



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



المرجع :/2022

الميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

فرع: علوم مالية و محاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

مذكرة بعنوان:

انعكاس كفاءة الأسواق المالية على إتخاذ قرارات

الاستثمار من منظور العائد والمخاطرة

دراسة حالة سوق مصر للأوراق المالية 2010-2020

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية و المحاسبة

تخصص " مالية المؤسسة "

إشراف الأستاذ(ة):

د. صالح سونسواي

إعداد الطالبة:

- راضية دهمشي

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	حمزة خوازم
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	د. صالح سونسواي
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	لخميسي الواعر

السنة الجامعية 2021/2022

شكر وعرفان

نحمد الله ونشكره الذي منحنا القدرة والصبر على إتمام هذا العمل المتواضع

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل

من ساهم في إتمام هذا البحث من قريب أو بعيد ونخص بالذكر الأولياء حفظهم الله

إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بإثراء هذا البحث بأفكارهم وأرائهم النيرة

كما أتقدم بوافر شكري وعظيم امتناني وتقديري إلى الأستاذ المشرف الدكتور صالح

سنوساوي لما أحاطني به من فيض علمه وعمق خبرته وسعة صدره وعون صادق

وإرشاد أمين ومخلص وحرصه على إتمام هذا العمل في أحسن الظروف مما يجعلني

مدينة له بكل تقدير واحترام ووفاء فجزاه الله عني خير الجزاء إن شاء الله.

جزاكم الله كل خير

إهداء

إلى والدي ووالدي حفظهم الله

إخوتي وأخواتي وكافة أفراد عائلتي

إلى أحبتي أساتذتي أصدقائي وزملائي

إلى كل من دأب ولا يزال في تحصيل العلم

دهمشي راضية

فهرس المحتويات

الموضوع	الصفحة
شكر وتقدير	–
الإهداء	–
الفهرس	II –
الملخص	–
مقدمة	أ
الفصل الأول: الإطار النظري للقرار الاستثماري	1
تمهيد	2
المبحث الأول: أساسيات القرار الاستثماري	3
المطلب الأول: مفهوم اتخاذ قرارات الاستثمار المالي	3
أولاً- تعريف الاستثمار المالي ودوافعه	3
ثانياً- مفهوم اتخاذ قرارات الاستثمار المالي	5
المطلب الثاني: مبادئ و معايير اتخاذ القرار الاستثماري	9
أولاً- مبدأ الملائمة	9
ثانياً- مبدأ الخيارات	10
ثالثاً- مبدأ التنوع	10
رابعاً- مبدأ الموضوعية	11
خامساً- مبدأ الخبرة والتأهيل	11
سادساً- مبدأ المقارنة	11
المبحث الثاني: خطوات اتخاذ القرار الاستثماري المالي ومحدداته	12
المطلب الأول: خطوات اتخاذ القرار الاستثماري	12
أولاً- وضع أهداف محددة	12
ثانياً- تجميع المعلومات الملائمة للاستثمار	12
ثالثاً- تحديد وتشخيص المشكلة الاستثمارية	13
رابعاً - تحليل المشكلة	13
خامساً- اختيار البديل الأنسب	15
سادساً- تنفيذ القرار	15

16	سابعا- تقييم فعالية القرار
16	المطلب الثاني: العائد والمخاطرة كمحددات للقرارات الاستثمارية
16	أولاً- عوائد الاستثمار في الأوراق المالية
19	ثانياً- مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
22	المطلب الثالث: مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة
23	المبحث الثالث: تسيير المحفظة الاستثمارية
24	المطلب الأول: تعريف المحفظة الاستثمارية
24	المطلب الثاني: نظرية المحفظة الاستثمارية
26	المطلب الثالث: طرق تسيير المحفظة الاستثمارية ومداخل اختيار مكوناتها
27	أولاً- طرق تسيير المحفظة الاستثمارية
27	ثانياً- مداخل اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية
28	نظرية تويين
29	نظرية ماركويتز
29	الحد الكفاء:
31	منحنيات السواء
32	خلاصة الفصل الأول:
33	الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري
35	تمهيد
36	المبحث الأول: عموميات عن كفاءة الأسواق المالية
36	المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية
36	أولاً- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية
37	ثانياً- شروط (معايير) كفاءة أسواق الأوراق المالي
38	ثالثاً- صعوبات وفوائد السوق المالي الكفاء
40	المطلب الثاني: متطلبات كفاءة الأسواق المالية
40	أولاً- الكفاءة الكاملة

41	ثانيا- الكفاءة الاقتصادية
42	ثالثا- متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية
45	المطلب الثالث : العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية
46	أولا- دور المعلومة في كفاءة أسواق الأوراق المالية
48	ثانيا: علاقة السيولة بكفاءة السوق المالي
50	ثالثا: كفاءة أسواق الأوراق المالية والحركة العشوائية للأسعار (RANDOM WALK)
51	المبحث الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية ومؤشراتها
51	المطلب الأول: مستويات كفاءة الأسواق المالية
51	أولا- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق المالي
51	ثانيا- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق المالي
52	ثالثا- الصيغة القوية لكفاءة السوق المالي
54	المطلب الثاني: التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية
54	أولا- التحليل الفني
55	ثانيا- التحليل الأساسي
59	المطلب الثالث: مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية
59	أولا- أهمية مؤشر سوق الأوراق المالية
59	ثانيا- استخدامات المؤشر في الأسواق المالية
60	ثالثا- أنواع المؤشرات بأسواق الأوراق المالية
65	خلاصة الفصل الثاني
66	الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية على قرار الاستثمار
67	تمهيد
68	المبحث الأول: تقديم سوق مصر للأوراق المالية
68	المطلب الأول: التعريف بسوق مصر للأوراق المالية
68	أولا: نشأة البورصة المصرية
70	ثانيا: أهداف سوق مصر للأوراق المالية
70	ثالثا: مهام سوق مصر للأوراق المالية

74	المطلب الثاني: البنية التنظيمية لسوق مصر
74	أولاً: هيئة السوق المالية
77	ثانياً - سوق مصر للأسهم
77	ثالثاً: شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيد المركزي
78	رابعاً - لجنة الاستئناف:
78	خامساً: الإدارة العامة للإشراف على مؤسسات السوق المالية المصري:
80	المبحث الثاني: تطور وأداء سوق مصر للأوراق المالية
80	المطلب الأول: مؤشرات الأداء
80	أولاً: مؤشر عدد الشركات المدرجة
81	ثانياً: مؤشر القيمة السوقية
82	ثالثاً: مؤشر سيولة السوق
85	المطلب الثاني: محاولة المفاضلة بين الأوراق المالية التابعة للشركات المقيدة بالبورصة المصرية من منظور العائد والمخاطرة
85	أولاً: الإطار العام للدراسة
85	1/ بيانات الشركات المكونة للعيينة لسنة 2020.
88	2/ بيانات الشركات المكونة للعيينة لسنة 2019
92	3/ بيانات شركة العينة لسنة 2018
98	خلاصة الفصل
100	الخاتمة
110	قائمة المصادر والمراجع

فهرس الأشكال

رقم الصفحة	العنوان	رقم الشكل
42	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية	الشكل رقم (01)
52	المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم	الشكل رقم (02)

فهرس الجداول

رقم الصفحة	العنوان	رقم الجدول
53	مستويات السوق المالي	الجدول رقم (01)
58-57	أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي	الجدول رقم (02)
64-63	أمثلة عن بعض مؤشرات الأسواق المالية.	الجدول رقم (03)
80	مؤشر تطور عدد الشركات المدرجة بالبورصة المصرية (2010- 2020)	الجدول رقم (04)
81	مؤشر تطور رأس المال السوقي في بورصة مصر (2010- 2020)	الجدول رقم (05)
83	مؤشر تطور سيولة السوق بالبورصة المصرية (2010- 2020)	الجدول رقم (06)
86-85	بيانات شركة اعمار مصر للتنمية (2020)	الجدول رقم (07)
86	بيانات البنك التجاري الدولي (2020)	الجدول رقم (08)
87	حساب الانحراف المعياري لشركة اعمار مصر للتنمية (2020)	الجدول رقم (09)
88	حساب الانحراف المعياري للبنك التجاري الدولي (2020)	الجدول رقم (10)
89	معاملات أسهم الشركة والبنك (2020)	الجدول رقم (11)
90-89	بيانات شركة اعمار مصر سنة (2019)	الجدول رقم (12)
90	بيانات البنك التجاري الدولي (2019)	الجدول رقم (13)
91	حساب الانحراف المعياري لشركة اعمار مصر (2019)	الجدول رقم (14)
92-91	الانحراف المعياري للبنك التجاري الدولي (2019)	الجدول رقم (15)
92	معاملات الأسهم للشركة والبنك (2019)	الجدول رقم (16)
93-92	بيانات شركة اعمار مصر للتنمية (2018)	الجدول رقم (17)
94-93	بيانات البنك التجاري الدولي (2018)	الجدول رقم (18)
94	الانحراف المعياري لشركة اعمار مصر للتنمية (2018)	الجدول رقم (19)
95-94	الانحراف المعياري للبنك التجاري الدولي (2018)	الجدول رقم (20)
95	معاملات الأسهم للشركة والبنك (2018)	الجدول رقم (21)

الملخص

تسعى هذه الدراسة إلى تحديد مدى انعكاس كفاءة الأسواق المالية على القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية المصري، حيث يعد القرار الاستثماري من أهم وأصعب وخطر القرارات التي يتخذها المستثمر في هذا المجال؛ لأن المبدأ العام يتمثل في مفاضلة المستثمر بين البدائل المتاحة واختيار البديل الاستثماري التي تلائم عوائده مخاطره حسب رغبة كل مستثمر لأن كل استثمار له وجهان، وجه يتمثل في العوائد التي يمكن أن تتحقق من هذا الاستثمار، والوجه الآخر يتمثل في المخاطر المحتملة المرتبطة بهذا الاستثمار، وحتى يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار المناسب يجب عليه الاعتماد على مجموعة من المقومات والأسس والمبادئ العلمية.

أما كفاءة الأسواق المالية فتتوقف على وجود نظام معلوماتي عالي الجودة يضمن للمستثمرين بالسوق المالي الإفصاح عن المعلومات بصورة دقيقة وموضوعية وكافية وفي الوقت المناسب وبعادلة بين كافة المستثمرين، بغرض دعم المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الرشيدة، في ظل وجود المتغيرات الضابطة المتمثلة في العائد على الاستثمار والمخاطر التي تم قياسها بالانحراف المعياري وقانون حساب العائد.

حيث تمثلت إشكالية البحث فيما مدى انعكاس مستويات كفاءة الأسواق المالية على قرارات الاستثمار في السوق المالي المصري؟ وتنبع أهمية الدراسة في توضيح الاهتمام بكفاءة الأسواق المالية من طرف المستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، كما استخدمت هذه الدراسة ثلاثة فرضيات تتمثل في أن العوامل المؤثرة على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية هي المعلومات التاريخية والمعلومات العامة والمعلومات الخاصة التي تقدمها الشركات المسجلة بالسوق المالي، مستويات كفاءة السوق المالي المؤثرة على قرارات الاستثمار المالي هي الكفاءة الضعيفة والكفاءة الشبه قوية والكفاءة القوية، السوق المالي المصري لا يرتقي إلى مستوى الكفاءة بسبب عدم وجود ثقافة الإفصاح عن المعلومات والتداول بالأسهم في الدول السائرة في طريق النمو. ولاختبار فرضيات الدراسة وتحقيق أهدافها تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في الدراسة النظرية والمنهج الكمي التحليلي في الدراسة التطبيقية، حيث طبقت الدراسة على السوق المالي المصري في الفترة الممتدة من 2010 إلى 2020، مع اختيار عينة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري من بين الشركات الأكثر أداءاً والمتمثلة في شركة اعمار مصر للتنمية والبنك التجاري الدولي في محاولة المفاضلة بين الأوراق المالية لهذه الشركات من منظور العائد والمخاطرة من أجل اتخاذ قرار الاستثمار.

وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: أن المستثمر بسوق الأوراق المالية يتأثر عند اتخاذ قراراته الاستثمارية بعدة عوامل من أهمها المعلومات المالية وغير المالية التي يجب أن تتوفر على خصائص تجعلها ذات جودة؛ وهذه الخصائص هي سهولة الحصول على المعلومة وإن تكون هذه المعلومات واضحة ودقيقة وصحيحة وسريعة وكافية

ويجب توفر العدالة بين المستثمرين في الحصول على هذه المعلومة، وان تكون مفهومة بالنسبة للمستثمر وان تصله في الوقت المناسب، وتوصلنا أيضا إلى انه حتى تتوفر هذه الخصائص في المعلومة يجب توفر عنصر الكفاءة في سوق الأوراق المالية وان هذه الكفاءة تنقسم إلى ثلاث مستويات تتمثل في المستوى الضعيف للكفاءة والمستوى الشبه قوي والمستوى القوي للكفاءة، وان سوق الأوراق المالية المصري لا يرتقي إلى مستوى الكفاءة، ولا يمكن للمستثمر الاعتماد عليه عند اتخاذ قرار الاستثمار المالي، لكن يمكن للمستثمر بسوق الأوراق المالية استغلاله كموجه فقط نحو الشركات الراجعة.

وأوصت الدراسة بعدة توصيات أهمها يجب على المستثمر في سوق الأوراق المالية إدراك أهمية المعلومات المالية وغير المالية في اتخاذ قراراته المالية، وبذلك عليه التأكد من كفاءة السوق المالي قبل الثقة في المعلومات التي تقدمها عن مختلف شركاتها المدرجة.

الكلمات الدالة: كفاءة الأسواق المالية، القرار الاستثماري، عوائد الاستثمار في الأوراق المالية، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

مقدمة

تمهيد:

يعد الاستثمار في الأسواق المالية الركيزة الأساسية الداعمة لتطوير الاقتصاد القومي، لان الاستثمار المالي من أكفا أنواع تشغيل الأموال والذي يمكن من خلاله تحقيق الأهداف المسطرة من طرف المستثمرين، كما أن الأسواق المالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي في كونها تمثل القناة التي يتم عبرها تحقيق التدفقات المالية الفعالة وذات الكفاءة العالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز بغرض التخصيص الأمثل لثروة المجتمع في الاستثمارات الراجعة بشكل يؤدي إلى تعظيم المرد ودية الاقتصادية والمالية.

إلا أن المستثمرين في الأسواق المالية يواجهون مشكلة أساسية وهي مشكلة اتخاذ القرار الاستثماري بسبب تعدد وتنوع الأدوات الاستثمارية والمخاطر المرتبطة بها التي تخلق بيئة عدم التأكد من تحقيق العوائد النقدية المتوقعة مستقبلا، لذلك نجد المستثمر يسعى إلى تنمية العائد من استثماراته مع تخفيض درجة المخاطرة المرتبطة بهذا الاستثمار، وبالتالي فالمستثمر بحاجة إلى خبرة كافية ومعرفة دقيقة بالمبادئ والمعايير ومراحل اتخاذ القرار الاستثماري وأدوات التحليل المناسبة والاستعانة بالخبراء والمتخصصين بغرض الاختيار الأنسب من الأدوات الاستثمارية المختلفة والتعامل بها في الوقت المناسب، كما انه لا ينبغي للمستثمر توجيه كل موارده في الاستثمار في أداة مالية واحدة حتى يحقق التنوع الذي يضمن له الحماية من المخاطر المتنوعة عن طريق شراء تشكيلة من الأدوات المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية، وهذا لا يتحقق إلا باتخاذ القرار الاستثماري الصائب الذي يعتمد على توفر المعلومات الدقيقة والصحيحة والموضوعية.

وفي ظل هذه الظروف تبرز الحاجة الماسة الأسواق المالية ذات الكفاءة التي توفر للمستثمر ما يحتاجه من معلومات حول الشركات الاستثمارية وبالكيفية والنوعية المطلوبة وفي الوقت المناسب وبشكل عادل بين جميع المستثمرين، بحيث لا يستطيع أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب غيره من المستثمرين الآخرين، ويمكن للمستثمر اختيار السوق المالي الكفء التي يوضع فيها ثقته عند اتخاذه لقراراته الاستثمارية بالاعتماد على مجموعة مؤشرات توضح درجة تقدم ونضج السوق المالي، فالقرار الاستثماري يعتبر المرآة العاكسة لكفاءة السوق المالي.

إشكالية البحث:

تعد قرارات الاستثمار من أكثر الموضوعات جدلا في الآونة الأخيرة لما لها من أهمية في توسيع وتنشيط الأسواق المالية وتوفير الأموال للمشروعات الاقتصادية وزيادة ثروة المستثمرين وتحقيق التنمية الاقتصادية.

وهذا لا يكون إلا باتخاذ القرارات الصائبة من مستثمرين يتميزون بالرشادة في المفاضلة بين العائد والمخاطرة، حيث يعتمدون على مجموعة مبادئ وأسس علمية وليس على العشوائية، وذلك من خلال توفير المعلومات الكافية والموضوعية التي تخدم المستثمرين في اتخاذ قراراتهم للاستثمار في الأسواق المالية، غير أن هناك العديد من الأسواق المالية التي تختلف الواحدة منها عن الأخرى خاصة في مستويات الكفاءة وجودة المعلومات لان تقديم معلومة خاطئة تقود المستثمرين إلى اتخاذ قرارات خاطئة.

من خلال ما تقدم، ارتأينا صياغة إشكالية موضوع بحثنا كالآتي:

إلى أي مدى تنعكس مستويات كفاءة الأسواق المالية على قرارات الاستثمار في السوق المالي المصري؟
وبهدف الإجابة على هذه الإشكالية، يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

1- فيما تتمثل العوامل المؤثرة على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية؟

2- ما هي مستويات كفاءة السوق المالي المؤثرة على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية؟

3- هل السوق المالي المصري ذات كفاءة على قرارات الاستثمار؟

فرضيات البحث:

لتسهيل الإجابة على الإشكالية المطروحة ومختلف الأسئلة الفرعية قمنا بوضع الفرضيات التالية:

- تتمثل العوامل المؤثرة على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية في المعلومات التاريخية والمعلومات العامة والمعلومات الخاصة التي تقدمها الأسواق المالية عن الشركات المسجلة بالسوق المالي.
- مستويات كفاءة السوق المالي المؤثرة على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية هي الكفاءة الضعيفة والكفاءة الشبه قوية والكفاءة القوية.
- السوق المالي المصري لا يرتقي إلى مستوى الكفاءة بسبب عدم وجود ثقافة الإفصاح عن المعلومات والتداول بالسهم في الدول السائرة في طريق النمو.

أهمية البحث:

تعتبر المعلومات التي تقدمها الأسواق المالية الجزء الأهم في اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية، حيث تساعد جودة وموضوعية هذه المعلومات في صنع واتخاذ القرارات الصائبة وهذا ما جعلها محط أنظار جميع المستثمرين نظرا لارتباطها بقراراتهم وتأثرهم بها، فكلما كانت هذه المعلومات ذات جودة كلما أثرت بالإيجاب على القرار الاستثماري، لذلك فانه من الأهمية القصوى وجود سوق مالي ذات كفاءة تحقق للمستثمرين ما يحتاجونه من معلومات وبعداة وفي الوقت المناسب بغرض تحقيق الهدف الأسمى المتمثل في اتخاذ القرار المناسب. وعليه يمكن عرض أهمية البحث كالتالي:

- تقديم إطار نظري مختصر حول القرار الاستثماري المالي وكفاءة الأسواق المالية.
- الكشف عن تأثير كفاءة السوق المالي على قرارات الاستثمار من خلال البحث في قرارات الاستثمار في السوق المالي المصري.

أهداف البحث:

- يهدف البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف والتي يمكن بلوغها من خلال محاولة معالجة الإشكالية المطروحة وإثبات أو نفي الفرضيات المصاغة ومن هذه الأهداف نذكر:
- إبراز أهم العوامل المؤثرة على قرارات المستثمرين.
- معرفة مختلف مستويات كفاءة السوق المالي والخصائص التي تميز كل مستوى.
- التعرف على مدى تأثير كفاءة السوق المالي على قرارات المستثمرين.
- اختبار مدى كفاءة السوق المالي المصري.

حدود البحث:

تنقسم حدود البحث إلى:

- الحدود الموضوعية: يقوم هذا البحث على قياس أثر كفاءة الأسواق المالية على قرارات الاستثمار المالي.
- الحدود المكانية: تم إجراء هذا البحث فقط على السوق المالي المصري.
- الحدود الزمنية: تم البحث على البيانات المالية في الفترة ما بين (2010-2020).

أسباب اختيار الموضوع:

لقد تم اختيار هذا الموضوع لأسباب ذاتية وأخرى موضوعية، حيث تتمثل الأسباب الذاتية في:

- حب التطلع على كل الثقافات والعلوم خاصة في المجال الاقتصادي.
- الرغبة الشخصية في هذا الموضوع لإثراء المعرفة الذاتية بموضوع حساس يتناول احد انشغالات المستثمر في السوق المالي.

أما الأسباب الموضوعية فتتمثل في:

- معرفة ما مدى تأثير كفاءة السوق المالي على قرارات الاستثمار المالي.
- الشعور بقيمة وأهمية الموضوع في ظل التحولات العالمية الراهنة.
- الأهمية البالغة التي يتميز بها القرار الاستثماري في السوق المالي.

منهج البحث:

اتبعت الدراسة لمعالجة هذا الموضوع المناهج التالية:

- المنهج الاستنباطي في بناء و صياغة الإشكالية وفروض البحث.
- المنهج التاريخي في التطرق إلى الدراسات السابقة.
- المنهج الوصفي التحليلي في التطرق إلى الدراسة النظرية على سبيل التشخيص السليم والوصف الدقيق لموضوع الدراسة في مختلف جوانبه.
- المنهج الكمي التحليلي في الدراسة التطبيقية القائم على دراسة اختباريه لواقع البيانات الفعلية المنشورة في السوق المالي المصرية لاستخراج البيانات المتعلقة بكفاءة السوق المالي وبيان أثرها على اتخاذ القرار الاستثماري خلال الفترة الزمنية ما بين 2010-2020.

الدراسات السابقة:

تعددت الدراسات التي تطرقت لمتغيرات البحث، وفيما يأتي عرض لمجموعة من هذه البحوث:

- **يعتبر فاما (1965- 1970)** أول من قام بدراسة كفاءة السوق المالي، حيث قام بتصنيفها إلى ثلاث مستويات، اعتمادا على مدى توفر المعلومات في السوق إلى المستوى الضعيف والمستوى الشبه قوي والمستوى القوي.

- **عمر عتر، عثمان عتر،** تباين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق (ناشئة- متقدمة) قدمت هذه الدراسة ضمن مقالة منشورة في العدد 45 لمجلة العلوم الإنسانية، جامعة حلب، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة- سوريا- (2010) :

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على مفهوم القرارات الاستثمارية للمتعاملين في الأسواق المالية، وأسباب التباين الحاصل في القرارات للمتعاملين في أسواق المال الناشئة و المتقدمة، تحت الإشكالية الرئيسية ما مدى التباين في القرارات الاستثمارية للمتعاملين في الأسواق الناشئة مقارنة مع نظيرتها في الأسواق المتقدمة؟ وما هي أسباب الاختلاف في أثر المعلومات المحاسبية على قرارات المستثمرين في الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة. وقد افترضت هذه الدراسة انه يوجد تباين في طريقة استيعاب المعلومات التي تحتويها التقارير المالية والاستفادة منها في تحديد أسعار الأسهم والسندات المتداولة بين الأسواق المتقدمة والناشئة، ولتحقيق هذا البحث تم إجراء دراسة اختباريه على أسواق المال العربية ما بين 2002سنة و2005، حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي وعلى

الدراسات المتوفرة والأبحاث والدوريات والمقالات المتخصصة وعلى الكتب الموجودة باللغة العربية والأجنبية لتكوين الإطار النظري للدراسة. وقد توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية: من أهم أسباب اختلاف نوعية القرارات هي نقص الوعي للمستثمرين والاعتماد على التسريبات والإشاعات، المضاربة الغير المرتكزة على أساس علمي أو مهني سليم، وضعية الأسواق المالية الناشئة من ناحية المخاطر والصعوبات التي تواجهها هذه الأسواق، وأوصت هذه الدراسة بمجموعة توصيات من أهمها تحقيق الشفافية الكاملة للمعلومات ووصولها بصورة سريعة وكاملة وصحيحة لكافة المتعاملين بالسوق، تفعيل دور الخبراء لتوفير كافة التحليلات اللازمة التي توضح أثر تلك المعلومات على الأسعار وبشكل عادل ومنع استفادة البعض منها على حساب الآخرين، والحد من المضاربة غير المشروعة ومعاينة المتلاعبين بالأسعار والقضاء على السوق السوداء ومعاينة المسربين للمعلومات سواء كانوا أفراد أو جهات معينة والعمل على جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية ودعم القطاعات المختلفة لدخول السوق المالي من أجل تنويع الاستثمارات لان البورصات العربية تعاني من قلة القطاعات واعتماد أكثرها على البنوك والتأمينات والاتصالات والعقارات، والعمل على إدخال أدوات مالية جديدة في أسواق المال العربية لرفع السيولة في السوق، والعمل على نشر الوعي لدى المستثمرين عن طريق وسائل الإعلام، وتطوير آليات وأدوات الرقابة المتاحة من قبل هيئات السوق وعمل تعاقدات مع الشركات العالمية لدعم ذلك، مع تطوير الجمعيات والهيئات المشرفة على مهنة المحاسبة ودعمها وزيادة التعاون والتنسيق من أجل إيجاد وتطوير معايير خاصة بكل دولة لتكوين دليل يستخدم في إعداد التقارير المحاسبية، وقد أفادتنا هذه الدراسة في تحديد المنهج الملائم وأدوات البحث التي تتلاءم مع دراستنا وتزويدنا ببعض المعلومات التي ساهمت في ضبط بحثنا وإثرائه.

- شوقي بورقية، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، قدمت هذه الدراسة ضمن ورقة بحثية منشورة في العدد 10 بمجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف - ، (2010):

هدفت هذه الورقة البحثية إلى تناول موضوع على درجة كبيرة من الموضوعية وهو الدور الذي تلعبه نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، تحت الإشكالية الرئيسية المتمثلة في ما معنى نظرية الإشارة؟ وكيف تساهم نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية؟ ، وافترضت هذه الدراسة أن نظرية الإشارة هي عبارة عن الأدوات والآليات التي يتم بها توفير المعلومات للمتعاملين في السوق المالي، وان هذه النظرية تساهم في تساهم في الرفع من كفاءة الأسواق المالية من خلال تحقيق حدة عدم تماثل المعلومات عاجلت الموضوع بشكل نظري، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن الإشارة المالية تلعب دورا كبيرا في تخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال توفير المعلومة من جهة ومحاولة تصحيح المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين في السوق المالي من جهة أخرى وبالتالي الرفع

من كفاءة الأسواق المالية، ولم تتضمن الدراسة توصيات معينة. وقد أفادتنا هذه الدراسة في تعميق تحديد مصدر الحصول على المعلومات المؤثرة على قرارات المستثمرين في السوق المالي وارتفاع من كفاءة الأسواق المالية.

