي تعكس كافة المعلومات المتاحة، مع وصول هذه المعلومات إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، هذا يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، بهذا يصبح التعامل في تلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة، فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين¹³.

إذا كان من الصعب الحصول على الأرباح غير العادية في هذا السوق، إلا أنه أيضا غير مستحيل لأسباب الآتية¹⁴:

- إمكانية عدم خبرة المستثمر نظرا لدخوله السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا الأمر لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق، بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.

- قد يستعمل عدد محدود من الأفراد وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية، وهذا لا يحدث إلا نادرا ولعدد قليل من المستثمرين.

- فالسوق الكفؤ لا يمكن في ظله لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات، ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب آخرين، لأن أي وسيلة كسب مميزة في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

ب. كفاءة التشغيل

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، ودون أن يتحمل المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن تنح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات

مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

الواردة ينبغي أن تكون تكاليف إتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجع المستثمرين على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها، مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية¹⁵.
وثمة أساليب عدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات أهمها¹⁶:

- السماح للمؤسسة بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي يؤدي إلى تقوية حدة المنافسة بين التجار والمتخصصين ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه وتم استعمال هذا الأسلوب في الأسواق الأمريكية، حيث صدر تشريع في أول ماي 1975 الذي سمح بموجبه للشركات تسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي ساهم في تقوية شدة المنافسة بين صناع السوق.

- جعل عمولة الشراء محلا للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط من التداول في السوق.

2. سيولة السوق وعلاقتها بالكفاءة

يقصد بسيولة سوق الأوراق المالية سهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة، إضافة لذلك توفر سمة الانتظام أي استقرار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى، وثمة خصائص إذا توافرت فإن السوق تتصف بالسيولة وهي¹⁷: عمق السوق، واتساع السوق وسرعة استجابة السوق.

وعلى هذا الأساس سيتم استعراض مايلي:

- خصائص سيولة سوق الأوراق المالية

- العلاقة بين السيولة و الكفاءة

1.2. خصائص السيولة

أ. عمق السوق

تكون السوق عميقة إذا كان التعامل فيها نشط، بمعنى أن هناك أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المعنية بعضها يحمل أسعار أعلى من السعر الجاري في السوق، وبعضها يحمل أسعار أقل وفي حالة السوق العميقة يؤدي الخلل في التوازن في الكمية المطلوبة أو المعروضة إلى تغيرات بسيطة في الأسعار، وهذا ما يعني ضالة الخسائر الرأسمالية إذا ما حدثت، أي أن التقلبات السعرية تكون في مدى أو نطاق محدود، بسبب الأوامر التي من شأنها أن تعيد للسوق توازنه بسرعة كلما حدث خلل فيها.

وعلى العكس من السوق العميقة فإن السوق الضحلة تتصف بعدم استمرارية التعامل في الورقة المالية، أي قلة وعدم استمرارية أوامر البيع والشراء، ومن ثم فإن أي خلل في التوازن بين العرض والطلب من شأنه أن يؤدي إلى قفزات سعرية كبيرة، وفي حالة زيادة العرض على الطلب ينخفض السعر مما يعرض حامل الورقة المالية لخسائر ضخمة قد تجبره على تأجيل البيع، أما في حالة زيادة الطلب على العرض، فقد يرتفع السعر إلى الدرجة التي يضطر معها المستثمر الراغب في الشراء إلى الانتظار على أمل انخفاض سعرها، ومن هنا يظهر الفرق الجوهرى بين السوق العميق والسوق الضحل، أنه في السوق العميق تكون التقلبات السعرية في نطاق ضيق مقارنة بالتقلبات السعرية في السوق الضحل، كذلك يسبب الفرق الكبير في عدد أوامر البيع والشراء، ومما يذكر أن وجود وسائل اتصال جيدة بين المتعاملين في السوق يعد من أهم متطلبات السوق العميقة، حتى لا توجد أوامر شراء أو بيع حائرة لا تجد الطريق للتنفيذ.

مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

ب. اتساع السوق

على عكس السوق المحدود يتسم السوق بالسعة إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية، حيث يحقق في ظله الاستقرار النسبي في سعرها أي إعادة الخلل في الأسعار بسرعة، وفي مثل هذا السوق يضعف الدافع لدى البائع أو المشتري المحتمل لتأجيل قرارات الشراء أو البيع، ومن المتوقع أن يقبل صانع السوق هامش ربح صغير على أمل أن يعوض ذلك ارتفاع معدل دوران الورقة المعنية.

ج. سرعة استجابة السوق

ويقصد بخاصة استجابة السوق أن أي خلل محتمل في العرض والطلب على الورقة المعنية يمكن معالجته بسرعة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار، ويضمن ذلك تدنية الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية، وتقلل فرصة تردده في بيعها، كما يضعف أمل المشتري في إمكانية شرائها بسعر أقل في تاريخ لاحق.

كما يتوقع أن يقبل صانع السوق لتلك الورقة هامش ربح منخفض، نظرا لظالة المخاطر التي يتعرض لها مخزونه إذا ما انخفضت الأسعار، وتتطلب تلك الخاصية، شأنها شأن الخاصيتين السابقتين - توافر وسائل اتصال فعالة بين الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية.

2.2. العلاقة بين الكفاءة والسيولة

هناك نوعان من التغيرات في أسعار الأوراق المالية، تغيرات سعرية عارضة وتغيرات سعرية غير عارضة¹⁸.

وترجع التغيرات السعرية العارضة إلى تصرفات فريق الضوضاء -أي تصرفات المستثمرين الذين لا يتوفر لديهم أي معلومات- وهي تصرفات بوحى من أحاسيسهم الخاصة دون دراسة، والتي من شأنها إحداث خلل مؤقتا بين العرض والطلب، وفي ظل هذا النوع من التغيرات السعرية تتأرجح الأسعار في حدود المدى أو الهامش بين سعر شراء الورقة المالية وسعر بيعها، ولا يتغير هذا الهامش، وحتى لو فرص تغييره فإنه سرعان ما يعود إلى مكان عليه بعد قليل من الصفقات.

وترجع التغيرات غير العارضة إلى ورود معلومات جديدة تدفع الأسعار إلى مستويات جديدة، وهي تدوم لتبقى إلى أن ترد إلى السوق معلومات أحدث، وعادة ما يترتب على المعلومات الجديدة تحرك الأسعار إلى مستوى جديد، وبالطبع تكون الحركة بالزيادة إذا كانت المعلومات سارة، وإذا لم تكن كذلك فإن الأسعار تتجه نحو مستوى أقل مما كانت عليه، ليس هذا فقط بل أن التغير في السعر قد يكون كبيرا حتى في ظل الصفقات الصغيرة، وذلك عندما تعكس المعلومات درجة عالية من التفاؤل (أو التشاؤم) بشأن المؤسسة المصدرة للسهم. وتأسيسا على ما تقدم يمكن بحث العلاقة بين مفهومي الكفاءة والسيولة، ففي ظل التغيرات السعرية العارضة ينسجم مفهوما السيولة والكفاءة، فالتغيرات السعرية التي يحدثها فريق الضوضاء لا تكون على أساس من المعلومات، ومن ثم ينبغي أن تكون في أضيق الحدود أو لا تكون على الإطلاق، وهو ما يتفق ومفهوم الكفاءة التي تقضي بعدم حدوث تغيرات سعرية يعتد بها إلا بناء على توافر معلومات جديدة، كما ينسجم هذا أيضا مع متطلبات السيولة حيث يمكن بيع وشراء الأوراق المالية بأدنى تكلفة وأدنى خسارة ممكنة.

ثالثا . مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر .

لدراسة تطور كفاءة سوق الأوراق المالية تم استخدام مجموعة من المؤشرات ، وتتمثل في الآتي:

- مؤشر حجم السوق؛
- مؤشر سيولة السوق؛

مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

- مؤشر كفاءة تسعير الأصول؛
- مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق.

1. مؤشر حجم السوق

يرتبط اتساع حجم السوق بارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة، وبالتالي ارتفاع حجم الاستثمارات في السوق. ويوضح الجدول الموالي تطور عدد المؤسسات المسجلة في بورصة الجزائر.

