

جامعة غارداية
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماجستير أكاديمي
ميدان العلوم الاقتصادية والتسيير وعلوم التجارة
شعبة العلوم الاقتصادية
تخصص إقتصاد نقدي وبنكي
بعنوان:

دراسة آلية رفع كفاءة الأسواق المالية
(حالة بورصة الجزائر)

من إعداد الطالبة: بوعبدلي أسماء

تم تقييم المذكرة بتاريخ: 2020/10/05

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الصفة	الجامعة	الرتبة	الإسم واللقب
رئيسا	جامعة غارداية	أستاذ التعليم العالي	بن سانية عبد الرحمان
مشرفا	جامعة غارداية	أستاذ محاضر أ	حميدات عمر
مشرفا مساعدا	جامعة غارداية	أستاذ محاضر ب	بن عبد الرحمان ذهيبية
مناقشا	جامعة غارداية	أستاذ محاضر ب	بوخالفي مسعود

السنة الجامعية 2020/2019

جامعة غارداية
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
ميدان العلوم الاقتصادية والتسيير وعلوم التجارة
شعبة العلوم الاقتصادية
تخصص إقتصاد نقدي وبنكي
بعنوان:

دراسة آلية رفع كفاءة الأسواق المالية
(حالة بورصة الجزائر)

من إعداد الطالبة: بوعبدلي أسماء

تم تقييم المذكرة بتاريخ: 2020/10/05

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الصفة	الجامعة	الرتبة	الإسم واللقب
رئيسا	جامعة غارداية	أستاذ التعليم العالي	بن سانية عبد الرحمان
مشرفا	جامعة غارداية	أستاذ محاضر أ	حميدات عمر
مشرفا مساعدا	جامعة غارداية	أستاذ محاضر ب	بن عبد الرحمان ذهيبية
مناقشا	جامعة غارداية	أستاذ محاضر ب	بوخالفي مسعود

السنة الجامعية 2020/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

۱۴۳۸

الإهداء

إلى أمي ثم أمي ثم أمي، التي بكت عند بكائي وسهرت عند سهري

وتحملت عند انهيارتي.. بنسبة كبيرة قامت بتشجيعي.....

ثم إلى من خلقه الله ذا هيبة.. إلى الذي رباني على العطاء

وليس الأخذ.. إلى جبلي الشامخ..

أبي سندي....

إخوتي مُحمَّد، أيمن، ملك، مريم.....

أختي آمال وخالي عبدالله صافي بصفة خاصة..

أصدقائي كل من زهرة، حفيظ، مروان..

لشخص ليته كان معي ليفتخر بي وبوصولي لهذه الدرجة..

أهدي عملي هذا لهم..

أسماء



الشكر والعرفان

لقد أمرنا الله تعالى أن نقدم الشكر لمن أجرى الله النعمة على أيديهم لخدمة الإسلام و المسلمين، لقوله تعالى: {... رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ..} الآية 19 سورة النمل.

بصدق الوفاء والإخلاص أتقدم بخالص الشكر إلى الله سبحانه وتعالى لتوفيقه لي للقيام بهذا العمل، كما أقدم شكري و امتناني لأستاذي ومشرفي الدكتور "حميدات عمر" الذي قدم لي إضافات وزودني بملاحظات وتوجيهاته التي نورتنني خلال هذه الدراسة، كما أتقدم بخالص الشكر للأستاذة المساعدة بن عبد الرحمان ذهبية كذلك على كل الملاحظات والجهد المبذول.

لكل من وضع بصمته من بعيد أو قريب شكرًا.

تسلط هذه الدراسة الضوء على إنشاء بورصة في الجزائر على أمل أن تحدث فرقاً يثمر على التنمية الاقتصادية، بحيث تكون خطوة جيدة تقودنا إلى الرفاهية، وللوصول إلى نتائج واضحة قمنا بدراسة وتحليل بعض المؤشرات التي تبين مدى كفاءة بورصة الجزائر في الفترة الممتدة من 2014-2020.

حيث تلخص الدراسة بطريقتين مختلفتين أن بورصة الجزائر غير كفءة نظراً لعدة عوائق سياسة واجتماعية واقتصادية ودينية تعطل سير عملها زيادة على عوامل أخرى، وقد شملت عينة الدراسة التطبيقية بالطريقة الأولى على بعض مؤشرات السوق التي تقيس الكفاءة من حيث عدد الشركات المدرجة وسيولة السوق.. وبالإعتماد على عدة تقارير، اتضح لنا أن عدد الشركات المدرجة قليل جداً ليكون سبباً مهماً ورئيسياً في عدم كفاءة البورصة، كذلك بالنسبة للسيولة الموجودة في السوق ضعيفة جداً وهذا لا يرفع من كفاءتها، كذلك بدراسة الطريقة الثانية باستخدام بعض المؤشرات لقياس كفاءة السوق على المستوى الضعيف والمتوسط باستخدام بعض الاختبارات المطبقة في هذه الفرضية بالإعتماد على برنامج Eviews.10 وتحليل النتائج، في الأخير ومن خلال تلك النتائج المتحصل عليها من الدراسة بكل من الطريقتين لخصنا إلى أن عدد الشركات المدرجة لا يكفي من رفع كفاءة السوق المالي الجزائري ونفس الحال مع السيولة المتدنية، أما بالنسبة للطريقة الثانية توصلنا أن السوق المالي الجزائري ليس كفء حتى عند مستواه الضعيف.

الكلمات المفتاحية: أسواق مالية، كفاءة، مؤشرات، مستوى ضعيف، صيغ كفاءة.

Résumé

Résumé

Cette étude met en lumière la mise en place d'une bourse en Algérie dans l'espoir qu'elle fera une différence qui affectera le développement économique, afin que ce soit un bon pas qui nous mène à la prospérité, et pour arriver à des résultats clairs, nous avons étudié et analysé certains indicateurs qui montrent l'efficacité de la Bourse d'Alger sur la période 2014-2020.

Là où l'étude résume de deux manières différentes que la Bourse d'Alger est inefficace en raison de plusieurs obstacles politiques, sociaux, économiques et religieux qui perturbent son fonctionnement en plus d'autres facteurs. L'échantillon de l'étude appliquée dans la première méthode comprenait certains indicateurs de marché qui mesurent l'efficacité en termes de nombre de sociétés cotées et de liquidité du marché .. et en fonction de Plusieurs rapports, il nous est apparu clairement que le nombre de sociétés cotées est très faible pour être une raison importante et principale de l'inefficacité de la bourse, ainsi que pour la liquidité du marché est très faible et cela n'augmente pas son efficacité, ainsi que l'étude de la deuxième méthode utilisant certains indicateurs pour mesurer l'efficacité du marché au niveau faible et moyen en utilisant certains Les tests appliqués dans cette hypothèse, en fonction du programme Eviews.10 et en analysant les résultats, au final et à travers ces résultats obtenus de l'étude dans chacune des deux méthodes, nous avons conclu que le nombre de sociétés cotées n'est pas suffisant pour augmenter l'efficacité du marché financier algérien, et il en va de même avec la faible liquidité, comme pour la méthode. Le second conclut que le marché financier algérien n'est pas efficace même à son faible niveau.

Mots clés: Marchés financiers, efficacité, indicateurs, faible niveau, formules d'efficacité.

قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
-	بسملة
IV	الشكر والعرفان
V	الاهداء
VI	الملخص
VIII	قائمة المحتويات
X	قائمة الجداول
XI	قائمة الاشكال
XII	قائمة المختصرات والملاحق
ب	مقدمة
الفصل الأول: واقع الأسواق المالية وكفاءتها	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: أساسيات حول الأسواق المالية
03	المطلب الأول: ماهية الاسواق المالية
15	المطلب الثاني: تنظيم السوق المالي
32	المبحث الثاني: الإطار النظري للكفاءة
32	المطلب الأول: الأسواق المالية: كفاءتها، متطلباتها ومستوياتها
40	المطلب الثاني: آليات ومؤشرات قياس كفاءة الأسواق المالية
43	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
43	المطلب الأول: دراسات عربية
45	المطلب الثاني: دراسات أجنبية
47	المطلب الثالث: مقارنة بين الدراسات السابقة والحالية
48	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: دراسة كفاءة بورصة الجزائر	
50	تمهيد
51	المبحث الأول: الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر
51	المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر ومراحل إنجازها

قائمة المحتويات

53	المطلب الثاني: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر
56	المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر
58	المبحث الثاني: قياس كفاءة بورصة الجزائر باستخدام مؤشرات السوق
58	المطلب الأول: مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر
60	المطلب الثاني: مؤشر سيولة السوق و رأس المال السوقي
64	المطلب الثالث: اختبار كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها الضعيفة
69	المطلب الرابع: اختبار كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها المتوسطة
77	الخاتمة
80	قائمة المراجع
87	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
21	الفرق بين الأسهم والسندات	01-01
30	الفرق بين العقود الآجلة والمستقبلية	02-01
58	الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	01-02
59	تطور عدد الشركات المدرجة في الجزائر	02-02
61	تطور مؤشر السيولة في بورصة الجزائر	03-02
62	تطور رأس القيمة السوقية في بورصة الجزائر	04-02
64	الإحصاءات الوصفية لمؤشر قيمة التداول	05-02
65	الإحصاءات الوصفية لمؤشر المتوسط المرجح لسعر السهم	06-02
56	إختبار الإستقرارية (ADF) لمتغيرات الدراسة عند المستوى 10	07-02
67	إختبار الإستقرارية (ADF) لمتغيرات الدراسة عند الفروق الأولى	08-02
68	إختبار الارتباط الذاتي AC لسلسلة قيمة التداول	09-02
70	متوسط مرجح سعر السهم و الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر	10-02
71	متوسط مرجح سعر السهم و معدل التضخم في الجزائر	11-02
73	متوسط مرجح سعر السهم و معدل البطالة في الجزائر	12-02

قائمة الاشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
13	تقسيمات الأسواق المالية	01-01
28	أنواع عقود الخيارات	02-01
39	الصيغ الثلاث لكفاءة السوق	03-01
55	الهيكل التنظيمي للبورصة	01-02
59	تطور عدد الشركات المدرجة في الجزائر	02-02
61	تطور مؤشر السيولة	03-02
63	تطور مؤشر القيمة السوقية	04-02
65	التوزيع الطبيعي لقيمة تداول أسهم وسندات بورصة الجزائر	05-02
66	التوزيع الطبيعي لمتوسط مرجح سعر أسهم مجمع صيدال	06-02

قائمة المختصرات والملاحق

قائمة المختصرات

الرمز	الكلمة
دج	دينار جزائري
م	المجلد رقم..
ع	العدد رقم..
ط	الطبعة رقم..

قائمة الملاحق

الرقم	عنوان المعلق	الصفحة
01	نماذج عن أسواق مالية كفؤ	88
02	مؤشرات بورصة الجزائر	89
03	نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	101
04	إختبار الارتباط الذاتي	102
05	إختبار ADF لإستقرارية السلسلة الزمنية	103

مقدمة

أ- إشكالية البحث:

لكل اقتصاد قاعدة أساسية تدعم تمويله وتعكس وضعه، تمثل الأسواق المالية أهم وأكبر أداة لتوفير وتقديم التمويلات لمختلف الاستثمارات التي بدورها تعكس صورة واضحة عن أداء كل سوق، إن الأسواق المالية هي الحل الأنسب، حيث أنها تحول جزء من مدخرات الأفراد إلى استثمارات مفيدة.

هذا الموضوع أصبح مهم جدا، ما دفع الكثيرين إلى دراسته والتعمق في مكوناته وكيفية الاستثمار في أدواته والنجاح في دخول عدة عمليات تنظمها هذه الأسواق، ونظرا لزيادة الاهتمام الذي حظيت به أسواق المال وتوفير عدة صفقات متنوعة وسرعة التداول فيها يتم تعديل وتطوير العمل داخلها.

بعد المشاكل والصعوبات التي واجهها الاقتصاد الجزائري قامت السلطات بطرح طرق جديدة تتبعها دول أخرى متقدمة، لرفع الوضع الحرج وزيادة الاستثمارات وخلق بدائل لتمويل المشاريع الكبرى والصغرى، هذا ما يخدم اقتصادنا وجعله ينافس بعض الدول العربية الناشطة والعالمية لما لا.

عند إنشاء سوق مالي في الجزائر دخلت مجموعة من الشركات الثقيلة التي ساهمت بجزء في رأس المال، كذلك توجد هيئات حكومية وأفراد ذوي الدخل المرتفعة كلهم يلتقون في هذا السوق مع أصحاب الأفكار والمشاريع المهمة والكبرى همهم الوحيد السيولة، لكن سرعان ما ظهر أن هذا الحل الذي بذلت السلطات مجهودات في إيجاده لم يخلق فرق كبير، بحيث أن بعض الهيئات لم تستطع التواجد داخل هذا السوق نظرا لصعوبة التعامل والتداول فيه.

حاولت بورصة الجزائر أن تجد مكان بين البورصات الأخرى لكن المعوقات التي كانت أمامها دهورت سير عملها وتطورها، من جهة أخرى تكون للكفاءة دور مهم وواضح ومُلفت حتى تستطيع بورصة الجزائر المنافسة، ولكي تكون كفؤة وفعالة (نشطة) يجب أن تتوفر مقومات الكفاءة التي بها تتميز وتزدهر البورصات، وبالتالي انعكاس ذلك على الاقتصاد الوطني، ثم إلى الرفع في المستوى المعيشي للأفراد.

بناء على ما مضى يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة كالتالي:

إلى أي مدى تتصف بورصة الجزائر بالكفاءة؟ وفيما تتمثل آليات رفع كفاءة هذه البورصة خلال الفترة الممتدة ما بين 2014 - 2019؟

للإجابة على هذه الاشكالية والإحاطة بجوانب الموضوع نطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما مدى الكفاءة الاقتصادية لبورصة الجزائر عند المستويين المتوسط والضعيف؟
- فيما تتمثل آليات رفع كفاءة بورصة الجزائر؟
- ب- **فرضيات البحث:**
 - الفرضية الأولى: بورصة الجزائر لا تتصف بالكفاءة حتى على المستوى الضعيف.
 - الفرضية الثانية: تعد كل من عدد الشركات وحجم التداول في البورصة و حجم السيولة والقيمة السوقية مؤشرات تدل على مستوى حركية بورصة الجزائر.
- ت- **مبررات اختيار الموضوع:**

1. مبررات موضوعية:

- الدراسة ذات صلة بالتخصص؛
- كل وسائل الاتصال لها صلة بالموضوع؛
- هذا الموضوع يتميز بالجدية والآفاق البعيدة لمستقبل واعي؛
- أهمية الموضوع بالنسبة للوضع الاقتصادي للوطن.

2. مبررات شخصية:

- وجود هذا الموضوع في عدة مقاييس تم دراستها سابقا؛
- فضول التعمق في هذا الجانب؛
- الرغبة في الدخول إلى البورصة وتجربة التعامل فيها شخصيا.

ث- أهمية البحث:

- نظرا لأهمية وجود بورصة فعالة في الجزائر؛
- معرفة دور البورصة المهم بالنسبة للأفراد ومختلف الهيئات؛
- معرفة سلبيات وإيجابيات التعامل في البورصة.

ج- أهداف البحث:

- كسب خبرة ولو صغيرة للمتعاملين سابقا، ومن جهة أخرى إعطاء فكرة عنها للمبتدئين؛
- محاولة إيجاد حلول لتطوير بورصة الجزائر.

ح- حدود البحث:

المجال الزمني: غطت الدراسة الفترة الزمنية التي تمتد من 2014 إلى 2019.

المجال المكاني: من أجل تسليط الضوء على الجزء المهم في الموضوع خاصة في جانبه التطبيقي، قمنا بالإستناد على موقع بورصة الجزائر الرسمي www.sgbv.dz.

خ- منهجية البحث والأدوات المستخدمة:

تستدعي طبيعة البحث استخدام مناهج متعددة، فقد كان المنهج الوصفي في بعض الأجزاء المرتبطة بالجانب النظري من خلال تقديم مختلف المفاهيم حول الأسواق المالية ومكوناتها وأهم أدواتها، كفاءتها وكذا متطلباتها، بالإضافة إلى منهج دراسة حالة في الجانب الميداني، والمنهجين الوصفي والتحليلي لتحليل كافة مؤشرات الكفاءة، و قد تم استخدام برنامج Eviews نسخة 10 لاستخراج النتائج المراد الوصول إليها.

أما فيما يخص المراجع تم الاعتماد على بعض الكتب، أطروحات، مقالات من عدة مجلات، محاضرات، مواقع إلكترونية ومداخلات، ونشرة فصلية لصندوق النقد العربي.

د- صعوبات البحث:

- عدة كتب مفيدة ليس مسموح بقراءة محتواها في مواقع الأنترنت؛
- الظرف السائد على كل العالم (كوفيد 19) الذي صعب عملية التنقل وزيارة المكتبة؛
- صعوبة استخدام برنامج Eviews وتحليل نتائجه.

ذ- هيكل البحث:

من أجل الوصول إلى الإجابة على التساؤلات المطروحة والإحاطة بجميع جوانب البحث تم اعتماد هيكل خطة مكون من:

- **الفصل الأول:** واقع الأسواق المالية وكفاءتها، وقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:
 - **المبحث الأول:** كمدخل تناول الأسواق المالية بكل تقسيماتها وأدواتها والمتعاملين فيها ومدى أهمية وجودها؛ ووظائفها؛
 - **المبحث الثاني:** تناول الإطار النظري للكفاءة، من تعريف وأهم مؤشرات قياسها، متطلباتها والمستويات الثلاثة؛
- **الفصل الثاني:** دراسة حالة بورصة الجزائر

الفصل الأول

واقع الأسواق المالية وكفاءتها

تمهيد:

تؤدي الأسواق المالية إحدى الأدوار المهمة في الإقتصاد الوطني، تكون على شكل حلقة وصل بين الفئات التي تمتلك فوائض ترغب بتوظيفها في أحسن مجال كي تستثمرها والأخرى التي تبحث عن تمويل لتغطية عجزها، فيلتقيان بدورهما في سوق مالي له قواعد وقوانين وشروط لدخوله، وعلى حسب حجم الاستثمارات والمعاملات التي تحدث داخله تنعكس صورة الإقتصاد، فتظهر كمية الفرص التي تمنحها للمستثمرين (أصحاب الفوائض) على شكل عوائد مالية وللمقترضين (أصحاب العجز) تمويلات لتغطية جوانب العجز لديهم. كلما كانت التعاملات والاستثمارات نشطة تحت القواعد تنعكس كفاءة هذه السوق، سنتناول في هذا الفصل الجانب النظري للدراسة وهكذا قمنا بتقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث:

- ✓ أساسيات حول الأسواق المالية؛
- ✓ الإطار النظري للكفاءة؛
- ✓ الدراسات السابقة.

❖ المبحث الأول: أساسيات حول الأسواق المالية

ظهور الأسواق المالية سهل عملية التداول بين فئتين من الأفراد أو الهيئات (الشركات) وتطورت عبر خمسة مراحل مهمة، هذه الأسواق تقسم حسب وظائفها المختلفة، كما أن لها أهمية كبير في خدمة الإقتصاد الوطني، لذا في هذا المبحث نطرق إلى كل ما يخص الأسواق المالية (نشأتها، مراحل تطورها، تعريفها، تقسيماتها، وظائفها وأهميتها)

المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية

للتعرف على الأسواق المالية وكل ما يخصها ومما تتكون نقسم المطلب إلى خمسة فروع وهي موضحة كالتالي:

الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية ومراحل تطورها

أولاً: النشأة

عرف الإقتصاد سابقاً بأن له أسواق مالية وكان التعامل فيها يتم بالكمبيالات والسندات الأذنية والمعادن النفيسة تمثل أسواق (البندقية في جنوب إيطاليا، وسوق فرانكفورت)، وكانت تلك الأسواق من أكبر الأسواق المالية الأوروبية تعاملًا مع منطقة الشرق الأوسط التي شهدت في تلك الفترة نشاطاً تجارياً هائلاً باعتبارها مركز اتصال بين الشرق الأقصى وأوروبا.¹

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الفكرة على كبر حجم السوق وعلى حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية.

كانت الأسواق في القدم تقتصر على بيع وشراء سلع حقيقة وأن وسائل وأساليب التعاملها كانت تتم بطرق بدائية وبسيطة كالمقايضة، وبعد اكتشاف الأوراق النقدية استبدلت طريقة المقايضة بتبادل السلع بالنقود، وبعد أن تطورت وسائل الاتصال الحديث أصبح بإمكان البائع والمشتري أن يبيع ويشترى عبر وسائل الاتصال المختلفة ومن هنا يتبين

¹ - مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الإقتصاد الوطني، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة - ، سنة 2014 - 2015، ص3.

أن مفهوم السوق ومفهوم ما يتم التبادل في هذا السوق قد تغير، فهذا الأخير أصبح لا يشكل شرطاً أساسياً لعمليات البيع أو الشراء، و إن كان المكان يعتبر مكملاً أو شرطاً يزيد من كفاءته وفاعليته.

أصبحت الأسواق التجارية في وقتنا الحاضر أسواق متخصصة بعضها متخصص من بيع وشراء الأوراق المالية ويطلق عليه السوق المالي، على الرغم من أن الأسواق المالية تعتبر حديثة العهد بالنسبة للأسواق الأخرى، إلا أنها قد تطورت في الآونة الأخيرة تطورا كبيرا سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسجيلات المتاحة للمتعاملين.

فيها ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في الأسواق وقد تزايد الدور الاقتصادي للأسواق المالية حيث أصبح يطلق عليها (البورصات) وبدرجة كبيرة أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم.¹

ثانيا: مراحل تطور الأسواق المالية

تقسم مراحل إنشاء السوق المالي إلى:²

✓ **المرحلة الأولى :** وهي تتميز بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية مختلفة، أما بالنسبة للنشاط الفردي فهذه المرحلة تتميز بزيادة في الإنتاج وارتفاع في المداخل وبداية اتساع المعاملات.

✓ **المرحلة الثانية :** وتتميز ببداية ظهور بنك مركزي يسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت المرحلة الأولى تتميز بحرية اقتصادية مطلقة، وفي هذه المرحلة تقوم البنوك التجارية بعملها التقليدي ويزداد قبول خصم الكمبيالات وزيادة دورها في الائتمان طبقاً للقواعد التي يصدرها البنك المركزي، وتحاول مد نشاطها خارج الحدود غير أنها لا تستطيع منح القروض إلا لأجل محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد على النقود في هذه المرحلة.

¹- أيت أكان عزيزة، بوصيغ فتيحة، تقييم فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، مذكرة ماستر، قسم مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محند أولجاج -البويرة- سنة 2015-2014، ص3.

²- ص ص5.

✓ **المرحلة الثالثة :** ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات...، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تفي بحاجات التمويل للمشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

✓ **المرحلة الرابعة :** وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية، والاهتمام بسعر الفائدة، وزيادة إصدارات سندات الخزنة لفترات متوسطة وطويلة الأجل و زاد نشاط الأوراق التجارية، وهذا يعتبر بداية لاندماج السوق النقدي في السوق المالي، وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق، بالإضافة إلى وجود سوق نقدي متقدمة، مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيه.

✓ **المرحلة الخامسة :** وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية، بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها. وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيها.¹

تعد السوق المالية بمثابة جهاز لقياس قوة أو ضعف اقتصاد بلد ما، وهذا بصفة مستمرة وهي دائرة من الدوائر الأساسية التي تساهم في تمويل قطاعات النشاط الاقتصادي عن طريق المنتجات المالية المصدرة من طرف الشركات، من أجل هذا كله كانت السوق المالية محل اهتمام الكثير من الدول بما فيها تلك السائرة في طريق النمو والمتخلفة، وللتعرف أكثر على السوق المالية سنتطرق إلى عدة تعاريف توضحها.

الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية وأهم المتعاملين فيها

أولاً: مفهوم الأسواق المالية

تعرف الأسواق المالية بأنها: "سوق منظمة تقام في مكان ثابت يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، تتعقد جلساتها في المقصود يومياً حيث يقوم الوسيط المالي بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين".¹

¹ - المرجع نفسه، ص 5.