- **وديع أسامة وجدي**، كفاءة الأسواق المالية دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية، قدمت هذه الدراسة ضمن مقالة منشورة في العدد 2، للمجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية -مصر-، الجامعة الحديثة للتكنولوجيا والمعلومات، قسم المؤسسات المالية - كلية الإدارة-مصر- ، (2012) :

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل فرضية كفاءة الأسواق المالية وذلك من خلال منظور غير تقليدي، حيث تسعى لمدى تماثل الكفاءة للأسهم العادية التي تنتمي لذات السوق، وذلك بتحليل الأسهم العادية التي يحتويها مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة المقيمة ببورصة نيويورك للأوراق المالية، تحت الإشكالية هل يوجد اختلاف في مستوى كفاءة الأسهم العادية التي تنتمي لذات السوق؟ وقد افترضت هذه الدراسة انه لا يوجد اختلاف معنوي لمستوى كفاءة الأسهم العادية التي تنتمي لذات السوق وتفرع عنها الفرضيات التالية: لا يوجد اختلاف معنوي لمستوى عشوائية العوائد اليومية للأسهم العادية التي تنتمي لذات السوق، لا يوجد اختلاف معنوي لمستوى تباين العوائد اليومية للأسهم العادية التي تنتمي لذات السوق. ولتحقيق أهداف البحث وللإجابة عن الإشكالية اتبعت الدراسة المنهج الاستنباطي وأسلوب الدراسة المكتبية والدراسة التطبيقية والأساليب الكمية لتحديد رفض أو قبول الفرضيات والاستدلال الإحصائي للتوصل إلى نتائج وتوصيات الدراسة، وأسلوب المسح المستندي على بيانات تداول بورصة نيويورك، وقد تم إجراء الدراسة التطبيقية على بورصة نيويورك في الفترة من بداية يناير 2008 إلى منتصف يناير 2012. وخلصت الدراسة إلى أن الأسهم العادية التي تنتمي لذات السوق لا تتمتع بذات مستوى الكفاءة، وقد أرجعت الدراسة هذا التباين إلى عوامل خاصة بالأصل المالي، وأخرى خاصة بالمتداولين في ذلك الأصل، وأشارت توصيات الدراسة إلى ثلاثة جهات، فيما يخص المتداولين بالسوق وذلك بعدم الاعتماد على المؤشرات الرئيسية أو القطاعية لسوق الأوراق المالية كأساس لتقدير مستوى كفاءة الأسهم التي تنتمي لهذا السوق، مع مراعاة تباين المداخل المستخدمة في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الواحد في ضوء تباين مستوى كفاءة الأسهم التي تنتمي إلى هذا السوق. وهناك توصيات تخص الشركات المصدرة للأسهم العادية وذلك بتحليل هيكل المساهمين في إصدارات الشركة خاصة في ضوء المعايير التالية: (فردي - مؤسساتي) (محلي - أجنبي) مما يعطي مؤشر على مستوى الوعي الاستثماري لدى حملة الأسهم، ووضع إستراتيجية إدارة علاقات المستثمرين بالشركات المصدرة في ضوء خصائص هيكل حملة الأسهم. وهناك توصيات تخص مواصلة البحث عن طريق إجراء المزيد من البحوث التي تهتم بالعمل على إيجاد مؤشر كمي لتقدير كفاءة الأسهم العادية، والمزيد من

البحوث حول التمويل السلوكي خاصة في نطاق تحليل وتفسير الاختيار وتسعير الأسهم العادية، وإجراء المزيد من الدراسات المهمة بتحليل اثر مدخل تحليل الأسهم العادية على سلسلة عوائدها. وقد أفادتنا هذه الدراسة في استخدامها كمرجع مهم في بحثنا وتحديد المنهج اللائم وأدوات البحث التي تتناسب مع موضوعنا وتزويدنا ببعض المعلومات التي ساهمت في اثراء بحثنا.

- بدر الدين عبد الواحد خليل العشيبي، مدى إدراك المستثمرين للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية و أثرها على قرارات الاستثمار، مذكرة الماجستير، جامعة بن غازي، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة، السنة الجامعية: 2015-2016، دراسة تطبيقية في السوق المالي الليبي:

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى إدراك المستثمرين للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وأثرها على قراراتهم الاستثمارية ومعرفة مدى إدراكهم لأهمية وكفاية المعلومات ومصادرها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، تحت إشكالية الدراسة المتمثلة في هل يدرك المستثمرون في السوق المالي الليبي المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية لاتخاذ قرار الاستثمار؟ وافترضت الدراسة انه: لا يدرك المستثمرون أهمية المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية المتمثلة في قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية، قائمة التغير في حقوق الملكية، في اتخاذ قرار الاستثمار، لا يدرك المستثمرون كفاية المعلومات التي تتضمنها القوائم المالية في اتخاذ قرار الاستثمار، لا يدرك المستثمرون مصادر المعلومات التي تساعد في اتخاذ القرار الاستثماري، ولتحقيق أهداف الدراسة والإجابة عن مشكلتها اتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي واختبار هذه الدراسة عن طريق توزيع استبيان على عينة من المستثمرين بالسوق المالي الليبي، والاعتماد على أسلوب التحليل الوصفي للبيانات التي تم جمعها وعلى الإحصاء الوصفي الاستدلالي للاختبار الفرضيات، واقتصرت هذه الدراسة على الفترة الزمنية من بداية 2014 إلى غاية نهاية سنة 2015، وتوصلت الدراسة إلى نتيجة رئيسية تمثلت في أن المستثمرون يدركون أهمية وكفاية المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية و مصادرها وأثرها على قرارات الاستثمار وأوصت الدراسة بإجراء المزيد من الدراسات والأبحاث على المحتوى المعلوماتي وأثرها على الائتمان المصرفي، وأيضا إجراء دراسات أخرى على المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وأثرها على تقرير المراجع الخارجي. كما توصي بإعادة نفس الدراسة باستخدام أدوات أخرى لجمع بيانات وأساليب إحصائية أخرى، وقد أفادتنا هذه الدراسة في التعرف على مدى وعي ورشادة المستثمرين بالسوق المالي وتأثيرها على قرارات الاستثمار المالي وتزويدنا بمعلومات لإثراء بحثنا.

- محمد جمام، اميرة دباش، اثر عدالة الإفصاح المحاسبي في ترشيد القرارات الاستثمارية، قدم هذا البحث ضمن مقال منشور في العدد 26.مجلة الدراسات و الأبحاث، جامعة أم البواقي-الجزائر - ، (2017):

تسعى هذه الدراسة إلى بيان أثر عدالة الإفصاح المحاسبي في ترشيد القرارات الاستثمارية، تحت الإشكالية ما مدى مساهمة عدالة الإفصاح المحاسبي في ترشيد القرارات الاستثمارية لعينة من المستثمرين ببورصة الجزائر؟ ، وقد افترضت هذه الدراسة انه يوجد دور ايجابي ذو دلالة إحصائية بين عدالة الإفصاح المحاسبي وترشيد القرارات الاستثمارية لعينة المستثمرين ببورصة الجزائر، ولتحقيق أهداف الدراسة إتباع المنهج الوصفي في عرض المفاهيم والمنهج التحليلي في التعقيب عن ما تم وصفه، حيث تم التأكد من فرضيات الدراسة بتوزيع استبيان على المستثمرين ببورصة الجزائر، وقد توصلت الدراسة إلى وجود دور ايجابي متوسط بين عدالة الإفصاح المحاسبي وترشيد القرارات الاستثمارية لان عدالة الإفصاح المحاسبي تزداد كلما توفرت المعلومات على خصائص نوعية، وهذا يساهم في اتخاذ القرار الرشيد وتوجد عدة صعوبات تحد من قيام المؤسسة بالإفصاح منها عدم وجود قوانين تلزم بالإفصاح الكامل ونقص ثقافة الوعي وعدم الاهتمام بالإفصاح، وقد أوصت الدراسة بأنه لا بد من توفير معلومات دقيقة حول البدائل المتاحة للقرار الاستثماري لتحقيق جودة اكبر للقرار الاستثماري وإيصال المعلومات المحاسبية في الوقت المناسب وتعزيز المعلومات والمؤشرات المحاسبية بقوائم مكملة تعبر عن التغيرات في المستوى العام للأسعار واستخدام التكلفة التاريخية و الجارية لبعض عناصر القوائم المالية، إعادة إصلاح السوق الجزائري من إعادة تقييم المؤسسات وبالتالي الإفصاح عن تقييم المؤسسات وبالتالي الإفصاح عن المعلومات المحاسبية بدقة وشفافية أكثر.

- كلثوم جريو، يدو محمد، دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، قدمت هذه الدراسة ضمن مقالة منشورة في المجلد 1، العدد 16، بمجلة الاقتصاد الجديد، جامعة على لونيبي - البليدة - ، (2017) :

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية لأنه يعتبر من الركائز الأساسية التي توفر البيانات والمعلومات، تحت الإشكالية المتمثلة في ما مدى مساهمة دور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية؟ ولم يكشف الباحثان في هذه الدراسة على الفرضيات والأدوات المستخدمة والمنهج المتبع فكانت ضمنية في الدراسة، ولتحقيق هذا البحث كانت الدراسة نظرية، وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية: إن مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يحدد بالعلاقة بين المعلومات وبين أسعار الأوراق المالية، كما يصل السوق إلى أعلى درجات الكفاءة حينما لا يستطيع أي فرد تحقيق أرباح غير عادية عند استخدامه لأي نوع من المعلومات على حساب المتعاملين الآخرين، وتندرج كفاءة سوق الأوراق المالية من الشكل الضعيف إلى المتوسط ثم الشكل القوي وفقا لنوع المعلومات المتاحة والمستخدم، ويعد مبدأ الإفصاح والشفافية المبدأ الأهم لأنه يضمن

على المعلومات نوع معين من المصادقية وهو ما يدعم ثقة المستثمرين الحاليين و يجذب المزيد من المستثمرين إلى السوق، ويؤدي ذلك إلى وصول المعلومات بسرعة وبشفافية إلى السوق لتنعكس هذه المعلومات في أسعار الأوراق المالية، والتوصيات غير موجودة بهذه الدراسة، وقد أفادتنا هذه الدراسة في ضبط مفهوم كفاءة السوق المالي اثر في بحثنا.

- عبد القادر بسبع، بن عيسى بن علي، دور الإفصاح في ظل المعايير الدولية للتقارير المالية وأثره على زيادة كفاءة الأسواق المالية، قدمت هذه الدراسة ضمن مقالة منشورة في العدد الأول، بمجلة البحوث والدراسات التجارية، جامعة زياد عاشور-الجلفة - ، (2017) :

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة اثر الإفصاح في ظل المعايير الدولية للتقارير المالية على زيادة كفاءة الأسواق المالية تحت الإشكالية المتمثلة في كيف يساهم الإفصاح المحاسبي وفق معايير المحاسبة الدولية في تحسين كفاءة الأسواق المالية؟ وافترضت هذه الدراسة أن الإفصاح المحاسبي وفقا لمعايير المحاسبة الدولية يؤدي إلى تعزيز الثقة في المعلومات التي تحتويها التقارير والقوائم المالية المنشورة، وان الإفصاح المحاسبي وفقا لمعايير المحاسبة الدولية يساعد في تنشيط كفاءة أسواق الأوراق المالية، وقد كانت هذه الدراسة نظرية ولم تفصح عن المنهج والأدوات المستخدمة، وقد توصلت إلى أن تأثير المعلومات المحاسبية في كفاءة الأسواق المالية يتجسد من خلال طريقة الإفصاح المحاسبي والمتضمنة في التقارير المالية والتي يتم إعدادها وفقا للمعايير المحاسبية الدولية والتي تمتاز بعدة خصائص منها الملائمة والموثوقية وإمكانية الاعتماد عليها وإمكانية مقارنتها، حيث أن إتاحة هذه المعلومات لكافة المتعاملين في الأسواق وبشكل متساوي ولا سيما المستثمرين يوفر لهم الثقة ويشجعهم على الاستثمار، وهذا ما يدعم كفاءة هذه الأسواق، والدراسة لا تتضمن التوصيات، وقد أفادتنا في تعميق معرفة كفاءة الأسواق المالية و العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري المالي.

- زبير عياش، احلام برحالي، اثر الحوكمة في تفعيل القرار الاستثماري في أسواق رؤوس الأموال، قدمت هذه الورقة البحثية في مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي- الجزائر - ، (2018) :

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز دور الحوكمة في تشجيع الاستثمار في أسواق رؤوس الأموال، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الحوكمة نظام لتعزيز الرقابة والإدارة لتحديد المسؤوليات والواجبات في الشركات وهو ما يعمل على تحسين الأداء و توفير قوائم مالية خالية من الغش والأخطاء بما يدعم قرارات المستثمرين ويجعل الشركة محط

أنظار المستثمرين، وإن الالتزام بتطبيق الحوكمة يعد أحد المعايير التي يضعها المستثمرون في اعتبارهم عند قيامهم باتخاذ القرار الاستثماري، تشجع الشفافية في القوائم المالية والإفصاح التكامل على كسب ثقة المستثمر، تؤثر على قدرة وكفاءة السوق المالي في الوصول إلى السعر العادل للسهم، وبالتالي تدعيم كفاءة سوق رؤوس الأموال وأوصت الدراسة بضرورة إلزام الشركات بمتطلبات الإفصاح والشفافية ونشر تقارير اقتصادية عن ممارسات الحوكمة في الشركات وحث المستثمرين على الاطلاع على واقع الشركات بشكل أعمق حتى يتمكنوا من اتخاذ القرار المناسب، ومراجعة الشركات المدرجة في السوق المالي ومعرفة مدى التزامها الفعلي بتطبيق مبادئ الحوكمة.

- **نورهان السيد محمد عبد الغفار**، استخدام أسلوب التنقيب في البيانات لدعم المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية المستقبلية واثّر ذلك على تعزيز كفاءة القرارات الاستثمارية في السوق المالي المصري، قدمت هذه الدراسة ضمن مقالة منشورة في المجلد 21، العدد الأول بمجلة البحوث المالية والمحاسبية، كلية التجارة، جامعة بور سعيد- مصر - ، (2020) :

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة دراسة وتحليل استخدام أسلوب التنقيب في البيانات في دعم المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية المستقبلية، تحت الإشكالية ما مدى تأثير وأهمية المعلومات المالية المستقبلية على اتخاذ القرارات الاستثمارية في السوق المالي المصري؟ وما هي درجة اهتمام المستثمرين ومتخذي القرارات في السوق المالي. يمثل هذا النوع من المعلومات؟ وما هي أساليب التنقيب التي يمكن دعمها وتبنيها وتطبيقها في مجال دعم المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية المستقبلية بهدف ترشيد قرارات الاستثمار ورفع كفاءتها وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية المصري؟ هل تؤثر العلاقة بين استخدام أسلوب التنقيب في البيانات لدعم المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية المستقبلية على كفاءة القرارات الاستثمارية؟ ما مدى انعكاس كفاءة القرارات الاستثمارية على تحسين مستوى كفاءة أداء السوق المالي المصري؟، وقد تضمنت الدراسة ثلاثة مباحث الأول يحتوي على الإطار الفكري والثاني على تحليل الدراسات السابقة والثالث على منهجية البحث والدراسة التطبيقية، وقد افترضت الدراسة أنه توجد علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين التنقيب في البيانات والمحتوى المعلوماتي للقوائم المالية المستقبلية، يؤثر المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية المستقبلية المدعوم باستخدام أساليب التنقيب في البيانات تأثيراً معنوياً موجباً وذو دلالة إحصائية على كفاءة القرارات الاستثمارية، تؤثر القرارات الاستثمارية تأثيراً معنوياً موجباً وذو دلالة إحصائية على مستوى كفاءة أداء السوق المالي كفاءة القرارات الاستثمارية كمتغير وسيط تزيد من قوة العلاقة الموجبة بين المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية المستقبلية ومستوى كفاءة أداء السوق المالي، يؤثر التفاعل بين استخدام أساليب التنقيب في البيانات المستقبلية في دعم المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية المستقبلية وكفاءة

القرارات الاستثمارية على تحسين كفاءة أداء السوق المالي ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي والمنهج الاستقرائي والاستنباطي وبعض الأساليب الإحصائية وطبقت الدراسة على السوق المصري في الفترة بين 2017-2018، وتوصلت الدراسة إلى العديد من النتائج أهمها هي أن إعداد القوائم المالية المستقبلية يعتمد بشكل كبير على سلامة التنبؤات والتقديرات المالية واستخدام أساليب علمية متطورة في عملية الإعداد لكي تعكس القوائم المالية المستقبلية صورة اقرب إلى الصحة، ونظرا لان البيانات المحاسبية تتسم بالتعقيد مما يتطلب استخدام منهج علمي متطور لتحليل هذه البيانات تتوفر فيه خصائص القدرة العالية على التنبؤ ومراعاة طبيعة البيانات مالية أو غير مالية، وهذه الخصائص تتوفر في أدوات التنقيب في البيانات، وقد أوصت هذه الدراسة بضرورة قيام المنشأة المصرية بإعادة النظر في النموذج التقليدي الحالي لإعداد القوائم المالية المستقبلية بحيث تعكس وبشكل اكبر العمليات المستقبلية للشركة والافتراضات التي تبني عليها لدعم المستثمرين في تلك القوائم المالية مما ينعكس على تعزيز القرارات الاستثمارية، وضرورة الإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية ويجب إعداد قوائم مالية مستقبلية بشكل دوري وفي حالة تعذر ذلك يجب الإفصاح عن العناصر ذات التأثير في قرارات المستثمرين.

- حليمة عطية، محمد لين علوان، دور محددات الاستثمار المالي في اتخاذ قرارات الاستثمارية بسوق المال، قدمت هذه الدراسة ضمن مقالة منشورة في المجلد 3، العدد 2، بمجلة المنهل الاقتصادي، جامعة الشهيد حمة لخضر بالوادي- الجزائر - ، (2020) :

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على الإطار المفاهيمي المتعلق بالمعلومات المحاسبية بوصفها أهم العوامل المؤثرة في حركة الأسواق المالية وبصفة خاصة تأثيرها على أسعار الأسهم، و بيان أثرها على اتخاذ القرار الاستثماري داخل السوق المالي، وذلك تحت إشكالية رئيسية هي: كيف تساهم محددات الاستثمار المالي في ترشيد القرارات الاستثمارية بالسوق المالي، واندرجت تحت هذه الإشكالية الرئيسية ثلاثة إشكاليات فرعية هي:

إلى أي مدى تشكل المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية عنصر كافيا لاتخاذ قرار الاستثمار؟ فيما تتمثل المؤشرات المعتمدة عليها قبل اتخاذ أي قرار استثماري؟ ما هي أهم العوامل المؤثرة في فعالية استخدام المعلومات المحاسبية داخل الأسواق المالية؟ وقد استعانت هذه الدراسة بمجموعة من الفرضيات تمثلت في:

تعتبر التقارير المالية المنشورة المصدر الأساسي للمعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، تتمثل المؤشرات المعتمدة في ترشيد القرار الاستثماري في متغيرات السوق من جهة ومتغيرات الاقتصاد الكلي من جهة أخرى، توجد معوقات تحد من فعالية استخدام المعلومات المحاسبية في ترشيد قرار

الاستثمار داخل السوق المالي من أهمها ارتفاع تكلفة الحصول عليها وعدم توفرها بالسرعة و الدقة المطلوبة، كما تعتبر جودة المعلومات أساس اتخاذ هذا القرار، ولتحقيق هذا البحث تم إجراء دراسة نظرية حول جميع جوانب الموضوع، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي لتشخيصها السليم لموضوع الدراسة، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن المتعاملون الاقتصاديون يستفيدون من المعلومات المحاسبية أكثر كلما كانت دقيقة ومتاحة وفي الوقت المناسب لكافة الأطراف على قدم المساواة، ومعدة بدون لبس ولا تزوير أو تلاعب أو أي شكل من أشكال القصور، حيث يتمكنون من إجراء المقارنات بين الفرص الاستثمارية المتاحة، الأمر الذي يساعد على تحسين كفاءة تخصيص بتوجيه المستثمرين إلى المشاريع الأكثر مرد ودية والأكثر شفافية و مصداقية، وأوصت الدراسة بوجوب تعزيز إدراك المستثمرين بأهمية استخدام المعلومات المالية في ترشيد قراراتهم الاستثمارية، وتعريفهم بمزايا واثار ذلك الاستخدام على قراراتهم المالية. عن طريق تحفيز المستثمرين بالالتحاق بالدورات التدريبية من اجل اكتساب المهارات والخبرات العملية و المعرفة بالأمر والمعلومات المحاسبية وضرورة الاهتمام بنشر معلومات السوق والمعلومات المحاسبية الجوهرية بالصحف الرسمية والمتخصصة، وقد أفادتنا هذه الدراسة في تزويدنا ببعض المعلومات التي ساهمت في إثراء وضبط بحثنا.

- عثمان بن سيد احمد، مساهمة جودة المعلومات في ترشيد قرارات المستثمرين على مستوى سوق الأوراق المالية قدمت هذه الدراسة ضمن مقالة منشورة من مخبر الإصلاحات الاقتصادية، التنمية واستراتيجيات الاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة- الجزائر- ، (2021) :

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مساهمة جودة المعلومات المالية التي تتضمنها القوائم في ترشيد قرارات المستثمرين على مستوى سوق الأوراق المالية، وذلك تحت الإشكالية الرئيسية المتمثلة فيما مدى مساهمة القوائم المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر في تقديم معلومات مالية ذات جودة تؤثر على رشادة قرارات المستثمرين؟ وللإجابة على الإشكالية الرئيسية تضمنت هذه الدراسة أسئلة فرعية هي: هل يوجد تأثير دال إحصائيا لمساهمة خصائص جودة المعلومات المالية في ترشيد القرارات الاستثمارية ضمن سوق الأوراق المالية؟ ما هي طبيعة اتخاذ القرار الاستثماري في بورصة الجزائر؟ وقد افترضت هذه الدراسة انه يوجد تأثير دال إحصائيا لمساهمة خصائص جودة المعلومات المالية في ترشيد القرارات الاستثمارية ضمن سوق الأوراق المالية، وأن المستثمر يعتمد في بورصة الجزائر على المعلومات المالية ذات جودة عند اتخاذه القرارات الاستثمارية. ولاختبار فرضيات الدراسة تم إجراء دراسة ميدانية لآراء عينة من المهنيين والاكاديميين في الجزائر، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي واستخدام استمارة استبيان وتحليلها بالطرق الإحصائية والرياضية بالإضافة

إلى الاطلاع على الكتب والمراجع والدوريات والرسائل الجامعية، حيث تم توزيع 60 استمارة وتطبيق 49 منها لأنها صالحة للبحث، وقد أظهرت نتائج الدراسة انه هناك علاقة وتأثير معنوي ايجابي بين جودة المعلومات المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية لان توفر الخصائص النوعية في المعلومات تؤثر بشكل كبير في تداول الأسهم داخل السوق وخارجه عن طريق تأثيرها في سلوك المستثمرين ومساعدتهم في تقويم الاتجاهات المستقبلية للمؤسسات وذلك بالتنبؤ بربحية ومخاطر الاستثمار في الأسهم والمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المختلفة، وأوصت الدراسة بتوجيه اهتمامات متخذي القرارات الاستثمارية في الأوراق المالية بتقييم مستوى جودة المعلومات المالية لتفادي المخاطر الاستثمارية، وفرض الضوابط الرقابية على المعلومات المالية المنشورة في أسواق الأوراق المالية لضمان تحقيق أهداف مستخدمي القرارات الاستثمارية، وضرورة زيادة مستوى المستثمرين بمعرفة نوعية المخاطر التي تواجه قراراتهم وضرورة إلمامهم بمعايير تقييم مستوى جودة المعلومات والاعتماد على المعلومات المالية ومستوى جودتها عند تقييم البدائل الاستثمارية المختلفة. وقد أفادتنا هذه الدراسة في تزويدنا ببعض المعلومات في الجانب النظري لبحثنا.

تقسيم البحث:

في ضوء مشكلة البحث وأهمية أهدافه وحدوده ومن اجل الوصول إلى نتائج منطقية من خلال العرض المنطقي لمتغيرات البحث تم تقسيم خطة البحث إلى ثلاث فصول منها فصلين نظريين الفصل الأخير تطبيقي وتمثل في:

- **الفصل الأول** خصص هذا الفصل لدراسة اتخاذ القرارات الاستثمارية في السوق المالي من حيث تعريفها واهتماماتها وأنواعها ومبادئ ومعايير وخطوات اتخاذها، باعتبارها العنصر الأساسي الذي يتركز حوله نشاط السوق المالي وهو أمر ضروري للمفاضلة بين مختلف الأوراق المالية، كما تم التطرق إلى عوائد ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية كمحددات للقرار الاستثماري المالي، كما تمت الإشارة إلى المحفظة الاستثمارية ونظرياتها وطرق تسييرها واختيار مكوناتها على اعتبار أن المستثمر يلجأ إليها لحماية موارده من المخاطر المختلفة خاصة الغير نظامية.

- **الفصل الثاني** يتضمن دراسة شاملة لكفاءة الأسواق المالية من حيث تعريفها وشروط كفاءتها وصعوباتها وفوائدها والعوامل المؤثرة فيها كما تم التطرق إلى المستويات المختلفة لكفاءة السوق المالي لأنه كلما كان السوق المالي كفاء كلما أدى ذلك إلى الأمان والشفافية بالنسبة للمستثمر في سوق الأوراق المالية. وتم التطرق أيضا إلى أدوات التحليل في السوق المالي المتمثلة في التحليل الفني والتحليل الأساسي لان المستثمر تحول من اتخاذ القرارات الارتجالية إلى القرارات المدروسة وفق أسس منهجية و علمية، كما تمت الإشارة إلى مؤشرات تطور سوق الأوراق

المالية لما لها من أهمية بالنسبة للمستثمر في المقارنة بين الأسواق والأدوات الاستثمارية ومعرفة ما مدى تطور ونضج السوق المالي.