جدول 01: مؤشر عدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر

السنوات	2003-2000	2007 - 2004	2008	2011-2009	2012	2014-2013
تطور عدد الشركات المدرج في البورصة	4	5	6	7	5	6

المصدر: التقارير السنوية للجنة مراقبة عمليات البورصة، من سنة 1999 إلى 2014

يلاحظ من خلال الجدول السابق استقرار عدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر، حيث يتضح أن العدد قليل جدا مقارنة بعدد الشركات في أسواق الأوراق المالية العربية والعالمية، إذ لا بد من العمل على رفع العدد حتى يتم تنشيط سوق الأوراق المالية وتفاذي انخفاض أسعار الأسهم التي تم تداولها.

2. مؤشر سيولة السوق

ثمة مؤشرات يتم استعمالها لقياس السيولة سوق الأوراق المالية من بينها نسبة حجم التداول الذي هو عبارة عن حجم التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي.

ويوضح الجدول التالي نسبة حجم التداول في بورصة الجزائر.

جدول 02: نسبة حجم التداول في بورصة الجزائر

السنة	قيمة التداول (مليون دينار جزائري)	الناتج المحلي الإجمالي (مليون دينار جزائري)	قيمة التداول / الناتج المحلي الإجمالي %
1999	108.08	3215.1	3.33
2000	720.04	4078.7	17.65
2001	533.22	4222.0	12.62
2002	112.06	4546.10	2.46
2003	17.26	5263.90	0.32
2004	8.43	6126.70	0.13
2005	4.19	7543.9	0.055
2006	149.40	8463.5	1.76
2007	419.60	9498.88	0.35
2008	121.85	13110.77	1.10
2009	89.66	9996.8	0.89
2010	67.00	11991.6	0.55
2011	32.12	14526.6	0.22
2012	67.31	16115.4	0.41
2013	10.10	16569.3	0.06
2014	14.89	21540.00	0.069

المصدر: التقارير السنوية لشركة تسير بورصة القيم المنقولة، من سنة 1999 إلى 2014

مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

يلاحظ من خلال الجدول أن نسبة حجم التداول في البورصة عرفت أعلى نسبة لها سنة 2000 إذ بلغت 17.65%، لتتخفّف بعدها حتى تصل أدنى مستوى لها سنة 2013 إذ بلغت 0.060%، لتعرف تحسّن بسيط بلغت 0.069% سنة 2014.

ويرجع انخفاض نسبة حجم التداول نتيجة انخفاض قيمة التداول، وبالتالي انخفاض مستوى السيولة في بورصة الجزائر.

3. مؤشّر كفاءة تسعير الأصول

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة -دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأوراق المالية مرآة تعكس كل المعلومات المتاحة، سواء تعلقت بالاقتصاد العالمي أو الاقتصاد المحلي أو القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة وأخيرا الشركة المصدرة للأوراق المالية.

ويمكن دراسة مدى كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية بالجزائر من خلال المؤشرين الآتيين:

- مدى توافر مصادر المعلومات.
- دراسة مدى استجابة أسعار الأوراق المالية للمتغيرات الاقتصادية.

1.3. مدى توافر مصادر المعلومات

يعد توافر المعلومات سمة تتميز بها أسواق الأوراق المالية المتقدمة، حيث يساعد ذلك على اتخاذ القرار المناسب في الاستثمار في الأوراق المالية بناء على المعلومات والتحليلات المرافقة لها¹⁹.

ويمكن توضيح أهم مصادر توفير المعلومات في الجزائر في الآتي²⁰:

أ. المصادر الحكومية

تتمثل في بنك الجزائر و وزارة المالية، حيث تصدر تقارير شهرية وسنوية تتضمن معظم المؤشرات الاقتصادية عن الاقتصاد الجزائري، كما تصدر الهيئات المنظمة لبورصة القيم المنقولة بالجزائر تقارير سنوية وشهرية تتضمن نشاط سوق الأوراق المالية، إلا أن توزيع هذه التقارير يبقى محدود وغير متاح للجميع، إضافة إلى عدم توافر تحليلات في هذه التقارير عن وضعية القطاعات المختلفة.