يعرف كذلك بأنه: " المكان المخصص و المنظم، أو الآليه الالكترونيه أو التقنيه المعتمده التي عبرها يتم الجمع بين العملاء والمشتريين للأوراق المالية من الناحية المالية لإكمال عمليات التداول في ما بينهم بشفافيه تامه و وفقا لضوابط ونظم محددده بالقانون. ويتميز بتوفر وسائل الاتصال الفعاله ووجود وسطاء مرخص لهم لتتم عمليه التداول من خلالهم." ²

ويمكن أن يعرف السوق المالي على أنه " المكان أو نظام الكمبيوتر الآلي الذي تتجمع فيه طلبات بيع وطلبات شراء الأدوات المالية، والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية." ³

"سوق رأس المال هو ذلك المكان الذي يتم فيه إصدار وترويج للأصول المالية وفقاً لسياسات ونظم تظهر على ذلك ومن ثم يبدأ المتعاملين بالتداول بتلك الأصول الفوريه كانت أم آجله وهذا التداول يتم بصورة إلكترونية بينهم وكل هذه العمليات تتم مقابل عمولات يدفعها المتعاملون في تلك الاسواق على تلك العمليات." ⁴

" هي سوق يتم التعامل فيها علي الأوراق المالية بيعا وشراء بحيث تشكل في النهاية إحدى القنوات التي ينساب بينها المال من المدخرين إلى المستثمرين للمساعدة في تشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد القومي." ⁵

✓ **تعريف شامل:** الأسواق المالية هي مكان يلتقي فيه أصحاب الفائض لإدخار فوائضهم المالية مع أصحاب العجز الذين يبحثون عن استثمارات تغطي عجزهم، كل عملية داخل هذه المكان يخضع لقوانين تضعها هيئة متخصصة عبر شبكة الكمبيوتر.

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ش الجزيرة الوسطى-الزمالك-القاهرة، سنة 1996، ص27.

² - أزهاي الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، العبدلي، مجمع جوهرة القدس التجاري، سنة 2017، ص19.

³ - مونية سلطان، مرجع سابق، ص ص4.

⁴ - رواج مولود، المشتقات المالية كأداة للتنبؤ بكفاءة السوق المالي، مذكرة ماستر، مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة - سنة 2012 - 2013.

⁵ - خولة راضي عذاب، محاضرات في الأسواق المالية، جامعة القادسية، العلوم المالية والمصرفية، كلية الإدارة والاقتصاد، سنة 2015/2016، ص .

ثانياً: أهم المتعاملين في السوق

يمكن تحديد صفات المتداولات في 8 شرائح تقسم كالتالي: ¹

المجازفون:

هذه الفئة تعد من أفضل المتداولين حيث أنها تجيد الربط بين المعلومات و طبيعة التداولات في شاشات الأسهم، لا يترددون في اتخاذ القرار عند توفر أقل المعطيات، أي نسبة تردهم ضئيلة جداً، تسمى أو تصنف هذه الفئة مع المضاربين وليس المستثمرين.

المتحفظون:

هم فئة كثير التردد و التدقيق المبالغ فيه، هذا التحفظ يجعلهم لا يملكون الحس والتوقيت الصحيح في التعامل بالأسهم دخولاً و خروجاً، دائماً لديها شكوك وتعاملهم بإيجابية في السوق قليل جداً عكس أنهم دائماً ما يتحركون بسلبية، هذا ما يجعل تحقيق الربح شبه مستحيل، في الأغلب يتحولون في الأخير إلى مستثمرين بشكل إجباري نتيجة الخسائر المتتالية.

العابرون:

هم أكثر المتداولين تذبذباً في السوق و تأثيراً بالغير في عمليات التداول و التقلب بشكل كلي مع تداولات وتغيرات السوق اللحظية، وأكثر الفئات تنفيذاً للصفات و التداولات. ²

التابعون:

هم فئة غير القادرين بشكل شبه تام على اتخاذ قرارات بيع أو شراء، بما في ذلك توقيت الدخول والخروج بدون الاعتماد على دعم خارجي قادم من فرد، أو مواقع إنترنت، أو برامج تلفزيونية..، الغريب أن هذه الفئة هي النسبة الأكبر من المتداولين، ودلالة ذلك الانتشار الواسع لموقع الإنترنت، و القنوات الاقتصادية المتخصصة في الأسهم و الإقبال عليها.

¹ - طارق الماضي، أسواق الأسهم "صراع الدببة والثيران"، شركة مطابع هلا للنشر والتوزيع، ط1، المملكة العربية السعودية، سنة 1430هـ/2009م، ص38.

² - المرجع نفسه، ص ص39.

المدققون:

هذه الفئة تلقي بصفات كثيرة مع فئة " المتحفظون " الفرق أنهم يملكون الحس والتقدير الصحيح لعمليات الدخول و الخروج، ولكن التأخير في عمليات التدقيق يكون هو سبب الإخفاق في كثير من الحالات وليس عدم صحة الخيارات، وذلك بسبب صلابة النهج المتبع منهم، ولكن المبالغة في عمليات التدقيق قد لا تتفق في كثير من الأوقات مع السرعة المطلوبة في تداولات سوق الأسهم، خصوصا بالنسبة إلى المضاربين، واستغلال المعلومة في أسرع وقت ممكن.

التقنيون:

يعتمدون على التحليل الفني و الأساسي من أجل اتخاذ قرارات البيع و الشراء في سوق الأسهم، هناك بضعة أفراد من هذه الفئة من استطاع تطوير بعض أدوات التحليل الفني للتكيف مع طبيعة التداولات في بضع شركات في السوق وليس تطبيقه بشكل أعمى، واستطاعوا بهذا الدمج تحقيق نجاحات بارزة.

التاريخيون:

وهم الفئة التي تعتمد على المعلومات التاريخية التحليلية للسوق و طبيعة التحركات في الماضي في محاولة فهم وتوقع الحركة المستقبلية للسوق، وهم من قدماء العاملين في سوق الأسهم بحكم احتياجهم لعامل الخبرة، ذلك بالتأكيد ليس مهمة سهلة للحاجة إلى عمليات سريعة وهي (استرجاع البيانات التاريخية ومن ثم ربطها بالمتغيرات الحالية ومن استنتاج تأثيرها المستقبلي).¹

المقيمون:

الفئة التي لا يتقبل الخسارة بسهولة رغم أنهم أكثر فئات المتداولين تعرضا للخسائر الفادحة، بسبب السباحة ضد التيار ورفض عملية البيع وتصحيح الأخطاء التي تمت من خلال عملية شراء غير سليمة في توقيت غير صحيح، لا تتبع هذه الفئة أي سهم بخسارة حتى لو تأكد بشكل شبه تام عدم وجود أي أمل في الارتفاع على المستوى القصير. وتشكل هذه الفئة عددا لا بأس به من المتداولين الناقمين على السوق والتداولات،

¹ - المرجع نفسه، ص ص 40.

وهم في الأغلب يتحولون في نهاية الأمر إجباريا إلى مستثمرين طويلي الأجل بدون أي إدراك لطبيعة الاستثمار الذي يضعون فيه أموالهم.

الفرع الثالث: أهمية الأسواق المالية وأهم مكوناتها ووظائفها

أولاً: أهمية الأسواق المالية¹

- تلعب دوراً أساسياً في تخطيط السياسة النقدية حيث تسهل من مهام البنك المركزي في تنظيم ومراقبة الإصدارات النقدية، و التحكم في الكتلة النقدية من خلال التغير في معدلات الفائدة؛
 - يساعد في توفير سيولة عالية الأصول المالية القصيرة الأجل من خلال السوق النقدي؛
 - يساعد في توفير مصادر مالية طويلة الأجل عن طريق ما يعرف بعمليات سوق رأس المال؛
 - يساعد على تنمية الادخار و توجيه المدخرات المالية إلى زيادة و تشجيع الاستثمار؛
 - يساهم في عدالة تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة الأمر الذي يحفز نجاح الاستثمارات.
- وتزداد أهمية الأسواق المالية في الإقتصاد المعاصر من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بإنشاء المشاريع الاستثمارية في المجتمع ويمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية في المجتمع في العناصر التالية:²

- تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار العام والخاص، وتنشيط الإقتصاد القومي ككل؛
- إيجاد منافذ شرعية للمدخرات لنقل ممتلكاتهم لغيرهم؛
- تكوين تراكم رأسمالي لأجل قصيرة أو طويلة؛
- تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على الكمية الحقيقية لأوراق المالية؛

¹ - بن علال بلقاسم، مطبوعة دروس في مقياس حلقة حول مواضيع متعلقة بالنظام المالي والأسواق المالية، جامعة نور البشير البيض، شعبة علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، سنة 2015/2016، ص 66.

² - أيت أكان عزيزة، بوضيعة فتيحة، مرجع سابق، ص 8.

- تعتبر سوق الأوراق المالية أحد القطاعات المهمة في رأس المال أسهم وسندات بمعنى أنها السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات بمعنى أنها الجهاز الذي يتم عن طريق تمويل رأس المال الممثل في تحويل الأوراق المالية إلى نقود جاهزة والعكس في سهولة ويسر؛

- الاحتفاظ بالمدخرات القائمة بتوفير منافذ الاستثمار الشرعية.

ثانيا: مكونات الأسواق المالية (أقسامها)

إضافة إلى جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، تتضمن الأسواق المالية سوق النقدي، وسوق رأس المال، والتقسيم الأكثر شيوعا و الأكثر عمومية وهو تقييم السوق المالية حسب الوظائف التي تقوم بها، تنقسم إلى:¹

1- سوق الإصدار (السوق الأولي):

هي تلك السوق التي يتم من خلالها بيع المنتجات المالية المصدر لأمر مرة عن طريق الاكتتاب العام في المنتجات المالية، أي أين يتم بيع و شراء المنتجات المالية التي تطرح لأول مرة للتعامل و المصدر حديثا، لهذا تعرف بسوق الإصدارات الجديدة، لا يترتب على تداول الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة حصولها على شيء من المال، لهذا قيل عنها هذه السوق أنها سوف استثمار حقيقي و عن السوق الثانوية سوق الاستثمار المالي.

2- سوق التداول (السوق الثانوي):

هي تلك السوق التي يتم من خلالها التعامل بالمنتجات المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، و تسمى هذه السوق بسوق التداول في السوق الثانوي، ويتم تداولها بين مختلف المستثمرين و الأسواق الثانوية إما منظمة يحكم التعامل فيها قوانين و إجراءات رسمية، ويقتصر التعامل فيها على المنتجات المالية المسجلة لديها و هي ما تسمى

¹ - سارة بكوش، (الميزة التنافسية للأسواق المالية -دراسة مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا للفترة 2005/2017)، جامعة فرحات عباس 1، سطيف-الجزائر - 2019/05/22، ص4.

بالبورصة أو غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات فيما بينهم، يحددون الأسعار وفقا لحجم العرض و الطلب.

أ- البورصة (السوق المنظمة):

تعود هذه الكلمة إلى القرن 15 م نسبة إلى عائلة Vander Bourse. كان يأتيها التجار من كافة المناطق، تطورت التعاملات فيها، كانت تتم الارتباطات في شكل عقود و تعهدات، ومن ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة المتبادلة بين الأطراف المتعاملة.

وتعرف البورصة على أنها المكان الذي يلتقي فيه السماسرة و الوسطاء و الهيئات المرخصة للتعامل في المنتجات المالية من أسهم و سندات و غيرها من الأدوات تحت رقابة السلطات العمومية، كما عرفت بأنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعة و شراء، و تعتبر بورصة نيويورك للأسهم (NYSE) New York Stock Exchange أهم و أكبر بورصات المنتجات المالية في العالم.

ب- السوق غير المنتظم:

يقصد بها الأسواق التي يجري فيها التعامل بالمنتجات المالية ولكن خارج مقصورة البورصة، حيث لا يوجد مكان لإجراء هذه المعاملات ويتم التعامل من خلال شبكة اتصالات سريعة تجمع بين السماسرة و التجارة و تظهر طلبات الشراء و البيع لأسهم المؤسسات المختلفة عبر شاشات الاتصال الالكتروني حيث يتم تنفيذ الصفقة عند أفضل عرض الشراء أو البيع، تمتاز هذه السوق بسهولة التعامل فيها بحكم تحررها من الكثير من القيود و الشروط التي يفرضها التعامل في السوق الرسمية.

في الولايات المتحدة الأمريكية تتعدد الأسواق غير الرسمية، حيث ثمة أسواق أخرى لعل أهمها السوق الثالثة و السوق الرابعة.

ج- السوق الثالثة:¹

هي جزء عن السوق غير المنظمة، تتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، تتميز معاملات هذه السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها، توفر هذه الأسواق للمتعاملين بعض الميزات التي تمكنهم من النجاح و الازدهار، حيث يمنحهم حق التفاوض في مقدار العمولة.

د- السوق الرابعة:

هي سوق التعامل المباشرة بين المؤسسات الكبيرة مصدرة لأوراق مالية و بين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، يتم التعامل بسرعة و بتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية و هاتفية وهو ما يشبه السوق الثالثة لأن الصفات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة.

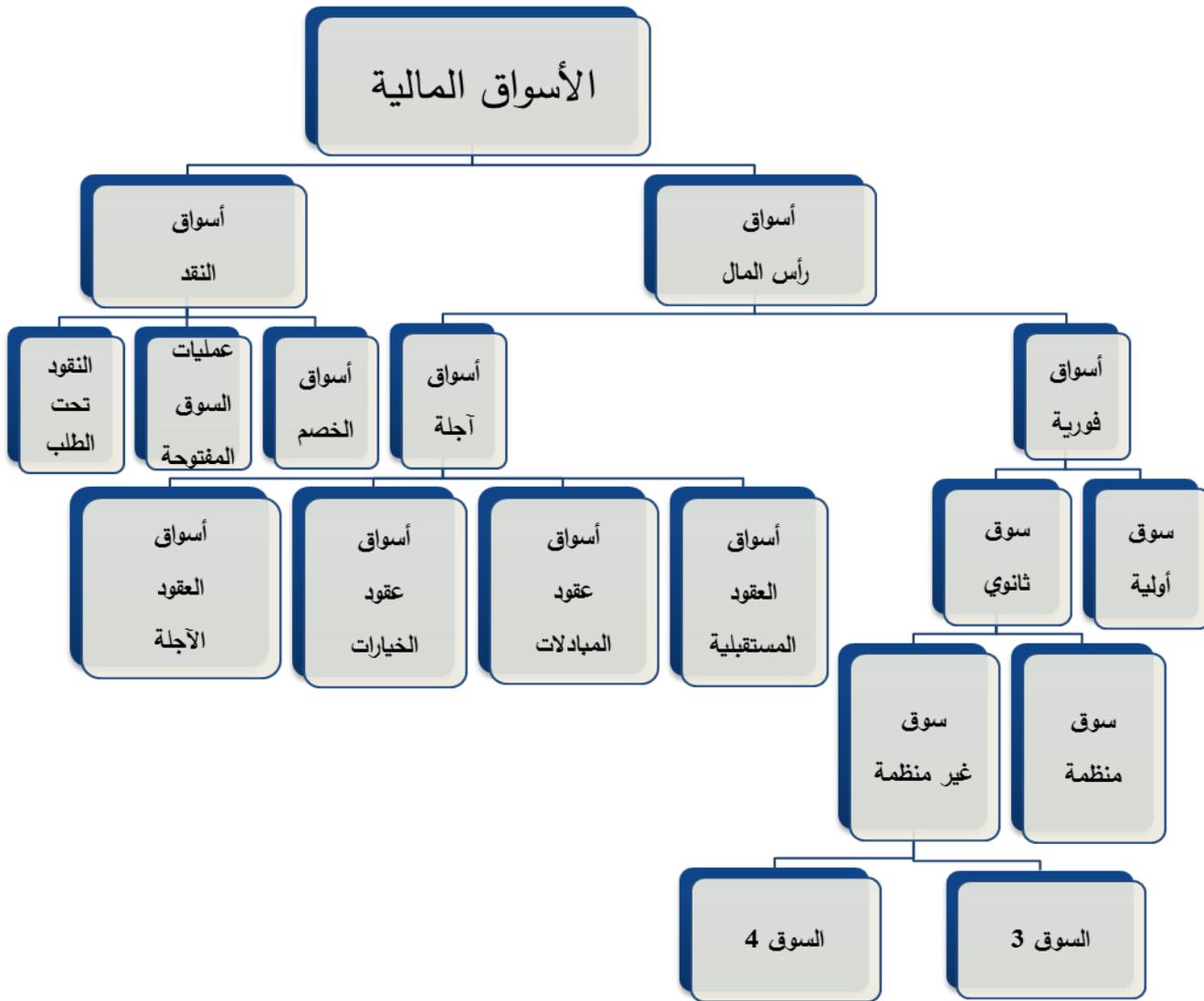
تتنوع تقسيمات السوق المالي حسب تنوع المعايير التي تصنف على أساسها وذلك كما يلي:²

- ✚ حسب معيار غرض التمويل، فنجد أسواق النقد وأسواق رأس المال.
- ✚ حسب معيار طبيعة الأوراق المالية المتداولة فيها، فنجد أسواق أولية وأسواق ثانوية.
- ✚ حسب معيار الحقوق والإلتزامات المترتبة، فنجد أسواق دين وأسواق ملكية.
- ✚ حسب معيار أسلوب التمويل، فنجد أسواق القروض وأسواق الأوراق المالية.

¹ - المرجع نفسه، ص ص4.

² - بن علال بلقاسم، مرجع سابق، ص65.

الشكل (1-1): تقسيمات السوق المالي.



المصدر: مونية سلطان، مرجع سابق، ص 27.

ثالثاً: وظائف السوق المالي¹

يؤدي سوق المال وظائف تفسر وجوده و أهميته في الاقتصاد الوطني وتتجلى أهمية سوق المال بالوظائف التالية:

- تقوم السوق بتهيئة الوسائل اللازمة كوسيلة بين المقرض و المقترض فهي تساعد بفعالية على ترصيد رأس المال من خلال الاستخدام الأفضل للموارد؛
- توسيع قاعدة الملكية و المديونية لتمويل رأس المال؛
- إضفاء صفة السيولة و المرونة العالية لموجودات المالية و التي يصعب تصورها في حالة غياب هجت الأسواق؛
- توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات و الثروة؛
- كما تعتبر أداة هامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركة لما يتداول في هذه الأسواق من الأسهم والسندات. ولها دور هام في القطاع المالي كونها لها ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته. وكذا مراعاة تحديد الأسعار المنافسة للأوراق وتقادي التقلبات العنيفة فيها؛
- كذلك تقوم بتوفير الحماية من أنواع عديدة من المخاطر إما من خلال توفير خدمات التأمين أو من خلال فرص بيع و شراء الأصول المالية المستقبلية لتغطية مخاطر تغير أسعار الفائدة ؛
- إن الأسواق المالية هي الدافع الرئيسي في الاقتصاد حيث أن من خلالها تستطيع الحكومة تنفيذ سياستها النقدية وكذا النقود قيامها بوظائفها في التأثير على الأنشطة الاقتصادية كما تتبع أيضا بشكل عام الدور الأساسي التي تلعبه في حياة الأفراد من جميع نواحي الحياة الاقتصادية في الاستثمار و الادخار و المدفوعات و السياسات النقدية بشكل

¹- بن دحمان ليندة، فعالية الأسواق المالية في دعم الإقتصاد، مذكرة ماستر، تخصص مالية نقود و تأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، سنة 2014-2015، ص ص 8، 9 .

خاص فهي تساعد بدورها على نقل مداخلات الأفراد و المؤسسات (وحدات الفائض) إلى من يحتاجونها من المستثمرين أفراد و مؤسسات و حكومات (وحدات العجز) و هذا الدور بالغ الأهمية بل جوهري لصحة الاقتصاد و لنموه و حيويته.

• المطلب الثاني: تنظيم السوق المالي

للسوق المالي عدة أدوات ومعاملات تحدث داخله سنتعرف عليها في هذا المطلب الذي قمنا بتقسيمه إلى ثلاثة فروع أيضا كالتالي:

الفرع الأول: الأدوات المالية

يتم في هذا الفرع تعريف الأدوات المالية وأنواعها.

أولاً: الأدوات المالية

1- الأسهم

أ- تعريف السهم:

عرفه الفقه الفرنسي بأنه: "أحد الخصائص الجوهرية لشركة المساهمة وهو جزء من رأس المال، وهو حق ينطوي على حق ملكية وحق دائنية في وقت واحد، ويكون قابل للتداول عن طريق القيد إذا كان ممثلاً بواسطة صك اسمي، بينما يتم تداوله بالمناوبة دون اتباع لاجراءات أي شكل آخر إذا كان الصك لحامله ويعي حق قابل للانقسام... ويعرف العلامتان " أسكارا و رو" السهم بأنه: "حصة الشريك المتمثلة بواسطة صك قابل للتداول".¹

أما المشرع الجزائري وضع تعريف للسهم في سنة 1993 ، حيث عرفته المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري: "السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأس مالها"... و"السهم هو حق المساهم في شركة الأموال وفق قواعد القانون التجاري الجزائري، وتمثل الأسهم حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت فيها، وحق الانتخاب وحق الأفضلية في الاكتتاب عند زيادة رأس مال الشركة."

¹ - سمير عبد الحميد، مرجع سابق، ص 265.

وفي هذا الإطار ورد تعريف له:

"الحصة عبارة عن سند ملكية قابل للتداول وهو جزء من رأس المال الاجتماعي لشركة محدودة بأسهم SPA والتي تكون إما عند الإنشاء أو عند زيادة رأس مالها"¹

"السهم عبارة عن قيمة منقولة الممثل بسند ملكية يمتلكها شخص تسمح لصاحبها بأن يكون مساهم وشريك في المؤسسة ويمكنه أن يقوم بتبادلها، مما يعطي له الحق في الأرباح والحق في التسيير أو مراقبة التسيير وأيضا الحق في حصة معينة في حالة التصفية."²

✓ **تعريف شامل:** هو ورقة تحمل جزء من رأس مال شركة ما يثبت أن حامل السهم شريك

في تلك المؤسسة أو له حق ولو صغير فيها، يحتوي على اسم الشركة، اسم حاملها، عدد الأسهم التي يمتلكها، قيمتها الإسمية.. معلومات تكفي ضمان حق حامل هذه الورقة (السهم).

ب- أنواع الأسهم:³

1. من حيث بيع الأسهم:

➤ الأسهم النقدية: وهي التي تصدرها الشركات مقابل مبالغ نقدية.

➤ الأسهم العينية: وهي التي تصدرها الشركات مقابل أصول عينية منقولة أو ثابتة.

2. من حيث الشكل:

➤ الأسهم الإسمية: وهي تلك التي تحمل اسم مالكيها و تنتقل ملكيتها بالقيد في سجل المساهمين في الشركة.

➤ الأسهم لحاملها: هي أسهم لا يذكر فيها اسم المساهم إنما يذكر فيها أنها لحاملها.

¹ - صالح بوزطوطة، نظام البورصة في الجزائر، مذكرة ماستر في الحقوق، تخصص قانون أعمال، جامعة العربي بن مهيدي، أم بواقي، سنة 2013/2014، ص 53.

² - مونية سلطان، مرجع سابق، ص 37.

³ - عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، مصر، القاهرة، سنة 2006، ص 59.

➤ من حيث الحقوق:

➤ الأسهم العادية: وهي الأسهم المتساوية في الحقوق.

➤ الأسهم الممتازة:

وهي الأسهم التي تمنح لأصحابها حقوقاً أعلى من حقوق أصحاب الأسهم العادية.

و تتمثل هذه الحقوق فيما يلي:¹

- تمنح الأسهم مالکها حق البقاء في الشركة، فلا يجوز نزع الملكية منه أو طرده؛
- حق التصويت في الجمعية العمومية؛
- حق متابعة، ومراقبة أعمال الشركة من حساب الأرباح، ومراجعة الميزانية؛
- حق التحكم في كيفية التصرف في أسهمه ، وذلك من حيث بيعها، أو تقديمها كهبة؛
- حق الحصول على الاكتتاب في الأسهم الجديدة؛
- حق مقاضاة مجلس الإدارة التابع للشركة في حال التقصير في مهامهم؛
- حق الحصول على نصيبه من أرباح الشركة.

2- السندات

أ- تعريف السندات:

تعرف السندات بأنها: "صكوك قابلة للتداول تمثل جزء من قرض تصدره الشركة عادة لآجال طويلة، وطبقاً لأوضاع قانونية معينة، كذلك هذه الورقة تمثل تعاقداً على الإقراض والإقتراض بين طرفين هما مصدر السند (المقرض) ومشتري السند (المقرض أو المستثمر)."²

"السندات تمثل ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، وعندما يشتري مستثمر ما سنداً فهو بذلك يكون قد وافق على اقتراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد

¹ - ماجدة الكامل، (ماهي الأسهم)، موقع الكتروني "موضوع"، آخر تحديث 09:53 ، 3 أوت 2017.

² - أمين السيد أحمد لطفى، المحاسبة عن الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية للنشر، ش. عبد الخالق ثروت-القاهرة- سنة 2000، ص 127.

محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق، وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي:

- القيمة الإسمية : وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة؛

- معدل الكوبون: حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند؛

- أجل الاستحقاق: وهو تاريخ استحقاق السند، أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبياً.¹

السند هو: "عبارة عن صك مديونية يثبت أن مالك السند مقرض لمصدر السند، وهو استثمار يدر دخل ثابت أو متغير، حيث يتعهد المصدر بأن يدفع لحامل السند فائدة أو (كوبون) محدد مسبقاً طوال مدة السند وأن يرد القيمة الإسمية للسند (الأصل) عند حلول أجلها أو في تاريخ الاستحقاق."²

✓ تعريف شامل: السند عادة ورقة تعلن عن أن مالك السند دائن إلى الجهة المصدرة للسند، سواء حكومة أو شركة، أو مشروع. وعادة تطرح هذه السندات للبيع في سوق المال لتحصيل مبلغ مطلوب لمشروع خاص.

ب- أنواع السندات:

يمكن تقسيم السندات إلى نوعين أساسيين هما:

➤ سندات حكومية: يتم إصدارها من قبل الحكومات لتمويل الإنفاق العام.

➤ سندات الشركات: يتم إصدارها من قبل الشركات المصدرة لتمويل توسعاتها

في الأعمال أو لتمويل عمليات شراء الأصول.

هناك عناصر مطلوب دراستها قبل إتخاذ قرار شراء السندات تتمثل في:

¹ - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2005/2006، ص 61.

² - (أساسيات الاستثمار في السندات)، مطبوعة تعليمية، بورصة مصر، ص 3.

1. تاريخ الإستحقاق: يقصد به مدة استرداد المستثمر للقيمة الإسمية، وتقسم السندات

من حيث تواريخ الإستحقاق (الأجل) إلى:

➤ سندات قصيرة الأجل: من سنة إلى 5 سنوات؛

➤ سندات متوسطة الأجل: من 5 إلى 10 سنوات؛

➤ سندات طويلة الأجل: من 10 إلى 30 سنة.

2. أنواع الكوبونات (الفوائد): يقصد به نوع الفائدة التي تحدد على القية الإسمية، وتقسم

كالتالي:

➤ سندات ذات عائد ثابت: تصدر بمعدل فائدة ثابت حتى تاريخ الإستحقاق بنسبة مئوية من القيمة الإسمية، ويتم دفع الفائدة إما: سنويا، كل نصف سنة، كل ربع سنة، على حسب ما يقرر مصدر السند؛

➤ سندات ذات عائد متغير: تصدر بفوائد متغيرة، هذه السندات تحمي المصدر في حالة حدوث إنخفاض في أسعار الفائدة السارية في السوق؛

➤ سندات ذات كوبون صفري (مستحقة الدفع عند تاريخ الإستحقاق): ليست لها فائدة تدفع دوريا ولذلك يتم بيعها بقيمة تقل عن القيمة الإسمية ويتم استردادها بكامل قيمتها الإسمية عند حلول تاريخ استحقاقها و التي تعادل سعر الشراء بالإضافة إلى إجمالي الفائدة المستحقة والمتراكمة طوال فترة السندات؛

3. حق الاستيراد:

➤ بعض السندات لها "حق الإسترداد المعجل": الذي يعطي المصدر حق استرداد السند ودفع المبلغ الأصلي في تاريخ معين للمستثمر قبل حلول تاريخ الإستحقاق. يضع المصدر سعر الإسترداد (السعر الذي يجب أن يدفع للمستثمرين) أعلى من القيمة الإسمية للإصدار.¹

➤ بعض السندات لها خاصية "خيار البيع الأجل": التي من شأنها أن تتيح للمستثمر خيار بيع السندات إلى المصدر في وقت محدد قبل حلول تاريخ استحقاقه.

¹ - المرجع نفسه، ص4.

4. حق الأولوية: تتميز به السندات، ينشأ في حالة إذا ما كانت الشركة بصدد تصفية

أعمالها (لأي سبب ما).¹

5. العائد على السندات:

➤ العائد الجاري: العائد السنوي على أصل سعر السند، وطريقة حسابه هي قسمة فائدة السند على سعر شراءه؛

➤ العائد حتى تاريخ الإستحقاق: هو الفائدة التي تساوي سعر السندات بكافة القيم الحالية لمدفوعات الكوبونات بالإضافة إلى القيمة الإسمية الحالية للسندات. يمكن إحتساب العائد عند الإستحقاق بتقنية "التجربة والخطأ" أو "بحسابات خاصة" أو "بداول القيم الحالية".

6. أسعار السندات: يعتمد سعر السندات على عدة متغيرات مثل:

_ أسعار السندات السارية في السوق؛ _ العرض والطلب؛

_ نوعية الإئتمان؛ _ تاريخ استحقاق السندات.

➤ السندات المصدرة لأول مرة: تباع بالقيمة الإسمية لها أو ما يقاربها؛

➤ السندات التي يتعامل بها في السوق الثانوية: تباع بأسعار متغيرة تتبع تغير أسعار الفائدة؛

➤ السندات التي يكون سعرها يتجاوز قيمتها الإسمية: تباع بأزيد من القيمة الإسمية Premium؛

➤ السندات التي يكون سعرها أقل من قيمتها الإسمية: تباع بخصم Discount؛

➤ السندات التي يكون سعرها يعادل قيمتها الإسمية: تباع بالقيمة الإسمية Par.

✓ السعر الصافي Clean price يعبر عن السعر الذي يمكن به شراء السندات في السوق الثانوية وهو يعتبر صافيا من الفائدة المتراكمة، أي أنه بعد الإصدار المبدئي للسندات يحصل مشتري السند على فائدة تعادل سعر الفائدة عن المدة التي كان فيها السند في حوزة البائع.

¹ - المرجع نفسه، ص 5.

✓ و إذا لم يتضمن سعر السند الفائدة المتراكمة فهو يطلق عليه "السعر الصافي"، لذلك يجب على المشتري أن يدفع للبائع السعر الصافي للسندات + الفائدة المتراكمة.

✓ يتم التعامل بمفهوم السعر الصافي للسندات في معظم الأسواق.

الجدول (1-1) : الفرق بين الأسهم والسندات

السندات	الأسهم
1. دين على الشركة.	1. جزء من رأس المال الشركة.
2. حامل السند دائن للشركة بقيمة السند.	2. حامل السهم شريك في الشركة بقدره رأسماله.
3. ربح السند ثابت لا يتأثر بالخسارة.	3. ربح السهم متغير حسب متاجر الشركة، وقد يكون هناك خسارة.
4. حامل السند ليس له الحق في الإدارة.	4. حامل السهم له الحق في الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العمومية.
5. حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	5. حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة، أو عند تصفية الشركة ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يستره فهو قابل للزيادة أو النقصان.
6. حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو حالة التصفية.	6. عند الخسارة وتصفيته الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد سداد جميع الديون.

المصدر: أيت أكان عزيزة، مرجع سابق، ص33.

الفرع الثاني: أوامر البيع والشراء

أولاً: إصدار الأوامر¹

عند عملية البيع أو الشراء يلجأ الشخص إلى وسيط (سمسار) يكون مرخص لهم فهم من يتولون التفاوض في البيع أو الشراء، و أحيانا مكالمة هاتفية تكفي عند الاتفاق مسبقا. أما عند حضور الشخص إلى مكتب الوسيط، فهناك بعض الإجراءات التي يجب إتباعها:

1- تعبئة نموذج بيانات المستثمر تتضمن:

اسم المستثمر، جنسيته، نوع هويته (سجل مدني أو تجاري) رقمها، عنوانها، مع إرفاق صورة من الهوية.

هذا الإجراء في المرة الأولى فقط للتعامل من خلال النظام الآلي.

2- تعبئة نموذج أمر البيع أو أمر الشراء:

توجد نماذج خاصة بأوامر البيع و نماذج خاصة بأوامر الشراء، تتضمن مجموع من البيانات:

إسم البائع أو المشتري نوع هويته، رقمها، جنسيته، هاتقه و نوع السهم المراد بيعه أو شراءه، (إسم الشركة المصدر للسهم)، عدد الأسهم المطلوبة في حالة الشراء، أو المعروضة في حالة البيع، و الحد الأدنى للسعر في حالة البيع، أو الأعلى في حالة الشراء، مدة صلاحية الأمر، بحيث لا يحق للوسيط البيع أو الشراء بعد مضي هذه المدة، إضافة إلى تاريخ إصدار الأمر، و توقيع البائع أو المشتري على النموذج.

3- تسليم شهادات الأسهم في حالة البيع، يلزم البنك الوسيط التأكد من ملكية

البائع لها، وعدم وجود قيود تمنع تداولها.

4- تسليم ثمن الأسهم التي يريد شراءها مع عمولة البنك، إما نقداً أو يشيك

¹ - مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الرياض، ط1، سنة 1426هـ/2005م، ص526.

مسحوب على أحد البنوك المحلية، و يمكن سداد الثمن عن طريق احتجازه من حساب المشتري لدى البنك.

ثانياً: أنواع الأوامر

تتنوع الأوامر الصادرة في السوق المالية وفقاً لاعتبارات متنوعة إلى الأنواع الآتية:¹

1- أنواع الأوامر من حيث تحديد السعر، أو عدمه، وطريقة التحديد

تتنوع إلى:

أ- الأمر محدد السعر:

هو الأمر الذي يحدد فيه الموكل (بائعاً أو مشترياً) السعر الذي يريد أن يبرم به السمسار العقد.

ب- الأمر السوقي:

وهو الأمر الذي يطلب فيه الموكل من وكيله السمسار، أن يبيع أو يشتري له عدداً معيناً من الأسهم، بالسعر السائد في السوق، دون أن يحدد له السعر.

ت- الأمر بسعر الفتح أو بسعر الإقفال:

وهو الأمر الذي يوكل فيه التعامل السمسار ببيع أوراق مالية معينة أو شراءها، بسعر الفتح، وهو السعر الذي تبلغه الورقة المالية المعينة عن افتتاح التعامل في السوق، أو بسعر الإقفال، وهو السعر الذي يتحدد للورقة المالية المعينة في آخر جلسة التداول، قبيلة إقفال السوق.

ث- الأمر بالبيع أو الشراء بسعر تقريبي:

وذلك بأن يحدد المتعامل للسمسار سعراً معيناً، مع تفويضه في البيع أو الشراء بسعر مقارب لذلك السعر، حيث يمكنه البيع بسعر أدنى من ذلك السعر بقليل، أو الشراء بسعر أعلى منه بقليل.

¹ - المرجع نفسه، ص 529، 530.

ج- الأمر الموقوف:¹

هو الأمر الموقوف التنفيذ على بلوغ الأسعار في السوق سعرًا محددًا من قبل الموكل، بحيث لا يكون للسماز تنفيذ الأمر، إلا إذا وصلت الأسعار في السوق إلى ذلك السعر المحدد.

2- أنواع الأوامر من حيث توقيت الأمر

تتنوع إلى:

أ- الأمر المؤقت لمدة معينة: كيوم، أسبوع، شهر أو أكثر.

ب- الأمر مفتوح المدة: وهذا الأمر يظل قائمًا إلى أن يتم تنفيذه أو إلغائه من قبل الموكل.

على بعض الأسواق تشترط تأكيد هذه الأوامر من قبل مصدرها بعد مضي فترة محددة، كأسبوع، أو ثلاثة أشهر، أو ستة أشهر.

3- أنواع الأوامر من حيث الشروط المقرونة بالأمر

تتنوع إلى:²

أ- الأمر بالبيع أو الشراء: مع تنفيذ الأمر فور تسلمه من الموكل، أو إلغائه إذا لم يتمكن السماسر من ذلك.

ب- الأمر بالبيع أو الشراء، مع اشتراط تنفيذ الأمر كله.

ت- الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله أو جزء منه.

ث- الأمر ببيع أو شراء أوراق مالية معينة، بشرط أن يكون السماسر قد اشترى أو باع أوراقا مالية أخرى و كل بشرائها أو بيعها قبل ذلك.

¹ - المرجع نفسه، ص ص531_534.

² - المرجع نفسه، ص ص535-536.

4-أنواع الأوامر من حيث كمية الأوراق المطلوب بيعها أو شراءها

تتنوع إلى:

أ- الأمر الزوجي أو الأمر غير الكسري

وهو الأمر بالبيع أو الشراء وفق وحدة التداول المقررة من قبل إدارة البورصة، أو مضاعفتها وهي تختلف من بورصة إلى أخرى.

ب- الأمر الفردي أو الأمر الكسري¹

وهو الأمر ببيع أو شراء أوراق مالية يقل عددها عن وحدة التداول المقررة.

عادة ما يتقاضى السماسرة عمولة أكبر على الأوامر الفردية، من العمولة التي يتقاضونها على الأوامر الزوجية.

ت- الأمر المطلق

هو نوع من الأوامر يجعل فيه المتعامل للسماح الحرية في بيع أو شراء ما يريده مناسباً من الأوراق المالية.

الفرع الثالث: عقود المعاملات في الأسواق المالية المعاصرة

هناك أربعة معاملات داخل السوق المالي وهي: المعاملات العاجلة، المعاملات الآجلة، عقود الخيار وعقود المبادلات.

أولاً: المعاملات العاجلة

1- تعريفها

يقصد بها تلك " المعاملات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المبيعة، وتسليم ثمنها بعد تنفيذ العقد مباشرة، أو خلال مدة قصيرة..، يقوم به مالك الأسهم (الراغب في البيع) بتسليم الأسهم إلى الوسيط إما عند إصدار الأمر، أي قبل تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة ".²

¹ - المرجع نفسه، ص 537.

² - مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص 229.

تطلق عليها أيضا البيوع العاجلة، " يجري تنفيذها في قاعات التداول بأسواق الأوراق المالية على أصول مالية تمثل حقوقا لأصحاب المشروع على أصوله المادية، تتحدد أسعارها من خلال آليات السوق وهما العرض والطلب عند أعلى سعر يعرضه المشترون وأدنى سعر يقبله أو يطلبه البائعون.¹"

2- شروط العقد العاجل

- وجوده عند العقد: فلا ينعقد بيع المعدوم وماله خطر العدم.
- قابليته لحكم العقد شرعا: ذكر نهى رسول الله ﷺ عن ثمن الكلب ومهر البغى.
- أن يكون المبيع مملوكا للبائع وقت البيع: فلا يصح بيع بيع مجهول الذات ولا القدر ولا الصفة.
- الإنتقاع به شرعا: أن يكون علما نافيا للجهالة للطرفين.
- أن يكون مقدورا على تسليمه: فلا بيع طير في الهواء ولا وحش في الفلاة.

3- أنواع المعاملات العاجلة (المستقبلية)

أ- الشراء بكامل الثمن

قيام المشتري بدفع كامل الثمن للأوراق المالية المشتراة من خالص ماله وتسليم البائع المبيع.

ب- الشراء بالحد أو هامش الربح (Tranding On Margin)

يقترض البائع على المكشوف من سمساره نقودا ليشتري له مزيدا من الأوراق المالية التي أصدر إليه الأمر بشرائها، وقد بين علماء الاقتصاد ومنهم سمير رضوان " وأساس هذا التعامل في هذا النوع من البيوع أن يقوم المشتري بدفع نسبة معينة من القيمة السوقية للأوراق التي يحتاج إلى شرائها، ويعتبر باقي الثمن قرضا يقدمه السمسار إلى المشتري، وترهن الأوراق المالية المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض، حيث يقوم هذا الأخير بالاقتراض بضمانها من المصارف مع سعر فائدة أقل.

في هذا العقد نوعين من الهامش:

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 316.

➤ الهامش المبدئي.

➤ هامش الوقاية (الصيانة).

ت- البيع على المكشوف أو البيع القصير (Short Sale)

عرفته الموسوعة الأمريكية بأنه: الذي يحدث عندما يبيع شخص ما لا يملكه بعد.¹

يقوم المتعاملون في البورصة بشراء الأوراق المالية في السوق العاجلة للاحتفاظ بها بغرض الاحتياط، أو للاستفادة من أرباحها بغرض الاستثمار، أو لبيعها عندما ترتفع أسعارها بغرض المضاربة، أو لتحقيق الربح بين سعري الشراء والبيع بغرض الموازنة (المراجحة).

4- أغراض المتعاملين بالمعاملات العاجلة

أ- الإستثمار: شراء أصل معين بغية تحقيق عائد منه في المستقبل.

➤ الإستثمار المادي (الحقيقي أو العيني).

➤ الإستثمار المالي.

ب- المضاربة Speculation: تعني تقدير فرص الكسب لانتهازها، واحتمالات الخسارة لاجتنابها.

ت- الإحتياط (التغطية): يراد بذلك حماية المستثمر نفسه من مخاطر انخفاض أسعار أوراق مالية يملكها.

➤ التغطية الكاملة.

➤ التغطية غير الكاملة.

ث- الموازنة (المراجحة): شراء الورقة من السوق ذات السعر المنخفض وبيعها في نفس الوقت على المكشوف في السوق الآخر بسعر مرتفع، الموازنة تعني ميل الأسعار إلى المساواة.²

¹ - نبيل المغايرة ومحمد طولبه، (التكيف الفقهي للعقود العاجلة والآجلة في سوق الأوراق المالية (البورصة) والبدائل الشرعية لها)، مجلة الصراط، العدد السابع والعشرون، شعبان 1434هـ/2013م، ص 20_29.

² - مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص 670-681.

ثانياً: عقود الخيارات

1- تعريفها:

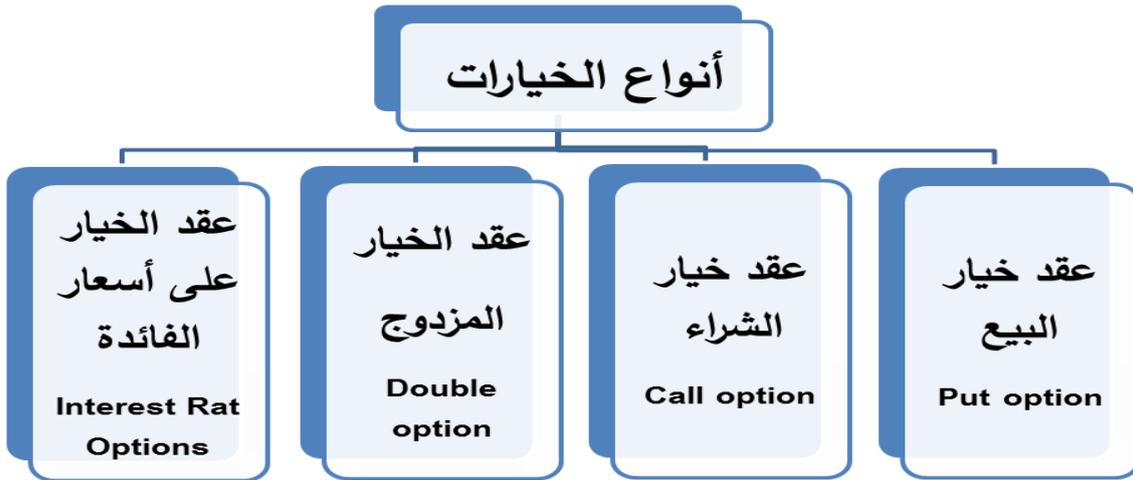
" هذه العقود تعطي لحاملها حق البيع أو الشراء عند سعر معين ويتاجر بها المضاربون، يشتري حق الخيار لشراء عدد معين من الأسهم أو يشتري حق بيع عدد معين من الأسهم، ويدفع مقابل أي من هذين العقدین ثمناً هو قيمة هذا الحق، كذلك يدفع المشتري قيمة هذا الخيار مبلغاً متفق عليه يكون منخفض، كلما زادت الاحتمالات ارتفعت القيمة، ويقوم بالمتاجرة بهذه العقود الأشخاص الذين يتوقعون تحقيق فائدة تفوق أضعاف استثماراتهم."¹

في السوق الرسمية يكون صاحب عقد الخيار على ثقة تامة بأن الطرف الثاني سيفي بالتزامه كاملاً، لأن البوصة ستتكفل بذلك نيابة عن صاحب العقد، أما في الأسواق غير الرسمية تكون شركات الوساطة في الغالب هي الطرف الثالث تضمن لصاحب العقد حقه، لهذا تسمى أيضاً بعقود الامتيازات.²

2- أنواع الخيارات:

في الشكل الآتي سنوضح أهم أنواع عقود الخيارات.

الشكل (1-2): أنواع عقود الخيارات



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المرجع السابق، عصام أبو النصر، ص 85.

¹ - الشيخ عبد الرزاق عفيفي، بورصة الأوراق المالية والضرائب، دار السلفية للنشر والتوزيع، ط1، مساكن عين الشمس -القاهرة- سنة 1429هـ/2008م، ص 177، 178.

² - عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص 85.

ثالثا: المعاملات الآجلة Forwards

1- تعريفها

بالنسبة لهذه المعاملات، "يقوم المضارب بالتعاقد لبيع عدد من الأسهم بسعر محدد مستقبلا وهو لا يملك الأسهم، أو التعاقد لشراؤها مستقبلا وهو لا يملك القيمة، وإنما توقعها في أن يتغير سعر تلك الأسهم لصالحه فيقوم بشراءها عند وقت التسليم وتسليمها إن كان بائعا أو بالاقتراض لدفع القيمة إن كان مشتريا..، ويعرف البائعون في هذا المثال بالمضاربين على انخفاض أسعار الأسهم والمشترون بالمضاربين على ارتفاعها."¹

العقد الآجل هو عقد بين طرفين على قيام أحدهما بتسليم الآخر أصلا معنيا في تاريخ متفق عليه بسعر محدد عند التعاقد في تاريخ محدد.²

2- الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

هناك أوجه إختلاف بين المعاملات الآجلة والمستقبلية، موضحة في الجدول التالي:

¹ - الشيخ عبد الرزاق عفيفي، مرجع سابق، ص176.

² - عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص94.

جدول (1-2) : الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

المعيار	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
طبيعة العقد	هي عقود شخصية يتم تفصيلها وفقا لرغبات و تفضيلات المتعاقدين وهي قائمة على التفاوض	هي عقود نمطية حيث يحدد وقت التسديد وكميات وأنواع الأصول والمبالغ المتفق عليها بدقة تامة وفقا لمعايير محددة من قبل إدارة السوق وتكون معلنة
مكان التداول	في أسواق غير منظمة غير نظامية تعرف بأسواق ما وراء الكاونت	في أسواق منظمة ومفتوحة للمنافسة ولا يجوز إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت السمسرة.
سعر التسليم	يبقى ثابت إلى تاريخ استحقاقه	يعدل أو يتابع احتسابه يوميا.
طرفي التعامل	تتم بين طرفي البائع والمشتري بأسلوب مباشر (تلفون، وسائل الإتصال الحديثة..)	تتم بين مؤسسة التفاضل والبائع وبين مؤسسة التفاضل والمشتري.
الهامش	يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد	يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار.
تاريخ التسوية	لا يمكن التسوية إلا في تاريخ التسليم أو الاستحقاق	يمكن تسويتها في أي وقت قبل أن تتم التسوية بصورة نقدية.
تسليم الأصل محل التعاقد	يتم إنهاء العقد عادة بتسليم الأصل محل التعاقد.	لا يسلم الأصل عادة وإنما تتم التسوية بصورة نقدية.
المخاطر	لتفادي المخاطر قبل إبرام العقد يجب التأكد من الملاءة التي يتمتع بها الطرفان وكذا قدرتهما على الوفاء بالالتزامات	لا مخاطر بفضل وجود غرفة المقاصة وكذا نظام الهامش والتسوية اليومية.
السيولة	أقل سيولة حيث لا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف بخر يحل محله ويتم قبوله من الطرف الآخر.	تتمتع بسيولة كبيرة فإذا رغب أي طرف في تصفية مركزه يقوم بالدخول في مركز معاكس لمركزه الأصلي وذلك نتيجة نمطية العقود.

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على مرجع كمال توفيق حطاب، (نحو سوق مالية إسلامية)، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، 2005، ص9.

رابعاً: عقود المبادلات (المقايضات) Swaps

1- تعريفها

وتتم فيها عملية تبادل التزامات معينة مثل دفع فوائد أو تدفق نقدي، ويكون بين شركتين من بلدين مختلفين وبموجب شروط يتم الاتفاق عليها مسبقاً ويتم التبادل في وقت لاحق، ومن خصائصها:

2- خصائصها

- تعديل المخاطر عن طريق تدفق العملة الأجنبية لأن العقد تبادلي شركة من بلد آخر.
- تسمح بتعديل المحفظة الاستثمارية حسب معطيات السوق المالية.¹

¹ - بوزطوة صالح، مرجع سابق، ص ص 64.