- الفصل الثالث خصص للجانب التطبيقي الخاص بدراسة حالة السوق المالي المصري من نشأتها وتطورها إلى غاية تأثيرها في القرارات الاستثمارية المالية، ومن أجل الوصول إلى ذلك يتم الربط بين متغيرات كفاءة السوق المالي كمتغيرات مستقلة واتخاذ القرارات الاستثمارية كمتغيرات تابعة.

الفصل الأول:

الإطار النظري للقرار الاستثماري

تمهيد:

يعد القرار الاستثماري من أهم وأصعب القرارات التي يتخذها المستثمر في سوق الأوراق المالية، لأنه يساهم في تنمية ثروة المستثمرين ويؤدي إلى التخصيص الأفضل لموارد المجتمع في الاستثمارات الراجحة وهذا ينعكس بدوره على تحقيق التنمية الاقتصادية وزيادة ثروة ورفاهية المجتمعات، لذلك يجب اتخاذ هذا النوع من القرارات بكفاءة بسبب ارتفاع تكلفة الاختيار الخاطئ للاستثمار وأيضا صعوبة التخلي عن الاستثمار بعد الشروع فيه لان تكاليفه غالبا ما تكون باهظة، لذلك فالقرار الاستثماري يعتبر مخاطرة في حد ذاته.

وبالرغم من أن القرار الاستثماري المالي هو مصطلح متداول وشائع الاستخدام في العالم فهو مازال بحاجة للبحث والتمحيص بغرض التعرف أكثر على ماهية القرار الاستثماري للمتعاملين في السوق المالي والوقوف على المرجع الفكري والعلمي الذي يستند عليه هذا النوع من القرارات لضمان السير الحسن لهذا القرار وعدم انحرافه عن الاستثمار الأمثل.

يغطي هذا الفصل مبحثين رئيسيين، يتضمن الأول أساسيات القرار الاستثماري وتم التطرق فيه إلى مفهوم اتخاذ قرارات الاستثمار المالي ومبادئ ومعايير اتخاذ القرار الاستثماري.

ويتضمن المبحث الثاني خطوات اتخاذ القرار الاستثماري المالي ومحدداته وتم التطرق فيه إلى خطوات اتخاذ القرار الاستثماري المالي والعائد والمخاطرة كمحددات للقرار الاستثماري وتسيير المحفظة الاستثمارية.

المبحث الأول: أساسيات القرار الاستثماري

إن القرارات الاستثمارية هي قرارات تتخذها الإدارة المالية للشركة أو يتخذها المستثمر الفرد في محاولة تحقيق أفضل تخصيص للموارد المتاحة عند شراء الأصول المختلفة، وهذه القرارات تتميز بالبعد الزمني لذلك يجب على المستثمر حساب القيمة الحالية للعائد المتوقع مستقبلاً (القيمة الزمنية للنقود)، ويتميز أيضاً بظروف عدم التأكد التي تجعل المستثمر يأخذ باحتمال حدوث الخطر، كما أنها تتطلب مبالغ ضخمة تؤثر على حياة الشركة، وبالتالي يجب على المستثمر القيام بدراسات الجدوى الاقتصادية والفنية والواقعية حتى يحقق أقصى عائد ممكن دون تضحيته بالسيولة¹

المطلب الأول: مفهوم اتخاذ قرارات الاستثمار المالي

حتى نستطيع تحديد مفهوم دقيق لاتخاذ القرار الاستثماري تناولنا هذا المطلب الذي يحتوي على العناصر:

- تعريف الاستثمار المالي ودوافعه
- تعريف اتخاذ قرارات الاستثمار المالي
- اهتمامات القرارات الاستثمارية
- أنواع القرارات الاستثمارية في السوق المالي

أولاً- تعريف الاستثمار المالي و دوافعه

يعد الاستثمار في سوق الأوراق المالية من أهم وأكفا مجالات تشغيل الأموال؛ لأنه يحقق الأهداف التي يطمح إليها للمستثمر، كما انه يوفر لموارد المجتمع أفضل تخصيص.

1- تعريف الاستثمار المالي: الاستثمار المالي هو حصول المستثمر على ملكية الموجودات المالية على أمل أن يحقق من ورائها عائد في المستقبل، والاستثمار المالي له عدة مجالات متنوعة² ويتجسد هذا النوع من الاستثمار في توظيف فائض أرباح الشركات في شراء الأسهم والسندات حتى تقوى من مركزها وتحسن إنتاجيتها. ويعرف بأنه: « الاستثمارات المالية هي عبارة عن حقوق تنشأ عن معاملات مالية بين الأفراد والمؤسسات ويمكن التعبير هذه الحقوق بوثائق ومستندات تسمى بالأصول المالية وهذه الأخيرة تعطي لصاحبها الحق في مطالبة الجهة التي أصدرتها بقيمتها وعوائدها»³.

¹ علي زكي غادي، اثر القرارات الاستراتيجية التمويلية في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية على حصة السهم العادي من الأرباح أطروحة الماجستير، جامعة الشرق الأوسط، السنة الجامعية 2015، ص 15.

² حسن دفع الله المكي، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مذكرة الماجستير، كلية الدراسات العليا قسم الاقتصاد- جامعة النيلين-، السنة الجامعية 2018، ص 10.

³ حمد عيسى خلفان، إدارة الاستثمار والمحافظ المالية، الجندرية للنشر والتوزيع- الأردن-، الطبعة الأولى، 2016، ص 54.

ويعرف أيضا بأنه: « يطلق عليه بالاستثمارات الظاهرية أو الإرادية إذ لا ينتج عنها زيادة حقيقية في الناتج إنما يتم خلالها نقل الملكية، مما يعمل على تحقيق إيرادات مالية».

ويتمثل الاستثمار المالي في شراء أصول مالية كالأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى المتداولة في بورصة الأوراق المالية، ويعطي هذا الاستثمار صاحبه ادعاء يتمثل بحقه في الحصول على جزء من عائد الموجودات الحقيقية التي يمتلكها مصدر الورقة المالية، فيما يتعلق بعمليات البيع و الشراء للأوراق المتداولة في السوق الثانوي فإنها لا تتعدى تحويل ملكية يتخلى بموجبها حامل الورقة إلى المشتري (مصدر الورقة) عن أصل حقيقي وهو النقود مقابل حيازته للورقة»¹.

وعليه يمكن القول أن الاستثمار المالي هو شراء الأوراق المالية من طرف المؤسسات أو الأفراد بهدف الحصول على أرباح مستقبلية.

2- دوافع الاستثمار المالي: هي مجموعة عوامل تدفع المستثمرين إلى توظيف مدخراتهم في المشاريع المختلفة، بمعنى أنها عبارة عن قوة تنشط الفرد وتوجهه نحو إتباع سلوك استثماري معين، وهذه العوامل كثيرة لكن يمكننا حصرها في نوعين من المتغيرات هي:

- المتغيرات الاقتصادية المتمثلة في دوافع تعظيم المنفعة وتعلق بيئة الاستثمار والبيئة العامة.

- المتغيرات السلوكية (العوامل الذاتية) وتعلق باتجاهات وصفات الأفراد.

- العوامل السلوكية:

- يتأثر سلوك المستثمر بالنظرة التفاؤلية تجاه متغيرات بيئة الاستثمار.

- إن درجة ميل المستثمر إلى المخاطرة الذي يختلف بدوره من مستثمر لآخر يؤثر على الأدوات الاستثمارية وعلى مجال الاستثمار.

- يميل المستثمرين إلى التنوع في استثماراتهم وأجلها وهذا الميل يختلف بين المستثمرين من أجل تخفيض المخاطر عامة والمخاطر الغير النظامية خاصة².

وهناك عوامل أخرى تتمثل في:

- يعد تجميد الأوراق النقدية سلوك سلبي لأن النقود تفقد قيمتها مع مرور الوقت بفعل التضخم والقيمة الزمنية لها، لذلك يجب توعية المستثمرين باستثمار مدخراتهم في الأسواق المالية للحصول على الفوائد الكبيرة التي تقدمها

¹ حليلة عطية وآخرون، محددات الاستثمار المالي في اتخاذ القرارات الاستثمارية، مجلة المنهل الاقتصادي، العدد 2، جامعة البليدة، 2020، ص 28

² محمد محمد أحمد رمضان، اثر التحيزات السلوكية على السلوك الاستثماري للمستثمر وكفاءة سوق الأوراق المالية، مذكرة الماجستير، كلية التجارة- جامعة دمياط-، ص 127.

هذه الأسواق، وهذا الوعي يجعل الخوف من المستقبل يزول نتيجة لقبول المستثمرين تحمل مستوى معقول من المخاطر مقابل تحقيقهم لعوائد تزيد من قيمة أصولهم المالية¹.

- إن وجود مناخ اقتصادي وسياسي واجتماعي يشجع القطاعات المختلفة والمواطنين على الاستثمار في الأسهم والسندات نتيجة توفر حد أدنى من الأمان ووجود مجموعة قوانين وتنظيمات تحميهم وتنظم معاملاتهم وتبعث الطمأنينة في نفوسهم وبالتالي تخلق لدى المستثمرين دوافع الاستثمار المسبوق بدوافع الادخار².

- يجب على السوق المالي توفير مجموعة من الأدوات المالية الاستثمارية المتنوعة من حيث الفرص والعوائد والمخاطرة والزمن حتى يتمكن المستثمر من اختيار المجال الذي يناسبه، وهذا لا يمكن تحقيقه إلا بتوفر مجموعة من الشروط المتكاملة في السوق كالاتساع والعمق والشفافية والحركة وسرعة الاستجابة للأحداث ووسائل اتصال متطورة والتكاليف المنخفضة والمكان والتسهيلات المناسبين وقوانين تنظم المعاملات هذا ما يطلق عليه بكفاءة السوق المالي¹.

مما سبق نستنتج انه بداخل كل مواطن أو شركة ميول استثمارية لكنها كامنة تحتاج إلى: محفزات أو قوى خارجية لتحريكها ودفعها للعمل المتمثل في توظيف مدخراتها في شراء الأوراق المالية لذلك يجب تشجيع وتنقيف المستثمر وتوعيته من اجل الإقدام على اتخاذ قرارات الاستثمار المالي³.

ثانيا- مفهوم اتخاذ قرارات الاستثمار المالي

يعد القرار الاستثماري الخطوة الاولى التي يقوم بها المستثمر في سوق الأوراق المالية في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة من اجل تحقيق اكبر عائد بأقل مخاطرة ممكنة، والقرار الاستثماري يقوم على مجموعة من المبادئ والأسس.

1- تعريف اتخاذ قرارات الاستثمار المالي: إن عملية اتخاذ القرار تختلف من مستثمر لآخر فالبعض منهم تسهل عليه هذه العملية في حين يعتقد البعض أنها عملية مستحيلة تؤدي به إلى تأجيلات مستمرة قد تنتهي بالتخلي عن المشكلة التي تحتاج إلى اتحاد قرار نهائي، لذلك يجب على المستثمر عند محاولته اتخاذ القرارات الصائبة بالتروي والتفكير الواعي والمنظم التي تنطلق عادة بحالة من الشك وعدم التأكد حول ما يجب عمله، وتنتهي باختيار البديل الأنسب الذي يزيل الشك ويكون حلا للمشكلة، ولتحديد معنى دقيق له نقدم التعاريف التالية²:

¹ حليلة عطية وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 27-28.

² مصطفى يوسف سيسي، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير- جامعة تلمسان-، السنة الجامعية 2012 - 2013، ص 61.

فمنهم من عرف عملية اتخاذ القرار بأنها: « القرار الاستثماري الرشيد هو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل أو أكثر والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار وتتم بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقاً لأهداف المشروع الاستثماري».¹

ويعرفه البعض بأنه: « اختيار بديل من البدائل المتاحة لإيجاد الحل المناسب لمشكلة جديدة ناتجة من عالم متغير، وتمثل جوهر النشاط التنفيذي في الأعمال».²

ويعرف أيضاً بأنه: « القرار الاستثماري هو الاستخدام الأمثل لرأس المال، فالاستثمار ينطوي على توجيه المدخرات أو الثروة المجمعة إلى الاستخدامات المنتجة التي يمكن أن تسد الحاجة الاقتصادية وفي نفس الوقت ينتظر أن ينتج عائداً».³

مما سبق نجد أن القرار الاستثماري المالي هو عملية صعبة ومعقدة يقوم بها المستثمر الفرد أو المدير المالي للشركة المتمثل في اختيار الحل المناسب للمشكلة المطروحة من بين عدة بدائل مدروسة بغرض توظيف المدخرات في الاستخدامات المنتجة للحصول على أقصى عائد وبأدنى المخاطر الممكنة مع المحافظة على رأس المال الحالي.⁴ كما نجد أن اتخاذ القرار يرتبط بالعائد والمخاطرة ويتعلق بقرارات بعيدة وقصيرة المدى وبالتالي فهو يحدد مصير ومستقبل المؤسسة لذلك يجب التنبؤ بجميع المخاطر التي يمكن أن تحدث ومن كل الجوانب لأن أي خلل في التقدير يؤدي لفشل المشروع الاستثماري، وحتى يتفادى المستثمر هذه الأخطاء التنبؤية يجب عليه دراسة الظروف التي تنطلق منه.

2- ظروف المحيط: بحيث يمكن تصنيف ظروف المحيط إلى ثلاثة أنواع:

أ- قرارات الاستثمار في ظروف التأكد: هي القرارات التي تكون فيها البدائل والمعلومات التي يحتاجها المستثمر لحل المشكلة المطروحة كاملة ومعروفة ومعلومة،⁴ ويكون متخذ القرار في حالة تأكد إذا كان باستطاعته تحديد نتائج

¹ زبير عياش، أحلام برحايلي، اثر الحوكمة في تفعيل القرار الاستثماري في أسواق رؤوس الأموال، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي - العدد 9، 2018، ص 243.

² سليم بن حمون، اثر الإفصاح المحاسبي على جودة القرارات الاستثمارية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة بسكرة -، السنة الجامعية 2018-2019، ص 3.

³ زبير بن عياش، أحلام برحايلي، مرجع سبق ذكره، ص 243.

⁴ حياة براهيم بن حراث، مطبوعة سياسة وإستراتيجية الاستثمار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة مستغانم، السنة الدراسية 2019-2020، طبعة أولى، 2010، ص 26.

ب- هذا القرار بدقة كاملة.¹

بحيث نقارن جميع البدائل بمقياس معين ونختار أفضلها.²

ب- قرارات الاستثمار في ظروف المخاطرة: هي القرارات التي تكون فيها المعلومات عن المشكلة محل القرار غير كافية أي توفر بعض المعلومات فقط وبالتالي فنتائج البديل تكون معروفة بعض الشيء وليس كلها، وهذه الحالة تقع وسط حالة التأكد وحالة عدم التأكد،³ بمعنى تكون البدائل معروفة ونتائجها مشكوك فيها وتواجه مجموعة احتمالات،⁴ حيث يمكن تقدير ما يمكن أن يقع من حوادث.⁵

ج- قرارات الاستثمار في ظروف عدم التأكد: هي قرارات تقوم بها الإدارة العليا عندما تضع الأهداف العامة للمشروع وسياسته، وتتميز بكونها صعبة التنبؤ من ناحية التكاليف المتوقعة أو من ناحية الأحداث التي يمكن أن تقع، وبذلك تصبح الخبرة الشخصية والعوامل النفسية (التفاضل والتشاؤم) لمتخذ القرار هي التي تفصل في المشكلة محل القرار،⁶ فالإدارة هنا لا تتوفر لديها معلومات عن الاحتمالات والبدائل ونتائجها وتوزيعاتها الاحتمالية،⁷ وتكون في ظروف تجعلها في وضع لا يسمح لها بالمعرفة المسبقة لما يمكن حدوثه من متغيرات وظروف متوقعة بعد اتخاذ القرار بسبب نقص المعلومات وبالتالي تقوم باتخاذ قراراتها في ظروف يمكن أن تحدث ولكن لا تستطيع معرفة احتمال حدوثها وذلك بالاستعانة بمجموعة وسائل تتنوع وتختلف حسب الظروف ففي حالة عدم التأكد تستعمل عدة طرق تستخدمها في المقارنة مثل اختيار أقصى قيمة من مجموعة ادني القيم، أو أقصى قيمة من مجموعة أقصى القيم، أو أدنى قيمة من مجموعة أقصى القيم، أما في حالة ظروف المخاطرة فتستعين بالطرق المختلفة لحساب الاحتمالات كالأمل الرياضي، وتستعين في حالة التأكد بالبرمجة الخطية وشبكة عمل pert.⁸ ولكن نجد أن موضوع القرار الاستثماري يختلف من مستثمر إلى آخر وهذا راجع إلى اختلاف اهتمامات كل مستثمر.

¹ مصطفى يوسف سبسي، مرجع سبق ذكره، ص 26.

² صالح سنوساوي، محاضرات في مقياس المخاطر المالية، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف - ميله، السنة الجامعية 2021-2022 ص 9.

³ مصطفى يوسف سبسي، نفس المرجع، ص 26.

⁴ حياة براهيم بن حراث، نفس المرجع، ص 26.

⁵ صالح سنوساوي، نفس المرجع، ص 9.

⁶ بحري علي، التحليل المالي كوسيلة مساعدة في اتخاذ القرارات في المؤسسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة -، أطروحة دكتوراه، السنة الجامعية 2018-2019، ص 55.

⁷ سنوساوي صالح، مرجع سبق ذكره، ص 9.

⁸ الطيب الوافي، دور وأهمية نظام المعلومات في اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة عباس فرحات سطيف -، أطروحة دكتوراه، السنة الجامعية 2011-2012 ص 94.

3- اهتمامات القرارات الاستثمارية: نعلم أن نجاح السوق المالي يتوقف على مدى تحقيق المستثمرين لرغباتهم واهتماماتهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وتكوين محافظهم الاستثمارية،¹ لذلك نجد من بين اهتمامات القرارات الاستثمارية الأساسية ما يلي:

- تحديد نوعية الأصول التي يجب على المستثمر امتلاكها وهي نوعين إما أصول ثابتة أو أصول متداولة.
- توظيف هذه الأصول بالطريقة المثلى للحصول على أقصى عائد بأقل مخاطرة.²

توجد ثلاثة أنواع من القرارات الاستثمارية التي يمكن أن يقوم المستثمر المالي باتخاذها في الدورة الاستثمارية وهي:

أ- قرار الشراء: إذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة أكبر من القيمة السوقية الحالية للأصل المالي مع مراعاة المخاطر التي تصاحب هذه التدفقات النقدية، فيكون قرار المستثمر هنا هو شراء الورقة المالية،³ لأن هذه المعادلة تحفز المستثمر وتكون له الرغبة لاتخاذ قرار الشراء.⁴ لأنه يتوقع ارتفاع قيمة الورقة المالية في المستقبل وهذا الارتفاع يحقق له عوائد.

ب- قرار الاحتفاظ (عدم التداول): يترتب على المرحلة السابقة ضغوطا شرائية وهذا يؤدي لارتفاع السعر السوقي للورقة المالية نتيجة استجابة آلية السوق لضغوط الشراء، حيث يستمر السعر في الارتفاع إلى أن يتساوى السعر السوقي مع قيمة الورقة المالية الممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة التي تم حسابها في إطار العائد والمخاطرة، وبالتالي يصل السوق إلى حالة التوازن وعند هذه النقطة يتوقف من كان له الرغبة في الشراء عن الشراء وتوقف من كان له الرغبة في البيع عن البيع وبالتالي يكون هنا القرار النهائي للمستثمر هو الانسحاب من التداول،⁵ لأنه في هذه الحالة لا تكون هناك عوائد ينتظرها المستثمر.⁶

¹ نورهان السيد محمد عبد الغفار، استخدام أسلوب التنقيب في البيانات لدعم المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية المستقبلية واثار ذلك على تعزيز كفاءة القرارات الاستثمارية في السوق المالي المصري، مجلة البحوث المالية والتجارية، جامعة بور سعيد، العدد الأول، 2020، ص 401.

² صالح سنوساوي، مرجع سبق ذكره، ص 10.

³ عثمان بن سيد احمد، مساهمة جودة المعلومات المالية في ترشيد قرارات المستثمرين على مستوى سوق الأوراق المالية، مخبر الإصلاحات الاقتصادية، التنمية، استراتيجيات الاندماج في الاقتصاد العالمي، 2021، ص 51.

⁴ سليم رحمون، نفس المرجع، ص 47.

⁵ عثمان بن سيد احمد، مساهمة جودة المعلومات المالية في ترشيد قرارات المستثمرين على مستوى سوق الأوراق المالية، مخبر الإصلاحات الاقتصادية ، التنمية، استراتيجيات الاندماج في الاقتصاد العالمي، 2021، ص 51.

⁶ سليم رحمون، مرجع سبق ذكره، ص 47.

ج- قرار البيع: يلجأ المستثمر إلى هذا القرار عندما تكون القيمة السوقية للسهم الذي بحوزته اعلى من قيمة التدفقات النقدية الحالية المتوقعة، أي أن الورقة المالية مقيمة بأكثر مما يجب، ومن ثمة تكون توقعات المستثمر هي انخفاض سعر الورقة المالية المستقبلي،¹ والبيع الفوري يحقق له أرباحاً .

بعد اتخاذ المستثمر للقرار الاستثماري ينتظر بعده حدوث الحالات الجديدة الناتجة عن تفاعل قوى العرض والطلب في السوق ليعيد من جديد اتخاذ قرارات جديدة تتناسب والوضعيات الجديدة أما بالشراء أو البيع أو الاحتفاظ وهكذا تدور الدورة الاستثمارية.²

المطلب الثاني: مبادئ و معايير اتخاذ القرار الاستثماري

على المستثمر عند اتخاذه للقرار الاستثماري مراعاة بعض المبادئ هي:

أولاً- مبدأ الملائمة

يعتبر مبدأ الملائمة عنصر أساسي وله أهمية بالغة لذلك وجب على المستثمر مراعاته عندما يضع إستراتيجيته الاستثمارية، ويتمثل في اختيار المستثمر للمجال الاستثماري المناسب من بين مجموعة بدائل مقترحة وأيضاً اختيار الأداة الاستثمارية المناسبة في المجال المختار، فالمستثمر عند تطبيقه لهذا المبدأ عملياً فإنه يسترشد بمنحى تفضيله، حيث يتحدد منحى التفضيل وشكله في ضوء مجموعة من العوامل الذاتية المتمثلة في خبرة المستثمر ومجالات اهتمامه وميوله ورغباته وبيئته الاجتماعية ووظيفته واختصاصه ودخله وصحته ومركزه الاجتماعي... الخ،³ ويشترط هذا المبدأ تحقيق الملائمة بين الإمكانيات المالية والثقافية للمستثمر،⁴ ويقوم هذا المبدأ على أساس أنه لكل مستثمر نمطه الخاص تجاه العناصر الأساسية لقراره الاستثماري والتي يكشفها التحليل الجوهري أو الأساسي المتمثلة في:

– معدل العائد على الاستثمار

– درجة المخاطرة المتعلقة بهذا الاستثمار.

¹ محمد فوزي، قرارات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية بين العوائد والمخاطر، جريدة الشروق، 27 ديسمبر، 2015.

² سهى نبيل الشيخ، تكوين محافظ استثمارية لشركات ذات المسؤولية الاجتماعية والشركات الإسلامية، مذكرة الماجستير، كلية الاقتصاد- جامعة دمشق-، د. سنة، ص 16.

³ محمد دياب، دراسات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشاريع الاستثمارية، دار المنهل اللبناني، الطبعة الثالثة، 2014، ص 20.

⁴ رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع- الأردن-، الطبعة الرابعة، 2006، ص 28.

- مستوى السيولة التي يتمتع بها المستثمر أو إدارة الاستثمار.¹ وبالتالي فمبدأ الملائمة يشمل ميول ورغبات وخبرة المستثمر.

ثانياً- مبدأ الخيارات

يعتبر مبدأ الاختيار من أهم مبادئ القرار الاستثماري، لان الفوائض النقدية الموجودة لدى المستثمرين تتميز بالندرة بينما الفرص الاستثمارية التي تتميز بالكثرة تتنافس من اجل استقطاب هذه الفوائض النقدية،² لذلك يجب على المستثمر الرشيد البحث الدائم عن الفرص الاستثمارية المتعددة لمدخراته حتى يختار الأداة الاستثمارية المناسبة والناجعة لتحقيق إستراتيجية الاستثمار بدلا من توظيف ما يملكه من مدخرات في أول فرصة تتاح له، كما يجب عليه الاستعانة في عملية الاختيار بالوسطاء الماليين إذا كان لا يملك الخبرة الكافية،³ وهذا يعني أن المستثمر الرشيد يبحث عن فرص استثمارية متعددة حتى تتوفر له مرونة كبيرة للاختيار المناسب للفرصة الاستثمارية المتمثلة في اختيار القرار الصائب الذي يحقق الهدف،⁴ وهذا بعد قيامه بعملية المفاضلة المدروسة بدقة بين هذه الفرص الاستثمارية المتاحة.⁵

ثالثاً- مبدأ التنوع

إن هدف المستثمرين من عملية الاستثمار هو تحقيق العوائد المحتملة، التي لا يمكن الوصول إليها إلا بتوفر شرطين أساسيين هما:

- أن تكون التدفقات النقدية المتوقعة مؤكدة من حيث القيمة.

- أن تكون هذه التدفقات مؤكدة من حيث التوقيت الزمني.

لذلك حدوث أي خلل بسبب حالة عدم التأكد ينعكس سلبا على العائد ويؤدي إلى المخاطر.⁶

ومن ثمة يجب على المستثمر أن يلجأ إلى تنوع استثماراته للحد من المخاطرة أو تخفيضها خاصة في الاستثمارات طويلة الأجل،⁷ عن طريق توزيع مدخراته في أنواع مختلفة من الاستثمارات سواء من حيث المجال أو الأدوات

¹ محمد دياب، نفس المرجع، ص20.

² سهى نبيل الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 17.

³ رمضان زياد، مرجع سبق ذكره، ص 28.

⁴ بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص6.

⁵ سليم رحمون، مرجع سبق ذكره، ص 49.

⁶ محمد دياب، مرجع سبق ذكره، ص20.

⁷ رمضان زياد، مرجع سبق ذكره، ص 28.