ومن هنا يمكن القول أن المصادر الحكومية غير قادرة على توفير المعلومات الكافية واللازمة لاتخاذ القرار الاستثماري السليم في سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يبقى على محدودية كفاءة سوق الأوراق المالية، وبالتالي سعر الورقة المالية لا يمكن أن يعكس المعلومات المتوفرة.

ب. الشركات المقيمة في البورصة

لكي يستطيع المستثمر اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية ، لابد أن يحصل على جميع المعلومات عن أداء الشركات المتداولة في السوق، غير أن معظم الشركات التي تتداول أوراقها في بورصة الجزائر لا توفر المعلومات الكافية عن أداء المؤسسة سواء عن الماضي أو المستقبل.

وهو من الأمور التي تحد من توفير المعلومات في سوق الأوراق المالية في الجزائر بالرغم من إلزام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الشركات بنشر القوائم المالية.

مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

ج. تقارير المؤسسات

تصدر المؤسسات المقيدة في بورصة الجزائر تقارير بصفة دورية سنوية، غير أن هذه التقارير لا تحتوي على المعلومات الكافية والتحليلات اللازمة التي تسهل عملية اتخاذ القرار الاستثماري المناسب في بورصة القيم المنقولة خاصة في ظل حدوثها ونقص الثقافة البورصية لدى العديد من المستثمرين.

د. المعلومات من الانترنت

تنشر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات بعض المعلومات عن سوق الأوراق المالية من خلال موقعها على الانترنت، إلا أن هذا المصدر يبقى غير متاح لجميع المستثمرين باعتبار أن تعميم الانترنت في الجزائر حديث النشأة، وما يلاحظ عن هذه المعلومات أنها تخص الفترات السابقة وليست بمعلومات الحديثة التي تفيد سواء المستثمرين أو الباحثين في هذا المجال.

2.3. مدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية

تشير أغلب الدراسات الاقتصادية على وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، وذلك لتعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية للعملة، وبالتالي يطلب المستثمر معدلا مرتفعا للعائد، إضافة لذلك وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة وأسعار الأوراق المالية المتداولة، لأن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر في الأوراق المالية الذي ينعكس على القسمية السوقية للأوراق المالية، وهي من سمات سوق الأوراق المالية الكفوء بوجود تلك العلاقة العكسية.

إن ما تتميز به السوق الجزائرية هو الاستجابة السلبية لحركة أسعار الأوراق المالية في بورصة الجزائر للتغير في معدلات الفائدة.

4. مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق

يعتبر هذا المؤشر أساس تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، ومن المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي ما يلي:

1.4. قوانين حماية المستثمر

تم إصدار عدة قوانين منذ إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر، تتضمن إجراءات عديدة لحماية المستثمر، وقد أسندت هذه المهمة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إذ تتولى مهمة السهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو أي منتج مالي لآخر يؤدي إلى اللجوء العلني للادخار، إضافة إلى السير الحسن للسوق وشفافيتها، غير أنه لا يوجد قانون مستقبل لحماية المستثمرين على غرار ما هو موجود في الأسواق المالية المتقدمة.

2.4. مدى نشر المعلومات

يتعين على الشركات التي لديها قيم مسعرة في البورصة أن تقوم عملاً بأحكام النظام رقم 20 المؤرخ في يناير سنة 2000 بإبلاغ معلومات دورية ودائمة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم، وتنشر الصحافة هذه المعلومات، وتخص هذه المعلومات الكشوف المالية السنوية والسادسية وكذلك تضمنها رأي محافظ الحسابات في مدى صحة هذه الكشوف.

يعتبر نشر المعلومات من المحددات الأساسية لهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق، غير أن ما تتميز به بورصة الجزائر هو محدودية نشر المعلومات إذ ما قورنت بباقي البورصات الأخرى سواء المتقدمة أو النامية

3.4. درجة المخاطرة

تتسم سوق الأوراق المالية الكفؤة بانخفاض في درجة المخاطرة، غير أن الجزائر تحتل مرتبة غير مشجعة، وذلك حسب الترتيب الخطر المركب الوارد في الدليل الدولي لمخاطرة الدول.

4.4. المعايير المحاسبية

قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بإلزام الشركات المقيدة في البورصة بتطبيق نظام محاسبي المالي الجديد الذي يأخذ بعين الاعتبار المعايير المحاسبية الدولية.