❖ المبحث الثاني: الإطار النظري للكفاءة

الكفاءة كلمة لكنها في الحقيقة عنصر كامل وقاعدة أساسية في الأسواق المالية، لها آليات وأساليب مختلفة بها تحدد إن كان السوق كفؤ أو غير ذلك، حيث أن أنواعها، ومتطلباتها من كفاءة داخلية وخارجية، ومستوياتها من صيغ قوية وضيقة وأخرى متوسطة هي التي تجعل السوق ينافس العديد من الأسواق الكبيرة، وفي هذا المبحث نتناول كل العناصر السابق ذكرها في شكل 3 مطالب مفصلة عن محتوى الكفاءة.

المطلب الأول: الأسواق المالية: كفاءتها، متطلباتها ومستوياتها

في هذا المطلب نعرف ما المقصود بكفاءة السوق، ما هي متطلباتها وكيف يكون السوق المالي كفؤ في إحدى مستوياتها.

الفرع الأول: تعريف كفاءة الأسواق المالية و متطلباتها

تعددت مفاهيم كفاءة السوق المالي من باحث إلى آخر وتنوعت:

أولاً: مفهوم كفاءة السوق المالي وأنواعها

1- تعريف الكفاءة

" كفاءة السوق هي صفة السوق الذي تكون به أسعار الأدوات المالية المتداولة تعكس قيمتها الاقتصادية الحقيقية للمستثمرين...، ويعتقد البعض أن كفاءة السوق بالنسبة لهيكل معلومات معين، ولا تعبر عن مفهوم مطبق و إنما الكفاءة في الواقع مفهوم نسبي مرتبط بنوعية المعلومات التي يمكن أو لا يمكن استخدامها للتنبؤ بالقيم السوقية ".¹

يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية: " أنه على تلك السوق التي تتمتع بقدر عالي من المرونة أن تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية تبعا للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوفية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفؤة

¹ -أسامة وجدي، (كفاءة الأسواق المالية: دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية)، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، دار المنظومة، العدد2، مارس2012، ص325.

إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق.¹

" يعود الفضل في اكتشاف فكرة الحركة العشوائية للأسعار إلى الفرنسي "L.Bachelier" سنة 1900 في رسالة الحصول على الدكتوراه. و يعد السوق الكفاء حسب كل من " فرنسيس " و " ساميليس " و " رولكس " هو سوق يحقق تخصصا كفاء للموارد الإنتاجية، بما يضمن توجيهه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. ويرى كل من 'Brealey' 'Lorie' 'Fama' أن السوق المالي الكفاء هو الذي يعكس أسعاره في أي وقت وبصورة كاملة في جميع المعلومات المتوفرة، طالما أن جميع المعلومات الجيدة متوفرة بشكل رخيص وسريع وواسع للمستثمرين، وأن هذه المعلومات تضم ما هو معروض ومناسب لتقديم الأوراق المالية.

بالإضافة إلى ذلك فقد أشار كل من "Arcger" "Cup" "Kolb" "Demong" "Rose" إلى أن السوق المالي الكفاء هو الذي يتوفر فيه المعلومات المناسبة للتسعير، أي تقديم جميع الأوراق المالية، بحيث تكون هذه المعلومات متوفرة لجميع المقترضين- المدخرين وبأقل تكلفة. تجدر الإشارة هنا إلى أنه وعلى الرغم من توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحدقة بهم متاما.²

2- أنواع الكفاءة³

توجد نوعان من الكفاءة وهي موضحة كالتالي:

¹ - روى باخوص، دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي (دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2014/2015، ص58.

² - زهير غراية، (اختبار نموذج كفاءة الأسواق المالية: مدخل لتقييم أسعار المنتجات المالية-دراسة لعينة من المؤشرات المالية العربية-)، مجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، جامعة 20 أوت 1955، ع13، جانفي 2015، ص38.

³ - روايح مولود، مرجع سابق، ص ص14.

أ- الكفاءة الكاملة والإقتصادية

تتعلق الكفاءة الكاملة والكفاءة الإقتصادية بالفارق الزمني الموجود بين ظهور المعلومة وإستجابة المتعاملين فالكفاءة الإقتصادية تقتض وجود فاصل زمني بين ظهور المعلومة وتأثيرها على مستويات الأسعار، أما الكاملة فتقتض إنعدام الفاصل الزمني، المعلومة تأثر مباشرة منذ لحظة صدورها على الأسعار.

ب- الكفاءة المعلوماتية

يكون السوق المالي كفئاً من الناحية المعلوماتية إذا فقط عكس سعر الأصل في السوق جميع المعلومات المتعلقة به، أي أن المتعاملين يعتمدون على المعلومات الموجودة في السوق وهذا دلالة على تمتع السوق بنظام معلوماتي قوي.

يتطلب تحقيق الكفاءة الإقتصادية كل من كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

ثانياً: متطلبات تحقيق الكفاءة¹

أ- كفاءة التسعير (الخارجية)

وتعتمد على وصول المعلومات إلى المتعاملين بالسوق بسرعة وبتكلفة منخفضة بحيث يكون أمام كل المتعاملين فرصة لتحليلها وخسارة أي مستثمر تكون بسبب جهله وعدم تحليل المعلومات الواردة بالشكل المطلوب.

ب- كفاءة التشغيل (الداخلية)

وتعرف بالكفاءة الداخلية أي قدرة السوق على إحداث التوازن بين العرض والطلب في ظل وجود تكاليف منخفضة للمعاملات، وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبير مما يلغي فرص المتخصصين في تحقيق هامش كبير.

¹ - بن زواي محمد شريف، نشنش فتيحة، (دور الأدوات المالية الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية)، الملتقى العلمي الدولي الخامس بعنوان: القصاد الافتراضي وانعكاسه على الاقتصاديات الدولية، المدرسة العليا للتجارة- الجزائر - ص13.

خصائص السوق الكفو

تتميز السوق المالية الكفو بالخصائص التالية:¹

1. السيولة

تعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة... والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسوق بسرعة فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق وصار من المطلوب إعطاء خصوصيات أو عمولات أكبر لبيعه.

2. استمرارية السعر

وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدّة من صفقة لأخرى هي سوق تتميز بالسيولة.

3. عمق السوق

تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق، والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر البيع) والمشتريين (أوامر الشراء) المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية.

وتدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بأسواق **ضحلة**² لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع، ولأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعا وينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق، فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، أما في الأسواق العميقة فإن أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلا من صفقة إلى أخرى، ينتج عن ذلك أن المتعاملين بالأوراق المالية وصانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة.³

¹ - روى باختصاص، مرجع سابق، ص 62.

² - أسواق ضحلة: تعني الأسواق المالية لا تتميز بعمق السوق.

³ - المرجع نفسه، ص 63.

4. شمولية السوق

تتميز الأسواق المالية بالشمولية إذ نتج عن عوامل العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والمشتريين في السوق قليلا وكان حجم التداول الناتج صغيرا فإن السوق تكون ضيقة.

5. حيوية السوق

عندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار فإن ذلك يدل على حيوية السوق، وفي الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية يكون الفرق بين أسعار العرض والطلب صغيرا ويتم إنجاز أي صفقة بيع وشراء بسرعة كما يكون حجم التداول كبيرا.

6. كفاءة المعلومات (كفاءة التسعير) وانخفاض تكاليف التداول (كفاءة التشغيل)¹

الفرع الثاني: مستويات وأهم معوقات الكفاءة

أولا: المستويات المتعلقة بكفاءة السوق

تم تقسيم كفاءة السوق المالية إلى 3 مستويات أو صيغ من الكفاءة وهي كالتالي:

1- المستوى الضعيف لكفاءة السوق The weak form hypothesis :

يسمى أيضا بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، إن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار، لأن التغير في السعر من يوم إلى آخر لا يسير على نمط واحد.²

¹ - قمنا بشرحها في العنصر السابق.

² - بوالكور نورالدين، (تحليل الكفاءة الاقتصادية لبورصة عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف)، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة-الجزائر - م 5، ع 1، 15/04/2018، ص ص 612،613 .

يمكن اختبار كفاءة السوق تحت المستوى الضعيف باستخدام مجموعة من الاختبارات الاحصائية ونماذج الاقتصاد القياسي المالي، وهي كالآتي:

- اختبار الارتباط المتسلسل.
- اختبار الدورات.
- اختبار قاعدة الترشح.
- اختبار الارتباط الذاتي.
- اختبار نسبة التباين.
- اختبار ديكي فولر الموسع.
- اختبار فيليبس بيرون.

1- المستوى الشبه قوي لكفاءة السوق The semi form hypothesis

يطلق عليها كذلك فرضية السوق المتوسطة، هذه الصيغة أسعار الأسهم تعكس كل المعلومات المتاحة للمستثمر ليس فقط المعلومات السابقة، وما على المستثمر إلا الانتظار إلى غاية التأكد أن هذه المعلومات تحقق ارتفاع أو انخفاض في أسعار الأسهم، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبيّنة على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين.¹

2- المستوى القوي لكفاءة السوق The strong hypothesis²

في هذه الصيغة تعكس الأسعار الحالية كل المعلومات ، بحيث تكون كل الفرص متساوية بين المستثمرين من أجل تحقيق الأرباح، لكن يوجد البعض الذين يحققون أرباح استثنائية في

¹ - مونية سلطان، مرجع سابق، ص ص82.

² - بسبع عبد القادر، بن عيسى بن علي، (دور الإفصاح في ظل المعايير الدولية للتقارير المالية وأثره على زيادة كفاءة الأسواق المالية)، مجلة البحوث و الدراسات التجارية، ع1، مارس 2017، ص54.

بعض العمليات نظراً لقدرتهم غير العادية في التنبؤ والتحليل، في المقابل ستنتهي تلك الأرباح في المستقبل بسبب المضاربة.

ثانياً: معوقات كفاءة السوق المالي

- عدم دقة البيانات والمعلومات المنشورة من خلال السوق المالي وتأخير نشر هذه البيانات والمعلومات على المتعاملين مما يقلل من فوائدها للمستثمرين وعدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية وعدم الإفصاح عنها مما يؤثر على اتخاذ القرارات الصائبة.

- المعلومات اللامتناسقة تؤثر حالة وجود بؤر معلوماتية غير متجانسة في العمق والاتساع للمعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار في الاستثمار أو عدمه، ومن المؤكد أن المعلومة اللامتناسقة للمستثمرين ينعكس عدم تجانس التوقعات للبائعين والمستثمرين للأصول ولذلك يقود اللانتناسق إلى السوق غير الكفؤ في الأمد القصير وهو ما يمكن تقليل أثره في الأمد الطويل مع الإشارة إلى أنه في حالة اللانتناسق القوية فإن الآثار الناجمة تكون وخيمة على السوق وقد تؤدي إلى الانهيار.

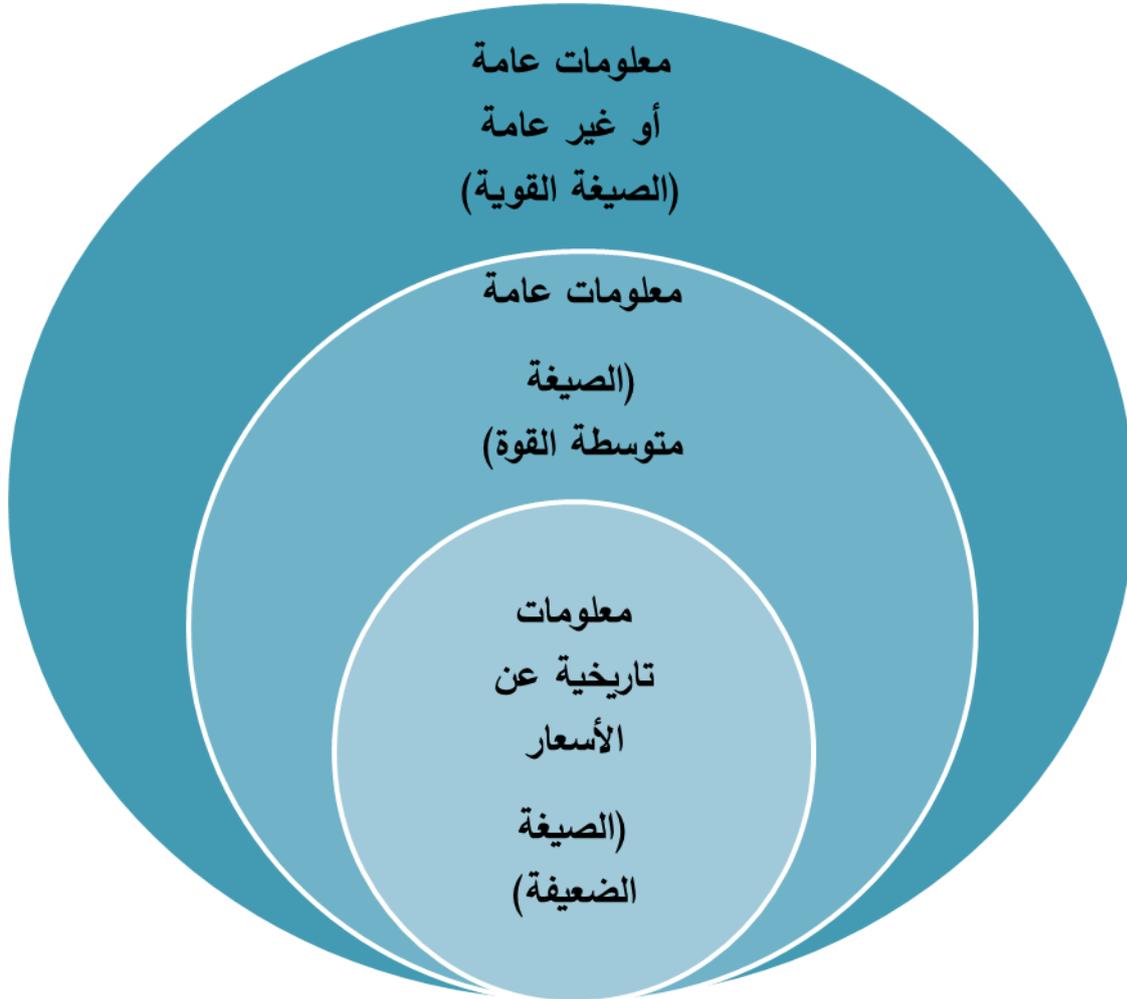
- قيام الوسطاء بتقديم النصح والمشورة إلى العملاء لغرض إبرام صفقات بيع وشراء أوراق مالية لشركات محددة دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى.

- انخفاض عدد المتعاملين وعدم توظيف المستثمرين لأموالهم في تداول الأسواق المالية بيعاً وشراءً، وتنفيذ بعض الصفقات الوهمية والتي تنجم منها تعاملات صورية مكثفة ونشطة بهدف التأثير على أسعار الأوراق المالية وتحقيق أرباح غير حقيقية.

- انتشار ظاهرة المبادلات الداخلية أي استقادة المدراء والمنفذين في بعض الشركات من مزايا السابقين في الحصول على المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية.¹

¹- مونية سلطان، مرجع سابق، ص ص105، 104.

الشكل (1-3): الصيغ الثلاث لكفاءة السوق



المصدر: بن زواي محمد الشريف، نشنش فتيحة، مرجع سابق، ص14.

1. نماذج عن أسواق مالية كفاء

موضح في ملحق بعض الأسواق المالية الكفؤ.

المطلب الثاني: آليات ومؤشرات قياس كفاءة الأسواق المالية

تعددت آليات الرفع من كفاءة السوق المالي نذكر منها أهم المؤشرات التي من شأنها أن تعطي صورة كاملة عن وضع السوق من خلال قياس هذه المؤشرات.

1. مؤشرات قياس الكفاءة لدى الأسواق المالية

للمؤشرات أهمية كبيرة يستخدمها المستثمرون أو الدارسين أو منظمات دولية أو جهات حكومية أو أكاديميين لتحليلاتهم المالية لتنبؤاتهم المستقبلية كإستخدامها للحد من مخاطر التداول المرتبطة بمعدلات العائد، أو للتنبؤ بالوضع المستقبلي للسوق نفسه، أو للحكم على الأداء العام للصناديق و المحافظ الإستثمارية..

أولاً: المؤشر العام¹

يقاس به الأداء العام للبورصة وذلك بجانب مؤشرات الأداء التفصيلية مثل عدد الشركات المدرجة والقيمة السوقية (رأس المال السوقي) لها، وعدد أسهمها ومتوسط حجم التداول وعدد الصفقات..

يحسب مؤشر السوق العام بطريقة معينة في كل سوق وفقاً لعدد الشركات الموجودة ونوعيتها، فمؤشر داوجونز بالولايات المتحدة يحتوي على 30 ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك، أما مؤشر ستاندراند اند بور 500 (S&P 500) فيحتوي على 500 ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك (400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين)، كما يوجد مؤشران آخران لها هما "S&P 100" و "S&P 400" والرقم بجانب المؤشر عادة يعني عدد الشركات التي تدخل في حسابه.

توجد عدة مؤشرات لمعظم الأسواق الأجنبية والعربية موضحة في ملحق.

¹ - أزهاي الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق، ص 146.

ثانيا: مؤشرات مستوى الأداء

لقياس مستوى أداء الأسواق المالية لابد للمستثمرين والمحليلين الماليين من دراسة مؤشرات الإقتصاد الكلي بالدولة واتجاهات السياسة المالية والنقدية..
توجد العديد من المؤشرات التي يتم بواسطتها قياس مستوى أداء الأسواق المالية والتي من أهمها:¹

1. مؤشر معدل القيمة السوقية (الرسملة السوقية)

وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي للدولة.

قيمة الأسهم المدرجة في السوق

$$\frac{\text{القيمة السوقية}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}} = \text{معدل الرسملة السوقية}$$

الناتج المحلي الإجمالي

يقيس هذا المؤشر مقدرة الدولة في التأثير على تحركات رؤوس الأموال وتنويع المخاطر على المستوى الاقتصادي الكلي من خلال السياسات المالية والنقدية التي تشجع إنشاء شركات المساهمة العامة وإدراجها بالسوق المالي.²

2. مؤشر السيولة

يعتبر أهم مؤشرات السوق والذي يخدم وظيفة السوق الأساسية، يوجد عدد من المؤشرات التي تقيس درجة سيولة السوق، إلا أن مؤشر القيمة الكلية المتبادلة ومؤشر معدل الدوران يعتبران الأكثر شيوعا. فمن خلال قسمة نسبة القيمة الكلية للأسهم المحلية التي يتم تبادلها في السوق على الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة زمنية محددة نحصل على مؤشر معدل القيمة الكلية المتبادلة، وبقسمة البسط نفسه على متوسط القيمة السوقية لتلك الفترة نحصل على معدل دوران السهم.

¹ - أيت أكان عزيزة، مرجع سابق، ص 38.

² - أزهاي الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق، ص 147.

$$\frac{\text{نسبة القيمة الكلية للأسهم المحلية}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}} = \text{معدل القيمة الكلية المتبادلة}$$

$$\frac{\text{نسبة القيمة الكلية للأسهم المحلية}}{\text{متوسط القيمة السوقية}} = \text{معدل دوران السهم}$$

3. المؤشر العام لأسعار الأسهم

يستخدم كمقياس للحركة العامة في السوق، بحيث يتم قياسه من مجموعة من الأوراق المالية التي تمثل كافة قطاعات السوق، وبالتالي فإن إرتفاعه أو إنخفاضه بالضرورة يعني إرتفاع أو إنخفاض في السوق ككل، وعادة يقوم السوق نفسه في كثير من الحالات بحساب هذا المؤشر ونشره بموقعه الإلكتروني.¹

4. مؤشر حجم التداول

من خلاله يمكن دراسة احتمالات هبوط أو صعود السوق خلال المستقبل القريب.

5. مؤشر عدد الشركات

يستخدم هذا المؤشر للتعرف على مستوى السوق من ناحية كبره وصغره بالتزامن مع مؤشر القيمة السوقية، إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيرا ولكن اجمالي قيمتها السوقية صغيرا أو العكس، " وتدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة."²

¹ - المرجع نفسه، ص 148.

² - أيت أكان عزيزة، مرجع سابق، ص 38.

❖ المبحث الثالث: الدراسات السابقة

في المبحث الثالث من هذا الفصل، حاولنا التطرق إلى بعض الدراسات السابقة التي لها علاقة بالموضوع بهدف توسيع المعارف ومحاولة الإلمام بمختلف جوانب البحث، حيث تم تصنيف هذه الدراسات في مطلبين إلى دراسات محلية، و دراسات أجنبية، ثم قمنا بدراسة مقارنة بينها و بين الدراسة الحالية.

المطلب الأول: دراسات عربية

قبل دراستنا لهذا الموضوع، تم الاطلاع على بعض الرسائل التي تحمل نفس الخلاصة وهي كالتالي:

1. بوكساني رشيد: (معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها)، رسالة دكتوراه في العلوم الإقتصادية - جامعة الجزائر - سنة 2006م.

وكانت تدور إشكاليته حول: ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟ ، قسم الباحث رسالته إلى قسمين:

حيث قام بتخصيص القسم الأول للملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية وكفاءتها وأهم مؤشراتها وأثر العولمة عليها، كذلك تطرق إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة والأكثر تقدما.

أما القسم الثاني خصصه لدراسة واقع الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، أهم المعوقات التي تعترض تطويرها، وفي الأخير سبل تفعيل وترابط الأسواق المالية العربية.

وقد توصل الباحث إلى نتيجة خلاصتها أن غياب الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في الأسواق بحصص متساوية يمس مصداقية الأسواق، لذا تتوجه الاستثمارات العربية نحو البورصات العالمية التي تتميز بمستوى عالي من الإفصاح، وبالتالي تتأكد فرضية الباحث بأن عدم كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية يعود إلى عدم توفر المعلومات لأن كفاءة السوق تتوقف على تحقيق أهدافه الذي تتمثل في تقديم السعر

العادل للأوراق المالية المتداولة الذي يهكس بطبيعة الحال كافة المعلومات المتاحة وعدم وجود وقت كبير بين ظهور المعلومة وتحليلها ثم إتخاذ قرار الاستثمار.

2. لطرش سميرة: (كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية-)، رسالة دكتوراه في العلوم الإقتصادية - جامعة منتوري قسنطينة- سنة 2010.

والتي تدور إشكاليها حول: هل لكفاءة سوق رأس المال أثر على القيمة السوقية؟

قامت الباحثة بدراسة عدة أسواق عربية وكانت من بينها السوق المالي الجزائري وقد طبقت عليها أكثر من طريقة لاختبار كفاءتها..

في البداية استخدمت الباحثة مجموعة من مؤشرات السوق لتمكنها من الحكم على مدى كفاءة سوق رأس المال والمتمثلة في: مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق، ومؤشر رأس المال السوقي، حيث توصلت إلى مايلي:

بورصة الجزائر تحتل المركز الأخير لأن عدد الشركات المدرجة فيها انخفض من 3 شركات إلى شركتين، أما فيما يخص مؤشر السيولة شاهد انخفاض شديد كما بينه معدل دوران السهم خلال فترة الدراسة إلى أقل من الواحد الصحيح، ويعني ذلك انخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة، من جهة أخرى تطور معدل نمو قيمة التداول يعكس ركود نشاط البورصة.

كذلك سجل مؤشر رأس المال السوقي انخفاض في معظم سنوات الدراسة، يدل هذا على تقلص القاعدة الاستثمارية في البورصة، كما يعكس عليها عجزها على تعبئة الادخار وتشجيع الاستثمار وعجزها أيضا في زيادة الإصدارات الجديدة، كل هذه المؤشرات استخرج منها أن بورصة الجزائر غير كفؤ.

ثم استخدمت طريقة الأنماط الطارئة التي تقيس كفاءة السوق في صيغته الضعيفة لتجد أن التغيرات المتتالية في سعر سهم الأوراسي غير مستقلة عن بعضها البعض، لتتوصل إلى النتيجة المتوقعة نظرا للمؤشرات السابقة أنه سوق مالي غير كفؤ حتى في صيغته الضعيفة.

المطلب الثاني: دراسات أجنبية

3. دراسة فرج أحمد العسكري، علي محمد المحمودي، محمد ميلاد صالح ، مقال بعنوان " تقييم كفاءة سوق الأوراق المالية الليبي دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي للفترة من 2012/03/01 إلى 2013/04/30 "، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، كلية الاقتصادية والتجارة زليتن، الجامعة الأسمرية الإسلامية، ع 10، الجماهيرية الليبية، 2017.