الاستثمارية حتى يضمن مستوى معين من الأمان وهذا ما يعرف بالاستثمار بالمحفظة،¹ بمعنى عدم استثمار موارده في نشاط استثماري واحد فقط حسب المثل القائل لا تضع بيضك في سلة واحدة.²

رابعاً- مبدأ الموضوعية

بمعنى أن تكون جميع المؤشرات المالية المستخدمة في عملية المقارنة والمفاضلة موضوعية وغير متحيزة أثناء عملية القياس.³

خامساً- مبدأ الخبرة والتأهيل

إن هذا المبدأ يقتضي أن عملية الاختيار والمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتاحة، تتطلب دراسات تعتمد على أسس و مناهج علمية دقيقة ومعلومات كافية وسليمة وموضوعية حتى تكون عملية اتخاذ القرار تتميز بالفعالية والنجاح،⁴ وهذا بسبب ارتفاع كلفة الاستثمارات و درجة المخاطر التي تتعرض لها، لذلك فإن اتخاذ القرار الرشيد يتطلب الدراية والخبرة والكفاءة عند اختيار الأداة الاستثمارية المناسبة، وبالتالي فالواقع يفرض على المستثمرين العاديين الذين لا يملكون الخبرة الكافية التوجه إلى بيوت الخبرة المتخصصة وإلى الاستشاريين الماليين بهدف ترشيد قراراتهم الاستثمارية التي تؤثر على مستقبلهم وعلى مواردهم وعلى مدى تحقيقهم للأرباح والخسائر.⁵ وينقسم متخذي القرارات إلى ثلاثة فئات هي:

- فئة المستثمرين السذج: يمتلك هذا النوع من المستثمرين فوائض نقدية يرغبون في استثمارها لكنهم لا يملكون الخبرة والدراية في اختيار الأداة الاستثمارية المناسبة.

- فئة المستثمرين المحترفين: لهم فوائض نقدية يرغبون في استثمارها، بالإضافة إلى تمتعهم بالخبرة والدراية الكافية لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

سادساً- مبدأ المقارنة: يتمثل في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية بغرض اختيار البديل المناسب، بالاعتماد على التحليل الأساسي لكل بديل مع مقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل حسب مبدأ الملائمة للمستثمر.⁶

- الأفراد المحترفون الذين يقدمون النصيحة والاستشارة للمستثمرين من الفئة الأولى، ومن ثمة يجب على المستثمر الساذج الاستعانة في اتخاذ قراراته بالأفراد المحترفين كالمحللين والمستشارين المختصين من أجل ترشيد القرار.¹

¹ بن اعر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 6.

² صالح سنوساوي، مرجع سبق ذكره، ص 10.

³ عثمان بن سيد احمد، مرجع سبق ذكره، ص 51.

⁴ زبير عياش، احلام برحايي، مرجع سبق ذكره ص 245.

⁵ حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم، مذكرة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية- جامعة بسكر-، السنة الجامعية 2014-2015، ص 62.

⁶ زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 29.

لترشيد قراراته وتمثل في¹: بالإضافة إلى العاملين السابقين يمكن للمستثمر تبني إستراتيجية أولويات المستثمر تجاه الربحية والسيولة والأمان، فالربحية تتأثر بالعائد المتوقع² أما السيولة والأمان يتمثلان في مدى تحمل المستثمر للمخاطرة³ التي تكون مقبولة في ظل العائد المتوقع من الاستثمار⁴.

وحتى يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار الرشيد عن طريق المفاضلة والمقارنة بين مختلف البدائل المتاحة بفعالية يجب عليه احترام مراحل اتخاذ القرار الاستثماري.

¹ سليم رحمون، مرجع سبق ذكره، ص 49.

² يمينة عبدلي، هلال درحمون، أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرار الاستثماري في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة الريادة للاقتصاد، العدد 3، جامعة البليدة، 2020، ص 103.

³ عيسى احمد خلفان، مرجع سبق ذكره، ص 135.

⁴ يمينة عبدلي، نفس المرجع، ص 103.

المبحث الثاني: خطوات اتخاذ القرار الاستثماري المالي ومحدداته.

إن أي مستثمر سواء كان فرداً أو شركة لا يمكنه الوصول إلى قرار كامل الرشد والعقلانية، فجميع القرارات محدودة الرشد، لكن المستثمر الناجح يحاول البلوغ بقراراته إلى أعلى مستوى من الرشد عن طريق هيكلة عملية اتخاذ القرار، وحتى يكون القرار فعالاً في حل المشكلات أو تجنبها يجب عليه إتباع خطوات اتخاذ القرار الاستثماري.

المطلب الأول: خطوات اتخاذ القرار الاستثماري.

تمر عملية اتخاذ القرار الاستثماري في الأسواق المالية بالمراحل التالية:

أولاً- وضع أهداف محددة

إن الأهداف المحددة والواضحة تحدد النتائج الواجب تحقيقها بدقة وتحدد أيضاً المعايير والمقاييس التي يتم استخدامها لمعرفة ما مدى تحقق هذه النتائج كم أنها تقوم بتوحيد توجه الأفراد في المنظمات، وهي تعتبر أمر ضروري وحيوي لنجاح المنظمات.¹ حيث يتم تحديد في هذه المرحلة أهداف المستثمر وقيمة ثروته التي يمكن أن يتم استثمارها.

ثانياً- تجميع المعلومات الملائمة للاستثمار

يتم في هذه الخطوة تجميع المعلومات المتوفرة والمختلفة والسليمة عن الأوراق المالية بغرض فحص هذه الأوراق المالية وتحليلها، من أجل تحديد الأوراق المالية التي تبدو أسعارها مختلفة.²

ثالثاً- تحديد و تشخيص المشكلة الاستثمارية

وفقاً للأهداف العامة والخاصة المسطرة من طرف المنظمة يتم تحديد المشكلة بتحليلها والتعرف على نقاط قوتها وضعفها،³ ويتمثل التعريف السليم للمشكلة بوصول المستثمر إلى العامل المحدد ومن ثمة نقول أن المستثمر وصل إلى صلب التعريف الواضح وتبقى كل المشكلات الأخرى التي يمكن أن يواجهها مشكلات بسيطة، وتتميز هذه المرحلة بصعوبة معرفة الأسباب التي تكمن وراء المشكلة محل القرار الاستثماري وأعراضها الظاهرة، وهذا يتوقف على كفاية المعلومات التي تم جمعها للإحاطة بالمشكلة من مختلف إبعادها لمعرفة الأسباب الحقيقية لها ومن

¹ محمود رجب محمود مسعود، تحليل أسباب الخطأ في اتخاذ القرارات في المصارف الوطنية العاملة في قطاع غزة، رسالة الماجستير، كلية التجارة- الجامعة الإسلامية غزة-، السنة الجامعية 2008، ص 4.

² عثمان بن سيد احمد، مرجع سبق ذكره، ص 51.

³ حياة براهيم بن حراث، مرجع سبق ذكره، ص 27.

ثمة البحث عن الحلول المناسبة للمشكلة بإزالة هذه الأسباب، وتعتبر هذه المرحلة بالغة الأهمية لان ارتكاب أي خطأ في تعريفها وتحديدتها يجعل كل المراحل الموالية تسير في طريق خاطئ.¹

رابعاً - تحليل المشكلة

يقصد بتحليل المشكلة تصنيفها وجمع الحقائق حولها، فالمشكلة التي لم يتم تصنيفها لا يتمكن المستثمر من حلها. أن يقوم بتحويل القرار النهائي المتخذ بشأنها إلى عمل فعال، والتصنيف يتمثل في الإجابة عن الأسئلة التالية:

- من يتخذ القرار؟.

- من يجب استشارته عند اتخاذ القرار؟.

- من يجب إبلاغه؟.

أما عملية جمع المعلومات فهي أمر حيوي لأنه لا يمكن للقرارات أن يتم اتخاذها عن طريق الجهل بالمعلومات، لذلك يجب على المستثمر انتقاء المعلومات الخاصة بالمشكلة واستبعاد المعلومات غير ذات الصلة بالمشكلة والتأكد من سلامتها، ويجب أن يحدد المعلومات التي تنقصه وكيف يحصل عليها، لان بعض المعلومات صعبة التحصيل والبعض الآخر يستحيل الحصول عليها، لذلك يجب على المستثمر تصنيف المشكلة والحصول على كل المعلومات المتعلقة بها حتى يتمكن من تقدير مستوى الخطر.²

1- وضع أولويات: تعد موارد أي منظمة محدودة لذلك وجب على متخذ القرار ترتيب المشكلات حسب خطورتها وأهميتها ومدى درجة الإلحاح والآثار التي قد تترتب على عدم حلها.

2- تحديد أسباب المشكلة: لا يمكن لمتخذ القرار إيجاد حل لمشكلة معينة بدون معرفة أسبابها ويجب من الأفضل تحديد هذه الأسباب من طرف الأفراد الذين يواجهونها.³

3- صياغة المشكلة: بعد المرور بالمراحل السابقة تصبح المشكلة محل الدراسة محددة الأبعاد وواضحة لذلك يجب كتابتها وصياغتها بألفاظ واضحة.⁴

4- تحديد البدائل الملائمة لحل المشكلة: بعد تحديد المشكلة بدقة يجب التفكير في اقتراح الحلول الممكنة لها بالاستعانة بخبرات وتجارب ومعلومات سابقة يتم الحصول عليها من داخل أو خارج المنظمة،¹ كمتخذ القرار أو الاستشاريين أو الموظفين والمسيرين.

¹ زوينة مخلل، مساهمة نظام المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات التمويلية بالمؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، جامعة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير- جامعة بسكرة-، السنة الجامعية 2019-2020، ص 51.

² زوينة مخلل، نفس المرجع، ص 51.

³ محمود رجب محمود مسعود، مرجع سبق ذكره، ص 46.

⁴ الطيب الوافي، مرجع سبق ذكره، ص 93.

5- تحديد معايير القرار: وتشمل هذه المعايير تكلفة البديل، المدة الزمنية المطلوبة لتنفيذ البديل، سهولة تطبيق البديل كقرار فيما بعد. حيث يتم استخدام معيار المصفوفات بنوعيه كالتالي:

أ- النوع الأول يتمثل في مصفوفة Sfe : وتعني ثلاثة عناصر الأولى هي الملاءة والمقصود بها هل البديل مناسب لحل المشكلة ؟ وهل هو عملي من حيث التكلفة والوقت؟ والثانية هي الجدوى والمقصود بها ما هي كمية الموارد الكافية لتنفيذ البديل ؟ وإلى أي حد يساعد هذا البديل في حل المشكلة؟ وهل البديل قابل للتنفيذ؟ أما الثالثة هي المرونة والمقصود بها ما مدى قدرة المنظمة على استيعاب الأمور غير المتوقعة المرتبطة بهذا البديل؟ وما مدى قدرتها على استيعاب التداعيات المرتبطة بتنفيذ البديل؟

ب- النوع الثاني يتمثل في مصفوفة التحليل المتدرج لتقييم البدائل: وتعني تقييم البدائل عن طريق مقارنة كل بديل بالآخر وعدها يتم وضع نقاط أمام كل بديل وبعدها يتم جمع هذه النقاط لكل صف من صفوف المصفوفة، وبالرغم من كل هذا لا يمكن الحكم على ملاءة البديل الأحسن لإيجاد حل للمشكلة أو عدم إيجاد حل لها، إذ أن ذلك يأتي في المحلة الموائية التي تقوم بالبحث المتعمق عن مزايا وعيوب كل بديل و الصعوبات المرتبطة بتنفيذه حتى تسهل عملية الاختيار.²

6- إعطاء قيم وأوزان للمعايير: إن المعايير المذكورة في الخطوة السابقة تتفاوت من حيث أهميتها لذلك وجب إعطاء قيمة أو ما تسمى بالوزن لكل معيار وبعدها يتم إعطاء لكل معيار قيمة مناسبة.

7- تطوير الحلول البديلة: يقوم متخذ القرار بافتراض عدة بدائل لحل مشكلة معينة، وبالتالي إعطاء الوقت الكافي لتطوير هذه البدائل بشرط أن تتم العملية بحذر وبدون إبطاء حتى لا تتفاقم المشكلة وتصبح مستحيلة الحل.³

8- تقييم البدائل المرتبطة بحل المشكلة أو دراسة وتحليل البدائل المتاحة:

- تحليل العوامل الداخلية المتمثلة في معالجة رغبات وميول المستثمرين.

- العوامل الخارجية وتتمثل في المحددات التي تؤثر على مدى تحقيق رغبات المستثمرين كاستقرار السياسي والأمني والاجتماعي والتضخم والضرائب والمخاطر التي لها علاقة بالأصل الاستثماري، التي يجب مراعاتها عند اتخاذ القرارات.

والتحليل قد يكون فنيا ينصب بأسعار الأصل المالي وحركته والعوامل المؤثرة فيه.

¹ حياة براهيم بن حراث، مرجع سبق ذكره، ص 27.

² الطيب الوافي، مرجع سبق ذكره، ص: 94

³ محمود رجب محمود مسعود، مرجع سبق ذكره، ص 46.

وقد يكون أساسي ينصب على البدائل وعلى العوامل التي تخص كل بديل حيث يقوم المستثمر بهذا التحليل ليختار ما يناسبه.¹

- **تقييم البدائل:** نستخدم المعايير المحددة في المرحلة السابقة بشكل موضوعي لتقييم كل بديل على حدى من اجل اختيار البديل الأفضل، ويتم التقييم في ضوء مدى تحقيق البديل للأهداف المطلوبة مع مراعاة التكلفة والعائد على التنفيذ.²

خامسا- اختيار البديل الأنسب: يقوم المستثمر باتخاذ القرار المتمثل في اختيار البديل الأفضل الذي يحقق الهدف نسبيا وليس شرط انه يحقق الهدف بصفة الكمال ، والقرار الأفضل هو الأكثر واقعية والأقرب للحل الأمثل الذي أخذ في الحسبان كل الشروط والمخاطر والاحتمالات المستقبلية، وبذلك فالمستثمر يقوم ببناء القرار بالاستعانة بمجموعة من القوانين والمبادئ وأن يقوم بتجريبه على ارض الواقع عن طريق تحليلات ميدانية للحقائق المتمثلة في توفر الشروط النظرية و تحقيق البيئة التطبيقية للهدف،³ المتمثل في اختيار البديل الذي يحقق التكلفة الأدنى في حالة تخفيض التكاليف، أو الكفاءة القصوى في حالة تعظيم الربح.⁴

سادسا- تنفيذ القرار: بعد اختيار البديل الأنسب يقوم المستثمر بوضعه موضع التنفيذ باحترام الخطوات التالية:

- تحديد خطوات الحل المتسلسلة والمرتبة.
- إعلام أطراف المشكلة بالحل المختار حتى يتم تهيئتهم لقبوله.
- توفير الموارد اللازمة لتنفيذ الحل.
- اتخاذ القرار من طرف الشخص المسؤول على ذلك حسب المستوى التنظيمي.⁵ وهي أصعب مرحلة يمر بها المستثمر لأن اتخاذ القرار مرتبط بمدى قبول أو مقاومة الرؤوسين لهذا القرار ومدى استعدادهم لتنفيذه.
- سابعا- تقييم فعالية القرار:** يقوم المستثمر بالمتابعة المستمرة للقرار وهناك ثلاثة أنواع من المتابعة الاولى هي المتابعة قبل تنفيذ القرار والثانية هي المتابعة أثناء تنفيذه والأخيرة تتمثل في المتابعة البعدية أي بعد الانتهاء من تنفيذ هذا القرار عن طريق مقارنة الأداء الفعلي بما هو مخطط من حيث الوقت والموارد وأيضا مقارنة نتائج هذا التطبيق بما

¹ حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص 62.

² عبد الحميد بن رحومة، طلال زغبة، ماهية اتخاذ القرارات و الطرق الكمية المساعدة على صنعه بالمؤسسة الاقتصادية، ورقة بحثية، ص 10 .

³ معروف هويشار، دراسات الجدوى الاقتصادية، دار صفاء للنشر والتوزيع، طبعة 2015، ص 18.

⁴ حياة براهيم بن حراث، مرجع سبق ذكره، ص 27.

⁵ الطيب الوافي، مرجع سبق ذكره، ص: 93

هو مسطر من أهداف¹ وفي حالة وجود انحراف على المستثمر تصحيحه حتى يكون القرار فعالا ويحقق الهدف المنشود وبالتالي فعملية التقييم هي عملية حتمية وتعتمد على مجموعة خطوات:

- تحديد النتائج المطلوبة من القرار والتوقيت الزمني المحدد لتحقيقها.

- يعتبر تنفيذ القرار جزء من عملية اتخاذ القرار.

- تقييم نتائج القرار باستمرار وبدقة على ضوء النتائج المحددة مسبقا.²

مما سبق نستنتج أن المستثمر يعتمد في اتخاذ قراره الاستثماري بالاعتماد على مجموعة مبادئ ومعايير وخطوات حتى يكون قراره فعالا ويحقق أهدافه المتمثلة في الموازنة بين عوائد ومخاطر الاستثمار.

المطلب الثاني: العائد والمخاطرة كمحددات للقرارات الاستثمارية

يتطلب قرار الاستثمار في الأوراق المالية المفاضلة بين الاستثمارات المتاحة بصورة مباشرة، لأن كل استثمار أو ورقة مالية له خصائصه من حيث تكلفة الاستثمار والتدفقات النقدية وسعر السوق، وأيضا مراعاة العلاقة بين العوائد التي يحصل عليها المستثمر وبين المخاطر التي يتعرض لها، حيث يميل المستثمرين إلى اختيار الأوراق المالية التي تحقق أكبر عائد بأقل قدر ممكن من المخاطر، كما يعمل على زيادة ثروته بالحصول على أعلى العوائد ويقومون أيضا بحماية رأس مالهم عن طريق التقليل من المخاطر إلى أدنى حد ممكن، كما أنهم يفضلون التعامل بالأسهم الأقل مخاطرة في حالة تساوي عوائد الاستثمارات المختلفة مع عدم الممانعة بالتعامل بالأسهم ذات المخاطر المرتفعة إذا كانت عوائدها كبيرة تعوضهم عن هذه المخاطر الكبيرة ويتم ذلك في ضوء الموازنة بين المخاطر والعوائد.³

أولا- عوائد الاستثمار في الأوراق المالية

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق عائد. ويعرف العائد على " أنه النسبة المئوية لما يذره رأس المال، فالعائد الإجمالي البسيط على سند ما هو المقدار السنوي الذي يتلقاه حامل السند في شكل فائدة، أما العائد الصافي البسيط فهو العائد الإجمالي البسيط مطروحا منه ضريبة الدخل ويقال بان العائد (الإجمالي الصافي على سهم ليس المقصود به الأرباح الصافية فقط، وإنما أيضا القيمة الإضافية إلى الأرباح الرأسمالية التي قد تنتج في إعادة بيعه"⁴

¹ عبد الحميد بن رحومة، طلال زغبة، مرجع سبق ذكره، ص 10 .

² زوينة مخلل، مرجع سبق ذكره، ص 52.

³ أمين احمد السيد احمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية- الإسكندرية-، ص 9.

⁴ عادل سلماني، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في السوق المالي الإسلامي، أطروحة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير - جامعة بسكرة-، السنة الجامعية 2013-2014، ص 115.

ويعرف أيضا بأنه " هو المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه مستقبلا نظير استثماره لأمواله فالمستثمر يتطلع دائما إلى هذا العائد بهدف تنمية ثروته وتعظيم أملاكه، فإذا كان المستثمر يعمل في ظل التأكد التام فيمكنه أن يحدد بدقة تامة العائد المتوقع الحصول عليه من الاستثمار، ولكن إذا كان المستثمر يعمل في ظل عدم التأكد فانه من الصعب عليه أن يحدد بدقة تامة العائد الذي يتوقع تحقيقه"¹

مما سبق نستنتج أن العائد هو النسبة المئوية التي يريد المستثمر تحقيقها من الأرباح في المستقبل في ضوء العائد والمخاطرة كمقابل لاستثمار موارده في مشروع معين و تأخذ عدة أشكال.

1- أشكال العوائد المالية: تأخذ عوائد الأوراق المالية عدة أشكال نذكر منها:

أ- توزيعات الأرباح: هي النسبة من الأرباح التي سيتم دفعها نقدا للمساهمين والأرباح التي يتم توزيعها على شكل أسهم مجانية، مع المحافظة على استقرار معدلات التوزيع على المدى الزمني وترتبط بالقرارات التمويلية لان الأرباح غير الموزعة من أفضل مصادر التمويل.² فكلما كان قرار الاستثمار وقرار التمويل جيدين كلما توقع ارتفاع أرباح الشركة بانتظام.³ وبالتالي ارتفاع معدلات توزيعات الأرباح.

ب- الفوائد: إذا كانت الأوراق المالية عبارة عن سندات فيعتبر المستثمر هنا مقرض للشركة التي قامت بإصدار هذا السند وقيمة السند تمثل قيمة القرض والسند يعطي الحق للمستثمر بالحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة.

ج- الأرباح الرأسمالية: تنتج عند إعادة بيع الأوراق المالية، فالمستثمر إذا استطاع بيع أسهمه أو سندات بقيمة أكبر من قيمة شرائها، فالفرق بين سعر بيع وسعر شراء هذه الأسهم والسندات يعتبر ربح رأسمالي.⁴

2- أنواع عوائد الاستثمار: هناك العديد من المفاهيم المختلفة للعائد السوقي على الأسهم و هي:

أ- معدل العائد المتوقع: هو العائد الذي تم تقديره على أصل مالي محفوف بالمخاطر لان قيمة شراء الورقة المالية معروفة لكن قيمتها السوقية المستقبلية غير مؤكدة وهذا الأمر يجعل المستثمر يقوم بتوقعات مستقبلية حول قيمة عائد هذا الأصل، لذلك يمكن اعتبار عائد الأصل المنتظر في المستقبل بمثابة متغير عشوائي معروف بتوقعه الرياضي وتباينه وانحرافه المعياري التي تتحدد بالتوزيع الاحتمالي الموضوعي بالاعتماد على البيانات التاريخية أو بشكل غير موضوعي عند الاعتماد على توزيع الاحتمالي الذاتي المتمثلة في التخمينات الشخصية.⁵

¹ محمد نصر الدين الدرمللي، إدارة الاستثمار الأجنبي، دار غيداء للنشر والتوزيع- عمان- ، الطبعة الاولى 2018، ص 248.

² زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 293.

³ حمود جمام، أميرة دباش، اثر قائمة التدفقات النقدية على قرارات المالية، مجلة البحوث الاقتصادية، العدد الرابع، جامعة أم البواقي، 2015، ص 71.

⁴ علي بحري، مرجع سبق ذكره، ص 121.

⁵ المنجي محمد العرفاوي، ملخص إدارة محفظة الأوراق المالية، قسم إدارة الأعمال- جامعة المجمعة- ، ص2.

ب- العائد المطلوب: هو العائد الذي يرغب فيه المستثمر ويجعله يقبل على شراء السهم ويتكون من جزئين هما العائد الخالي من المخاطرة بالإضافة إلى علاوة المخاطرة، ويتميز بأنه يتلاءم مع مستوى المخاطر التي تتعرض لها أداة الاستثمار، ويتمثل أدنى عائد يعوض من خلاله المستثمر عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار ويتكون من:¹

- العائد الخالي من المخاطرة: هي العوائد المتولدة عن الاستثمارات الخالية من المخاطر كادونات الخزينة أو سندات الخزينة وهي تعوض المستثمرين عنصر الزمن وتخفزه إلى استثمار أمواله بدلا من استخدامها في الاستهلاك الحاضر ويتكون من قسمين هما: معدل العائد الحقيقي الذي يحقق التوازن بين عرض النقود والطلب عليها والثاني هو علاوة مخاطر التضخم المرتبطة بالزمن والعاكسة لتوقعات المستثمرين التضخمية.

أن المستثمرين عادة يطلبون معدل عائد أعلى من معدل العائد الخالي من المخاطرة لأنهم يرون أن هناك عدم تأكد بشأن العائد المتوقع وهذه الزيادة في معدل العائد المطلوب عن العائد الخالي من المخاطرة تسمى بعلاوة الخطر.²

- معدل العائد الفعلي: هو معدل العائد على الأسهم العادية التي تحصل عليه المستثمرون في السابق وقد يكون أكبر أو أقل من العائد المتوقع أو العائد المطلوب، وهو عائد يحققه المستثمر فعلا نتيجة امتلاكه أو بيعه للأداة المالية أي أنه يتكون من العائد الجاري الناتج عن احتفاظه بالورقة المالية والعائد الرأسمالي الناتج عن بيع الأصل أو المربح بينهما.³

- العائد على حقوق الملكية: هو مقياس يستطيع المستثمر من ورائه معرفة ما مدى قدرة الدينار الواحد على توليد الأرباح الصافية بعد الضريبة لأن حقوق الملكية تتكون من رأس المال المدفوع المتمثل في الأسهم العادية والممتازة والاحتياطات المختلفة.

- العائد على إجمالي الأصول: هو مقياس يقيس ما مدى قدرة الشركة على استثمار الأصول التي تملكها ويحسب بنسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول.⁴

إن المستثمر عند اتخاذ قراراته الاستثمارية لا ينظر إلى العائد فقط بل يأخذ في الحسبان درجة المخاطر المرتبطة بذلك العائد.¹

¹ توفيق عوض شير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم، أطروحة الماجستير، كلية التجارة- الجامعة الإسلامية غزة-، السنة الجامعية 2015، ص 24.

² بشار الشراني، التنبؤ بأداء المحفظة الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية، أطروحة الماجستير، كلية الاقتصاد- جامعة دمشق -، السنة الجامعية، 1015، ص ص 26-27.

³ توفيق عوض شير، مرجع سبق ذكره، ص 24.

⁴ توفيق عوض شير، نفس المرجع، ص 26.

ثانيا- مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

لا يخلو أي استثمار من المخاطر المختلفة، لذلك يجب على المستثمر في سوق الأوراق المالية إدراك مدى أهمية معرفته للمخاطر التي تواجه مشروعه المالي.

1- تعريف الخطر: يوجد العديد من التعاريف للخطر حسب الجهة التي قامت بتعريفه أو حسب استعمالات هذه الكلمة ولكنه عادة ما يتم تعريفه بشكل سيئ وذلك بوصف وضعية تؤدي إلى أضرار أو كل أو جزء من الأسباب التي تؤدي إلى هذه الوضعية أو لوصف الضحية التي ستعرض للخطر مثل المستثمر معرض لفقدان استثماراته، خطر الفيضان، الآلة عرضة للخطر، هذا المصنع خطر محقق بمؤمنه. حيث سيتم هنا التركيز على مخاطر الأوراق المالية.² وهي تختلف من ورقة مالية لأخرى حسب نوع الورقة ومدة استحقاقها وظروف السوق وشروط إصدارها ورغبة المستثمر في تحمل هذه المخاطر، حيث أن المخاطرة في الأسهم تعتبر أعلى درجات المخاطرة ثم يليها السهم الممتاز وبعدها السندات بالرغم من أنها تحمل عوائد ثابتة إلا أنها تختلف حسب نوع السند فالسندات المضمونة لها مخاطر أقل من السندات غير المضمونة.³

ونعرف فيما يأتي المخاطر المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية:

" احتمالية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة، فإذا كانت هناك احتمالية عالية في أن تكون التنبؤات خاطئة فعند ذلك ستكون درجة المخاطرة عالية والعكس"⁴

كما عرفت على أنها: " في مجال القرارات ذات البعد المالي والاستثماري على أنها الانحراف المحتمل في التدفقات النقدية الفعلية عن التدفقات النقدية المتوقعة لحظة اتخاذ القرار"⁵

مما سبق نستنتج أن المخاطر هي احتمال انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع ولها عدة أنواع

2- أنواع المخاطر: يواجه المستثمر عند قيامه بالاستثمار في أي مشروع عدة أنواع من المخاطر تؤثر على

تدفقاته النقدية لذلك يجب عليه أن يأخذ بعين الاعتبار عناصر الخطر وعدم التأكد عند قيامه بتوقعات مشروعه ومن بين هذه الأنواع ما يأتي:

أ- المخاطر النظامية: ويطلق عليها أيضا المخاطر العامة أو المخاطر العادية أو مخاطر السوق، هي المخاطر التي لا تقتصر على أداة مالية معينة أو قطاع معين أو مشروع معين فهي ناتجة عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وهي

¹ أمين احمد السيد احمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص 16.