خاتمة عامة

تؤدي أسواق الأوراق المالية دورا مهما في اقتصاديات الدول باختلاف درجة تقدمها ، إذ تعتبر أحد الآليات الهامة التي تمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصا متنوعة لتوظيف مدخراتهم إضافة إلى تنوع مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات.

تتصف السوق بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس بصورة كاملة وصحيحة كافة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة المالية، ففي ظل السوق الحرة التنافسية، فإن أسعار الأوراق المالية يجب أن تعكس المعلومات المتاحة، وأن تلك الأسعار يتم تعديلها بصورة سريعة في حالة ظهور معلومات جديدة.

أما فيما يخص سوق الأسهم في بورصة الجزائر فإنه يقتصر على شركتين فقط وهي صيدال وفندق الأوراسي الأمر الذي يبقى على محدودية السوق، كما أن سوق السندات ورغم دخول مؤسسات جديدة في سنة 2006 إلا أنها تبقى بعيدة كل البعد عن التطلعات التي تصبو إليها سوق ناشئة مثل بورصة الجزائر.

وعليه وبناء على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة ومحاولة الإجابة على الإشكالية تم التوصل إلى النتائج المذكورة أدناه:

- يحتاج الاستثمار في سوق الأوراق المالية إلى توفير بيانات ومعلومات دقيقة ومستمرة عن الأوراق المالية والشركة المصدرة، قطاع النشاط وكذا الاقتصاد الوطني، حيث تتوقف جودة الاستثمار على مقدار توفر المعلومات كما ونوعا وفي الوقت المناسب وتحليلها بغية اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

- يمثل السوق الكفؤ الذي تتاح فيه المعلومات الضرورية لجميع المستثمرين دون تكاليف أو بتكاليف منخفضة ، مما يجعل أثر وصولها على أسعار الأوراق المالية مباشرا، أي عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق والوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، مما يضمن أن السعر يعكس ما تحمله المعلومات من أنباء سارة وغير سارة بشأن الورقة المالية.

- تعتبر بورصة الجزائر ضعيفة من حيث نشر المعلومات مقارنة بباقي البورصات الأخرى، كما تتسم بتوافر عدد قليل من مصادر المعلومات والتحليلات، حيث يلاحظ غياب العديد من مصادر المهمة لتوفير المعلومات التي يذكر منها ما يلي:
- غياب الصحف المالية التي تهتم بشؤون المال والاقتصاد.

- غياب مؤسسات السمسرة التي تساعد على تزويد المستثمرين بالتقارير اللازمة عن الأسهم والسندات ، الاقتصاد، الصناعة والمؤسسات المدرجة في السوق.

- غياب مجالات المتخصصة التي توفر المعلومات والتحليلات الدقيقة.

- عدم توفر المجالات الأكاديمية المتخصصة في مجال النشاط البورصي .

- 1 حمزة محمود الزبيري، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة وراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 114
- 2 عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص 6
- 3 محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 26
- 4 عاطف وليم أندوراس، مرجع سبق ذكره، 2005، ص ص 8-9.
- 5 منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث - الإسكندرية، 1999، ص 8.
- 6 عبد الغفار حنفي، رستمية قرقاقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص ص 264 - 265
- 7 عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 41
- 8 عاطف وليم أندوراس، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 19
- 9 عبد الكريم احمد قندوز، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، الأردن، 2014، ص 81
- 10 مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، 2014، ص 47
- 11 وليم عاطف أندوراس مرجع سبق ذكره، 2005، ص 57
- 12 دريد آل شبيب، عبد الرحمن الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، المؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع، جامعة فلادلفيا، الأردن، 2005
- 13 عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، 2001، ص ص 190-191
- 14 بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبيل تفعيلها، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر 2006، ص 70
- 15 عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، 2001، ص ص 191-192
- 16 وليم عاطف أندوراس، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 60
- 17 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1999، ص ص 406-407
- 18 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1999، ص ص 413-414
- 19 الصاطوري جودري، اثر كفاءة سوق راس المال على الاستثمار في الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، 2005، ص 377
- 20 التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2010، ص 83