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم كفاءة سوق الأوراق المالية الليبي عند المستوى الضعيف وذلك باختبار ما إذا كانت سلسلة من عوائد أسهم الشركات - عينة الدراسة- تتمتع بالاستقلالية فيما بينها وتتبع السير العشوائي، حيث تم طرح إشكالية الدراسة من خلال السؤال الرئيسي التالي : هل سوق الأوراق المالية الليبي كفاء عند أدنى مستويات الكفاءة ؟ وللإجابة على إشكالية الدراسة تم إجراء عدد من الاختبارات الإحصائية استخدمت في عدد كبير من الدراسات السابقة أثبتت قدرتها على اختبار الكفاءة عند المستوى الأدنى كإختبار التوزيع الطبيعي واختبار الارتباط المتسلسل واختبار جذر الوحدة، وكانت العينة عبارة عن أسعار الإغلاق الشهرية للشركات -عينة الدراسة- وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها أن سوق الأوراق المالية الليبي لا يتمتع بأي من مستويات الكفاءة.

4. دراسة أسامة وجدي وديع ، "مقال بعنوان كفاءة الأسواق المالية دراسة تطبيقية

على بورصة نيويورك للأوراق المالية "، المجلة العلمية للبحوث والدراسات

التجارية، ع 2، الجامعة الحديثة للتكنولوجيا والمعلومات، مصر، 2012.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل فرضية كفاءة الأسواق المالية وذلك من خلال منظور غير تقليدي، وهذا للإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة والتي تمثلت في طرح السؤال الرئيسي التالي : " هل يوجد إختلاف في مستوى كفاءة الأسهم العادية التي تنتمي لذات السوق ؟ " وقد تم محاولة الإجابة على إشكالية هذه الدراسة عن طريق تحديد مدى تماثل الكفاءة للأسهم العادية التي تنتمي لذات السوق، وذلك بتحليل الأسهم العادية التي يتضمنها مؤشر داو جونز لدتوسط الصناعة و المقيدة في بورصة نيويورك للأوراق المالية على أساس البيانات اليومية منذ الأول من يناير 2008م حتى منتصف يناير 2012م، وذلك من خلال اختبار فرضية السير العشوائي باستخدام كل من اختبار التحولات في إتجاهات العوائد RUNS TEST واختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation، واختبار لمعرفة مدى تماثل تباين العوائد اليومية باستخدام إختبار Homogeneity Of ,Variances وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها أن الأسهم العادية التي تنتمي لذات السوق لا تتمتع بذات مستوي الكفاءة، وقد أرجعت الدراسة هذا التباين في مستوى كفاءة الأسهم إلى عوامل خاصة بالأصل المالي، وأخرى خاصة بالتداول على ذلك الأصل.

5. دراسة Eugene.F.Fama، مقال بعنوان **Efficiency Capital**

» **Markets**، نشرت في مجلة: **The journal Of Finance** في ديسمبر

.1991

هذه الدراسة كانت من أوائل وأهم الدراسات التي تعمقت البحث في موضوع كفاءة السوق المالي على المستوى الضعيف، حيث استخدم الباحث اختبار الارتباط الذاتي والاختبار المتكرر على احدى الشركات الأمريكية في سوق نيويورك مكونة من 30 سهم متداول بين سنة 1956_1961، وقد استنتج من دراسته لهذا الجانب أن لأسعار الأسهم سير عشوائي وعدم وجود ارتباط.

المطلب الثالث: مقارنة بين الدراسات السابقة والحالية

من خلال هذا المطلب سنقوم بإجراء عملية مقارنة عامة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة وذلك كما يلي:

أولاً : أوجه التشابه

- هدفت كل من الدراسة الحالية و مختلف الدراسات السابقة إلى دراسة متغير كفاءة السوق المالي والتطرق إلى الإطار المفاهيمي له؛
- إستخدام في إستخدام نفس المصدر في الحصول على المعلومات وهي الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر و تقارير صندوق النقد العربي؛
- التشابه في إستخدام نفس المنهج في الدراسة.

ثانياً : أوجه الإختلاف

- **الإختلاف الزمني لفترات الدراسة:** حيث تعتبر هذه الدراسة حديثة نسبياً مقارنة بباقي الدراسات أي أن الفترة الزمنية المدروسة بالدراسة الحالية قد تتسم بخصائص مختلفة عن باقي الفترات التي تم دراستها من قبل الدراسات السابقة؛
- **الإختلاف المكاني :** إقتصرت الدراسة الحالية على دراسة بورصة الجزائر فقط ، بينما بعض الدراسات السابقة فقد تطرقت إلى السوق المالي الخارجي وبالأخص العربية ، وهذا قد يختلف عن الخصائص التي يتميز بها الإقتصاد الجزائري عن باقي إقتصاديات الدول الأخرى؛
- **الإختلاف في نماذج الإختبار:** تعد مؤشرات قياس كفاءة السوق المالي متعددة ومتنوعة ففي الدراسة الحالية تم التطرق إلى مؤشر السيولة و قيمة التداول وبعض المؤشرات الأخرى على المستوى الضعيف والمستوى المتوسط ، بينما فقد توسعت بعض الدراسات في دراسة المؤشرات المتعلقة بقياس الكفاءة وإجراء إختبارات الكفاءة على مختلف المستويات.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل وجدنا أن الأسواق المالية هي تلك الحيز أو الرقعة أو نقطة الالتقاء للفتنين ، لتداول الأسهم والسندات، بمكوناته الأساسية كالسوق النقدي وسوق رأس المال وكذا بقية تقسيماته، غايتها تحقيق أهداف معينة منها تداول الأوراق المالية وجلب أكبر قدر من المتعاملين لتكوين رأس مال كبير، بغية الدخول في منافسة مع الأسواق الكبرى.

كانت الغاية من دراسة ومعرفة الأسواق المالية ومدى كفاءتها، الوصول إلى أهم ما يعيق سيرورة عملها، وآليات تفعيل نشاطها، حيث أصبحت كفاءة الأسواق المالية هي العامل الذي يرفع من مكانة الاقتصاد والتأثير فيه، ولكسب مكانة بين الدول المتقدمة يجب تعجيل إيجاد الحلول وتطبيقها.

ولمعرفة كفاءة السوق مررنا بأهم مؤشرات البورصة (مؤشر عدد الشركات، مؤشر معدل القيمة السوقية، مؤشر السيولة، مؤشر حجم التداول و المؤشر العام للأسعار)، من خلال دراسة هذه المؤشرات نتوصل لمدى كفاءة السوق.

الفصل الثاني

دراسة كفاءة بورصة الجزائر

تمهيد الفصل:

سننظر في هذا الفصل إلى معالم بورصة الجزائر، حيث سنتعرف على الشركات المدرجة فيها والهيئات المكونة لها، بالإضافة إلى معوقات تطور نشاطها، كما أنها استهدفت في هذا الفصل اختبار كفاءة بورصة الجزائر بطريقتين: الأولى عن طريق دراسة أربعة من مؤشرات السوق، مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق (معدل القيمة الكلية المتبادلة و معدل دوران السهم) بالإضافة إلى مؤشر القيمة السوقية (الرسملة)، أما الطريقة الثانية هي دراسة مدى كفاءته على المستوى الضعيف باستخدام عدة اختبارات عبر مراحل، ثم من خلال الطريقتين نتوصل إلى مدى كفاءة بورصة الجزائر عن طرق مؤشرات السوق و كذلك بطريقة اختبار التوزيع الطبيعي، اختبار جذر الوحدة، اختبار الارتباط الذاتي، اختبار التكرارات واختبار نسبة التباين.

و بناءا على ما تقدم سيشمل الفصل الثاني على ثلاثة مباحث كالتالي:

- ✓ المبحث الأول: الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر؛
- ✓ المبحث الثاني: قياس كفاءة بورصة الجزائر باستخدام طريقة مؤشرات السوق؛
- ✓ المبحث الثالث: قياس كفاءة بورصة الجزائر عند المستوى الضعيف والمتوسط.

❖ المبحث الأول: الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر

كل اقتصاد يحتاج إلى سوق مالي يتداول فيه كل الجهات المعنية (شركات، هيئات مالية، حكومة، أفراد...) مختلف عمليات التداول، تخضع لقوانين ونظم محددة تضعها إدارة البورصة، قامت الجزائر بفتح بورصة لتوسيع المجال وزيادة فرص الاستثمار، إلا أن العوائق كانت كبيرة جعلت من بورصة الجزائر غير فعالة ضعيفة أو شبه معدومة الوجود، سنتعرف في هذا المبحث على نشأة بورصة الجزائر ومراحل إنجازها، والشركات المدرجة فيها، ثم نستعرض سبب فشلها وعدم تفعيلها.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر ومراحل إنجازها

أولاً: النشأة

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر سنة 1990 في إطار الإصلاحات الإقتصادية المعلنة منذ 1988¹، في نفس الوقت قامت السلطات بتعديل النصوص القانونية المؤسسة لها عدة مرات أهمها كان في 23 ماي 1993 بموجب المرسوم التشريعي 93-10، كما تم أيضا إصدار قانون الخوصصة في 26 أوت 1995 بموجب القانون رقم 95-22 المعدل في مارس 1997. ويعد تنظيم بورصة الجزائر الإطار المنظم للسوق المالية والقيم المنقولة المتداولة من خلال هياكله الإدارية والفنية إذ جاء لتلبية مطالب التنمية وتوسيع فرص الاستثمار للأفراد والمؤسسات²، إضافة إلى بعض القوانين التي صدرت حينها:

- قانون 88-01 المتعلق ب: " توجه المؤسسات العمومية الإقتصادية "، جاء هذا القانون ليقرر استقلالية تسيير المؤسسات العمومية الإقتصادية، أي أن الدولة ليس لها دخل في التسيير.

- قانون 88-03 المتعلق بتشكيل 08 صناديق مساهمة، تعتبر مكلفة بالتسيير في مكان

¹ - أيت أكان عزيزة، بوصفيع فتيحة، مرجع سابق، ص ص94،93.

² - أمينة بودريوة، (واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري)، المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي، جامعة محمد بوقرة-بومرداس - ع 7، 2019/11/13، ص193.

الدولة لمجموعة من أسهم المؤسسات التي تتوجه كذلك للإستقلالية المالية، و تتمثل في:

- صندوق المواد الغذائية الفلاحية؛
- صندوق مناجم الفحم والري؛
- صندوق التجهيز؛
- صندوق البناء؛
- صندوق الكيمياء، البتروكيميا، الصيدلانية؛
- صندوق الإتصال، الإلكترونيك والإعلام الآلي؛
- صندوق الصناعات المختلفة؛
- صندوق الخدمات.

ثانيا: مراحل النشأة¹

➤ المرحلة التقريرية (1990-1992):

في 09/12/1990 تم اصدار قرار بإنشاء شركة القيم المنقولة وهي شركة ذات أسهم تقدر بـ 320.000 دج، مقسم بالتساوي على المساهمين، يديرها مجلس إدارة متكون من 8 أعضاء (صناديق المساهمة)، كان هدفها الأساسي إنشاء بورصة للأوراق المالية ونظرا لضعف رأسمال شركة القيم المنقولة تم رفع رأسمالها في 02/02/1992 إلى 9.320.000 دج، كما تم تغيير تسميتها إلى بورصة القيم المنقولة لكنها رغم ذلك لم تتمكن من تفعيل دورها.

➤ المرحلة الابتدائية (1993-1996):

خلال هذه المرحلة تم صدور:

- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/04/1993، المعدل والمتمم لأمر قانون التجارة.
- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993، المتعلق بسوق القيم المنقولة.

¹ - حنان سعدي، تحليل أداء سوق الأسهم لبورصة الجزائر خلال الفترة (2013-2019)، المجلة الجزائرية للاقتصاد السياسي، جامعة الجزائر-3 م 2، ع 2، 2020/06، ص70.

وبموجبها تمت عملية تأسيس بورصة الجزائر، حيث نص هذا الأخير على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها.

➤ المرحلة الانطلاقة الفعلية :

في هذه المرحلة تم الإنشاء من الناحيتين القانونية والتقنية، حيث تم وضع نص قانوني لإنشاءها وتنظيمها وأصبح لديها مكان مادي وتم كذلك تنظيم لجنة ومراقبة عمليات البورصة إلى جانب شركة تسيير القيم ، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

في بداية 1997 تم اختيار الوسطاء المكونين من طرف اللجنة والاستعانة بالخبراء الاجانب، وفي نهاية هذه السنة تم قبول بدأ المؤسسات الاقتصادية بإصدار القيم المنقولة والشروع في عملية التداول.

المطلب الثاني: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر

تناول هذا المطلب ثلاث هيئات مكونة لبورصة الجزائر تتمثل في ¹ :

1. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)

هي هيئة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تولى مهمة السهر على حماية ادخارات المستثمرين في القيم المنقولة والسير الحسن للسوق وشفافيتها، لها أيضا مهام أخرى تتمثل في:

- ✓ سلطة تنظيمية؛
- ✓ سلطة الاعتماد والتأهيل؛
- ✓ سلطة المراقبة والحراسة والتحقق؛
- ✓ سلطة التأديب والتحكيم.

" لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هي سلطة تنظيمية مستقلة تتمتع بالشخصية

الاعتبارية والاستقلال المالي، وتتألف من: رئيس (يمارس مهامه بدوام كامل)، وستة (6) أعضاء (غير دائمين)، يعينه رئيس الجمهورية بناء على اقتراح وزير المالية، بمرسوم رئاسي

¹ - المرجع نفسه، ص 71.

لمدة أربع (4) سنوات.

يتم تعيين أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وفقاً لمهاراتهم المالية في سوق الأوراق المالية لمدة أربع (4) سنوات.¹

2. شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)²

هي شركة ذات أسهم، المعروفة باسم بورصة الجزائر مملوكة للوسطاء في عمليات البورصة، تتمثل مهامها في:

- ✓ التنظيم العملي لعمليات إدخال الشركات إلى البورصة؛
- ✓ التنظيم المادي لجلسات التداول؛
- ✓ تنظيم عمليات المقاصة على القيم المنقولة؛
- ✓ تسيير التفاوض وتحديد الأسعار ونشر المعلومات المتعلقة بعمليات التداول في البورصة.

3. المؤتمر المركزي على السندات

هو شركة ذات أسهم تنشط تحت اسم " الجزائر للتسوية "، تتولى مهمة تسوية وتسليم المعاملات على القيم المنقولة من خلال:

- ✓ فتح وإدارة حسابات السندات الجارية لصالح ماسكي الحساب (الحافظين المنخرطين فيه)؛
- ✓ يركز حفظ السندات ويسهل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى آخر؛
- ✓ ينفذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأس المال..)؛
- ✓ ينشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

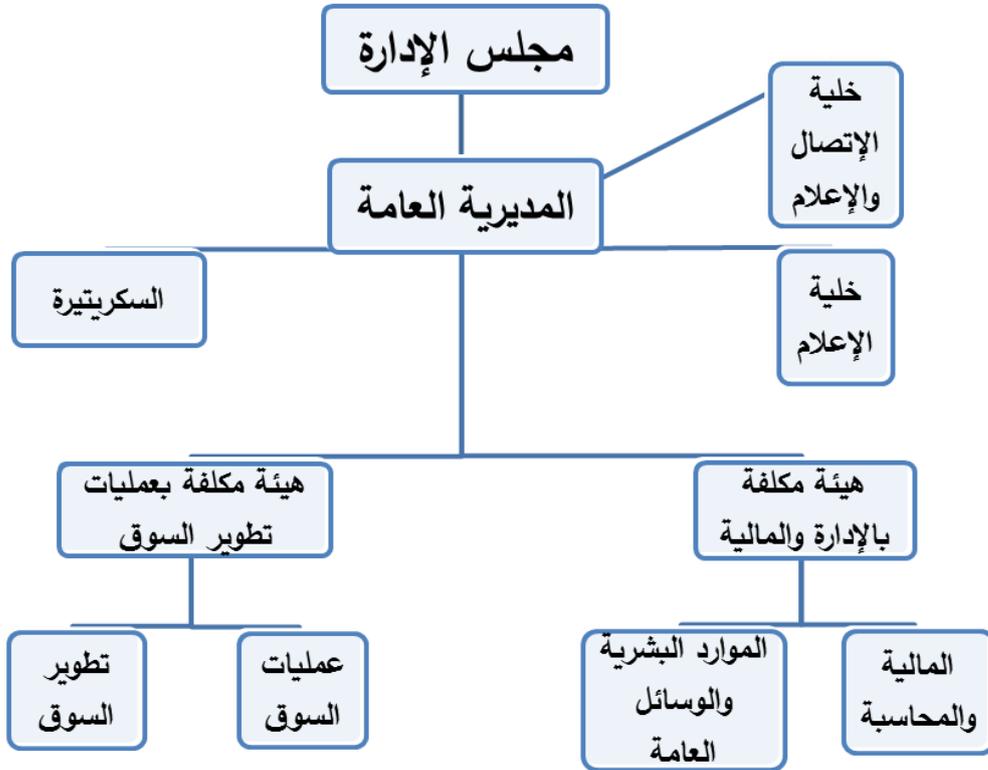
كما أنه يزيل الطابع المادي لسندات الشركات المسعرة في بورصة الجزائر، كذلك يسمح لمصدري السندات بأن يقلصوا تكاليف اللجوء العلني للاذخار بشكل كبير، يضمن أيضا

¹ - Youcef Deboub, (Analyse du cadre juridique, organisationnel et fonctionnel de l'autorité du marché financier algérien), *Revue des Sciences Économiques de Gestion et de Commerce*, université d'Alger 3, N° 26 - 2012, p10.

² - حنان سعدي، مرجع سابق، ص72.

تزامن عمليتي التسوية والتسليم حيث يتم تسليم السندات والتسوية النقدية للتداول في البورصة لدى المؤتمر المركزي أما النقود لدى بنك الجزائر في آن واحد.

الشكل رقم (1-2) : الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: موقع الرسمي للبورصة www.sgbv.dz ، تاريخ الإطلاع: 2020/09/13، 11:11 سا.

الشكل رقم (1-2) يوضح هيكل بورصة الجزائر بصفة عامة، وأهم هيئاته المكونة له وكل هيئة بما تختص.

المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر

اعترض سير عمل بورصة الجزائر عدة معوقات نلخصها في النقاط التالية:¹

أ- ارتفاع التضخم وضعف الادخار:

يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء لمخزنتهم لإنفاقها على السلع الاستهلاكية، بما أن هذه الظاهرة تعرف بارتفاع منتظم ومستمر لأسعار السلع والخدمات مما يجعل الأفراد يستغنون عن ادخار جزء من الدخل.

ب- ضعف الجهاز الإنتاجي:

- ارتفاع عدد العمال بالمقابل ضعف المردودية واليد العاملة غير المؤهلة؛
- مؤسسات عمومية غير متوازنة؛
- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات؛
- إن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير.

ج- هيمنة القطاع العام على الاقتصاد الجزائري:

تأخرت السلطات الجزائرية في تطبيق عمليات الخصخصة للمؤسسات التي كان يعول عليها كثيرا في تنشيط البورصة، الأمر الذي زاد من عرقلة نموها وتطورها حيث بقي القطاع العام يهيمن على الاقتصاد الجزائري بنسبة كبيرة مقارنة بالقطاع الخاص.

د- عدم ملائمة التشريعات القانونية:²

في حال توقف السلطات الجزائرية في الاستمرار على المحافظة على الملكية العامة للشركات العمومية ويتم فسح المجال أمام رأس المال الخاص (المحلي أو الاجنبي) كعمول للشركات العمومية ومراقبة نشاطها سيضمن هذا المزيد من الديناميكية والفعالية بين مختلف القطاعات الاقتصادية، كما سيضمن هذا درجة التطور التي يفترض أن تطلع بها بورصة الجزائر أمام نظيراتها في المغرب وتونس.

¹ - أمينة بودريوة، مرجع سابق، ص 200.

² - المرجع السابق، ص 201.

هـ- العائق الاجتماعي والثقافي:

بالنسبة للعائق الاجتماعي نجد أغلب العائلات متجهة نحو حاجياتها من غذاء ولباس، أما بالنسبة للعائق الثقافي نوجه الأفراد مدخراتها نحو البنوك العمومية لأنها أكثر أمانا وثقة بالنسبة لهم، سبب كل هذا غياب الثقافة البورصية.

و- العامل الديني:

باعتبار التعامل بالسندات من الناحية الدينية فيها حرج لأنها قرض ربوي، والعديد من الجهات تقر بأن التعاملات في البورصة من حيث الربا من المحرمات، هذا ما يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين.

❖ المبحث الثاني: قياس كفاءة بورصة الجزائر باستخدام مؤشرات السوق

وقياس كفاءتها على المستوى الضعيف والمتوسط.

لدراسة كفاءة بورصة الجزائر سوف نقوم باتباع طريقتين وهما قياس كفاءتها باستخدام مؤشرات السوق و قياس كفاءتها على المستوى الضعيف والمتوسط.

المطلب الأول: مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

هذا المؤشر يعتبر مقياس أساسي لمعرفة مدى كفاءة بورصة الجزائر، حيث كثرة الشركات المدرجة داخلها يعنى أن المعاملات فيها نشطة ومختلفة، هذا ما يعكس كفاءتها. في الجدول رقم(1-2) كل الشركات المدرجة في بورصة الجزائر من بداية التأسيس إلى غاية سنة 2020.

جدول (1-2) : الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

رمز ISIN	الرمز في البورصة	اسم الشركة	القطاع/الفئة	القيمة الاسمية دج	عدد الأسهم
DZ0000010037	ALL	أليانس للتأمينات	التأمينات	200	5 804 511
DZ0000010045	ROUI	أن سي أ رويبة	الصناعة الغذائية	100	8 491 950
DZ0000010029	AUR	م. ت. ف الأوراسي	الفندقة	250	6 000 000
DZ0000010003	SAI	صيدال	الصناعة الصيدلانية	250	10 000 000
DZ0000010052	BIO	بيوفارم	الصناعة الصيدلانية	200	25 521 875
DZ0000010060	AOM	أوم انفست	سياحة	100	1 159 300

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر www.sgbv.dz، تاريخ الاطلاع: 2020، 23/10/09/11 سا.

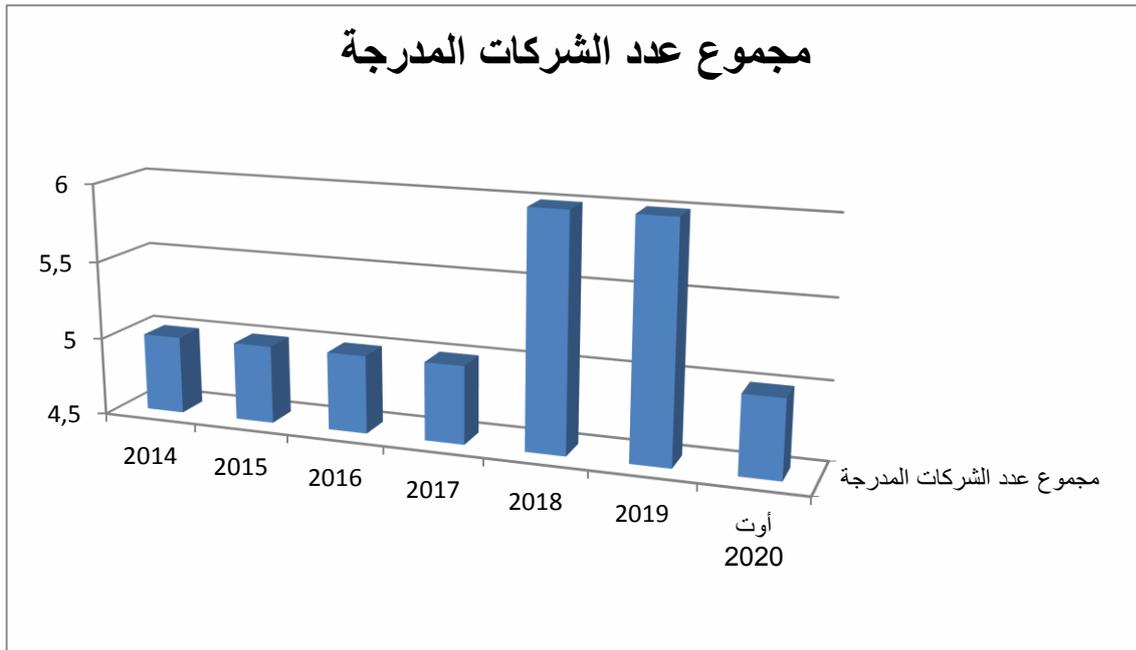
أما في الجدول رقم (2-2) سنستعرض تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة ما بين 2014_2020 وتحليل النتائج المتوصل إليها.