² فاطمة الزهراء محمد ظاهري، المخاطر الزراعية، دار أسامة للنشر والتوزيع- عمان-، الطبعة الاولى، 2014، ص 77.

³ نوري موسى شقيري وآخرون، المؤسسات المحلية والدولية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الاولى، 2009، ص 64.

⁴ حسن دفع الله المكّي، مرجع سبق ذكره ص 26.

⁵ ياسمينه عمارة، عبد الكريم زرقاوي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في ظروف المخاطرة وعدم التأكد، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 11، العدد 1، جامعة تبسة، السنة الجامعية 2018، ص 80.

ترتبط بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالتضخم والكساد والحروب والانقلابات السياسية وأسعار الفائدة وبالتالي فكل الاستثمارات تتعرض لهذا النوع من المخاطر بدرجات متفاوتة، وهي تتعلق بالنظام العام للأسواق وحركتها الذي حين يتأثر يصيب كل المجالات والقطاعات الاستثمارية.¹ ولا يمكن القضاء عليه عن طريق التنويع. ومن أمثلة هذا النوع من الخاطر:

- **مخاطر أسعار الفائدة:** يمس جميع المتعاملين بالبنوك سواء كانوا مقرضين أو مقترضين ويتمثل في التغير الذي يحدث في عائد الورقة المالية الناتج عن تغير سعر الفائدة لان العلاقة عكسية بين قيمة الورقة المالية وسعر الفائدة وتنتج عندما تكون العوائد اقل من التكاليف وتنخفض بابتعاد تكاليف الموارد عن مرد ودية الاستخدامات، لأنه إذا ارتفع سعر الفائدة يرتفع العائد المطلوب وبالتالي تصبح عوائد المؤسسة اقل من العائد السوقي والعكس صحيح، لان المستثمر يفضل بيع الورقة المالية وإيداع مبالغها في المصارف بسبب ارتفاع سعر الفائدة وتحقيق عائد أعلى من عائد الورقة المالية.

- **مخاطر التضخم:** تنتج عندما يكون هناك ارتفاع كبير في الأسعار دون أن يقابله إنتاج حقيقي وبالتالي يتأثر العائد الحقيقي حتى في السندات الحكومية المضمونة، أو هي مخاطر هبوط القوة الشرائية للناتج من الاستثمار نتيجة الارتفاع المتسارع في مستوى الأسعار في الاقتصاد ككل والسندات أكثر تأثراً بهذا النوع والمخاطر لان معدلها الحقيقي ينخفض عن معدلها الاسمي في حالة التضخم.²

- **مخاطر السوق:** هي مخاطر ناتجة عن إحداث غير متوقعة، حيث أكثر المتضررين هم حملة الأسهم العادية لان أسعار الأسهم تتأثر بالظروف السياسية والاقتصادية العامة والعوامل النفسية في السوق، كالولاء لنوع معين من الأسهم وحالات الذعر في السوق والإشاعات والمعلومات غير المؤكدة التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة وقرارات شراء الأسهم بعد مرور الوقت المناسب وارتفاع الأسعار ومن أمثلتها الحالة التي أصابت البورصة بعد اغتيال الرئيس الأمريكي كندي سنة 1963، حيث أدى ذلك إلى بيع الأسهم بأسعار منخفضة وغلق البورصة لكن هذه الأسهم عادت إلى أسعارها العادية بعد يومين من الاغتيال، وأيضاً حالة الكساد الكبير الذي أصاب الولايات المتحدة الأمريكية في الثلاثينيات سبب هستيريا أدت إلى انخفاض الأسعار عن قيمتها الحقيقية.³

- **مخاطر أسعار الصرف:** تنشأ لعدة أسباب منها:

¹ توفيق عوض شبير، مرجع سبق ذكره، ص 28.

² عادل سلماني، مرجع سبق ذكره، ص 183.

³ سهى نبيل السنيح، تكوين المحافظ استثمارية لشركات ذات المسؤولية الاجتماعية والشركات الإسلامية، أطروحة الماجستير، كلية الاقتصاد - جامعة دمشق -، الجامعية 2014، ص 40.

- التحركات الغير متوازنة لسعر الصرف.
- وجود مركز مفتوح بالعملات الأجنبية بالنسبة لإجمالي مركز العملات أو لكل عملة على حدى.
- والمركز المفتوح يشمل العمليات الفورية والآجلة المسماة بالمشتقات المالية.¹
- ب- المخاطر غير النظامية: تنشأ نتيجة عوامل تؤثر على شركة معينة أو قطاع معين ويمكن التنبؤ بها والقضاء عليها عن طريق التنويع، والانحراف المعياري يعتبر مؤشر مناسب لقياس تقلب العوائد عن وسطها، وتنقسم إلى عدة أنواع هي:
- مخاطر الإدارة: إن الأخطاء التي ترتكبها إدارة الشركة تؤثر على معدل العائد المتوقع و تؤدي لمنع تداول أسهم الشركة لفترة معينة أو نهائيا، ويمكن أن تؤدي إلى إفلاس الشركة ومن أمثلتها سوء التصرف في حالة الطوارئ كإضراب العمال وخسارة المصنع بسبب عدم التأمين أو فقدان ممولين أساسيين للشركة.²
- مخاطر الصناعة: هي مجموعة من العوامل والظروف التي تؤثر في صناعة معينة، وهذه الظروف خاصة بهذه الصناعة دون غيرها من القطاعات الأخرى ومن أمثلتها عدم توفر المواد الأولية، تغير أذواق المستهلكين، ظهور اختراعات جديدة، التوقف عن استعمال منتج معين.³ وتحدث نتيجة تغير الظروف التشغيلية التي تواجه الشركة وهذا التغير يؤثر في الدخل التشغيلي وبالتالي يؤثر على الأرباح الموزعة وتنقسم إلى مخاطر داخلية تتعلق بكفاءة أداء الشركة في بيئتها التشغيلية، ومخاطر خارجية وهي ظروف مفروضة على الشركة من خارجها ولا يمكن للشركة التحكم فيها كالدورات التجارية.⁴
- مخاطر التشغيل: تنتج من الفشل في إجراءات الرقابة والنشاط الداخلي، بحيث لا تتضمن فرصة للربح وإنما يتضمن خسارة العمليات، وعدم ظهور خسائر هذا لا يعني عدم وجود أي تغيير لذلك يجب على الإدارة توفير برنامج تقويمي وتحليلي لمخاطر العمليات كالاختلاس والتزوير والسرقة والجرائم الالكترونية والاحتيال المالي.
- مخاطر الملائمة: عندما يطالب الطرف المقابل بالتعويض المالي الناتج عن معاملة معينة تنشأ هذه المخاطر وتتضاعف بسبب قضايا الملائمة والمعاملات المالية.

¹ سمية صلعة، مطبوعة دروس في مقياس المؤسسة والأسواق المالية، مطبوعة دروس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة البيض -، السنة الجامعية 2017-2018، ص 83.

² بشار الشعرائي، مرجع سبق ذكره، ص 41.

³ سهى نبيل السنيح، مرجع سبق ذكره، ص 41.

⁴ مريم صلعة، نفس المرجع، ص 83.

- مخاطر النماذج: ناتجة عن الطرق المستعملة من طرف الشركة في قياس المخاطرة وإدارتها على احتمالات الخطأ نستنتج عنها مخاطر أخرى تجعل بيئة المؤسسة أكثر تعقيدا ومخاطرة.¹
- مخاطر الرفع التشغيلي والمالي: يرتبط بمشكل تكاليف المنظمة حيث ينتج عندما تزيد التكاليف الثابتة التشغيلية بالنسبة للتكاليف الكلية مع ثبات المبيعات والتكاليف المتغيرة.
- أما مخاطر الرفع المالي فتنتج عند استخدام المؤسسة لأموال الغير بتكلفة ثابتة فكلما زاد حجم الاقتراض زاد هذا النوع من المخاطر وبالتالي انخفاض أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل، وهذا يؤدي إلى انخفاض الربح والأكثر تأثرا بهذا هي السندات والأسهم الممتازة.²
- مخاطر التمويل: هي مخاطر تتعلق بمدى قدرة الشركة على السداد وأسلوب تمويلها لمعاملاتها المختلفة ويمكن للشركة تجنبها بتخفيض اعتمادها على القروض، فعدم الاعتماد على القرض يعني عدم وجود مخاطر مالية أما في حالة اعتمادها على الاقتراض فذلك يؤدي إلى:
- زيادة خطر الإفلاس.
- زيادة درجة تقلب العوائد.
- تؤثر على توقعات حاملي الأسهم بشأن العوائد.³
- المخاطر الائتمانية: تتمثل في فشل المقرض في دفع المبلغ المقرض وفائدته خلال المدة المتفق عليها، وأن نتائج مخاطر الائتمان تنتج من احتمالية أن الطرف المتعامل معه لن يستطيع دفع التزاماته في تاريخ الاستحقاق.⁴
- المطلب الثالث: مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة.

يمكن للمستثمر المفاضلة بين الاستثمار الجيد والسيئ عن طريق ربط المخاطرة بالمكسب وذلك بحساب معدل المخاطرة ويحسب بالعلاقة بين المكسب والخسارة وهناك عدة طرق لحسابه لكن الطريقة الناجحة هي تقييم الانجاز المحقق خلال فترة معينة عادة السنة على الحد الأقصى للخسارة في نفس الفترة حيث تحقق ثلاثة نجاحات من أربعة محاولات، كما أن كبار المستثمرين الذين يتمتعون بخبرة طويلة يحققون مكاسب جيدة لأنهم لا يهتمون

¹ عادل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 185-186.

² حياة براهمي بن حراث، مرجع سبق ذكره، ص 43.

³ سميرة صلعة، مرجع سبق ذكره، ص 83.

⁴ قاسم محمد حمود، تحليل مدى تركيز وتنوع محفظة القروض باستخدام نموذج (هيرشيمان-هيرفيندل) وأثرهما على عائد ومخاطرة المصرف، أطروحة الماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة كربلاء-، السنة الجامعية 2019، ص 49.

بالإنجاز بل يهتمون بالإستراتيجية التي تحقق لهم خسائر أقل، فهذا النوع من المستثمرين لا يهتم بالمكسب لأنه متيقن بان العلاقة الموجودة بين المخاطرة والعائد إذا كانت غير صحيحة يتولد عنها خطر حدوث خسارة شاملة.¹ وعليه يمكن توضيح العلاقة بين العائد والمخاطرة كالآتي:

إن المستثمر عند اتخاذه للقرار الاستثماري يراعي عاملين أساسيين يتمثلان في العوائد المتوقعة والمخاطر المحتملة، لذلك نجد المستثمر يفاضل بين العوائد والمخاطر عن طريق المطالبة بعوائد اكبر كلما زادت درجة المخاطرة بسبب عدم التأكد أو لأي سبب آخر، وذلك بعد قيامه بعدة دراسات حول أهدافه الاستثمارية وإمكانياته المالية ووضع السوق وتحديد بدقة العوائد المتوقع الحصول عليها والمخاطر التي يمكنه تحملها وهذه الدراسة تشمل خطوتين هي:

- حساب العوائد المتعلقة بسلسلة زمنية تاريخية.

- تحديد التقلب في هذه العوائد عن متوسطها أو ما يسمى إحصائيا بالانحراف المعياري.²

كما إن إمكانية تعرض المستثمر إلى خسارة مالية تؤدي إلى فقدان كل أو جزء من العائد مع كل أو جزء من المبلغ المستثمر بحيث:

- إذا كان معدل التغير بين العائد الفعلي والعائد المتوقع مرتفع تكون درجة المخاطر مرتفعة.

- إذا كان مع دل التغير بين العائد الفعلي والعائد المتوقع منخفض تكون درجة المخاطرة منخفضة.

إذن نستنتج أن هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمار والمخاطر المتوقعة فالمستثمر يتحمل أخطار كبيرة أملا بزيادة العائد المتوقع.³

وعادة ما يقوم المستثمر في سوق الأوراق المالية بالتخفيف أو الحد من هذه المخاطر وزيادة العائد المتوقع بإتباع سياسة التنويع عن طريق تكوين محفظة استثمارية.

¹ دوييز بيرم، المضاربة في البورصة، مجموعة النيل العربية، الطبعة الاولى، 2011، ص75.

² بشار الشعرائي مرجع سبق ذكره، ص21.

³ توفيق محب خلة، الهندسة المالية، دار الفكر الجامعي - الاسكندرية، طبعة الاولى، 2011، ص 161.

المبحث الثالث: تسيير المحفظة الاستثمارية

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق عائد وكمقابل لذلك يخضع هذا العائد إلى عنصر المخاطرة بحيث لا يخلوا أي مشروع من عنصر المخاطرة.

وللتحكم في هذه المخاطر التي تعترض الاستثمار في الأوراق المالية يجب اللجوء إلى التنوع وهذا يعني تشكيل محفظة استثمارية متنوعة من حيث ما تحتويه من أوراق مالية.

المطلب الأول: تعريف المحفظة الاستثمارية

لا يمكن للمستثمر المخاطرة بكل أمواله التي يمتلكها في أصل مالي واحد لأن ذلك قد يؤدي إلى خسائر ممكن أن يترتب عليها ضياع كل أو جزء كبير منها إذا تعرض هذا الاستثمار إلى انهيار في الأسواق المالية، لذلك يجب على المستثمر في عالم المال والاستثمار ألا يمتلك ورقة مالية واحدة.

لذلك تعرف المحفظة على أنها: " أداة استثمارية مركبة من مجموعة من الأصول الحقيقية والمالية التي يستثمر بها المستثمر أمواله كوحدة واحدة، شريطة أن يكون هدف المستثمر من تكوينها هو تخفيض مخاطر الاستثمار عن طريق

تنويع الأصول المستثمر بها وزيادة العائد من جراء احتفاظه بتلك الأصول الحقيقية والمالية ".¹

وقد عرفت أيضا : " هي تشكيلة من الأوراق المالية يتم اختيارها بعناية ودقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك ...) تتباين وتختلف من حيث القيمة و معدل العائد المتولد عنها ومدة استحقاقها ".²

عرفها ال شبيب (2008-283) " أداة مركبة من مجموعة الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية الأخرى أو هي مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر سواء كانت هذه الأدوات أصولا حقيقية أو مالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطر والتي تتلاءم مع رغبة المستثمر سواء كان مستثمر محافظا أو مغامر أو رشيدا، وتخضع المحفظة لإدارة مدير المحفظة الذي قد يكون هو مالكها أو يعمل باجر لدى مالكيها ".³

مما سبق نستنتج أن المحفظة الاستثمارية أو ما تسمى بالمحفظة المالية هي تشكيلة مركبة من الأوراق المالية المختلفة في العائد ودرجة المخاطرة، الهدف منها هو التنوع بغية التخفيف من المخاطر خاصة الغير نظامية يمكن أن

¹ يوسف مسعدوي، محاضرات في إدارة المحافظ المالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير- جامعة البليدة-، السنة الجامعية 2020-2021، ص14.

² عمر عبو وآخرون، مؤشرات تقييم أداء المحفظة الاستثمارية، مجلة التنمية والاقتصاد- جامعة المسيلة-، العدد 1، مارس 2017، ص 100.

³ بدر الدين فرج عبد الواحد خليل العشي، مدى إدراك المستثمرين للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وأثرها على قرارات المستثمرين، أطروحة الماجستير، كلية الاقتصاد- جامعة بن غازي-، الفصل الدراسي 2015-2016، ص 35 .

يكون المسؤول عن إدارتها هو نفسه مالكيها وقد يكون شخص أحر مأجور، وتتكون من الأصول المالية كالأسهم والسندات والقبولات المصرفية وادونات الخزينة، وأصول حقيقية كالعقارات والمعادن النفيسة، والتي وضع نظرياتها ماركوتر.

المطلب الثاني: نظرية المحفظة الاستثمارية

يعد هاري ماركوتر صاحب الفضل في ابتكار نظرية المحفظة المالية سنة 1952، والذي تحصل من خلالها على جائزة نوبل سنة 1990، وقد أحدث هذا الابتكار التميز والمستنير في عالم التمويل ولاستثمار ثورة فكرية حقيقية، ساهمت في إمكانية قياس المخاطر كمياً، ومن ثمة لم يعد المستثمر يعتمد فقط على العائد في المتوقع في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية فقد تم الاعتماد على عنصر آخر هو المخاطرة.¹

إن نظرية المحفظة الاستثمارية تم صياغتها من طرف الكثير من الاقتصاديين ويعتبر ماركوتر من أبرزهم، لأنها تنسب إليه وقد قام بوضعها سنة 1952، وتناولها من بعده شارب ولانتر وكونان وغيرهم. وتمثل عمل ماركوتر في نظرية المحفظة على تحسين وتنظيم تصرفات المستثمر الاستثمارية في السوق المالي. أما عمل شارب ولانتر فتمثل في نموذج تسعير الأصول المالية التي تهتم بالتوازن الاقتصادي التي تفترض أن المستثمر يحسن الأداء في السوق المالي وفق الأسلوب المقترح.²

وتكمن أهمية هذه النظرية في أنها تستطيع قياس المخاطر كمياً، وبالتالي فالمستثمر لم يعد يعتمد على العائد المتوقع فقط بل تم إضافة إليه عنصر المخاطرة.

وهذه النظرية لها خمسة فروض تبنى عليها هي:

- المستثمر ينظر إلى كل بديل من زاوية التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع خلال فترة زمنية محددة.
- المستثمر ينظر إلى المخاطر لأنها تشير إلى التقلب في العائد المتوقع.
- إن المستثمر يبني قراره على العائد والمخاطرة.
- يهدف المستثمر لتعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة، وأن منحني المنفعة يعكس تناقصاً في المنفعة الحدية للشروة.
- كل المستثمرين لا يحبون المخاطرة وبالتالي فهم يختارون من بين البدائل المتساويين في المخاطر البديل الأعلى عائداً، ويختارون من بين البدائل المتساويين في العائد البديل الأقل مخاطرة.³

¹ لورين إبراهيم القاضي، أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية، أطروحة الماجستير، كلية الأعمال - جامعة الشرق الأوسط -، السنة الجامعية 2016، ص 14.

² سهى نبيل السنيح، مرجع سبق ذكره، ص 20.

³ بشار الشعرائي، مرجع سبق ذكره، ص 35.

- كما عالج ماركوتر ثلاثة أمور رئيسية تتميز بها هذه النظرية عن النظريات السابقة التي كانت تعتمد على الشركة والزبون (المستهلك)، وهذه الأمور هي:
- تهتم بالمستثمرين أكثر من الشركات والمستهلكين.
 - تهتم بالمستثمرين والوكلاء الذين يعملون وفق عدم التأكد.
 - يمكن استخدام هذه النظرية في الممارسة المباشرة بالنسبة لعدد كبير من المستثمرين مع أجهزة الكمبيوتر ومصادر بيانات كافية.
 - وتتمثل قواعد نظرية ماركوتر في:
 - إن أهم قرار استراتيجي لمدير المحفظة هو قرار المزج الرئيسي أو ما يسمى بالتنوع الأساسي للأصول الذي من خلاله يتم تحديد التركيبة الأساسية لأصول المحفظة الاستثمارية ويشمل هذا القرار:
 - أنواع الأصول التي تتشكل منها المحفظة.
 - الوزن النسبي لكل أصل في هيكل المحفظة.
 - القطاعات التي سيتم الاستثمار فيها.
 - الأصول التي سيتم الاستثمار فيها في كل قطاع.
 - وهذا القرار ليس ثابت فهو يتغير في المستقبل بتغير الظروف.
 - كما أن هذا القرار يحتاج إلى قرار جديد يسمى بقرار التوقيت من أجل تغيير الوزن النسبي لأصول المحفظة بالتخلص من بعض مكوناتها وإضافة البعض الآخر لها وذلك من أجل تعظيم العائد في كل فترة فالمستثمر يركز على العائد بشكل أساسي وعلى عوامل أخرى أيضاً، وهذا ما يسمى بالتوزيع النشط للأصول.
 - ويتم قرار التوزيع النشط للأصول في ضوء مجموعة عوامل هي:
 - التقييم النسبي لمختلف فئات الأصول.
 - السيولة والفوائد النقدية.
 - الدورة الاقتصادية التي تنعكس أثارها على معدلات الفائدة والتضخم وكيفية تأثير ذلك على أسعار أدوات الاستثمار.
 - التحليل الفني ويقوم به خبراء متخصصون بالاعتماد على مجموعة مؤشرات لمحاولة استنتاج اتجاهات الأسعار في المستقبل.¹

¹ سهى السنيح، مرجع سبق ذكره، ص 21.

كما أن مدير المحفظة الاستثمارية يعتمد في تسييرها على عدة طرق واستراتيجيات حتى يتمكن من الوصول إلى هدفه المسطر بشراء أوراق مالية قصيرة الأجل وتحويلها إلى سيولة بعد تحسن أوضاع السوق بهدف إعادة استثمارها في شراء الأسهم كما انه يمكن في حالة الرواج الاقتراض لتوفير الموارد للاستثمار في الأسهم العادية.¹

المطلب الثالث: طرق تسيير المحفظة الاستثمارية ومداخل اختيار مكوناتها

إن إدارة المحفظة الاستثمارية لا تتطلب التركيز على اختيار مكوناتها؛ لان اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية من ضمن قرارات تخصيص الموارد، لذلك يمكن توضيح كيفية إدارتها واختيار مكوناتها كما يأتي:

أولاً- طرق تسيير المحفظة الاستثمارية

توجد عدة طرق لتسيير المحفظة الاستثمارية نذكر منها:

- إستراتيجية الإدارة الساكنة لإدارة المحفظة الاستثمارية:

تتمثل في إستراتيجية شراء الأوراق المالية مع الاحتفاظ بهم لمدة طويلة عن طريق مجارات مؤشر معين للأسهم وذلك عن طريق شراء الأسهم التي تكون مؤشر معين من اجل تحقيق نفس عائد هذا المؤشر، مع أن هذه الإستراتيجية تتطلب الحذر عند استخدامها وتتطلب أيضا إعادة استثمار الأرباح الموزعة وإضافة الأسهم التي يتم إضافتها للمؤشر واستبعاد الأسهم التي سوف يتم استبعادها من المؤشر، وهذه الطريقة تتضمن الأساليب التالية:

- أسلوب المحاكاة الكاملة: يقوم المستثمر بشراء الأسهم المكونة للمؤشر وبنفس النسب التي يعتمدها المؤشر وذلك بإعادة استثمار الأرباح الموزعة في نفس مكونات المحفظة والاحتفاظ بنفس نسب الاستثمار ومتابعة أي تغير في مكونات المؤشر لكي يقوم بعكس هذا التغير على مكونات المحفظة ولهذا الأسلوب عيّن هما:

- المستثمر بحاجة للاستثمار في عدد كبير من الأوراق المالية(نفس عدد الشركات التي تدخل في عينة المؤشر).

- إن إعادة استثمار الأرباح الموزعة ممكن أن لا تتحقق بدقة، مع وجود عمولات إضافية لإعادة الاستثمار.

- أسلوب المعاينة: نتيجة للعيوب التي تخص أسلوب المحاكاة يلجأ بعض المستثمرين إلى أسلوب آخر يسمى أسلوب العينة في محاكاة المؤشر باستخدام المبادئ الإحصائية، حيث يقوم المستثمر باختيار عينة من الأسهم المكونة للمؤشر، والمستثمر هنا لا يتوقع الحصول على عائد لمحفظته مطابقة لعائد المؤشر.

- أسلوب الانتقاء: يشتري المستثمر مجموعة من الاستثمارات الإستراتيجية ويحتفظ بها لمدة طويلة معتمدا على ما توفره هذه الاستثمارات من ارتفاع في قيمتها السوقية وأيضا الأرباح الموزعة، والمستثمر ينتظر كمقابل لاحتفاظه

¹ سمية بلعيد، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية، مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية علوم التسيير- جامعة قسنطينة-، السنة الجامعية 2013-2014، ص ص 95-96.

بهذه الاستثمارات عائدا معقولا لا يتناسب مع ما يتحملة من مخاطر، ومثال هذا النوع من الأساليب الاستثمار في صناديق الاستثمار لأنه يكون بمواصفات معروفة عند المستثمر وتناسب واحتياجاته وأهدافه الاستثمارية.¹

وحتى يكون تسيير محفظة الأوراق المالية ناجع وفعال يجب على المستثمر أن يحسن اختيار مكوناتها.

ثانيا- مداخل اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية: عرفت المحفظة المثلى بأنها " المحافظ التي تقدم أفضل عائد متوقع لأي مستوى مقبول من المخاطر أو أدنى مخاطرة محتملة لأي عائد محدد "

وعرفت أيضا " تلك المحفظة التي تتكون من توليفة متوازنة ومتنوعة من الأصول والأدوات الاستثمارية، وبشكل يجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة أو من يقوم بإدارتها "

وبذلك نستنتج أن المستثمر سيختار المحفظة المثلى من مجموع المحافظ الكفؤة التي تعرض أقصى عائد عند مستوى معين من المخاطر وأن المحفظة الاستثمارية تختلف من مستثمر لآخر حسب ميوله وتوجهاته فالمحفظة المثلى بالنسبة لمستثمر مجازف غير المحفظة المثلى لمستثمر متحفظ، والمحفظة المثلى تتميز بالمواصفات التالية:

- يحقق المستثمر من خلالها التوازن بين العائد والأمان.

- تتكون من أصول تتميز بالتنوع الإيجابي.

- تحقق حدا من السيولة كما أنها قابلة للتسويق التي تمكن المدير من إجراء تعديلات جوهرية.

كما أن المحفظة الاستثمارية المثلى تبني على خمسة فروض هي:

- ينظر المستثمر لكل بديل استثماري من زاوية التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع خلال فترة زمنية معينة.

- يستهدف المستثمر تعظيم المنفعة لفترة واحدة وأن منحني المنفعة يعكس تناقصا في المنفعة الحدية للثروة.

- ينظر المستثمر للمخاطر من زاوية التقلب في العائد المتوقع.

- يبنى المستثمر قراره على العائد والمخاطرة.

- كل المستثمرين لا يحبون عنصر المخاطرة وبالتالي فهم يختارون من بين البدلين المتساويين في الخطر البديل

الأعلى عائدا، ويختارون من بين البدلين المتساويين في العوائد البديل الأقل خطرا.²

ولبناء محفظة استثمارية مثلى يجب تحديد ما يلي:

- تحديد مجموعة من المحافظ الكفؤة.

- اختيار المحفظة التي تحقق للمستثمر أقصى منفعة.

وحتى يتم تحديد مكونات المحفظة الاستثمارية يجب إتباع ما تتضمنه النظريات التالية:

¹ عبد الرؤوف ربابعة، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة، هيئة الأوراق المالية، ص 23-25-26.

² لورين إبراهيم القاضي، ص ص 18-19.

- نظرية توبين.
- نظرية ماركويتز.
- **نظرية توبين:** قام جيمس توبين بإضافة مصطلح الرافعة إلى نظرية المحفظة الاستثمارية عن طريق إدراج أصل خال من المخاطرة في محفظة تقع على خط الكفاءة وهذا الأمر سمح له بالوصول إلى محافظ تتميز بخصائص العائد والمخاطرة التي تفضل المحافظ الواقعة على خط الكفاءة.
- حيث يتم الجمع بين المنحنى الذي يمثل المحافظ الكفوءة المسمى بمنحنى حد الكفاء مع منحنيات السواء حتى نتحصل على نقطة التماسها التي تمثل المحفظة الكفوءة، وهي النقطة التي تجعل المستثمر في أعلى مستويات الرضا؛ وهذا ما يسمى خط سوق الأوراق المالية كما سميت المحفظة الواقعة على نقطة التماس بالمحفظة كاملة الكفاءة.
- يقوم المستثمرون المستخدمون للأصل الخالي من المخاطرة بحيازتهم على المحفظة تامة الكفاءة بالأفعال التالية:
- زيادة مراكزهم بإنقاص الأصل الخالي من المخاطرة واستثمار العوائد في شراء محفظة أخرى تامة الكفاءة.
- تخفيض مراكزهم عن طريق بيع المحافظ التامة الكفاءة واستخدام هذا العائد في شراء أصول خالية من المخاطر.
- وأن المحافظ التي تتضمن أصل خال من المخاطرة ومحفظة تامة الكفاءة ستفضل المحافظ التي تقع على نفس خط الكفاءة ومنه اقترح توبين أن بناء المحفظة يمر بخطوتين:
- الخطوة الأولى تتمثل في قيام المستثمر بتحديد محفظة تامة الكفاءة التي تشمل على نسبة من المخاطر.
- الخطوة الثانية تتمثل في قيام المستثمر بزيادة أو تخفيض الرافعة المالية للمحفظة التامة الكفاءة للوصول إلى أي مستوى من المخاطرة.

وبالتالي:

- فقط سوق رأس المال هو مجموعة فرص استثمارية متاحة عند تجانس تصورات المستثمرين الناتجة بين الأصل الخال من الخطر ومحفظة السوق.
- أما خط سوق الاستثمار والمتمثل بخط سوق الورقة المالية يعتمد على معدل العائد المتوقع المتكون من عامل المخاطرة والعائد الخال من المخاطرة، التي تم الحصول عليه عن طريق ضرب مخاطر الأصل في علاوة الخطر، لأنه في المخاطر المنتظمة يوضح خط سوق رأس الاستثمار معدل العائد المطلوب ودرجة مخاطرتها مقاسة بمعامل بيتا.¹
- **نظرية ماركويتز:** اهتم ماركويتز في تحديده للمحفظة المثلى على:
- الحد الكفاء الذي تقع عليه جميع المحافظ ذات الكفاءة.

¹ حسام بن فريجة، بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة الأسواق رأس المال، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة سيدي بلعباس -، السنة الجامعية: 2020-2021، ص 75.

- منحنيات السواء التي تمثل تفضيلات المستثمر.

- الحد الكفاء:

هو مجموعة نقاط تمثل المحافظ المثلى الذي يحدد بالعلاقة بين عنصري العائد والمخاطرة بالاعتماد على بيانات تاريخية ومجالات استثمارية مختلفة، بافتراض أن جميع الأدوات الاستثمارية خطرة ولا توجد أدوات خالية من المخاطر، ومن مصلحة المستثمر اختيار المحفظة التي تحقق له أعلى عائد بأقل مستوى من المخاطر أي الواقعة يسار المنحنى الكفاء، مع أن المحافظ الواقعة أعلى المنحنى غير متاحة للمستثمر والمحافظ التي تحقق غاية المستثمر تقع على المنحنى الكفاء، وأحسن توليفة للمستثمر هي نقطة التماس احد منحنيات السواء مع الحد الكفاء، حيث منحنيات السواء تعكس ميول المستثمر بالنسبة للعائد والمخاطرة وهناك عدة تقنيات للتنبؤ وتحسين التقييم كعماملات الارتباط ومصفوفات التباين التي تحدد النسب المثلى لمكونات المحفظة المثلى.¹

ومنحنى الحد الكفاء وضع له هاري ماركويتز سنة 1959 معلمه المتمثل في خطه الأفقي الذي يمثل المبادلة بين المخاطر وخطه العمودي الذي يمثل المبادلة بين العوائد لمجموعة محافظ استثمارية، حيث المحفظة المثلى التي تعظم العائد عند مستوى معين من المخاطرة تقع على منحنى الحد الكفاء، وحتى نحدد المحفظة المثلى للمستثمر يجب معرفة توجهات هذا المستثمر تجاه المخاطر عن طريق دالة المبادلة بين المخاطر والعائد المعروفة بمنحنيات السواء المعبرة عن تفضيلات المستثمر المحددة للمبادلة بين العائد المتوقع والمخاطرة جنباً لجنب مع الحد الكفاء، والذي يقوم المستثمر من خلاله بتحديد محفظته المفضلة حسب مفاضلته بين العائد والمخاطرة؛ وهي المحفظة التي تحقق له ابر منفعة وتكون واقعة في نقطة التماس المنحنى المحقق لأكبر منفعة والحد الكفاء وهنا نجد نوعين من المستثمرين:

- المستثمر المتجنب للمخاطرة يختار المحفظة التي تمس منحنيات سواءه عند الجزء السفلي للحد الكفاء.

- المستثمر العقلاني يختار محفظته المثلى من بين مجموعة المحافظ ذات الكفاءة حسب معيارين هما أن هذه المحفظة تحقق اكبر عائد عند مستوى معين من المخاطر، أو تحقق اقل مخاطر عند مستوى معين من العائد.²

- منحنيات السواء: إن منحنيات السواء توضح تفضيلات المستثمرين عن طريق تحديد المبادلة بين العائد المتوقع والمخاطر مع الحد الأدنى، وبالتالي يختار المستثمر المحفظة التي تحقق له المنفعة القصوى والتي تقع بين المنحنى المحدد لأقصى منفعة للمستثمر والحد الكفاء التي تظهرها منحنيات السواء لكل مستثمر بحيث نجد عدة أنواع من المستثمرين:

¹ سهى نبيل الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 30.

² قاسم محمد حمود، مرجع سبق ذكره، ص 21.

- المستثمر المتجنب للخطر، يختار المحفظة التي تلمس منحنيات سواءه عند الجزء السفلي للحد الكفء.
 - المستثمر الأقل تجنباً للخطر، يختار المحفظة التي تلمس منحنيات السواء عند الجزء العلوي للحد الكفء.
 - المستثمر العقلاني، يختار المحفظة التي تحقق له أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطر أو التي تحقق أقل مخاطرة عند مستوى معين من العائد.¹
- مما سبق نستنتج أن المحفظة المالية هي مجموعة أوزان نسبية لأصول مالية التي يجب أن تتساوى في مجموعها للمائة، فقد كانت أبحاث ماركويتز هي الأولى التي عالجت المحافظ الاستثمارية على هذا النحو بحيث وضع نظرياته على مجموعة فرضيات تتمثل في:
- كل المستثمرين لهم نفس فترة القياس.
 - كل الاستثمارات قابلة للتقسيم بشكل كامل.
 - تكون توقعات المستثمرين متجانسة.
 - العمليات لا تتعرض لأي رسوم أو تكاليف.
 - الحصول على المعلومات يجب أن يكون مجاني.²
- وحتى تتحقق هذه النظريات من جهة، وحتى يتمكن المستثمر من قياس العوائد المتوقعة والمخاطر المحتملة لاستثماراته التي تمكنه من اتخاذ القرار الصائب من جهة أخرى، يجب على سوق الأوراق المالية أن تكون ذات كفاءة، بحيث يرتبط تحقيق الكفاءة في السوق المالي بمدى توفر المستثمرين على المعلومات الكافية وعدالة فرص الاستفادة منها حتى يتمكنوا من المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة، لذلك جاء الفصل الثاني ليوضح مفهوم كفاءة الأسواق المالية وشروطها وأنواعها ومختلف صيغها وكيفية تأثيرها على قرارات الاستثمار المالي.

¹ قاسم محمد حمود، نفس المرجع، ص 21.

² سعيدة تلي، التنبؤ بالمر دودية لتسيير المحافظ المالية، رسالة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير - جامعة ورقلة - ، السنة الدراسية: 2008-2009، ص 40.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال العرض الذي تم تناوله في هذا الفصل تم التوصل إلى أن:

- عملية اتخاذ القرار الاستثماري المالي تتمثل في اختيار الأداة الاستثمارية المثلى التي تحقق للمستثمر الهدف المسطر من بين مجموعة بدائل متاحة في ضوء العائد والمخاطرة.
- توجد في السوق المالي ثلاثة أنواع من القرارات الاستثمارية المالية التي تتمثل في قرار البيع وقرار الشراء وقرار عدم التداول.
- حتى يكون قرار المستثمر في السوق المالي صائب يجب عليه عند اتخاذه لقراره الاستثماري احترام مجموعة من المبادئ والمعايير المتعلقة باتخاذ القرار الاستثماري المتمثلة في مبادئ ذاتية وأخرى موضوعية.
- عند قيام المستثمر باتخاذ القرار يجب عليه إتباع مجموعة خطوات متتالية ودقيقة التي تبدأ بتسطير الهدف وجمع المعلومات حول المشكلة محل القرار وتنتهي بتنفيذ البديل الأمثل المختار ومراقبة عملية التنفيذ.
- يتوقع المستثمر في الأوراق المالية الحصول على عائد كمقابل لتحمله لمستوى معين من المخاطرة والتضحية بالاستعمال الحالي لثروته، المتمثل في العائد الجاري أو العائد الرأسمالي وينقسم العائد إلى عدة أنواع العائد المتوقع والعائد الفعلي والعائد الخالي من المخاطرة.
- يمكن للمستثمر في الأوراق المالية عدم تحقيقه للعائد المتوقع وبالتالي فالمستثمر يتوقع احتمال تعرضه لخسارة بسبب انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع، المعروف بالمخاطرة والتي تنقسم إلى مخاطر نظامية لا يمكن تجنبها ومخاطر غير نظامية يمكن تجنبها بالتنويع.
- توجد علاقة طردية بين العائد على الاستثمار وبين المخاطر المحتملة، فكلما كانت المخاطر التي يتحملها المستثمر كبيرة كلما طلب عائد أكبر.
- لا يمكن للمستثمر استثمار كل ثروته في ورقة مالية واحدة بل يجب عليه التنويع لتجنب المخاطر عن طريق تشكيل محافظ استثمارية.
- إن المحافظ الاستثمارية المختلفة معروفة لكن المحفظة المثلى تختلف من مستثمر لآخر حسب توجهاته ودرجة استعداده لتحمل المخاطرة.
- طرق تسيير محافظ الأسهم هي الطريقة الساكنة والطريقة المتحركة.
- تقع المحفظة المثلى لكل مستثمر في نقطة التماس منحني سواء تفضيلاً مع منحني الحد الكفء للمحافظ المثلى.
- حتى يكون القرار الاستثماري صائب من الضروري توفر سوق مالي ذات كفاءة، وهذا ما سيتم معالجته في الفصل الموالي.

الفصل الثاني:

أثر كفاءة الأسواق على القرار

الاستثماري

تمهيد

بعد التعرض إلى اتخاذ القرار الاستثماري في الفصل الأول والتركيز على القرار الاستثماري في السوق المالي بشكل أساسي، تبين أن جودة هذا النوع من القرارات يتوقف على مدى جودة المعلومات المستخدمة في اتخاذها مع ضرورة مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة وهذا لا يتحقق إلا بوجود البيئة المناسبة في الأسواق المالية المتمثلة في توفر الشرط الأساسي في السوق المالي وهو الكفاءة.

فانه من الضروري معرفة كفاءة السوق المالي التي تعتمد بصورة أساسية على وجود نظام معلومات ذو جودة يضمن الإفصاح عن المعلومات بشكل دقيق وفوري لمساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات وفق أسس سليمة وواضحة، والمهدف من ذلك هو محاولة تحديد أثر كفاءة مستويات السوق المالي على القرار الاستثماري.

يغطي هذا الفصل مبحثين رئيسيين، يتضمن الأول عموميات عن كفاءة الأسواق المالية وتطرقنا فيه إلى مفهوم كفاءة الأسواق المالية، ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية، والعوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية.

ويتضمن المبحث الثاني مستويات كفاءة الأسواق المالية، الذي تطرقنا فيه إلى مستويات كفاءة الأسواق المالية، والتحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، ومؤشرات تطور سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: عموميات عن كفاءة الأسواق المالية.

تعتبر نظرية السوق المالي الكفاء من أهم الموضوعات في سوق الأوراق المالية لأنها ترتبط بالسرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة على أسعار الأوراق المالية وبالتالي فهي تمثل الأسعار العادلة للأصول المالية عليه سيتم تناول هذا المبحث من خلال التطرق للنقاط التالية:

- مفهوم كفاءة الأسواق المالية *

- متطلبات كفاءة الأسواق المالية *

- العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية *

المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية.

إن كفاءة سوق الأوراق المالية ترتبط أساسا بتوافر المعلومات الكافية والصحيحة لأنها تعتبر عنصرا فعالا في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية في مستوياتها الثلاثة ومنه فالسوق قد يكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات وغير كفاء بالنسبة لنظام آخر.

أولا- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية.

حتى يتم تحديد تعريف دقيق لكفاءة الأسواق المالية نورد فيما يلي التعاريف التي تناولت هذا المصطلح: وفقا لمفهوم الكفاءة، «يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لكل معلومة جديدة يستقبلها المتعاملون في سوق الأوراق المالية فتتجه أسعار الأوراق المالية صعودا أو هبوطا حسب طبيعة الأنباء إن كانت سارة أو العكس، وبالتالي تتغير نظرتهم اتجاه المنشأة المصدرة للسهم.

يعكس سعر سهم المنشأة في السوق الكفاء جميع المعلومات المتاحة عنها، سواء كانت تلك المعلومات تنشرها وسائل الإعلام أو من السجل التاريخي لسعر السهم أو قوائم مالية أو تقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة فضلا عن ذلك فإن هذا السعر يعكس أيضا توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وهذا لا يعني تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما بالرغم من توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق.

وذلك أن سوق الأوراق المالية يتضمن أنواعا مختلفة من المستثمرين تتباين درجة معرفتهم وخبراتهم في تعاملات هذه السوق، فهناك:

- المستثمرون قليلو الخبرة، وتمثل تصرفاتهم ضغطا سلبيا عن الأسعار في اتجاهات بعيدة عن القيم المحورية للأوراق المالية.

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

– المستثمرون المحترفون، ويتمتعون بقدر عال من الخبرة، وتقوم تصرفاتهم بالضغط الإيجابي على الأسعار في اتجاه القيم المحورية للأوراق المالية.

ونتيجة لهذا التفاوت في مستويات الخبرة ودقة التحليل بين المستثمرين، يتوقع وجود انحراف بين القيمة السوقية للورقة والقيم المحورية لها، مما يؤدي إلى تحقيق أرباح غير عادية لفائدة بعض المستثمرين¹ ويعرف (fama1965) كفاءة الأسواق المالية أيضا بأنها « كفاء إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة والخاصة بكل أصل مالي مدمجة في سعر ذلك الأصل ».

وعرض بيثر (BEAVER1981) «تعريفا بسيطا وواضحا استطاع أن يتقلب به على ما أحاط بالتعريفات الأخرى من غموض حيث يرى أن سوق الأوراق المالية تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كان أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة»². مما سبق نستنتج انه حتى يصل السوق المالي إلى مستوى الكفاءة يجب أن يعكس سعر السهم الذي أصدرته منشأة معينة المعلومات التاريخية والحالية لهذه المنشأة وأيضا المعلومات التاريخية والحالية المتعلقة بالظروف الاقتصادية الكلية وظروف الصناعة في أي لحظة تدفقت فيها معلومة جديدة إلى السوق صعودا أو هبوطا و بكل موضوعية، ويجب أن تكون هذه المعلومات متاحة لجميع المستثمرين في نفس اللحظة وبدون تكلفة وبالتالي وبافتراض أن المستثمرين يتمتعون بالرشد فتوقعاتهم بشأن المكاسب المستقبلية ومخاطرها تكون نفسها وهذا يجعل القيمة السوقية للسهم تقترب من قيمته الحقيقية أي بمعنى آخر القيمة المتوقعة للإرباح غير العادية تقترب من الصفر وهذا هو السوق الكفاء الذي لا يتحقق إلا بتوفر شروط كفاءة أسواق الأوراق المالية.

ثانيا- شروط (معايير) كفاءة أسواق الأوراق المالي.

حتى نستطيع القول أن السوق المالي ذات كفاءة يجب توفر مجموعة من الشروط (فرضيات) نذكر أهمها كما يلي:

– توفر شبكة اتصالات متقدمة والإلكترونيات متطورة لربط الأسواق المالية من اجل ضمان توفر المعلومة بدقة عن الأسعار وحجم عمليات التداول ومؤشرات العرض والطلب³ وسهولة الحصول عليها دون تكاليف وان تكون

¹ عبد الرحمن بن عزوز، دور الوساطة في تنشيط سوق الأوراق المالية، مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير – جامعة قسنطينة –، السنة الجامعية 2011-2012، ص 54.

² بن عمر بن حسين، مرجع سبق ذكره، ص 68.

³ مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير – جامعة بسكرة – السنة الجامعية 2013-2014، ص 7.

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

متاحة للجميع وفي نفس الوقت وبنفس السرعة وبشكل يحد من احتكار المعلومة (الكفاءة المعلوماتية)¹ وبالتالي تصبح توقعات المستثمرين متجانسة لأنهم يتمتعون بالرشد.²

- وجود عدد كبير من المستثمرين والبائعين وكلهم على دراية كاملة بالأسعار،³ حيث لا يستطيع أحدهم خداع الآخر كما يمكنهم الدخول والخروج من السوق دون عوائق ويمكن لأحدهم الهيمنة على السوق وهذا ما يعرف بالمنافسة الكاملة.⁴

- تكون المعاملات المالية بدون تكاليف وعدم فرض الضرائب على الأرباح وان لا يتم تحميل الصفقات بأية أعباء، لان ارتفاع التكاليف يؤثر على القرار الاستثماري وبالتالي الحد من التوسع في الاستثمار (الكفاءة التشغيلية).⁵

- توفر عنصر السيولة في الأوراق المالية المتداولة والتي لا تتحقق إلا بوجود الاستمرارية في الأسعار وعدم تعرضها لتقلبات مفاجئة واتسام السوق بالمرونة الكافية حتى يتم تسهيل انتقال ملكية الأوراق المالية بين المشاريع المختلفة، ووجود سماسة وخبراء للرد على استفسارات جمهور المستثمرين،⁶ وتدعيم السوق بوسائل آلية للإحصاء لإصدار بيانات يومية عن حجم تداول كل نوع من الأوراق المالية وأيضاً يجب توفر عنصر التنميط للعقود والمعاملات لتوليد سوق ثانوي يوفر السيولة للمستثمر.⁷

- تمتع إدارة السوق المالي بصفة الحيادية ووجود قوانين قواعد خاصة لتنظيم المعاملات ومما سبق نستنتج أن تحقق السوق المالي الكفاءة لا يتوقف فقط على الشرط الأساسي وهو توفر المعلومات بالكيفية المناسبة وإنما يجب توفر شروط أخرى ليست سهلة التطبيق وفعاليتها تختلف من سوق لآخر فوجودها يحقق السوق المالي الفوائد المنتظرة منه وإن ضعفها يجعل السوق يعاني من صعوبات حقيقية.

ثالثاً- صعوبات وفوائد السوق المالي الكفاء

إن احترام السوق المالي لشروط الكفاءة تجعله يحقق فوائد للمستثمرين وللاقتصاد الوطني ككل وإن الإخلال بها يسبب له مشاكل وصعوبات حقيقية.

¹ كلثوم جريو، محمد يدو، دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة الأسواق المالية، مجلة الاقتصاد الجديد العدد 16 المجلد 1- 2017، جامعة بكرة، السنة الجامعية 2017، ص 116.

² قري، محاضرات في أسواق رأس المال، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف ميلة، ص 2-3.

³ مونية سلطان، مرجع سابق، ص 7.

⁴ سهام عيساوي؛ محاضرات في مقياس الأسواق المالية، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف ميلة، السنة الجامعية 2021-2021

⁵ عبد الله بن الضب؛ كفاءة الأسواق المالية و تكاملها؛ مذكرة الماجستير؛ كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة ورقلة -، السنة الجامعية 2001-2009، ص 66.

⁶ مونية سلطان، نفس المرجع، ص 7.

⁷ قري، نفس المرجع، ص 2-3.

1. صعوبات السوق المالي الكفاء:

إن قدرة المستثمرين على تقييم المعلومات المتاحة في السوق تمثل قوة فعلية تدفع بالأسواق نحو الكفاءة لكنها فرضية نسبية والدليل على ذلك وجود مشاكل حقيقية تعيق الوصول إلى السوق الكفاء ومن هذه الصعوبات:

أ- كفاءة التشغيل و صناعة السوق.

إن كفاءة التسعير (كفاءة المعلومات) غير كافية لوحدها لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية والمتمثلة في الانعكاس السريع والكامل للمعلومات في الأسعار السوقية لذلك يجب أن ترتبط بكفاءة التشغيل في السوق وهي تحقيق التوازن بين العرض والطلب مع تخفيض تكلفة المعاملات.

ب- مشاكل تتعلق بتعديل المخاطر:

إذا كانت المعلومات تشير إلى احتمال تحقيق عوائد إضافية موجبة فالمستثمرون يقومون بتعديل مخاطرها لان الأسعار في لحظة معينة لا تعكس جدوى الاستثمار¹ وبالتالي يرتفع الطلب على الورقة المالية وترتفع أسعارها لان الأسعار الحالية منخفضة والعكس إذا كانت الأسعار المطروحة في السوق مضخمة فالعرض يزيد لان عملية تعديل المخاطر جعلت المستثمرين يتخلون عن الورقة المالية لتحاشي المخاطر المحتملة كما أن التفاوت في خبرة المستثمرين تؤدي إلى عدم الوصول إلى توقعات متشابهة في الوقت المناسب بالرغم من أن المعلومات متاحة للجميع.²

ج- مشكلة طبيعة المعلومات من حيث الملائمة:

يعتبر أمر نسبي يرتبط بمهارات المحللين من جهة وعمدى وضوح ودقة المعلومات أو الاطلاع على المعلومات المتميزة من جهة أخرى.³

د- مشكلة ضربة الحظ أو الفرصة المتاحة: قد يحقق المستثمر عوائد ليست لها علاقة بتحليل المعلومات وإنما كضربة حظ وهي غير مستمرة وهذا دليل على عدم كفاءة السوق وان إخفاءها يسبب مشاكل للمستثمرين.

و- مشكلة التجسس أو التلصص: إن الكفاءة الاقتصادية تربط كفاءة السوق بطبيعة استجابة المستثمر للمعلومة الجديدة، وان وجود المطلعين بحكم وظائفهم أو بطرق أخرى من غير متخذي القرارات يتجسسون على المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية وهذا يجعل من الصعب الوصول إلى كفاءة السوق.⁴

¹ سمية صلعة، مرجع سبق ذكره، ص 32.

² سهام عيساوي، مرجع سبق ذكره، د. ص.

³ سمية صلعة، نفس المرجع، ص 32.

⁴ سهام عيساوي، مرجع سبق ذكره، د. ص.

2. فوائد السوق المالي الكفاء:

- إن الوصول إلى مستوى الكفاءة في الأسواق المالية يحقق فوائد عديدة من بينها:
- تشجيع المؤسسات والأفراد والأجانب على التعامل في الأوراق المالية.
- إعطاء معلومات واضحة وسريعة وحقيقية عن أداء مديري المؤسسات.
- توفير أفضل تخصيص لموارد المجتمع.¹
- إن الحصول على معلومات صادقة وفي الوقت المناسب تؤدي بالمستثمرين إلى اتخاذ قرارات صائبة وبالتالي نجاح التسيير في الأوراق المالية.
- تؤدي من الناحية الاقتصادية إلى زيادة ثروة المجتمعات ودفع عجلة التنمية الاقتصادية.
- إن كفاءة السوق تؤدي إلى تطور مستوى المجتمعات والقضاء على مشاكلها.
- أما من الناحية المحاسبية فالسوق الكفاء يفرض على الشركات المسعرة بالبورصة إعداد ونشر قوائمها المالية في فترات متقاربة مما يؤدي إلى الاكتشاف المبكر للأخطاء والغش وبالتالي تحقيق جودة المعلومات المحاسبية.
- وبالتالي نستطيع القول إن لكفاءة السوق أهمية بالغة لأنها تمكن المحللين عامة والمستثمرين خاصة على اتخاذ القرارات الصائبة نتيجة إعطائها لمؤشرات واضحة، وهذه الكفاءة لا تتحقق إلا بتوفير متطلباتها التي يطلق عليها بمتطلبات كفاءة السوق المالي.

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة الأسواق المالية.

حتى يصل السوق إلى المستوى الأمثل وهو الكفاية ويحقق الوظائف المنتظرة منه على أكمل وجه يجب عليه التميز بمجموعة من الكفاءات الضرورية ولكي يتمكن من حصرها تناولنا هذا المطلب الذي يتضمن العناصر التالية:

- الكفاءة الكاملة.

- الكفاءة الاقتصادية.

- متطلبات كفاءة السوق المالي.