الجدول (2-2): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

السنة	الأسهم	السندات	مجموع عدد الشركات المدرجة
2014	4	1	5
2015	4	1	5
2016	5	0	5
2017	5	0	5
2018	6	0	6
2019	6	0	6
أوت 2020	5	0	5

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع البورصة www.sgbv.dz ، تاريخ الاطلاع: 20:19، 2020/09/11 سا.

الشكل رقم (2-2): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال (2020-2014)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (2-2)

من خلال الجدول السابق رقم (2-2) و الشكل البياني الذي يوضح التغيير في عدد

الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، نلاحظ في بداية 2014 أن عدد شركات القيم المنقولة(الأسهم) 5 منها: 4 شركات مساهمة: أليانس للتأمينات، الأوراسي، ان سي أ رويبة وصيدال، و(السندات) شركة داخلية، في 2016 خرجت هذه الأخيرة لكنها تدخل في نفس السنة شركة بيو فارم ونفس الحال في سنة 2017، إلى غاية 2018 و 2019 على التوالي تتضمن شركة أوم انفست إلى قائمة الشركات ليصبح العدد 6 شركات، لكن سرعان ما انخفض العدد، لتبقى فقط 5 شركات من جديد في هذه السنة بانسحاب شركة ان سي أ رويبة من البورصة، وهذا يدل على التذبذب الذي تتميز به بورصة الجزائر من جهة زيادة عدد الشركات، لكنه يؤثر بها سلبا من جهة انسحاب البعض من التعامل فيها.

انطلاقا مما سبق إذا أردنا قياس مدى اتساع حجم السوق بالاعتماد على الشركات المسجلة من أجل القول أن السوق كفو أم لا، لكننا نلاحظ أن سوق الجزائر المالي غير كفو لأن عدد الشركات المدرجة فيه غير كافي لرفع من شأنه وجعله يحقق الاهداف المراد الوصول لها من خلاله.

المطلب الثاني: مؤشر سيولة السوق ورأس المال السوقي

مؤشر سيولة السوق مرتبط بقسمة التداول ومعدل دوران السهم، أما بالنسبة لرأس المال السوقي(القيمة السوقية) فهو مرتبط بالاصدارات.

الفرع الأول : مؤشر سيولة السوق

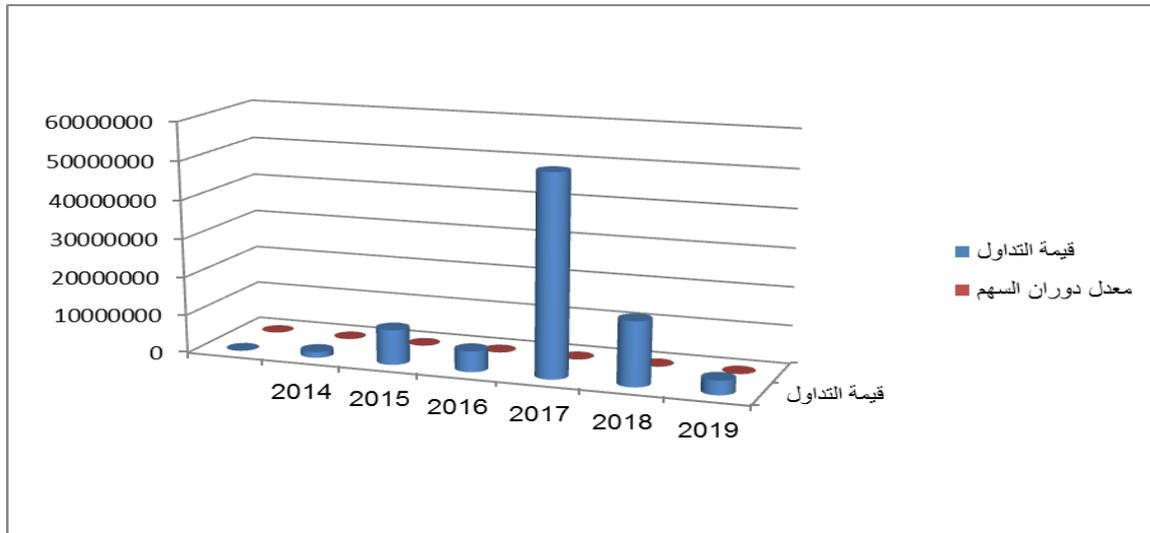
سنحاول دراسة وتحليل النتائج لسيولة بورصة الجزائر وذلك بتتبع قيمة التداول ومعدل دوران السهم خلال الدراسة، وهو ما يتضح لنا من خلال الجدول الموالي:

الجدول (2-3): تطور مؤشر السيولة في بورصة الجزائر

السنة	قيمة التداول	معدل دوران السهم (%)	معدل نمو قيمة التداول
2014	1516300	0.06	-
2015	9086280	0.05	+ % 4.99
2016	5398050	0.07	- % 0.40
2017	51895600	0.06	+ % 8.61
2018	16667458	0.04	- % 0.67
2019	3668685	0.01	- % 0.77

المصدر: إعتامادا على الموقع الرسمي للبورصة والنشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

الشكل رقم (2-3): تطور مؤشر السيولة في بورصة الجزائر



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم(2-3).

نلاحظ من الجدول رقم (2-3) والشكل البياني رقم (2-3) أن معدل دوران السهم في 2015 انخفض إلى 0.05 % مقارنة بسنة 2014 حيث كان يقدر بـ 0.06 %، ثم يعود إلى 0.07 % في سنة 2016، وينخفض في السنوات 2017، 2018، 2019 على التوالي إلى 0.06 % ثم 0.04 % ثم 0.01 %، ليحقق أكبر قيمة في سنة 2020 التي تقدر بـ 0.46 %، لكنها رغم ذلك أقل من الواحد وهذا يدل على أن معدل دوران السهم أقل

من مرة في السنة، ويعتبر معدل بطيء جدا، كذلك يدل على أن عملية بيع وشراء الأسهم قليلة جدا.

أما بالنسبة لقيمة التداول ارتفعت في سنة 2015 مقارنة بسنة 2014، ثم ينخفض في 2016 من جديد، ليشهد أعلى قيمة تداول في سنوات الدراسة سنة 2017 التي قدرت بـ 51.895.600 مليون دج، انخفض بعد ذلك في السنة الموالية لكنها تعتبر أفضل من سنوات سابقة، لتتهار قيمة التداول في سنة 2019 حيث قدرت بـ 3.668.685 مليون دج، عادت لترتفع في السنة الحالية 2020 لكنها تبقى أقل من سنة 2017 و2018 .

وبالنسبة لمعدل نمو قيمة التداول فقد شاهد تذبذب في تغيرات الحادثة خلال سنوات لدراسة، يعتبر هذا التذبذب في صالح البورصة لكنه يبقى ضعيف جدا، ما يثبت لنا أن بورصة الجزائر غير كفؤ كذلك بالنسبة لمؤشر السيولة في السوق.

• الفرع الثاني: مؤشر رأس المال السوقي

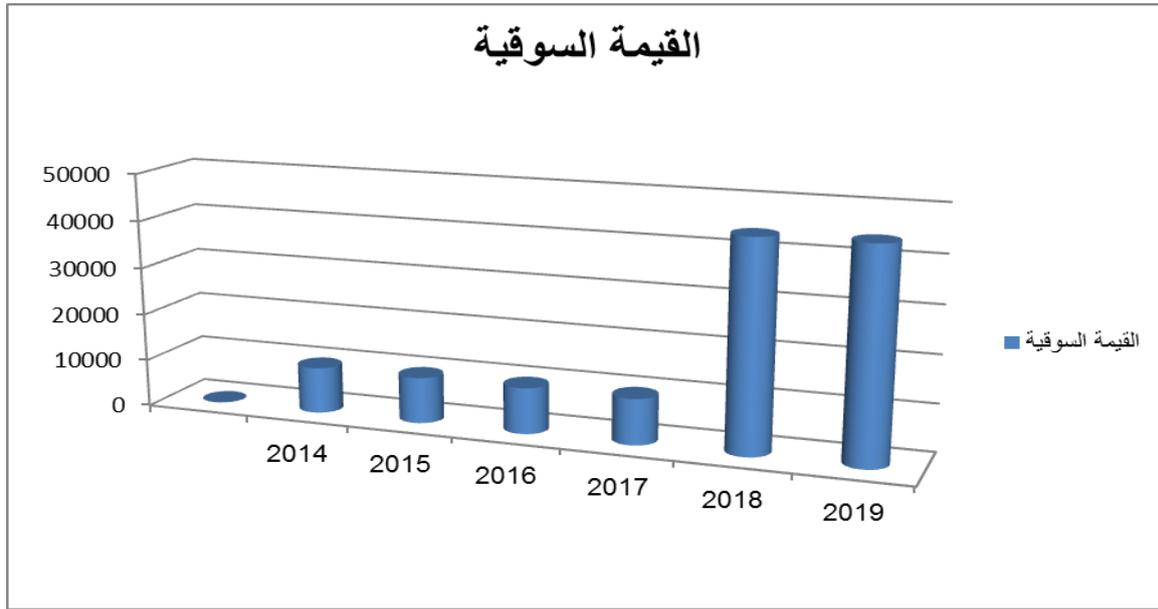
في هذا الفرع نقوم بدراسة القيمة السوقية وتحليل النتائج المتوصل إليها، كما يمكننا أن نوضح التطورات الحاصلة في رأس المال السوقي في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة في الجدول الموالي:

الجدول (2-4): تطور رأس القيمة السوقية في بورصة الجزائر

السنة	القيمة السوقية(مليون دينار)	معدل نمو القيمة السوقية (%)
2014	9.735	-
2015	9.702	- 0.33
2016	9.716	+ 0.14
2017	9.698	- 0.18
2018	43.935	+ 353.03
2019	44.209	+ 0.62

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

الشكل رقم (2-4): تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم(2-4).

نلاحظ بعد اطلاعنا على الجدول رقم (2-4) والشكل رقم (2-4) تطور رأس المال السوقي (القيمة السوقية) في بورصة الجزائر، حيث أنه، في سنة 2015 انخفض مقارنة بسنة 2014، ثم ارتفع بنسبة قليلة في 2016 و في 2017 زاد انخفاضه، ثم ارتفع في سنتي 2018، 2019، على التوالي، وهذا يدل على زيادة في الاستثمار و تعبئة الادخار لكن بنسبة قليلة جدا، ثم انخفض بنسبة قليلة مقارنة بالسنوات الماضية في سنة 2020.

نتوصل إلى نتيجة واضحة وهي عجز بورصة الجزائر عن زيادة الإصدارات وأنها تعرف نمو بطيء رغم اتجاه تطور رأس مالها السوقي الموجب في السنوات الأخيرة إلى أنها تبقى ضعيفة.

كما أننا نعلم أن القاعدة القوية للبورصات الكبرى في مختلف الدول سببها عدد الشركات المدرجة و نسبة المساهمة فيها وسيولتها الكبيرة حجم التداول وعدد الصفقات التي تحدث داخلها و معدل دوران أسهمها على الأقل أكثر من مرة أو مرتين في السنة، وهذا عكس ما وجد في بورصة الجزائر التي تضمن فقط 6 شركات في هذه السنوات الأخيرة بقدرة مالية

قليلة، ومعدل دوران أسهم ضعيف جدا و قيمة سوقية جد متدنية، يدل هذا على أنها أصغر بورصة بالنسبة لجميع المؤشرات.

زيادة على كل ما سبق هناك مجموعة كبيرة من المؤسسات لا تتناسب معاييرها مع شروط دخول إلى البورصة لأنها لا تمتلك الخصائص و المميزات التي تؤهلها لتكون جزء من البورصة، ولجلب البعض منها وجعلها مناسبة للانضمام يجب تسهيل شروط التداول والرفع من سيولة القيم وزيادة الاصدارات.

المطلب الثالث : إختبار كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها الضعيفة

سنقوم من خلال هذا المطلب بإختبار كفاءة بورصة الجزائر من بين ثلاث مستويات اخترنا الصيغة الضعيفة حيث أننا سنمر عبر عدة مراحل لنرى إن كانت تتصف بالكفاءة وفقا للعناصر الموالية:

أولا : الدراسة الإحصائية الوصفية لمؤشرات الدراسة

1- بالنسبة لمؤشر قيمة التداول :

الجدول رقم (2-5) : الإحصاءات الوصفية لمؤشر قيمة التداول

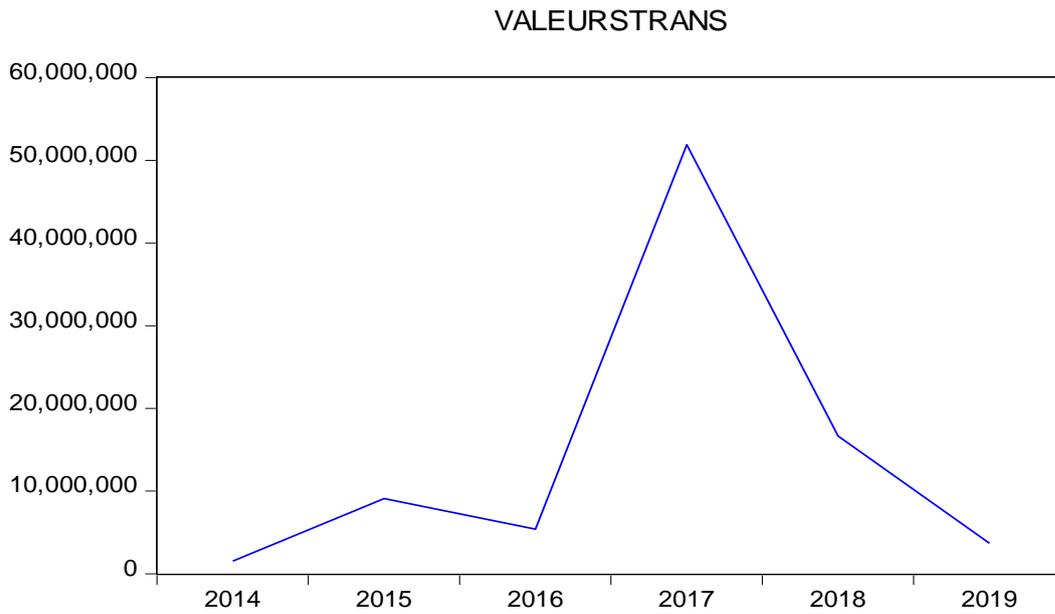
السنة	قيمة التداول	المتوسط الحسابي	الإنحراف المعياري	إختبار التوزيع الطبيعي	القيمة الإحتمالية
2014	1516300	14705396	18978532	2.35	0.30
2015	9086280				
2016	5398050				
2017	51895600				
2018	16667458				
2019	3668685				

المصدر : بناء على www.sgbv.dz - تاريخ الإطلاع (2020/09/18)

يوضح لنا الجدول أعلاه الإحصاءات الوصفية (أنظر الملحق رقم 01) لمؤشر قيمة التداول للفترة مابين (2014-2019) لشركة صيدال والتي من أهمها نجد المتوسط الحسابي

لحجم التداول بلغ 14705396 بإنحراف معياري يساوي 18978532 كما نلاحظ أن قيمة إختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera بلغ 2.35 ، بقيمة إحتتمالية تساوي 0.30 وهي أكبر من (0.05) مما يدل على أن بيانات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي ، والشكل التالي يوضح لنا ذلك :

الشكل رقم (2-5) : التوزيع الطبيعي لقيمة تداول أسهم وسندات بورصة الجزائر



المصدر : بناء على مخرجات برنامج Eviews

2- بالنسبة لمؤشر متوسط مرجح سعر السهم:

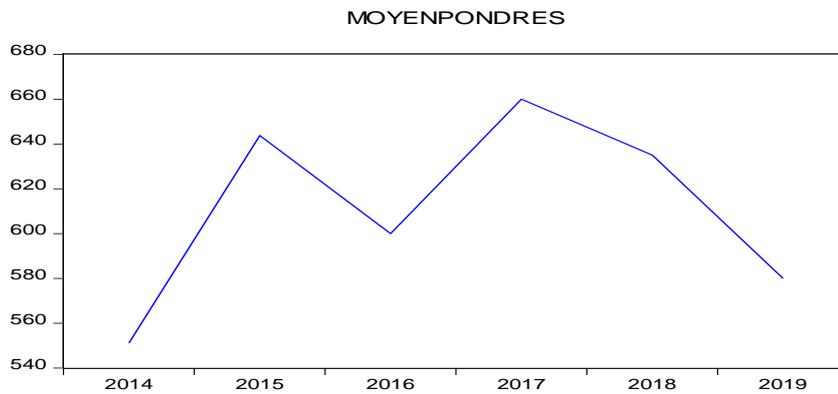
الجدول رقم (2-6) : الإحصاءات الوصفية لمؤشر المتوسط المرجح لسعر السهم

القيمة الإحتتمالية	إختبار التوزيع الطبيعي	الإنحراف المعياري	المتوسط الحسابي	قيمة التداول	السنة
0.77	0.51	41.75	611.64	551.11	2014
				643.75	2015
				600	2016
				660	2017
				635	2018
				580	2019

المصدر : بناء على www.sgbv.dz - تاريخ الإطلاع (2020/09/18)

يوضح لنا الجدول رقم (2-6) الإحصاءات الوصفية (أنظر الملحق رقم 01) لمؤشر المتوسط المرجح لسعر السهم للفترة ما بين (2014-2019) لمجمع صيدال والتي من أهمها نجد المتوسط الحسابي للمتوسط مرجح أسعار أسهم مجمع صيدال بلغ 611.64 بإنحراف معياري يساوي 41.75 كما نلاحظ أن قيمة إختبار التوزيع الطبيعي -Jarque-Bera بلغ 0.51 ، بقيمة إحصائية تساوي 0.77 وهي أكبر من (0.05) مما يدل على أن بيانات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي ، والشكل التالي يوضح لنا ذلك :

الشكل رقم (2-6) : التوزيع الطبيعي لمتوسط مرجح سعر أسهم مجمع صيدال



المصدر : بناء على مخرجات برنامج Eviews.10

الجدول رقم (2-7) إختبار الإستقرارية (ADF) لمتغيرات الدراسة عند المستوى 10

القيم الحرجة	القيمة الإحصائية	القيمة T المحسوبة	طبيعة الإختبار	المتغير
-2.98	0.28	-1.99	مع القاطع	قيمة التداول
-4.18	0.74	-1.41	مع القاطع والإتجاه	
-1.59	0.16	-1.28	بدون الإتجاه والقاطع	
-1.59	0.0046	-3.98	مع القاطع	المتوسط المرجح لسعر السهم
-4.18	0.45	-2.09	مع القاطع والإتجاه	
-1.59	0.70	0.19	بدون إتجاه والقاطع	

المصدر : بناء على مخرجات برنامج Eviews نسخة 10

يوضح لنا الجدول رقم (2-7) نتائج إختبار الإستقرارية لديكي فولر عند المستوى 10 (أنظر الملحق رقم 03) حيث يتبين لنا مايلي:

- بالنسبة لمتغير "قيمة التداول" نلاحظ أن القيم الإحتمالية لـ T المحسوبة (0.28)، (0.74)، (0.16) أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية للقيم الحرجة عند 1%، 5%، 10% على الترتيب، وعليه يمكن القول بأن سلسلة قيمة التداول غير مستقرة في المستوى أي 10 وعليه يتم رفض الفرضية البديلة .

- بالنسبة لمتغير "المتوسط المرجح لسعر السهم" نلاحظ أن القيم الإحتمالية لـ T المحسوبة (0.45)، (0.70) أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية للقيم الحرجة عند 1%، 5%، 10% على الترتيب، وعليه يمكن القول بأن سلسلة المتوسط المرجح لسعر السهم غير مستقرة في المستوى أي 10 وعليه يتم رفض الفرضية البديلة.

وعليه سيتم إجراء إختبار ADF للفروق الأولى أي (I1) كما سيوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (2-8) إختبار الإستقرارية (ADF) لمتغيرات الدراسة عند الفروق الأولى

القيم الحرجة	الإحتمال	القيمة T المحسوبة	طبيعة الإختبار	المتغير
-3.12	0.25	-2.09	مع القاطع	D قيمة التداول
-6.48	0.47	-1.98	مع القاطع والإتجاه	
-1.59	0.02	-2.58	بدون الإتجاه والقاطع	
-3.12	0.11	-3.00	مع القاطع	D المتوسط المرجح لسعر السهم
-4.81	0.24	-3.42	مع القاطع والإتجاه	
-1.59	0.0046	-3.98	بدون إتجاه والقاطع	

المصدر : بناءا على مخرجات برنامج Eviews نسخة 10

بالنسبة لمتغير "قيمة التداول" نلاحظ أن القيم الإحتمالية لـ T المحسوبة (0.25)، (0.47) أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية للقيم الحرجة عند 1 %، 5 %، 10 % على الترتيب، وعليه يمكن القول بأن سلسلة قيمة التداول غير مستقرة عند الفروق الأولى أي I1 وعليه يتم رفض الفرضية البديلة (أنظر الملحق رقم 03).

- بالنسبة لمتغير "المتوسط المرجح لسعر السهم" نلاحظ أن القيم الإحتمالية لـ T المحسوبة (0.11)، (0.24) أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية للقيم الحرجة عند 1%، 5 %، 10% على الترتيب، وعليه يمكن القول بأن سلسلة المتوسط المرجح لسعر السهم غير مستقرة عند الفروق الأولى أي I1 وعليه يتم رفض الفرضية البديلة (أنظر الملحق رقم 03).

ثانيا : إختبار Correlogram للإرتباط الذاتي

سوف نستخدم هذا الإختبار لمعرفة ما إذا كانت مشكلة الإرتباط الذاتي للسلسلة الزمنية قصد الإعتماد على تقدير بالمربعات الصغرى، ومن أجل الإعتماد على السلسلة الزمنية للتقدير والحصول على نتائج موثوقة يجب أن لا يكون الإرتباط الذاتي لهذه السلسلة، وسنقوم بإجراء الإختبار الذاتي لقيمة التداول ببورصة الجزائر قصد التأكد من كفاءة بورصة الجزائر في معطياتها المنشورة والجدول التالي يوضح لنا ذلك:

الجدول رقم (2-9) : إختبار الإرتباط الذاتي AC لسلسلة قيمة التداول

القيمة الإحتمالية	الإرتباط الذاتي AC	المشاهدة	درجة الإختبار
0.77	-0.094	1	عند المستوى I0
0.58	-0.28	2	
0.60	-0.22	3	
0.76	0.02	4	
0.82	0.08	5	
0.26	-0.38	1	عند الفروق الأولى I1
0.52	-0.21	2	
0.72	-0.18	3	
0.85	-0.17	4	
0.05	-0.68	1	عند الفروق الثانية I2
0.11	0.20	2	
0.23	-0.01	3	

المصدر : بناء على مخرجات برنامج Eviews10

نلاحظ من الجدول أعلاه أن معاملات الارتباط الذاتي ذات علاقة موجبة أحيانا و سالبة أحيانا أخرى وهي تختلف معنويا عن الصفر مما يدل على أنها غير مستقرة (أنظر الملحق رقم 02)، أي عدم إنعدام معاملات الارتباط الذاتي وبهذا لا يمكن الإعتماد على بيانات سلسلة قيمة التداول وبالتالي عدم وجود كفاءة لبيانات بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة.

المطلب الرابع : اختبار كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها المتوسطة

من أجل قياس كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها المتوسطة، سنحاول دراسة أثر بعض العوامل الاقتصادية الخارجية على أسعار الأسهم، أو مؤشر السوق لمؤسسة مدرجة خلال فترة الدراسة 2014-2019 . ومن بين المتغيرات الاقتصادية التي سنحاول دراستها، معدل التضخم، معدل البطالة، و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. حيث سنحاول دراسة استجابة الأسعار للتغير في أحد المتغيرات الاقتصادية، ودراسة العلاقة بين مؤشر الأسعار وكل متغير اقتصادي سنعتمد على تحليل الارتباط من أجل الحكم على كفاءة التسعير . حيث سنقوم باستخدام معامل ارتباط "بيرسون" من أجل تقدير جودة العلاقة و شدتها، اذ يعتبر معامل ارتباط " بيرسون" من أفضل معاملات الارتباط و أكثرها شيوعا و استخداما ، و ذلك لإمكانية استخدامه لقياس قوة الارتباط بين متغيرين مختلفين في الطبيعة ، ومختلفين في وحدات القياس .

1- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي :

يمكننا تتبع تطور كل من معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر متوسط السعر المرجح لأسهم مجمع صيدال ببورصة الجزائر من أجل دراسة الارتباط بينهما من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-10) متوسط مرجح سعر السهم و الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر

السنة	متوسط السعر المرجح للسهم	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي
2014	551.11	3.8
2015	643.75	3.7
2016	600	3.2
2017	660	1.4
2018	635	2.05
2019	580	2.31

المصدر : إعتمادا على www.sgbv.dz و <https://www.indexmundi.com>

من خلال الإعتقاد على برنامج Eviews10 تم دراسة العلاقة الارتباطية بين المتغيرين وهذا بعد إدخال اللوغاريتم العشري (Log) فتم التوصل إلى أن معامل الارتباط بين متوسط السعر المرجح للسهم ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للفترة المدروسة هو (-0.59) أي علاقة عكسية متوسطة وللتأكد من صحة هذه العلاقة هل هي علاقة ارتباط حقيقية أم مزيفة، نقارن القيمة الإحتمالية لـ T مع مستوى المعنوية الإحصائية، حيث كانت القيمة الإحتمالية تساوي 0.21 وهي أكبر من (0.05) وبهذا يمكن القول بأنه لا توجد علاقة حقيقية بين متوسط سعر السهم وبين نمو الناتج المحلي الإجمالي أي أن متوسط سعر السهم لا يستجيب للتغير في المتغيرات الإقتصادية الخارجية وهو ما يعكس عدم كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها المتوسطة. والجدول التالي يوضح لنا نتائج ذلك :

Sample: 2014 2019
Included observations: 6

Correlation Probability	GDP	MOYENPO...
GDP	1.000000 -----	
MOYENPONDERES	-0.590460 0.2172	1.000000 -----

المصدر : من مخرجات برنامج Eviews10

2- معدل التضخم :

تعد طبيعة العلاقة بين معدل التضخم و القيمة السوقية للورقة المالية علاقة عكسية بإعتبار أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي بالمستثمرين في الأوراق المالية إلى المطالبة برفع معدلات العائد للتعويض عن مخاطر التضخم، وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية ، وبهذا سنحاول من هذه الدراسة التعرف على العلاقة بين متوسط السعر المرجح للسهم لمجمع صيدال و معدل التضخم ، وذلك وفق معطيات الجدول التالي :

الجدول رقم (2-11): متوسط مرجح سعر السهم و معدل التضخم في الجزائر

السنة	متوسط السعر المرجح للسهم	معدل التضخم
2014	551.11	2.9
2015	643.75	4.7
2016	600	6.3
2017	660	5.5
2018	635	4.2
2019	580	5.6

المصدر : إعتمادا على www.sgbv.dz و <https://www.indexmundi.com>

من خلال الإعتقاد على برنامج Eviews.10 تم دراسة العلاقة الإرتباطية وتوصلنا إلى أن معامل الإرتباط بين متوسط السعر المرجح للسهم ومعدل التضخم للفترة المدروسة هو (0.44) أي علاقة طردية ضعيفة نوعا ما وللتأكد من صحة هذه العلاقة هل هي علاقة إرتباط حقيقية أم مزيفة ، نقارن القيمة الإحتمالية لـ T مع مستوى المعنوية الإحصائية، حيث كانت القيمة الإحتمالية تساوي 0.37 وهي أكبر من (0.05) وبهذا يمكن القول بأنه لا توجد علاقة حقيقية بين متوسط سعر السهم وبين معدل التضخم بالجزائر أي

أن متوسط سعر السهم لا يستجيب للتغير في معدل التضخم وهو ما يعكس عدم كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها المتوسطة . والجدول التالي يوضح لنا نتائج ذلك :

Sample: 2014 2019
Included observations: 6

Correlation Probability	INFLATION	MOYENPO...
INFLATION	1.000000	----
MOYENPONDERES	0.449674	1.000000
	0.3710	----

المصدر : من اعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج Eviews10

3- معدل البطالة :

يقيس معدل البطالة نسبة العاطلين عن العمل في إقتصاد ما، و للبطالة تأثير على أسعار الأسهم في البورصة. فارتقاع نسبة البطالة في الإقتصاد سيؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية للأفراد، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض الطلب على المنتجات، فينجم عنه انخفاض في المبيعات و بالتالي الأرباح، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض التوزيعات، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للسهم، لذلك سنحاول في هذه المرحلة دراسة مدى استجابة مؤشرات البورصة للتغير في معدلات البطالة من أجل الحكم على كفاءة السوق، لأنه يفترض في ظل السوق الكفاء، وفي صيغته المتوسطة أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات سواء كانت تاريخية، وكذلك المعلومات المنشورة لعامة الناس والمتعلقة بالظروف الدولية، ظروف الإقتصاد الوطني، أو المتغيرات المتعلقة بالمنشأة في حد ذاتها. و عليه فإذا استجابت الأسعار لتلك التغيرات ستكون السوق كفاء و العكس صحيح، وبهذا سنحاول من هذه الدراسة التعرف على العلاقة بين متوسط السعر المرجح للسهم لمجمع صيدال و معدل البطالة، وذلك وفق معطيات الجدول التالي:

الجدول رقم (2-12) متوسط مرجح سعر السهم و معدل البطالة في الجزائر

السنة	متوسط السعر المرجح للسهم	معدل البطالة
2014	551.11	10.60
2015	643.75	11.21
2016	600	10.49
2017	660	11.70
2018	635	11.73
2019	580	12.5

المصدر : إعتمادا على www.sgbv.dz و <https://www.indexmundi.com>

من خلال الإعتقاد على برنامج Eviews10 تم دراسة العلاقة الإرتباطية وتوصلنا إلى أن معامل الإرتباط بين متوسط السعر المرجح للسهم ومعدل البطالة للفترة المدروسة هو (0.27) أي علاقة طردية ضعيفة وللتأكد من صحة هذه العلاقة هل هي علاقة إرتباط حقيقية أم مزيفة، نقارن القيمة الإحتمالية لـ T مع مستوى المعنوية الإحصائية، حيث كانت القيمة الإحتمالية تساوي 0.59 وهي أكبر من (0.05) وبهذا يمكن القول بأنه لا توجد علاقة حقيقية بين متوسط سعر السهم وبين معدل البطالة بالجزائر أي أن متوسط سعر السهم لا يستجيب للتغير في معدل البطالة وهو ما يعكس عدم كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها المتوسطة، والجدول التالي يوضح لنا نتائج ذلك :

Sample: 2014 2019
Included observations: 6

Correlation Probability	MOYENPO...	UNEMPLOY...
MOYENPONDERES	1.000000 ----	
UNEMPLOYMENT	0.278197 0.5935	1.000000 ----

المصدر : من مخرجات برنامج Eviews.10

فيما يخص اختبار كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها المتوسطة من خلال دراسة أثر كل من التضخم، البطالة، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق، فقد أثبتت الدراسة أن بورصة الجزائر ليست كفؤة في صيغتها المتوسطة و ذلك نظرا لعدم وجود علاقة بين كل من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، معدل البطالة.

خلاصة الفصل

يتضح لنا من خلال نتائج هذه الدراسة أن بورصة الجزائر عدد للشركات فيها قليل جدا حيث أنها تحتوي فقط على 6 شركات وهذا ما يجعلها فقيرة بحيث أن عدد شركاتها المدرجة هي التي يجب أن ترفع من شأنها وذلك لكون عدد الشركات هو الذي يرفع زيادة الاصدارات وطرح الأسهم بقوة.

كما توصلنا إلى أن البورصة يظهر نشاطها عند التداول المستمر وليس مرة أو أقل من مرة في السنة كما هي حال بورصة الجزائر، هذا أيضا سبب في غياب الحركة في بورصة الجزائر.

وقد كشفت نتائج اختبار كفاءة السوق المالي عند المستوى المتوسط أنه لا توجد علاقة بين كل من التضخم، البطالة، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي و أسعار الأسهم في البورصة، كذلك عند المستوى الضعيف بعد اختبار التوزيع الطبيعي والارتباط الذاتي.. وجدنا أن بورصة الجزائر لا تتصف بالكفاءة و بعيدة عنها كليا لا عند المستوى المتوسط ولا عند المستوى الضعيف.

الخطبة

من هذه الدراسة في شقيها النظري والتطبيقي نستنتج أنه لا يمكننا أن نكتفي بقول وجود بورصة في أي إقتصاد يعني أنه مزدهر، بل يجب أن يتصف بالكفاءة ليكون ضمن أحد الأسواق المنافسة.

حيث تناولنا في موضوعنا أن للكفاءة أشكال ومستويات على أساسها قمنا بدراسة كفاءة بورصة الجزائر بطريقتين، الأولى كانت عبارة عن بعض مؤشرات السوق التي يجب أن تكون في أي بورصة وتوصلنا أنها غير كفاء بعد نتائج هذه المؤشرات، والطريقة الثانية التي تتمثل في دراسة كفاءة البورصة عند مستوى معين (الضعيف، المتوسط والقوي)، حيث أننا قمنا بالدراسة عند المستويين المتوسط والضعيف لتتوصل كذلك أن بورصة الجزائر غير كفاء لا عند المستوى الأول ولا الثاني.

ومن خلال هذه الدراسة وللإجابة على إشكالية بحثنا قمنا بصياغة فرضيتين و لإثباتهما أو نفيهما، وباستخدام إختبارات الإستقرارية (ADF) والإرتباط الذاتي وتحليل الارتباط بين مؤشر الأسعار وكل من المتغيرات الاقتصادية المتمثلة في معدل التضخم، معدل البطالة، و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، خلصنا إلى جملة من النتائج التالية:

- لا تتسم بورصة الجزائر بالكفاءة الاقتصادية عند المستوى الضعيف لها، حيث أظهرت نتائج تحليل معاملات الإرتباط الذاتي وجود علاقة موجبة و أحيانا سالبة، حيث كانت هذه المعاملات مختلفة معنويا عن الصفر مما يدل على أنها غير مستقرة، أي عدم إنعدام معاملات الإرتباط الذاتي وبهذا لا يمكن الإعتماد على بيانات سلسلة قيمة التداول؛
- كما كشفت نتائج إختبارات كل من معدل نمو الناتج المحلي، معدل التضخم ومعدل البطالة بأن البورصة غير كفؤة عند المستوى المتوسط وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى؛

- بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن الكفاءة لكونها أصغر بورصة لأن عدد الشركات المدرجة فيها صغير جدا؛ تميزت بتدني تداول الأسهم في البورصة وحجم السيولة الضعيف، بالإضافة إلى ضعف سير نشاط البورصة أي عدم وجود حركة في الأسعار، حيث وصل معدل دوران السهم إلى 0.07% في سنة 2016 أي أقل من مرة في السنة؛
- انخفاض القيمة السوقية يدل على ضعف حركية بورصة الجزائر، وهذا ما عبر عنه مؤشر رأس المال السوقي وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

توصيات وآفاق الدراسة:

- من خلال نتائج دراستنا و الصعوبات التي واجهتنا، يمكننا اقتراح التوصيات التالية:
- طرح منتجات اسلامية للرفع من ثقة المجتمع بالاستثمار في الأوراق المالية لتنشيط البورصة وتفعيل دورها في الاقتصاد؛
- تخفيض العمولات لفتح مجال التعاملات وتسهيل الدخول للبورصة، بالتالي رفع الاتصاد؛
- زيادة شفافية المعلومات لجعل فرص الربح متساوية؛
- توعية الأفراد وإقناعهم باستثمار مدخراتهم في البورصة؛
- على المؤسسات الكبيرة ذات رأس المال الكبير الدخول إلى البورصة والمشاركة في زيادة رأسمالها؛
- كذلك على المؤسسات الصغيرة أو الناشئة الدخول ومشاركة رأس المال ومنها زيادة عدد الشركات؛

هذه الدراسة لا تخلو من نقائص ونقاط لم نوضحها، لذا يمكن إقتراح عنوانين كأفاق لدراسات لاحقة:

- مشكلة الثقافة البورصية لدى المجتمع؛
- دراسة بورصة الجزائر عند مستواها الضعيف مقارنة ببورصة ناشئة.

قائمة المراجع

أولاً: الكتب

1. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ش الجزيرة الوسطى-الزمالك-القاهرة، سنة 1996
2. أزهاي الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، العبدلي، مجمع جوهرة القدس التجاري، سنة 2017
3. طارق الماضي، أسواق الأسهم "صراع الدببة والثيران"، شركة مطابع هلا للنشر والتوزيع ، ط1، سنة 1430هـ/2009م.
4. عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، مصر، القاهرة، سنة 2006.
5. مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية،الرياض، ط1، سنة 1426هـ/2005م.
6. الشيخ عبد الرزاق عفيفي، بورصة الأوراق المالية والضرائب، دار السلفية للنشر والتوزيع، ط1، مساكن عين الشمس -القاهرة- سنة 1429هـ/2008م.
7. أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة عن الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية للنشر، ش.عبد الخالق ثروت-القاهرة- سنة 2000.

ثانياً: البحوث العلمية

8. مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة- ، سنة 2014-2015.
9. أيت أكان عزيزة، بوصيغ فتيحة، تقييم فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، مذكرة ماستر، قسم مالية مؤسسة، (كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،جامعة أكلي محند أولجاج-البويرة- سنة2015-2014
10. رواج مولود، المشتقات المالية كأداة للتنبؤ بكفاءة السوق المالي، مذكرة ماستر، مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة- سنة 2012-2013.
11. بن دحمان ليندة، فعالية الأسواق المالية في دعم الإقتصاد، مذكرة ماستر، تخصص مالية نقود و تأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، سنة 2014-2015.

12. روى باخوص، دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي (دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2015/2014
13. صالح بوزطوط، نظام البورصة في الجزائر، مذكرة ماستر في الحقوق، تخصص قانون أعمال، جامعة العربي بن مهيدي، أم بواقي، سنة 2014/2013
14. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2006/2005
- ثالثا: المقالات
15. نبيل المغايره ومحمد طوالبه، (التكيف الفقهي للعقود العاجلة والآجلة في سوق الأوراق المالية (البورصة) والبدائل الشرعية لها)، مجلة الصراط، العدد السابع والعشرون، شعبان 1434هـ/2013م.
16. أسامة وجدي، (كفاءة الأسواق المالية: دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية)، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، دار المنظومة، العدد2، مارس2012.
17. زهير غراية، (اختبار نموذج كفاءة الأسواق المالية: مدخل لتقييم أسعار المنتجات المالية-دراسة لعينة من المؤشرات المالية العربية-)، مجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، جامعة 20 أوت1955.
18. بوالكور نورالدين، (تحليل الكفاءة الاقتصادية لبورصة عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف)، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية ، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة-الجزائر - م 5، ع 1، 2018/04/15.
19. أمينة بودريوة، (واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري)،المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي، جامعة محمد بوقرة-بومرداس- ع 7، 2019/11/13.
20. حنان سعدي، (تحليل أداء سوق الأسهم لبورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2019)، المجلة الجزائرية للاقتصاد السياسي، جامعة الجزائر-3- م 2، ع 2، 2020/06.
21. مفلح حبيبة، خالفي وهيبة، (تحليل وتقييم لواقع نشاط الوساطة المالية في بورصة الجزائر خلال الفترة 2017/2008)، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر-3- م 22، ع 1، 2019/07/07.

22. بسبع عبد القادر، بن عيسى بن علي، (دور الإفصاح في ظل المعايير الدولية للتقارير المالية وأثره على زيادة كفاءة الأسواق المالية)، مجلة البحوث و الدراسات التجارية، ع1، مارس 2017.

23. Youcef Deboub, (Analyse du cadre juridique, organisationnel et fonctionnel de l'autorité du marché financier algérien), Revue des Sciences Économiques de Gestion et de Commerce, université d'Alger 3, N° 26 – 2012.

رابعاً: مداخلات علمية

24. خولة راضي عذاب، محاضرات في الأسواق المالية، جامعة القادسية، العلوم المالية والمصرفية، كلية الإدارة والاقتصاد، سنة 2015/2016

25. بن علال بلقاسم، مطبوعة دروس في مقياس حلقة حول مواضيع متعلقة بالنظام المالي والأسواق المالية، جامعة نور البشير الأبيض، شعبة علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، سنة 2015/2016.

26. بن زواي محمد شريف، نشنش فتيحة، (دور الأدوات المالية الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية)، الملتقى العلمي الدولي الخامس بعنوان: الاقتصاد الافتراضي وانعكاسه على الاقتصاديات الدولية، المدرسة العليا للتجارة-الجزائر.

خامساً: مطبوعات علمية

27. (أساسيات الاستثمار في السندات)، مطبوعة تعليمية، بورصة مصر.

سادساً: مواقع إلكترونية

28. ماجدة الكامل، (ماهي الأسهم)، موقع الكتروني "موضوع"، آخر تحديث 09:53 ، 3 أوت 2017.

29. الموقع الرسمي لـ WWW.COSOB.ORG

30. موقع الرسمي للبورصة www.sgbv.dz

الصفحة	قائمة المحتويات
	بسملة
	الشكر والعرفان
	الاهداء
V	الملخص
VII	قائمة المحتويات
IX	قائمة الجداول
X	قائمة الاشكال
XI	قائمة المختصرات والملاحق
ب	مقدمة
الفصل الأول: واقع الأسواق المالية وكفاءتها	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: أساسيات حول الأسواق المالية
03	المطلب الأول: ماهية الاسواق المالية
03	الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية ومراحل تطورها
05	الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية وأهم المتعاملين فيها
09	الفرع الثالث: أهمية الأسواق المالية وأهم مكوناتها ووظائفها
15	المطلب الثاني: تنظيم السوق المالي
15	الفرع الأول: الأدوات المالية
22	الفرع الثاني: أوامر البيع والشراء
25	الفرع الثالث: عقود المعاملات في الأسواق المالية المعاصرة
32	المبحث الثاني: الإطار النظري للكفاءة
32	المطلب الأول: الأسواق المالية: كفاءتها، متطلباتها ومستوياتها
32	الفرع الأول: تعريف كفاءة الأسواق المالية و متطلباتها
36	الفرع الثاني: مستويات وأهم معوقات الكفاءة
40	المطلب الثاني: آليات ومؤشرات قياس كفاءة الأسواق المالية

43	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
43	المطلب الأول: دراسات عربية
45	المطلب الثاني: دراسات أجنبية
47	المطلب الثالث: مقارنة بين الدراسات السابقة والحالية
48	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: دراسة كفاءة بورصة الجزائر	
50	تمهيد
51	المبحث الأول: الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر
51	المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر ومراحل إنجازها
53	المطلب الثاني: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر
56	المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر
58	المبحث الثاني: قياس كفاءة بورصة الجزائر باستخدام مؤشرات السوق
58	المطلب الأول: مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر
60	المطلب الثاني: مؤشر سيولة السوق و رأس المال السوقي
60	الفرع الأول: مؤشر سيولة السوق
62	الفرع الثاني:
64	المطلب الثالث: اختبار كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها الضعيفة
69	المطلب الرابع : اختبار كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها المتوسطة
77	الخاتمة
80	قائمة المراجع
87	الملاحق

الملاحق

الملحق (02) : مؤشرات بورصة الجزائر

Algiers Stock Exchange ————— بورصة الجزائر

	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	2015 الربع الرابع Q4	2015 الربع الثالث Q3	2014 الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algiers Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	9,702	9,707	9,710	9,702	9,718	9,735	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	90.6	89.6	90.9	90.6	91.5	110.7	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	4,411	4,421	4,412	13,244	15,376	18,866	بالدينار الجزائري (الف)
In US Dollar (000)	41.2	40.8	41.3	123.7	144.8	214.5	بالدولار الأمريكي (الف)
Traded Shares (000)	11.0	11.1	11.0	33.1	34.4	33.5	عدد الأسهم المتداولة (الف)
Number of trading days	8	8	8	24	25	24	عدد أيام التداول
Average daily trading	5.15	5.10	5.16	5.15	5.79	8.94	متوسط التداول اليومي (الف)
Turnover ratio (%)	0.05	0.05	0.05	0.14	0.16	0.19	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	90.6	89.6	90.9	90.6	91.5	110.7	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	66.3	65.6	66.5	66.3	66.9	80.8	مؤشر الاسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	1.1	-1.4	-0.5	-0.8	-6.7	-5.3	التغير في مؤشر الاسعار (%)
Exchange Rates							اسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	107.1	108.3	106.8	107.1	106.2	87.9	اسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	1.1	-1.4	-0.5	-0.8	-7.1	-5.7	نسبة التغير في اسعار الصرف (%)

Algiers Stock Exchange

بورصة الجزائر

	2016			2015			
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algiers Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	9,716	9,795	9,764	9,716	9,723	9,702	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	88.0	88.3	89.0	88.0	88.7	90.6	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	7,220	8,990	6,230	22,440	21,548	13,244	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	65.4	81.0	56.8	203.3	196.6	123.7	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	3,023.2	2,044.2	1,034.2	6,101.6	46.6	33.1	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	8	8	8	24	24	24	عدد ايام التداول
Average daily trading	8.18	10.13	7.10	8.47	8.19	5.15	متوسط التداول اليومي (ألف)
Turnover ratio (%)	0.07	0.09	0.06	0.23	0.22	0.14	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	88.0	88.3	89.0	88.0	88.7	90.6	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	64.40	64.10	64.80	64.40	64.86	66.33	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	0.47	-1.09	-0.09	-0.71	0.64	-0.84	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	110.4	110.9	109.7	110.4	109.6	107.1	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.5	-1.1	-0.1	-0.7	0.6	-0.8	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Algiers Stock Exchange بورصة الجزائر

	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
	2017			2017		2016	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	9,698	9,700	9,659	9,698	9,710	9,716	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	84.6	84.8	84.0	84.6	85.9	88.0	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	6,090	5,980	6,100	18,170	18,229	22,440	بالدينار الجزائري (الف)
In US Dollar (000)	53.1	52.3	53.0	158.5	161.2	203.3	بالدولار الأمريكي (الف)
Traded Shares (000)	29.0	28.2	28.8	86.0	92.9	121.6	عدد الأسهم المتداولة (الف)
Number of trading days	8	8	8	24	24	24	عدد ايام التداول
Average daily trading	6.64	6.54	6.63	6.60	6.72	8.47	متوسط التداول اليومي (الف)
Turnover ratio (%)	0.06	0.06	0.06	0.19	0.19	0.23	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	84.6	84.8	84.0	84.6	85.9	88.0	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	61.9	62.1	61.7	61.9	62.8	64.4	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	-0.3	0.6	-1.7	-1.4	-4.3	-0.7	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	114.7	114.4	115.0	114.7	113.1	110.4	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	-0.2	0.5	-1.7	-1.4	-4.4	-0.7	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Algiers Stock Exchange بورصة الجزائر

	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
	2018	2018	2018	2018	2018	2017	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	43,935	45,623	44,739	43,935	44,789	9,698	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	369.4	383.9	376.8	369.4	378.5	84.6	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	16,668	6,564	20,821	44,052	83,107	18,170	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	140.1	55.2	175.4	370.4	702.3	158.5	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	1.7	0.8	20.3	22.8	81.2	86.0	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	13	12	8	33	24	24	عدد أيام التداول
Average daily trading	10.78	4.60	21.92	11.22	29.26	6.60	متوسط التداول اليومي (ألف)
Turnover ratio (%)	0.04	0.01	0.05	0.10	0.19	0.19	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الإصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الإصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	5.0	5.2	5.5	5.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.4	0.4	0.4	0.4	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	8.0	7.7	7.8	8.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	369.4	383.9	376.8	369.4	378.5	84.6	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	59.7	59.7	59.8	59.7	60.0	61.9	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	0.1	-0.1	-0.3	-0.5	-0.7	-1.4	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	118.9	118.8	118.7	118.9	118.3	114.7	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	-0.1	-0.1	-0.3	-0.5	-0.7	-1.4	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Fourth Quarter 2018

71

الربع الرابع 2018

Algiers Stock Exchange ————— بورصة الجزائر

	2020			2019			
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algiers Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	43,618	43,774	44,155	43,618	44,209	43,118	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	349.9	367.6	367.8	349.9	371.6	360.3	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	198,550	221,660	19,470	439,680	42,773	480,994	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	1,592.7	1,861.4	162.2	3,526.9	359.5	4,019.7	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	223.3	216.1	224.3	663.7	50.7	549.7	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	12	12	14	38	38	38	عدد أيام التداول
Average daily trading	132.72	155.12	11.58	92.81	9.46	105.78	متوسط التداول اليومي (ألف)
Turnover ratio (%)	0.46	0.51	0.04	1.01	0.10	1.12	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الإصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الإصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	1,371.2	1,378.2	1,401.0	1,371.2	1,545.4	1,391.2	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-0.5	-1.6	-9.3	-11.3	0.3	-2.8	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	4.9	4.9	5.0	4.9	0.0	4.9	مضاعف السعر إلى العائد
P/BV ratio	0.3	0.4	0.4	0.3	0.0	0.3	مضاعف السعر إلى القيمة التقرية
Dividend yield (%)	8.1	8.1	7.9	8.1	0.0	8.1	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	349.9	367.6	367.8	349.9	371.6	360.3	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	62.4	65.4	64.7	62.4	65.5	59.3	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	-4.6	1.0	-1.2	-4.7	0.1	-0.6	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	124.7	119.1	120.0	124.7	119.0	119.7	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	-4.7	0.8	-0.9	-4.8	0.0	-0.6	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

First Quarter 2020

الربع الأول 2020

النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاع خلال شهر ديسمبر قدر بـ 121,76%، حيث بلغت قيمة المعاملات 9 086 28 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 4 097 265 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 9 466 (أسهم وسندات) في شهر نوفمبر إلى 21 623 في شهر ديسمبر مسجلاً بذلك نسبة ارتفاع قدرها 128,42%.