أولاً- الكفاءة الكاملة.

تتمثل الكفاءة الكاملة في مثالية السوق من جميع الجوانب كالمستثمرين والمعلومات وانجاز الصفقات والتكاليف، بحيث لا يوجد هناك فاصل زمني بين تحليل المعلومة الجديدة التي قد تكون سارة أو غير سارة

¹ بن اعر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 90.

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

وانعكاسها على سعر الورقة المالية مع عدم وجود تكاليف للحصول على المعلومة،¹ وأيضا لا يوجد فاصل زمني بين المستثمرين في الحصول على المعلومات الجديدة و منه لا ي مكن لأحدهم الحصول على فرصة لا تتاح لغيره،² وهذا النوع من الكفاءة نظري وهو شبه مستحيل في الواقع مع ذلك قام المختصون بتحديد الشروط اللازمة التي يجب توفرها حتى تتحقق الكفاءة الكاملة:³

- وجود اتصاف المستثمرين بالرشد الاقتصادي والعلاقة والسعي لتعظيم الثروة.
- وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها بدون تكاليف وتكون متاحة لجميع المتعاملين حتى تكون توقعاتهم متماثلة⁴.
- وجود عدد كبير من المستثمرين بالسوق وبدرجة سيولة عالية وبأموال متاحة للاستثمار بحيث لا يتمكن احد منهم أو مجموعة منهم باستعمال قرارات الاستثمار للقيام بالتأثير على حركة الأسعار في السوق.
- عدم فرض قيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق،⁴ وبالتالي يكون باستطاعة جميع المستثمرين شراء أو بيع أي كمية من الأسهم بسهولة مع عدم وجود ضرائب على المعاملات.
- أما الأسباب التي تجعل الكفاءة الكاملة شبه مستحيلة على ارض الواقع هي:
- بالرغم من أن الحصول على المعلومة يكون مجانا فتحليلها في معظمه يتم في مكاتب السمسرة وهذه المكاتب تعمل مقابل عمولة.
- لا يخلو سوق من وجود بعض المستثمرين الذين يحصلون على المعلومة مسبقا نتيجة قريهم من المديرين أو كبار العاملين بالشركات المسجلة بالبورصة.
- لا يمكن إعفاء كل المعاملات من الضرائب بكل دول العالم لأنها موجودة في معظم التشريعات فكل الأسواق تفرض عمولات وتكاليف على المعاملات.⁵

ثانيا- الكفاءة الاقتصادية.

تتمثل الكفاءة الاقتصادية في وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة الجديدة إلى السوق وانعكاس أثرها على أسعار الأسهم وهذا يدل على أن القيمة السوقية للورقة المالية يمكن أن تبقى لفترة من الوقت اعلي أو اقل من قيمتها الحقيقية ولكن الضرائب وتكاليف الاستثمار المفروضة المسموح بها لحد معين اقتصاديا بالإضافة إلى

¹ بن عمرين حاسين ، مرجع سبق ذكره، ص 36.

² قريفي، مرجع سبق ذكره، ص 2-3.

³ مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 76.

⁴ بن عمرين حاسين ، مرجع سبق ذكره، ص 36.

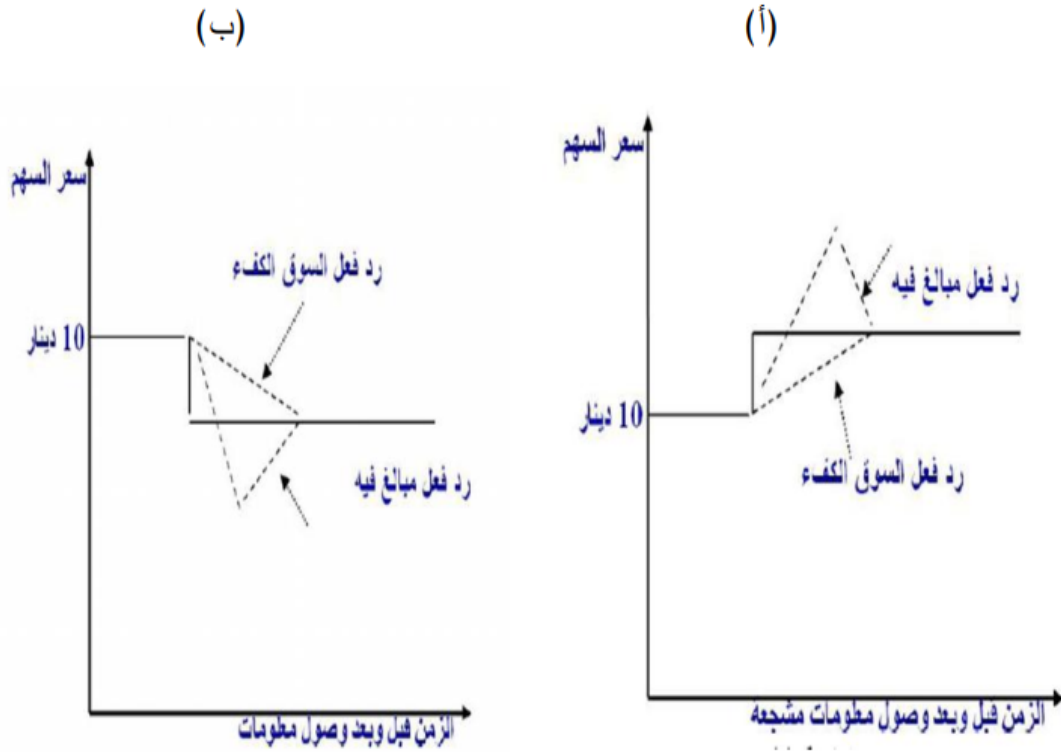
⁵ قريفي، مرجع سبق ذكره، ص 2-3 .

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

تكاليف الحصول على المعلومات لا تجعل الفارق كبير لدرجة الحصول على أرباح غير عادية على المدى الطويل¹ ولهذا الكفاءة شرط واحد فقط هو:

- سعي غالبية المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثرواتهم¹

والكفاءة الاقتصادية حتى تتحقق يجب توفير لها متطلباتها سوق الأوراق المالية كما يلي:



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

مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 77 .

ثالثاً- متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية مهمة جداً لأنها تسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً والمحافظة على أموال المستثمرين من المخاطر و حتى تتحقق هذه الكفاءة يستلزم توفير كل من:

1- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية) (كفاءة المعلومات): تتحقق هذه الكفاءة عندما تكون جميع المعلومات الجديدة التي وصلت إلى السوق تنعكس وبسرعة على أسعار الأسهم وفي الوقت الحقيقي والمناسب وبدون تكاليف وتكون المعلومات متاحة للجميع و يكون الدور الحقيقي للسوق هو نقل المعلومات في الوقت الحقيقي

¹ مصطفى يوسف سبسي، مرجع سبق ذكره، ص 84.

والمناسب،¹ وبالتالي تكون المعاملات في السوق لعبة عادلة لان كل المستثمرين لهم نفس الفرص لتحقيق الأرباح ومن الصعب على احدهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين،² وهذه الكفاءة تعتمد على كفاءة التشغيل لأنه وحتى تصبح الأسعار مرآة للمعلومات الجديدة يجب أن تكون التكاليف في حدودها الدنيا³ فإذا اعتقد المستثمر أن الأسهم في هذه السوق لم تسعر كما يجب حسب المعلومات المتوفرة لديه فكفاءة التسعير غير محققة في هذا السوق والمستثمر يحتاج لبعض المعلومات المعروفة لدى مستثمر في أسواق أخرى.³

2- كفاءة التشغيل (الكفاءة الخارجية): تتحقق هذه الكفاءة عندما تكون التكاليف التي يتحملها المتعاملون في السوق المالي في أدنى مستوياتها ويمكن تفسير ذلك بقدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المستثمر تكلفة مرتفعة من اجل السمسرة وبدون وجود فرص للإرباح الاحتكارية وهذا لا يتحقق إلا بجرية الدخول إلى الأسواق وفسح المجال للتنافس بين السماسرة، لكن في الواقع نلاحظ أن السمسار حتى يحصل على مقعد في أسواق نيويورك وطوكيو يحتاج لمئات الآلاف من الدولارات وبالتالي لا يمكن لمعظم السماسرة من دخول السوق وأيضاً ارتفاع تكاليف المعاملات وتجاوزها للحد المطلوب وهذا يدل على أن اكبر الأسواق المالية العالمية المعاصرة تسودها اكبر وأقدم الاحتكارات وأشدّها وبذلك فهي لا تتوفر على كفاءة الخارجية⁴.

وان تحقيق كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير مرهون بتوفير مجموعة من الشروط نذكر أهمها:

- من اجل التغلب على الاحتكار يجب أن يسود السوق المالي حرية الدخول والخروج والمنافسة الكاملة.
- حتى تتحقق فرص بيع وشراء الأوراق المالية بالتكلفة والوقت المناسبين، وأيضاً المحافظة على استمرارية الأسعار والتقليل من تقلباتها المفاجئة وغير المبررة لتخفيض فرص المضاربة الغير مأمونة يجب أن يتوفر السوق المالي على سيولة الأوراق المالية المتداولة.
- لكي يوفر السوق المالي للمستثمرين معلومات دقيقة وموضوعية على الأسعار وحجم عمليات المبادلة التي تمت فيه ومؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وتقدم له حركة الأسعار اليومية يجب أن يتوفر السوق المالي على قنوات اتصال فعالة.
- حتى تكون المعلومات متاحة بالتساوي لكل المتعاملين والحد من احتكارها يجب على السوق المالي أن يتوفر على عنصر الشفافية وان يضع شروط على إدراج الشركات في السوق خاصة شرط الإفصاح عن البيانات المالية ونشر تقارير مالية فصلية على نشاطها.

¹ سهام عيساوي، مرجع سبق ذكره، د. ص.

² سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص 48.

³ خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار المسيرة النشر والتوزيع والطباعة - عمان -، الطبعة الأولى 2009، ص 85.

⁴ إبراهيم نافع فوجي، الأسواق المالية، كلية الاقتصاد - جامعة حمادة - السنة الجامعية 2014، ص 115.

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

- لكي يضمن السوق المالي تنفيذ صفقات البيع والشراء بنجاح يجب عليه توفير التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وأيضا توفير خبراء لتقديم النصائح للمستثمرين¹

- حتى يتم توفير الاستقرار والأمان للمستثمرين يجب أن يتحكم في عمل السوق المالي والمتعاملين فيه لجنة تسمى بهيئة إدارة السوق المالي تكون محايدة وفعالة وذات خبرة تستمد سلطاتها من القوانين واللوائح والنظم¹

3- الكفاءة التخصيصية: المعيار الذي نقيس بواسطته ما إذا كان السوق المالي يتوفر على كفاية التخصيص هو ما مدى قدرته على توجيه موارد المجتمع إلى المجالات الأكثر تفضيلا بحيث يعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات² أو هي عملية تحويل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز وهي مهمة ليست سهلة لان من شروطها أن تتم بكفاءة وهذا ما يسمى بالتخصيص الكفء للموارد الاقتصادية المتاحة وهنا نجد السوق المالي يلعب دورين أساسيين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر:

- عندما يشتري المستثمرون أسهم شركة معينة فمعنى ذلك أنهم قاموا بشراء عوائدها المستقبلية فإذا كانت تعمل حسب تفصيلاتهم فإنها سوف تحقق عوائد أكبر وهذا يؤدي إلى زيادة ربحيتها وزيادة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم وعليه يمكنها إصدار المزيد من الأسهم والحصول على القروض وانخفاض متوسط تكلفة أموالها وهو الدور المباشر

- أما الدور الغير مباشر هو إقبال المستثمرين على التعامل بأسهمها³

4- الكفاءة الإعلامية: تتمثل في ما مدى توافر المعلومات الاقتصادية كنتائج الأعمال وفرص النمو المستقبلية والأوضاع التاريخية عن شركات الأسهم المطروحة في السوق وما مدى اعتماد السوق المالي على هذه المعلومات عند تحديد القيمة الحقيقية للأسهم وليس على الإشاعات والممارسات الخاطئة، وهذه الكفاءة تساعد على تحقيق الكفاءة التخصيصية⁴

¹ صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث عدد 7، جامعة محمد خيضر - بسكرة -، السنة الجامعية 2009، صص 6-7.

² عز الدين شرون، اقتصاديات النقود وأسواق رأس المال، منشورات الفا للوثائق- عمان -، الطبعة الأولى 2020، ص 201.

³ عبد الرحمن بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص 56.

⁴ ابراهيم السيد الجندى، دور الإفصاح المحاسبي الاختياري في جذب الاستثمار لتنشيط أسواق رأس المال، بحث، كلية التجارة - جامعة بور سعيد -، ص 16.

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

5- الكفاءة الهيكلية: تتمثل في درجة المنافسة في السوق بحيث تقاس بعدد المستثمرين والمقرضين المشاركين في السوق فكلما زاد عددهم زادت هذه الكفاءة أي العلاقة طردية وأيضا تنوع الأوراق المالية وعدد مرات تداول الورقة تزيد من هذه الكفاءة¹.

6- الكفاءة الفنية (التقنية): من أهم أدواتها:

أ- التنوع في الأدوات المالية بتكوين محافظ مالية تحقق لأصحابها عوائد مقبولة مع توزيع المخاطر.

ب- استمرارية التعامل في القيم المتداولة لان كفاءة السوق ترتبط بالحركة الدائمة مع إنهاء الصفقات في وقت معقول وتكاليف مقبولة و وجود سيولة للأوراق المالية.

ج- العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول الذي يقود لنظام موحد له أسعاره الخاضعة للعرض والطلب على جميع أسهم الشركة مع الحذر من طمع الوسطاء عند تحديد أسعارهم.

7- الكفاءة التنظيمية: تتحقق بتوافر العناصر التالية:

أ- توافر قواعد قانونية واضحة تنظم عمل السوق وتبين مختلف السلطات والمسؤوليات للقائمين على إدارته.

ب- تنظيم مهمة الوساطة والرقابة بهدف التحديد الدقيق لاختصاص كل طرف لكي يتحمل كامل مسؤوليته المهنية عند عقد الصفقات.

ج- وضع تشريعات كافية للسوق تناسب توسعه وحجم تداولاته حتى يؤدي أعماله بفعالية.

د- على الأجهزة التقنية المختصة القيام بالرقابة المستمرة وفي الوقت المناسب لأعمال السوق.

هـ- قيام مهنة المحاسبة والمراجعة بالتحقق من مصداقية المعلومات المحاسبية المعلنة.

و- وجود هيئة إدارة السوق تكون محايدة وذات خبرة تساعد مجموعة استشارية مختصة وتستمد سلطتها من القوانين مهمتها التحكم في السوق والمتعاملين فيه لتحقيق الأمان والاستقرار.

ز- توفير التقنيات الحديثة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات².

مما سبق نستخلص انه حتى تتحقق الكفاءة في سوق الأوراق المالية يجب توفر مجموعة عناصر تؤدي دورها بكل فعالية ولكن وبالرغم من وصول السوق إلى مستوى الكفاءة تبقى هذه الكفاءة معرضة لمجموعة عوامل تؤثر فيها ايجابيا أو سلبيا.

¹ محمد مداحي، محاضرات في الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير -جامعة البويرة -، السنة الجامعية 2017 - 2018، ص88.

² محمد مداحي، مرجع سبق ذكره، ص 88.

المطلب الثالث : العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية:

إن السوق المالي يؤثر ويتأثر بالإيجاب والسلب بكل ما يقع في محيطه الاقتصادي والسياسي والثقافي والقانوني والتكنولوجي فبالرغم من وصوله إلى مستوى الكفاءة يبقى يعاني من صعوبات ومعوقات تلازمه مدى حياته خاصة في وظيفته الأساسية المتمثلة في نقل المعلومات الموضوعية انعكاسها الفوري في الأسعار من أجل التخصيص الأمثل لموارد المجتمع ولمعرفة العوامل المؤثرة فيه تناولنا هذا المبحث الذي يتضمن النقاط التالية:

- دور المعلومة في كفاءة أسواق الأوراق المالية:

- السيولة وكفاءة أسواق الأوراق المالية :

- كفاءة أسواق الأوراق المالية والحركة العشوائية للأسعار.

أولاً- دور المعلومة في كفاءة أسواق الأوراق المالية.

تعتبر المعلومة المنشورة منها وغير المنشورة الركيزة الأساسية في وصول السوق المالي إلى المستوى الأمثل. وتعرف المعلومة على أنها بيانات يتم تنظيمها حتى يكون لها معنى وقيمة عند المستثمرين الذين يقومون بعد تفسيرها باستخدامها في اتخاذ القرارات الاستثمارية.¹

1- دور المعلومة في كفاءة الأسواق المالية: إن المنافسة بين المستثمرين في السوق الكفاء شديدة فاعليهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية، وأن تقلب الأسعار ليس له علاقة بالكفاءة لان المستثمرين يستقبلون كل يوم المزيد من المعلومات وبالتالي فجزء من هذا التقلب يعود للمعلومات الجديدة لان المستثمرين يجمعونها ويحللوها للاستفادة منها في اتخاذ القرارات ومن هنا تتضح أهمية المعلومات ونظامها الذي ينقل المعلومة للمستثمر بهدف اتخاذ القرار الكفاء وفي الوقت المناسب.²

كفاءة سوق المال تتوقف على توافر المعلومات للمتعاملين بشرط أن تكون سريعة وتتصف بالعدالة في فرص الاستفادة منها وأن تكون تكاليف الحصول عليها منخفضة.

المعلومة تلعب دور هام في السوق لأنها تساعد المستثمرين على اتخاذ قرار البيع والشراء وتحديد معدل العائد على الاستثمارات في ضوء درجة الخطر المرتبطة بها لأنها قادرة على تحديد العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم كما أنه لها دور اقتصادي هام يتمثل في تحقيق آلية سوق رأس المال بتوازن العائد مع المخاطرة وتقليل درجة عدم التأكد وبالتالي زيادة عدد المتعاملين وحجم السوق والمعاملات، وتعتبر المعلومة المحاسبية أهم معلومة لأنها

¹ مونية سلطان مرجع سبق ذكره، ص 96 .

² عبد القادر بسبع، بن عيسى بن علي، دور الإفصاح في ظل المعايير الدولية للتقارير المالية وأثره على زيادة كفاءة الأسواق المالية، مجلة البحوث والدراسات التجارية، العدد الأول، جامعة سيدي بلعباس - جامعة الجلفة 2017، ص 61 .

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

تستخدم في تقييم الأسهم ومخاطرها وتقييم مختلف بدائل الشراء والبيع،¹ كما أنها تجنب المستثمرين والمحللين من التسعير الخاطئ للأداة المالية.²

2- مصادر المعلومات المالية: يحتاج المستثمرين إلى معلومات غير مالية مثل تقرير التسيير وتقرير مجلس الإدارة والتقرير السنوي وتقرير النشاط والسياسة البيئية والسياسة الاجتماعية والسياسة الأمن والسلامة وسياسة الموارد البشرية والمعلومات العامة والهامة عن الشركة وأيضا إلى معلومات مالية مثل القوائم المالية كالميزانية وجدول حساب النتائج وكذلك جدول سيولة الخزينة وتغير الأموال الخاصة وقائمة الملاحق³ بالإضافة إلى معلومات عالمية ومحلية وقطاعية.

وتتمثل مصادر المعلومات المالية في:

أ- التقارير التي تنشرها الشركات: وتتمثل في كشوف دورية تكون سنوية أو نصف سنوية أو في نشرات إخبارية تنشرها الشركات تتضمن تفاصيل عن نشاطها وهيكلها وإرباحها.

ب- التقارير التي تنشرها شركات السمسرة: تقوم بنشر معلومات حول الأوراق المالية مع توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بهذه الأوراق.

ج- المعلومات المدفوعة الثمن: كالصحف والمجلات وعمليات الإرشاد.

د- قواعد البيانات: تتمثل في حصول المتعاملين على المعلومات من الكمبيوتر لمعرفة تغيرات الأسعار للأوراق المتداولة وأحدثها ه دليل المستثمر الفرد للاستثمار عبر الكمبيوتر التي تمنحه فرصة المفاضلة.⁴

3- السيولة وكفاءة أسواق الأوراق المالية:

أ- تعريف السيولة: هي مقدرة المستثمرين على شراء أو بيع الورقة المالية بسرعة وسهولة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة بمعنى عدم حصول تغيرات كبيرة ومفاجئة في الأسعار الورقة المالية وللسيولة دور كبير في زيادة الكفاءة لان المعلومات المتوفرة تنعكس بسرعة على أسعار الورقة المالية التي لها سيولة نتيجة كثرة التعاملات عليها والعكس بالنسبة للأوراق التي ليست لها سيولة فأسعارها تعكس ببطء المعلومات المتوفرة نتيجة لضعف حجم تعاملاتها والسيولة تساهم أيضا في تحقيق الكفاءة التخصيصية للموارد لان الأوراق التي تتميز بالسيولة أسعارها مرتفعة لانخفاض مخاطرها عن الأخرى التي لا تتسم بالسيولة والمستثمرون يستهدفون هذا النوع

¹ مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 96.

² محمود علي شاكر، اثر وسائل الترويج في تنمية نشاط الأسواق المالية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، العدد 29، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، 2014، ص 399.

³ محمد العيد عامرة، كفاية الإفصاح المالي في التقارير المالية للشركات المدمجة في بورصة الجزائر، SCF، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد 6، العدد الاول، جامعة الوادي، 2021، ص 58.

⁴ سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص 48.

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

من الأوراق والسيولة تؤدي أيضا إلى ارتفاع القيمة السوقية للشركة المصدرة نتيجة لارتفاع قيمة أسهمها وتنخفض تكلفة أموالها لان لها القدرة على إصدار أسهم أخرى،¹ وهناك بعض الخصائص إذا توفرت في السوق فهو يتمتع بالسيولة:

ب- **عمق السوق:** إذا كان السعر يتميز بالاستمرارية فالسوق عميق والسوق العميق يتضمن عدد كبير من البائعين والمشتريين المستعدين للتداول بأسعار أعلى أو أدنى من السعر الحالي للورقة المالية فإذا حصل تغير طفيف بين العرض والطلب أي تغير بسيط في السعر يتدخل البائعون والمشترون فوراً للتداول وهذا يؤدي إلى عدم حدوث تغير كبير في السعر.²

ج- **اتساع السوق:** يتمثل في حجم التداول الناتج عن أوامر الشراء و البيع للمختلف المستثمرين.

- **سرعة استجابة السوق:** تعني استجابة السوق القدرة على معالجة وبسرعة الاختلال الذي يحدث في الكميات المطلوبة والمعروضة من الأوراق المالية عند حدوث تغيرات طفيفة في الأسعار، وبالتالي تخفيض الخسائر الرأسمالية لحامل الورقة المالية وهذا لا يجعل البائع يتردد في البيع، والمشتري لا يؤجل عملية الشراء إلى الفترات القادمة حتى يقوم بالشراء بسعر أقل، وسرعة استجابة السوق لا يمكن تحقيقها إلا بوجود وسائل اتصال فعالة تربط بين مختلف المتعاملين بالسوق المالي.³

ثانياً: علاقة السيولة بكفاءة السوق المالي قبل البحث عن العلاقة بين السيولة وكفاءة السوق المالي نوضح طبيعة التغيرات السعرية التي تطرأ على أسعار الأسهم ونجدها كم يلي:
إن التغيرات في أسعار الأوراق المالية نوعان:

- تغيرات عارضة وتتمثل في قرارات المستثمرين الذين يعتمدون على أحاسيسهم بحيث لا تتوفر لديهم معلومات ولا يقومون بأية دراسة يطلق عليهم فريق الضوضاء والأسعار هنا تتأرجح في حدود الهامش أو المدى بين سعر شراء وسعر بيع الورقة المالي.

والهامش يكون ثابت لا يتغير حتى لو فرض تغييره وان تغير سرعان ما يرجع إلى ما كان عليه بعد عدة صفقات.

¹ شوقي بورقية، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10 جامعة سطيف، 2010، ص142.

² سهام عيساوي، مرجع سبق ذكره، د. ص.

³ ياسين بوعاملي، الخصوصية ودور السوق المالي في تفعيلها، أطروحة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة قسنطينة - السنة الجامعية 2009-2010 - ص 70.

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

- تغيرات غير عارضة وهي تعتمد على المعلومات الجديدة التي تحدث تغيرات في الأسعار تدوم إلى حين ورود معلومات حديثة إلى السوق أما فيما يخص المدى واتجاه التغيرات فإذا كانتا لمعلومات سارة تتجه الأسعار نحو الأعلى وإذا كانت غير سارة تتجه نحو الأسفل.

الأسعار تدوم إلى حين ورود معلومات حديثة إلى السوق أما فيما يخص المدى واتجاه التغيرات فإذا كانتا لمعلومات سارة تتجه الأسعار نحو الأعلى وإذا كانت غير سارة تتجه نحو الأسفل.

ومن خلال معرفتنا بأنواع تغيرات الأسعار نستطيع فهم العلاقة بين السيولة والكفاءة بحيث نجد:

- في التغيرات العارضة تنسجم السيولة مع الكفاءة لان تأثير فريق الضوضاء يكون ضيق وقد لا يحدث إطلاقاً وهذا يجعل التعامل بالأوراق المالية يتم بأدنى تكلفة وبهامش ربح منخفض وبأدنى خسارة، كما نجد التعامل يتوقف عندما يكون هناك خلل بين العرض والطلب وهو أداة لتحقيق السيولة وأيضاً الكفاءة عندما لا ترد المعلومات.

- أما في التغيرات غير العارضة فهناك فرق بين السيولة والكفاءة لأنه من متطلبات السيولة استقرار الأسعار وبالتالي توجد فرصة الإرباح الغير العادية ولا يمكن للسوق تخصيص الموارد بكفاءة وهذا يتعارض مع سمة الكفاءة.

كما نجد أن فريق الضوضاء يزيد من نشاط وسيولة السوق وبالتالي فهو يؤثر على ضعف كفاءة السوق كما أن فريق المعلومات لا يستطيع القضاء على فريق الضوضاء وهو يتعامل معهم أكثر من تعاملهم مع بعضهم البعض وهذا يزيد من عدد المتعاملين بالسوق وبالتالي يحقق كفاءة السوق.¹

نعلم انه لا يمكن لأية سوق الاستغناء عن الكفاءة والسيولة لان الكفاءة تضبط حركة الأسعار والسيولة تنشط السوق لكنهما يجدان مشكلة في بعض الأحيان في التعايش مع بعضهما البعض لذلك برزت عدة اتجاهات في الأسواق الأمريكية من اجل تحسين السيولة والكفاءة معا باستعمال عدة أساليب منها:

- استخدام أدوات مستحدثة في التداول من اجل تخفيض التكاليف.