فيما يخص التداولات المسجلة في مختلف أسواق القيم المنقولة المحققة في التسعيرة الرسمية لاحظنا أن:

- السوق الرئيسي لشهر ديسمبر عرف تطوراً مقارنة بالشهر الماضي من حيث القيمة الإجمالية للتداول قدر بنسبة 121,76% مشكلاً بذلك القيمة الإجمالية المتبادلة في قاعة تداول بورصة الجزائر.
- أما سوق سندات الشركات فلم يسجل أي تداول لشهر ديسمبر.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر ديسمبر 2015

البيانات	توفمبر 2015	ديسمبر 2015	التغير %
عدد أيام التداول	9	9	
عدد الأوامر	254	209	-17,71
حجم الأوامر المعروضة للشراء	32 800	58 596	78,64
حجم الأوامر المعروضة للبيع	203 318	175 805	-13,53
قيمة التداول (دج)	4 097 265	9 086 280	121,76
حجم التداول	9 466	21 623	128,42
عدد الصفقات	22	37	68,18
المعدل اليومي للصفقات	2,44	4,11	68,44
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	455 251,66	1 009 586,66	121,76
المعدل اليومي لحجم التداول	1 051,77	2402,55	128,42

مؤشرات أسعار بورصة الجزائر ديسمبر 2015

الأسهم والسندات	أعلى سعر (دج)	أدنى سعر (دج)	معدل السعر (دج)	متوسط السعر المرجح (دج)
الأسهم				
أليانس للتأمينات	565	540	556,67	555,46
الأوراسي	480	480	480	480
أن سي أ رويبة	355	355	355	355
صيدال	665	640	645	643,75
السندات				
داخلي 2016	100%	100%	100%	100%

النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاعا خلال شهر ديسمبر قدر بـ 88,77%، حيث بلغت قيمة المعاملات 5 387 050 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 47 987 730 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 82 935 (أسهم) في شهر نوفمبر إلى 10 667 سهم في شهر ديسمبر مسجلا بذلك نسبة ارتفاع قدرها 148,18%.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر ديسمبر 2016

البيانات	نوفمبر 2016	ديسمبر 2016	التغير %
عدد أيام التداول	9	8	-
عدد الأوامر	234	175	-25,21
حجم الأوامر	187 704	64 349	-65,71
المعرضة للشراء	131 066	118 890	-9,28
حجم الأوامر	47 987 730	5 387 050	-88,77
المعرضة للبيع	82 935	10 667	-87,13
قيمة التداول (دج)	52	32	-38,46
حجم التداول	5,77	4	-30,67
عدد الصفقات	5 331 970	673 381,25	-87,37
المعدل اليومي للمصفقات	9 215	8 043,625	-12,71
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)			
المعدل اليومي لحجم التداول			

مؤشرات أسعار بورصة الجزائر ديسمبر 2016

الأسهم والسندات	أعلى سعر (دج)	أدنى سعر (دج)	معدل السعر (دج)	متوسط السعر المرجح (دج)
الأسهم				
البانيس للتأمينات	465	465	465	465
الأوراسي	495	470	485,63	495
بيوفارم	1 225	1 225	1 225	1 225
أن سي أ روبية	335	335	335	335
صيدال	600	600	600	600

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات المتداولة

القيم المتوقعة	حجم التداول	قيمة التداول (دج)	عدد الصفقات
الأسهم			
البانيس للتأمينات	5 425	2 522 625	12
الأوراسي	85	42 075	1
بيوفارم	536	656 600	3
أن سي أ روبية	2 290	767 150	6
صيدال	2 331	1 398 050	10
المجموع	10 667	5 387 050	32

النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاع خلال شهر ديسمبر قدر بـ 251,55%، حيث بلغت قيمة المعاملات 51 895 600 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 14 761 880 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 18 972 سهم في شهر نوفمبر إلى 51 181 سهم في شهر ديسمبر مسجلا بذلك نسبة ارتفاع قدره 169,77%.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر ديسمبر 2017

البيانات	نوفمبر	ديسمبر	التغير %
عدد أيام التداول	9	8	-
عدد الأوامر	295	193	-34,58%
حجم الأوامر المعروضة للشراء	97 991	86 286	-11,94%
حجم الأوامر المعروضة للبيع	187 237	147 479	-21,23%
قيمة التداول (دج)	14 761 880	51 895 600	251,55%
حجم التداول	18 972	51 181	169,77%
عدد الصفقات	36	40	11,11%
المعدل اليومي للصفقات	4	5	25,00%
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	1 640 208,89	6 486 950	295,49%
المعدل اليومي لحجم التداول	2 108	6 397,625	203,49%

مؤشرات أسعار بورصة الجزائر ديسمبر 2017

الأسهم	أعلى سعر (دج)	أدنى سعر (دج)	معدل السعر (دج)	متوسط السعر المرجح (دج)
البناس للنامينات	420	410	415	417,56
الأوراسي	515	495	512,5	495,00
بيوفارم	1 050	1 020	1 041,87	1 040,11
أن سي أ روبية	300	300	300	300,00
صيدال	660	660	660	660,00

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات المتداولة

القيم المنقولة	حجم التداول	قيمة التداول (دج)	عدد الصفقات
الأسهم			
البناس للنامينات	1 487	620 920	7
الأوراسي	10	4 950	1
بيوفارم	48 684	50 969 730	27
أن سي أ روبية	1 000	300 000	5
صيدال	-	-	-
المجموع	51 181	51 895 600	40

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاع خلال شهر ديسمبر قدر بـ 153,91%، حيث بلغت قيمة المعاملات 16 667 458 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 6 564 283 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 8 217 سهم في شهر نوفمبر إلى 17 480 سهم في شهر نوفمبر مسجلا بذلك نسبة ارتفاع قدرها 112,73%.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر ديسمبر 2018

البيانات	نوفمبر 2018	ديسمبر 2018	التغير %
عدد أيام التداول	12	13	-
عدد الأوامر	329	395	20,06%
حجم الأوامر المعروضة للشراء	66 093	264 522	300,23%
حجم الأوامر المعروضة للبيع	2 026 137	129 643	-93,60%
قيمة التداول (دج)	6 564 283	16 667 458	153,91%
حجم التداول	8 217	17 480	112,73%
عدد الصفقات	26	38	46,15%
المعدل اليومي للصفقات	2,16	2,92	34,91%
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	547 021,91	1 282 112,15	134,38%
المعدل اليومي لحجم التداول	684,75	1 344,61	96,37%

مؤشرات أسعار بورصة الجزائر ديسمبر 2018

الأسهم	أعلى سعر (دج)	أدنى سعر (دج)	معدل السعر (دج)	متوسط السعر المرجح (دج)
البناس للتأمينات	427	426	426,69	427,00
اوام انفست	300	300	300,00	300,00
الأوراسي	525	525	525,00	525,00
بيوفارم	1 230	1 140	1158,5	1150,04
ان سي أ روبية	-	-	-	-
صيدال	635	635	635,00	635,00

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات المتداولة

القيم المنقولة	حجم التداول	قيمة التداول (دج)	عدد الصفقات
الأسهم			
البناس للتأمينات	1 779	759 633	4
اوام انفست	1 100	330 000	4
الأوراسي	1 423	747 075	6
بيوفارم	12 548	14 430 700	16
ان سي أ روبية	-	-	-
صيدال	630	400 050	8
المجموع	17 480	16 667 458	38

النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر انخفاضاً خلال شهر ديسمبر، حيث بلغت قيمة المعاملات 3 668 685 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 25 001 144 دج أي ارتفاع محسوس قدره 85,32%.

كذلك انقل حجم التداول من 25 680 سهم في شهر نوفمبر إلى 5 053 سهم في شهر ديسمبر مسجلاً بذلك نسبة انخفاض قدرها 80,32%.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر ديسمبر 2019

البيانات	نوفمبر 2019	ديسمبر 2019	التغير %
عدد أيام التداول	12	12	-
عدد الأوامر	364	189	-48,07
حجم الأوامر المعروضة للشراء	168 071	160 997	-4,20
حجم الأوامر المعروضة للبيع	614 026	116 807	-80,97
قيمة التداول (دج)	25 001 144	3 668 685	-85,32
حجم التداول	25 680	5 053	-80,32
عدد الصفقات	45	16	-64,44
المعدل اليومي للصفقات	3,75	1,33	-64,53
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	2 083 428,7	305 723,75	-85,32
المعدل اليومي لحجم التداول	2 140	421,08	-80,32

مؤشرات أسعار بورصة الجزائر ديسمبر 2019

الأسهم	أعلى سعر (دج)	أدنى سعر (دج)	معدل السعر (دج)	متوسط السعر المرجح (دج)
أليانس للتأمينات	418,00	417,00	417,58	417,54
أوام نفست	-	-	-	-
الأوراسي	-	-	-	-
بيوفارم	1 210,00	1 209,00	1 209,16	1 209,27
إن سي أروبية	218,00	218,00	218,00	218,00
صيدال	580,00	580,00	580,00	580,00

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات المتداولة

القيم المتداولة	حجم التداول	قيمة التداول (دج)	عدد الصفقات
الأسهم			
البيانس للتأمينات	2 264	945 320	7
أوام نفست	-	-	-
الأوراسي	-	-	-
بيوفارم	1 901	2 298 825	6
إن سي أروبية	250	54 500	1
صيدال	638	370 040	2
المجموع	5 053	3 668 685	16

النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر الخفاضا خلال شهر أوت، حيث بلغت قيمة المعاملات 6 945 831 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 12 268 987 دج أي الخفاض قدره 43,38%.

كذلك انتقل حجم التداول من 14 487 سهم في شهر جويلية إلى 6 303 سهم في شهر أوت مسجلا بذلك نسبة الخفاض قدرها 56,49%.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر أوت 2020

البيانات	جويلية 2020	أوت 2020	التغير %
عدد أيام التداول	13	12	-
عدد الأوامر	81	122	50,62
حجم الأوامر المعروضة للشراء	2 914 878	51 875	-98,22
حجم الأوامر المعروضة للبيع	21 328	15 752	-26,14
قيمة التداول (دج)	12 268 987	6 945 831	-43,38
حجم التداول	14 487	6 303	-56,49
عدد الصفقات	20	13	-35,00
المعدل اليومي للصفقات	1,54	1,08	-29,87
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	943 768,23	578 819,25	-38,66
المعدل اليومي لحجم التداول	1 114,38	525,25	-52,87

مؤشرات أسعار بورصة الجزائر أوت 2020

الاسهم	أعلى سعر (دج)	أدنى سعر (دج)	معدل السعر (دج)	متوسط السعر المرجح (دج)
ألبانس للتأمينات	377,00	375,00	375,50	377,00
اوام انفست	-	-	-	-
الأوراسي	560,00	550,00	551,66	550,00
بيوفارم	1 225,00	1 212,00	1 220,66	1 200,38
صيدال	577,00	552,00	-	-

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات المتداولة

القيم المتقولة	حجم التداول	قيمة التداول (دج)	عدد الصفقات
الاسهم			
ألبانس للتأمينات	103	38 831	1
اوام انفست	-	-	-
الأوراسي	1 000	550 000	3
بيوفارم	5 200	6 357 000	9
صيدال	-	-	-
المجموع	6 303	6 945 831	13

الملحق رقم (03) : نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

	VALEURST...
Mean	14705396
Median	7242165.
Maximum	51895600
Minimum	1516300.
Std. Dev.	18978532
Skewness	1.500707
Kurtosis	3.638136
Jarque-Bera	2.353926
Probability	0.308213
Sum	88232373
Sum Sq. Dev.	1.80E+15
Observations	6

	MOYENPO...
Mean	611.6433
Median	617.5000
Maximum	660.0000
Minimum	551.1100
Std. Dev.	41.75139
Skewness	-0.289469
Kurtosis	1.680432
Jarque-Bera	0.519108
Probability	0.771396
Sum	3669.860
Sum Sq. Dev.	8715.891
Observations	6

الملحق (04) : إختبار الإرتباط الذاتي

Sample: 2014 2019

Included observations: 6

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.094	-0.094	0.0840	0.772
		2	-0.286	-0.297	1.0650	0.587
		3	-0.221	-0.314	1.8496	0.604
		4	0.020	-0.188	1.8593	0.762
		5	0.081	-0.154	2.1729	0.825

Sample: 2014 2019

Included observations: 5

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.380	-0.380	1.2617	0.261
		2	-0.039	-0.214	1.2796	0.527
		3	-0.055	-0.189	1.3320	0.722
		4	-0.026	-0.174	1.3563	0.852

Sample: 2014 2019

Included observations: 4

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.687	-0.687	3.7747	0.052
		2	0.204	-0.507	4.2748	0.118
		3	-0.017	-0.393	4.2819	0.233

الملحق (05) : إختبار ADF لإستقرارية السلسلة الزمنية

Null Hypothesis: MOYENPONDERES has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.717406	0.0490
Test critical values:		
1% level	-5.604618	
5% level	-3.694851	
10% level	-2.982813	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 5

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(MOYENPONDERES)

Method: Least Squares

Date: 09/21/20 Time: 02:30

Sample (adjusted): 2015 2019

Included observations: 5 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MOYENPONDERES(-1)	-1.370985	0.368801	-3.717406	0.0339
C	8.817985	2.369450	3.721532	0.0338
R-squared	0.821631	Mean dependent var		0.010219
Adjusted R-squared	0.762175	S.D. dependent var		0.108807
S.E. of regression	0.053062	Akaike info criterion		-2.745526
Sum squared resid	0.008447	Schwarz criterion		-2.901751
Log likelihood	8.863815	Hannan-Quinn criter.		-3.164818
F-statistic	13.81911	Durbin-Watson stat		1.890679
Prob(F-statistic)	0.033868			

Null Hypothesis: MOYENPONDERES has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.096528	0.4540
Test critical values:		
1% level	-8.235570	
5% level	-5.338346	
10% level	-4.187634	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 5

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(MOYENPONDERES)
 Method: Least Squares
 Date: 09/21/20 Time: 02:32
 Sample (adjusted): 2015 2019
 Included observations: 5 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MOYENPONDERES(-1)	-1.267737	0.604684	-2.096528	0.1710
C	8.175477	3.829397	2.134925	0.1663
@TREND("2014")	-0.006932	0.027512	-0.251974	0.8246
R-squared	0.827120	Mean dependent var		0.010219
Adjusted R-squared	0.654239	S.D. dependent var		0.108807
S.E. of regression	0.063980	Akaike info criterion		-2.376778
Sum squared resid	0.008187	Schwarz criterion		-2.611115
Log likelihood	8.941945	Hannan-Quinn criter.		-3.005716
F-statistic	4.784346	Durbin-Watson stat		1.991877
Prob(F-statistic)	0.172880			

Null Hypothesis: MOYENPONDERES has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.191661	0.7002
Test critical values:		
1% level	-3.109582	
5% level	-2.043968	
10% level	-1.597318	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 5

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(MOYENPONDERES)
 Method: Least Squares
 Date: 09/21/20 Time: 02:33
 Sample (adjusted): 2015 2019
 Included observations: 5 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MOYENPONDERES(-1)	0.001453	0.007581	0.191661	0.8573
R-squared	-0.001825	Mean dependent var		0.010219
Adjusted R-squared	-0.001825	S.D. dependent var		0.108807
S.E. of regression	0.108906	Akaike info criterion		-1.419800
Sum squared resid	0.047442	Schwarz criterion		-1.497912
Log likelihood	4.549499	Hannan-Quinn criter.		-1.629446
Durbin-Watson stat	2.091480			

Null Hypothesis: VALEURSTRANS has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.991338	0.2801
Test critical values:		
1% level	-5.604618	
5% level	-3.694851	
10% level	-2.982813	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
 Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 5

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(VALEURSTRANS)
 Method: Least Squares
 Date: 09/21/20 Time: 02:41
 Sample (adjusted): 2015 2019
 Included observations: 5 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VALEURSTRANS(-1)	-1.119371	0.562120	-1.991338	0.1405
C	19362111	13962674	1.386705	0.2596
R-squared	0.569301	Mean dependent var		430477.0
Adjusted R-squared	0.425735	S.D. dependent var		30174465
S.E. of regression	22866287	Akaike info criterion		37.01740
Sum squared resid	1.57E+15	Schwarz criterion		36.86118
Log likelihood	-90.54350	Hannan-Quinn criter.		36.59811
F-statistic	3.965429	Durbin-Watson stat		2.107463
Prob(F-statistic)	0.140501			

Null Hypothesis: VALEURSTRANS has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.414844	0.7477
Test critical values:		
1% level	-8.235570	
5% level	-5.338346	
10% level	-4.187634	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 5

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(VALEURSTRANS)
 Method: Least Squares
 Date: 09/21/20 Time: 02:43
 Sample (adjusted): 2015 2019
 Included observations: 5 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VALEURSTRANS(-1)	-1.179165	0.833424	-1.414844	0.2927
C	16313405	29553692	0.551992	0.6364
@TREND("2014")	1353328.	10720935	0.126232	0.9111
R-squared	0.572706	Mean dependent var		430477.0
Adjusted R-squared	0.145412	S.D. dependent var		30174465
S.E. of regression	27894467	Akaike info criterion		37.40946
Sum squared resid	1.56E+15	Schwarz criterion		37.17513
Log likelihood	-90.52366	Hannan-Quinn criter.		36.78053
F-statistic	1.340308	Durbin-Watson stat		2.067501
Prob(F-statistic)	0.427294			

Null Hypothesis: VALEURSTRANS has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.288796	0.1604
Test critical values:		
1% level	-3.109582	
5% level	-2.043968	
10% level	-1.597318	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 5

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(VALEURSTRANS)
 Method: Least Squares
 Date: 09/21/20 Time: 02:44
 Sample (adjusted): 2015 2019
 Included observations: 5 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VALEURSTRANS(-1)	-0.588624	0.456724	-1.288796	0.2670
R-squared	0.293231	Mean dependent var		430477.0
Adjusted R-squared	0.293231	S.D. dependent var		30174465
S.E. of regression	25367543	Akaike info criterion		37.11270
Sum squared resid	2.57E+15	Schwarz criterion		37.03458
Log likelihood	-91.78174	Hannan-Quinn criter.		36.90305
Durbin-Watson stat	2.062318			

Null Hypothesis: D(VALEURSTRANS) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.096382	0.2502
Test critical values:		
1% level	-6.423637	
5% level	-3.984991	
10% level	-3.120686	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 4

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(VALEURSTRANS,2)
 Method: Least Squares
 Date: 09/21/20 Time: 01:51
 Sample (adjusted): 2016 2019
 Included observations: 4 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VALEURSTRANS(-1))	-1.397766	0.666751	-2.096382	0.1710
C	152255.2	19649244	0.007749	0.9945
R-squared	0.687247	Mean dependent var		-5142188.
Adjusted R-squared	0.530870	S.D. dependent var		56899985
S.E. of regression	38972533	Akaike info criterion		38.10147
Sum squared resid	3.04E+15	Schwarz criterion		37.79461
Log likelihood	-74.20293	Hannan-Quinn criter.		37.42810
F-statistic	4.394820	Durbin-Watson stat		1.978316
Prob(F-statistic)	0.170996			

Null Hypothesis: D(VALEURSTRANS) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.989146	0.4700
Test critical values:		
1% level	-10.66657	
5% level	-6.482609	
10% level	-4.819859	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 4

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(VALEURSTRANS,2)
 Method: Least Squares
 Date: 09/21/20 Time: 02:01
 Sample (adjusted): 2016 2019
 Included observations: 4 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VALEURSTRANS(-1))	-1.574720	0.791656	-1.989146	0.2966
C	54934386	76631242	0.716867	0.6041
@TREND("2014")	-15460534	20694090	-0.747099	0.5915
R-squared	0.799280	Mean dependent var		-5142188.
Adjusted R-squared	0.397840	S.D. dependent var		56899985
S.E. of regression	44153795	Akaike info criterion		38.15796
Sum squared resid	1.95E+15	Schwarz criterion		37.69768
Log likelihood	-73.31592	Hannan-Quinn criter.		37.14791
F-statistic	1.991033	Durbin-Watson stat		2.558705
Prob(F-statistic)	0.448018			

Null Hypothesis: D(VALEURSTRANS) has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.587739	0.0240
Test critical values:		
1% level	-3.271402	
5% level	-2.082319	
10% level	-1.599804	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 4

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(VALEURSTRANS,2)
 Method: Least Squares
 Date: 09/21/20 Time: 02:04
 Sample (adjusted): 2016 2019
 Included observations: 4 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VALEURSTRANS(-1))	-1.397102	0.539893	-2.587739	0.0812
R-squared	0.687237	Mean dependent var		-5142188.
Adjusted R-squared	0.687237	S.D. dependent var		56899985
S.E. of regression	31821418	Akaike info criterion		37.60150
Sum squared resid	3.04E+15	Schwarz criterion		37.44807
Log likelihood	-74.20299	Hannan-Quinn criter.		37.26481
Durbin-Watson stat	1.979470			

Null Hypothesis: D(MOYENPONDERES) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.000701	0.1113
Test critical values:		
1% level	-6.423637	
5% level	-3.984991	
10% level	-3.120686	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 4

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(MOYENPONDERES,2)
 Method: Least Squares
 Date: 09/21/20 Time: 02:10
 Sample (adjusted): 2016 2019
 Included observations: 4 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MOYENPONDERES(-1))	-1.407822	0.469164	-3.000701	0.0954
C	-0.011624	0.046723	-0.248797	0.8267
R-squared	0.818251	Mean dependent var		-0.061493
Adjusted R-squared	0.727377	S.D. dependent var		0.167264
S.E. of regression	0.087334	Akaike info criterion		-1.731296
Sum squared resid	0.015255	Schwarz criterion		-2.038149
Log likelihood	5.462592	Hannan-Quinn criter.		-2.404662
F-statistic	9.004206	Durbin-Watson stat		1.388859
Prob(F-statistic)	0.095428			

Null Hypothesis: D(MOYENPONDERES) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.423720	0.2443
Test critical values:		
1% level	-10.66657	
5% level	-6.482609	
10% level	-4.819859	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 4

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(MOYENPONDERES,2)
 Method: Least Squares
 Date: 09/21/20 Time: 02:13
 Sample (adjusted): 2016 2019
 Included observations: 4 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MOYENPONDERES(-1))	-1.699642	0.496431	-3.423720	0.1809
C	0.168750	0.159299	1.059330	0.4817
@TREND("2014")	-0.048582	0.041327	-1.175555	0.4487
R-squared	0.923697	Mean dependent var		-0.061493
Adjusted R-squared	0.771091	S.D. dependent var		0.167264
S.E. of regression	0.080027	Akaike info criterion		-2.099207
Sum squared resid	0.006404	Schwarz criterion		-2.559486
Log likelihood	7.198414	Hannan-Quinn criter.		-3.109255
F-statistic	6.052812	Durbin-Watson stat		2.113580
Prob(F-statistic)	0.276230			

Null Hypothesis: D(MOYENPONDERES) has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.986995	0.0046
Test critical values: 1% level	-3.271402	
5% level	-2.082319	
10% level	-1.599804	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 4

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(MOYENPONDERES,2)

Method: Least Squares

Date: 09/21/20 Time: 02:14

Sample (adjusted): 2016 2019

Included observations: 4 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MOYENPONDERES(-1))	-1.449341	0.363517	-3.986995	0.0282
R-squared	0.812626	Mean dependent var		-0.061493
Adjusted R-squared	0.812626	S.D. dependent var		0.167264
S.E. of regression	0.072403	Akaike info criterion		-2.200815
Sum squared resid	0.015727	Schwarz criterion		-2.354242
Log likelihood	5.401630	Hannan-Quinn criter.		-2.537498
Durbin-Watson stat	1.287298			