- ترك الحرية في تحديد قيمة عمولة السمسرة بالتفاوض بين العميل والسمسار بهدف تخفيض قيمتها وبالتالي تخفيض تكلفة المعاملات بافتراض ثبات العوامل الأخرى أي عدم قدوم معلومات جديدة وهذا يؤدي لتوسيع وتعميق السوق ورفع مستوى السيولة والكفاءة معا.

- توحيد كافة الأسواق المالية في سوق قومي واحد بربطهم بشبكة اتصالات الكترونية متطورة لزيادة حجم المعلومات المتاحة مع سرعة وصولها إلى المتعاملين وتقوم على أربعة ركائز هي:

¹ عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي - الإسكندرية -، الطبعة الأولى 2006، ص 170.

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

- خضوع كل الصفقات المبرمة في كل الأسواق المسجلة لجنة الأوراق المالية والبورصة إلى مركزية التقارير - مركزية المعلومات عن أسعار الصفقات.

- وجود دفتر موحد موجود في حافظ مركزي حول أوامر صناع القرار.

- فتح المنافسة الحرة بين صناع القرار بحيث لا يقتصر التعامل على عدد معين من المختصين بل السماح لكل الشركات التي استوفت الشروط المحددة في القوانين والقرارات المنتظمة لممارسة مهنة صناع السوق لأية ورقة مالية، وبالتالي نصل إلى سرعة توصيل المعلومة التي تحقق الكفاءة وتخفيض هامش الربح المطلوب من صناع السوق وهذا ينعكس ايجابيا على السيولة¹⁰

ثالثا: كفاءة أسواق الأوراق المالية والحركة العشوائية للأسعار (RANDOM WALK) تم اكتشاف الحركة العشوائية للأسعار على يد الباحث الفرنسي لويس باشلار سنة 1900، حيث قام برصد المتغيرات المتتالية للأسعار واكتشف أنه لا يوجد أي ترابط بينها وهذا دليل على عدم وجود نظام محدد لحركة أسعار الأوراق المالية، وقد علق على ذلك بان المضاربة في السوق هي لعبة عادلة لا يمكن للبائع والمشتري تحقيق أرباح على حساب غيره لان جميع المعلومات المتحصل عليها معكوسة في سعر الورقة المالية، وان أي معلومة جديدة التي لا يمكن التنبؤ بها وتأني دون سابق اندار عندما تصل إلى السوق تجعل المستثمرين يغيرون توقعاتهم عند تحليل هذه المعلومة فيتغير السعر ونجد حتى توقعات المستثمرين حول بعض المؤسسات ونتائجها معكوسة في أسهم هذه المؤسسة وبالتالي فالمتغيرات في الأسعار تكون مستقلة عن بعضها البعض وتبقى مرتبطة بالمعلومات القادمة إلى السوق في نمط عشوائي وتنعكس في السعر بالشكل التالي:

$$P_t = E (P_{t+1} / i_t)$$

P_T : سعر الورقة المالية في الزمن T

$P_{(T+1)}$: سعر الورقة المالية في الزمن $T + 1$

i_T : المعلومات المتاحة (المتوقعة أو الحقيقية) في زمن T

ومن هذه المعادلة نستنتج أن السعر الورقة المالية في المستقبل غير متحيز للسعر الحالي.

فحسب مفهوم الكفاءة:

السعر في الفترة الحالية يعكس جميع المعلومات المتاحة مع جميع التوقعات في الفترة الحالية.

أما السعر في الفترة المستقبلية يعكس المعلومات المتوفرة عن تلك الفترة مع توقعات ظروف الفترة المستقبلية.

¹⁰ مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 100.

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

ومنه لن يكون السعر الحالي مرتبط بالسعر المستقبلي لان المعلومات المؤثرة تأتي بنمط عشوائي.

$$P_T - P_{T+1} = E_T$$

E_T هي الضوضاء البيضاء وهي ناتجة تغير السعر وعوائده بسبب ورود معلومات حقيقية إلى السوق أي تمس الأسعار والعوائد فعلا.¹

مما سبق نستنتج أن اتجاهات حركة أسعار الورقة المالية عشوائية ولا تخضع لنظام معين نتيجة للانعكاس الفوري للمعلومات الجديدة في سعر الورقة المالية فلا يمكن للمستثمرين التنبؤ بها وإذا تم التنبؤ بها فالسوق غير كفء ولكن في الواقع نجد أن نظام المعلومات يختلف من سوق مالي لآخر لذلك نجد أن السوق الكفاء ينقسم إلى عدة مستويات حسب ما يوضحه المؤشر عن أداء كل سوق مالي ويطلق عليها بمستويات كفاءة الأسواق المالية.

¹ شوقي بورقيبة، مرجع سبق ذكره، ص 142.

المبحث الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية و مؤشراتهما.

لا يعد مفهوم كفاءة السوق المالي مفهوما مطلقا وإنما يعتبر مفهوم نسبي يتحدد حسب طبيعة العلاقة بين المعلومات وأسعار الأوراق المالية وهذه العلاقة تعكسها مؤشرات الأسواق المالية¹.

المطلب الأول: مستويات كفاءة الأسواق المالية.

إن الأساس الذي يقوم عليه السوق المالي الكفاء هو أن تعكس الأسعار وبسرعة المعلومات التي تؤثر في القيمة السوقية الأوراق المالية المتداولة، والسؤال المطروح ما هي هذه المعلومات التي تحدث ذلك؟ والإجابة عن هذا السؤال تقتضي التعرض إلى مختلف صيغ (مستويات) كفاءة السوق المتمثلة في:

- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق المالي.

- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق المالي.

- الصيغة القوية لكفاءة السوق المالي.

أولاً- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق المالي.

إن أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا المستوى تعكس الأسعار التاريخية (الماضية) فقط، فالفرصة هنا متاحة للحصول على أرباح استثنائية بطريقتين:

- الحصول على معلومات خاصة وغير منشورة وغير متاحة للغير نتيجة احتكار المعلومات.

- يتمتع بعض المحللين بقدرة تفوق غيرهم في التحليل والتنبؤ في ضوء المعلومات المتوفرة لما لهم من خبرة وتأهيل لأن هذه النوع من الأسواق يسمح لهم بتحقيق أرباح استثنائية لا يحققها غيرهم.¹

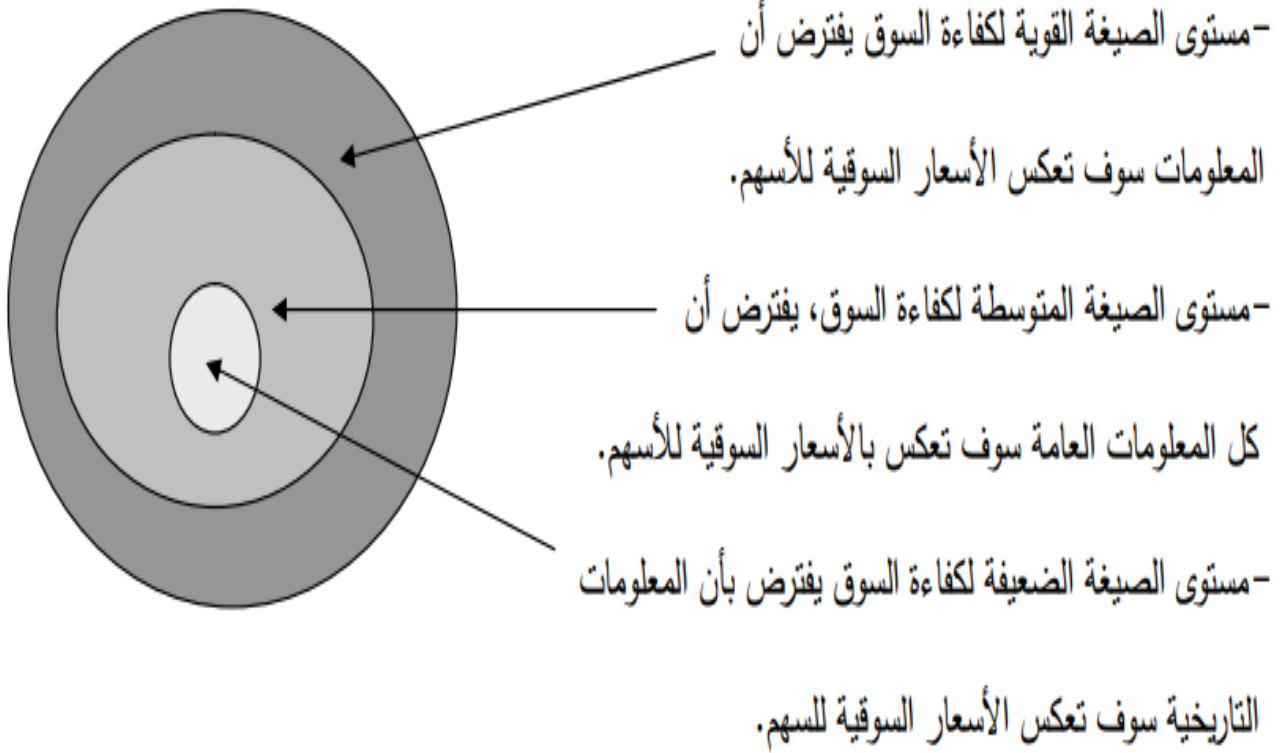
ثانياً- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق المالي.

تكون فيه أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية والمعلومات المتاحة للجمهور والتوقعات الناتجة عن هذه المعلومات ومن أمثلة هذه المعلومات التقارير عن الأحداث العالمية والتقارير الاقتصادية للبلد والمعلومات التي قامت الشركات المدرجة بالبورصة بالإفصاح عنها والمعلومات عن الصناعة التي تنشط فيها الشركة.

¹ توفيق محب خلة، مرجع سبق ذكره، ص ص 172 - 173.

ثالثاً- الصيغة القوية لكفاءة السوق المالي.

تعكس فيه أسعار الأسهم كل المعلومات المؤثرة على القيمة السوقية للسهم بسرعة سواء كانت تاريخية أو متاحة للجمهور حتى التي يحتفظ بها المطلعون داخل الشركة.¹ وبالتالي تكون (Value Intrinsic) تعكس تماماً قيمته الحقيقية (Flair Value) قيمة السهم عادلة ولا توجد الحاجة للمحللين الماليين.²



الشكل رقم 02: المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم.

المصدر: موزى سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 83.

¹ معتز تاج الدين محمد، كفاءة الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، جامعة العلوم الاقتصادية و الإدارية- السعودية - ، السنة الجامعية 2018، ص 398.

² رشيدة زاوية، سعيدة بلعور، دور الإفصاح المحاسبي و جودة المعلومات المحاسبية في ضمان كفاءة الأسواق المالية، مجلة البديل الاقتصادي، العدد 8، جامعة غرداية، ص 109.

جدول رقم 01 : مستويات السوق المالي

المعلومات التاريخية (حول الأيام أو الأسابيع والسنوات الماضية)	معلومات حالية متاحة (تقارير حول أحداث عالمية أو محلية ومعلومات عن قطاع الأعمال أو عن الشركة	معلومات داخلية خاصة) يحتفظ بها فقط المطلعون في الشركة	فرصة الأرباح الغير العادية (الاستثنائية أو المغال فيها)	المحللين الماليين	الأسعار السوقية للأوراق المالية	سرعة انعكاس المعلومة على الأسعار	التكاليف
المستوى الضعيف الكفاءة	✓		توجد فرصة كبيرة نتيجة احتكار المعلومة	توجد حاجة ماسة للمحللين	بعيدة جدا عن القيمة الحقيقية	تأخر	تكاليف المحللين
مستوى شبه القوي الكفاءة	✓	✓	فرصة نادرة نتيجة فرض تكاليف و ضرائب معقولة	بحاجة لمحللين غير عاديين	تقرب من القيمة الحقيقية في الأعلى أو الأسفل	سريعة	تكاليف معقولة حول الضرائب ونقل ملكية الأوراق المالية
المستوى القوي الكفاءة	✓	✓	الفرصة مستحيلة لان السهم يعكس القيمة الحقيقي له	لا توجد حاجة للمحللين	تتطابق مع القيمة الحقيقية	فورية	منعدمة

1- العلاقة بين مستويات كفاءة الأوراق المالية:

- إن السوق ذات الكفاءة الضعيفة تحتل مكانة هامة جدا عند المستثمرين ومحلي الأوراق المالية.
- أما السوق القوي والشبه القوي للكفاءة فهناك خلاف شديد حول حقيقة افتراضاتهم بسبب تداخل المعلومات المتعلقة بكل شكل منهما.
- إن أسعار السهم ما هي إلا انعكاس للمجاميع الثلاثة من المعلومات المتمثلة في الكفاءة الضعيفة والشبه القوية والقوية لذلك فان السوق الشبه كفاء حتى يصل إلى هذا المستوى يجب أن يكون ضعيف الكفاءة أولا وحتى يكون قوي الكفاءة يجب أن يمر أولا بمرحلة الكفاءة الضعيفة ثم الشبه قوية.
- إن الأسعار في السوق الضعيف الكفاءة يكون هناك فرق كبير بين سعر الورقة وقيمتها العادلة (القيمة التي تعكس حقائق مالية واقتصادية) لكن في بعض الأحيان يقترب هذا الفرق من الصفر وهذا يعكس الكفاءة القوية.¹
- مما سبق نستنتج انه يوجد تداخل بين المستويات الثلاثة للكفاءة نتيجة لطبيعة المعلومات التي يعتمدون عليها لذلك نجد المستثمرين بحاجة إلى تحليل المعلومات في جميع مستويات الكفاءة خاصة وأن الكفاءة في الواقع نسبية من اجل اتخاذ قرارات البيع والشراء باستخدام أدوات التحليل المختلفة كالتحليل الفني والتحليل الأساسي.

¹ سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص 45.

المطلب الثاني: التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية.

يحتاج المستثمرون في سواق الأوراق المالية إلى أدوات التحليل التي تساعدهم في اتخاذ قرارات البيع أو الشراء

وهي:

أولا- التحليل الفني.

إذا تمكن المستثمر من الفهم الجيد لتحركات الأسعار في الماضي بهدف التنبؤ باتجاه أو نمط هذه الحركة في المستقبل فإنه ينجح في اتخاذ قراراته الاستثمارية المناسبة وتحديد توقيتها السليم.

يعرف بأنه « دراسة حركة السوق وليس السلع المتداولة فيه، والتحليل الفني هو علم رصد وتسجيل - عادة في شكل رسم بياني - جميع المعلومات الخاصة بالتداول، (تاريخ التداول، سعر التداول، حجم التداول...) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ثم استنتاج من هذه المعلومات التاريخية اتجاه الأسعار في المستقبل¹ كما انه لا يهتم بالتطورات الداخلية للسوق فاهتمامه ينصب على المعلومات الداخلية الماضية للأسهم ويهدف لتتبع حركة الأسعار في المدى القصير لتحديد توقيت البيع والشراء»،² ويرتكز على مجموعتين:

1- المجموعة الأولى: تقوم بالتنبؤ باتجاه السوق كله وذلك بدراسة أدلة السوق لأنه بواسطتها يحاول الفنيون التعرف على قعر السوق وبالتالي بداية السوق الصاعد وبنفس الأدلة يحاولون معرفة نهاية الموت الصاعد، أو قمة السوق ومن هذه الوسائل:

- مؤشر مجلة باروفر للثقة.

- نظرية داو.

- نسبة مشتريات صغار المستثمرين من الأسهم ومبيعاتها.

2- أما المجموعة الثانية يمكن استعمالها على السوق كله وأيضا على أسهم الشركة لمحاولة التعرف على اتجاه وتغيرات هذا المتغير في المستقبل ومن وسائله:

- الرسوم البيانية.

- المعدلات المتحركة.

- أحجام التعامل.³

ويقوم التحليل الفني على مجموعة من الفروض هي:

¹ حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص 83.

² بن عمر بن حاسين واخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2012، ص 242.

³ مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 48.

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

- تتحكم في العرض والطلب عوامل متعددة منها ما هو رشيد ومنها ما هو غير رشيد وأيضا منه ما يهتم به التحليل الأساسي ومنها ما يبتعد عنه كمزاج المستثمرين والتخمين والكوارث وغيرها.
 - إن السوق يقدم وزنا لكل عامل من العوامل التي تحكم السوق¹.
 - إن أسعار الأسهم تتحرك في اتجاه معين وتستمر على هذا الحال لمدة طويلة باستثناء التقلبات الطفيفة.
 - إن التغير في حركة اتجاه الأسهم سببه هو تغير العلاقة بين العرض والطلب وأن هذا التغير يجب الوقوف عليه لمعرفة ما يحدث داخل السوق.¹
- ومنه نستنتج أن التحليل الفني لا يعترف بكفاءة السوق ولا بالحركة العشوائية للأسعار،² افتراضه الأساسي أن الأسعار تتحدد حسب العرض والطلب التي تتحكم بهم عوامل من بينها ما يدخل ضمن اهتمامات التحليل الأساسي.

ثانيا- التحليل الأساسي

- يعني التحليل الأساسي «الذي يطلق على ممارسة بالأساسيين بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية، بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المؤسسة بالإضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية وتمثل تلك المعلومات الأساس في السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المؤسسة».³
- كما يهتم «بتحليل البيانات والمعلومات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة بالإضافة إلى ظروف المؤسسة ذاتها مصدرة للأوراق المالية بهدف اتخاذ القرار الاستثماري المناسب على ضوء حجم المخاطر»
- ويستند العديد من المحللين عند استخدامهم هذا المنهج التحليلي إلى بدء التحليل من المستوى الكلي ثم الانتقال إلى المستوى الجزئي، وعلى هذا يتناول التحليل الأساسي المستويات التالية:
- تحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية.
 - تحليل ظروف الصناعة.
 - تحليل ظروف المنشأة ذاتها.⁴

¹ ابراهيم نافع فوجي، مرجع سبق ذكره، ص 139.

² بن عمر بن حسين، مرجع سبق ذكره، ص 90.

³ سميرة بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص 49.

⁴ سميرة بلعيد، مصدر سبق ذكره، ص 49.

1- تحليل المتغيرات (العوامل) الاقتصادية الكلية: إن ظروف الاقتصاد الكلي تؤثر على المستثمرين كما تؤثر على توقعات وسلوكيات السوق المالي للقيم ففي فترات الرواج الاقتصادي ترتفع أسعار الأسهم كمؤشر مدى الثقة وتنخفض في فترات الكساد، لذلك نجد المحللين الماليين يحاولون اكتشاف الحالة الاقتصادية للبلد (رواج أو انكماش) وتتبع نتائج السياسات المالية والنقدية وكيفية تأثيرها على الاستهلاك ومختلف المعدلات الاقتصادية كالبطالة والتضخم والكتلة النقدية والضرائب بالإضافة لأسعار الصرف والفائدة، وبعدها يحاول التعرف على مدى تأثير تغيرات المؤشرات على توقعات العائد والمخاطرة ومعدلات المرد ودية، ومن ثمة يستطيع المستثمر التعرف على الوضعية العامة للاقتصاد واتخاذ القرارات الصائبة فمثلا حالة الانكماش يمكنه الاستثمار في بلدان أخرى أو التوجه إلى أنواع أخرى من الاستثمارات كالعقارات والاستثمارات الحقيقية غيرها.

2- تحليل وضعية القطاع: إن اختيار الأوراق المالية يتأثر بوضعية القطاع التي تنشط فيه الشركة لذلك يقوم المحللين بتشخيص كل القطاعات الاقتصادية لمحاولة معرفة القطاعات الواعدة عن طريق توفير معلومات حول المنافسة وحواجز الدخول والخروج من السوق ومعلومات حول الطلب على منتجات القطاع والسياسة الاقتصادية للدولة المتمثلة في تشجيع بعض القطاعات بالإعفاءات الضريبية، وهذا التحليل يساعد المستثمر على أخذ صورة عامة عن شركات القطاع لأنها معرضة لنفس مخاطره ولها نفس خصائصه، وبالتالي يتمكن من توقع مخاطر ومردودية الشركة.

3- تحليل الشركة: يحتاج المستثمر في اتخاذ قراراته إلى معرفة مخاطر ومردودية الشركة وتوقع أدائها الاقتصادي لفهم اتجاه حركة أسهمها لأنه إذا كان الأداء جيد فأسعار الأسهم سترتفع لذلك يقوم المحلل المالي بتشخيص شامل للشركة وذلك بفحص وتحليل مختلف وظائفها وتوازنها المالي ومعرفة بعدها الاستراتيجي ومختلف خصائصها بالاعتماد على تحليل معلومات الميزانية وجدول حساب النتائج خاصة والقوائم المالية عامة وفحص الوضعية المالية للشركة في الماضي للتنبؤ بالمستقبل بتحليل السيولة والنشاط والإرباح وهيكلها المالي واستخدام أصولها وتعتمد أيضا على معلومات خارج القوائم المالية وهي معلومات نوعية حول القطاع والمنافسة والإدارة وطبيعة النشاط.¹

¹ هوارى سويسى، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ القرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث ، العدد 5، جامعة ورقلة، 2007، ص 110.

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

الجدول رقم 02: أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي:

العناصر	التحليل الأساسي	التحليل الفني
التعريف	يهتم أولاً بتحليل ظروف الاقتصاد العامة وبعدها الاقتصاد المحلي ثم الاقتصاد الإجمالي ومن ثمة يدرس ظروف القطاع وظروف المؤسسة المصدرة للسهم .	إن جوهر التنبؤات هو السوق نفسها (ظروفها وأسعار الأسهم) حيث يقوم بملاحظة وتقييم المسارات والتحويلات التاريخية لأسعار الأسهم ويستخدم المنحنيات الملتهبة لمعرفة نمط تلك الحركة في المستقبل.
الهدف	اتخاذ القرار المناسب في ضوء المخاطرة. يجب على السؤال هل يجب شراء الورقة المالية؟ أي يهتم بما يجب أن يكون.	تحديد نقاط جيدة تتميز بمخاطر محدودة وفرص ربح كبيرة تمكن من الدخول إلى السوق سوء كان هذا الدخول طويل المدى عند ارتفاع الأسعار أو قصير المدى عند انخفاضها. يجب على السؤال متى تتم عملية شراء هذه الورقة؟ يهتم بما هو كائن.
الافتراضات	يعترف بالشكل الضعيف لكفاءة السوق المالي.	- لا يعترف بكفاءة السوق المالي. - لا يعترف بعشوائية الأسعار. - الأسعار تتحدد بتفاعل قوى العرض والطلب. - العرض والطلب تتحكم فيهم عوامل رشيدة وغير رشيدة.
مصادر البيانات	- معدل التضخم أسعار الصرف أسعار الفائدة الناتج القومي النفقات الرأسمالية. - المنافسة التكنولوجية اتجاهات الصناعة دورة حياة المنتج. - ظروف الشركة القوائم المالية وتفسيراتها التقارير الخاصة بمجلس الإدارة ومراقب الحسابات وملاحظاته.	تتمثل في عوامل السوق كأسعار الأسهم وحجم الصفقات وعددها وحجم التداول والتوقيت الزمني وسلوك المستثمرين واتساع السوق والعوامل النفسية والمعطيات الإحصائية.

- مؤشرات هيكل السوق. - مؤشرات تدفق الأموال. - مؤشرات الميول النفسية للمستثمرين مثل مؤشر القوة النسبية، خريطة القوة النسبية، مؤشر المتوسط المتحرك، خرائط الشمعدان.	- المؤشرات الاقتصادية العامة. - دورة حياة الصناعة والتنبؤ بالنمو وتحليل ظروف المنافسة والتطور التكنولوجي. - تحليل السلاسل الزمنية والتحليل الراسي للقوام المالية واستخدام القوام المالية المقارنة بالإضافة إلى تحليل النسب والتحليلات الخاصة.	أدوات التحليل الأساسية
- يجب تطوير قواعده باستمرار حتى تتناسب مع تغيرات الظروف البيئية. - للتأكد من سلامة التنبؤ يتم استعمال أحيانا أكثر من قاعدة. - إن كثرة المحللين تعود عليه بالسلب.	- تحتاج إلى جهد وتكلفة أكثر من التحليل الفني نسبيا. - صعوبة متابعة عدد اكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالفنيين. - إن التحفظات الموجودة بالقوائم المالية تنقص من فائدته.	حدود الاستخدام

المصدر رقم (01): مونية سلطان ، مرجع سبق ذكره، ص 88.

المصدر رقم (02): دويز بيرم، المضاربة في البورصة، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، سنة 2011، ص 210 .

المصدر رقم (03): فاتح مناع، دور التحليل الفني في ترشيد القرارات الاستثمارية، أطروحة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة قسنطينة-، السنة الجامعية 2007-2008 ص 85.

المصدر رقم (04): بن عمر بن حاسين واخرون، مرجع سبق ذكره، ص 242 .

من المقارنة السابقة نستنتج أن التحليل الفني يختلف عن التحليل الأساسي في عدة جوانب أهمها أن التحليل الأساسي يعترف بكفاءة السوق المالي بشكلها الضعيف أما التحليل الفني لا يعترف بكفاءة السوق المالي، وإن أهم أدوات التحليل الأساسي تتمثل في مؤشرات اقتصادية عامة والتنبؤ بالنمو وتحليلات أخرى ذات أهمية أما التحليل الفني يعتمد على مؤشرات السوق المختلفة

المطلب الثالث: مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية.

إن قنوات الاتصال الفضائية تنشر يوميا معلومات حول ارتفاع وانخفاض مؤشرات أسواق المال في العالم وهذه المؤشرات ما هي إلا أرقام قياسية إحصائية تعكس أسعار الأسهم المكونة للمؤشر، وتعكس أيضا الأداء العام للسوق المالي فكل سوق يملك مجموعة مؤشرات تعبر عنه، والأداء هو القيام بالعمل أو بجزء منه بنجاح. تعتبر المؤشرات من أهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمرين في الأسواق المحلية والعالمية لتنفيذ قراراتهم الاستثمارية وتستخدم كثيرا في تقييم أداء السوق والتعرف على اتجاهات هذا الأداء ومقارنته بغيره من الأسواق الأخرى، والمؤشر يعبر عن مدى تقدم السوق ونضوجها.¹

ويعرف مؤشر سوق الأوراق المالية: بأنه « رقم يلخص حركة أسعار جميع الأسهم المسجلة بالسوق ويمثل متوسط تلك الأسعار، ولا تتساوى جميع الأسهم في نسبة تمثيلها في المؤشر، بل يعتمد تمثيل أسهم الشركات على وزن الشركة بالسوق مقيسا بالقيمة السوقية لجميع للشركات المسجلة بالسوق، وتتحرك أسعار الأسهم ارتفاعا وهبوطا نتيجة العرض والطلب عليها، فعندما يزيد الطلب على سهم الشركة على المعروض من هذا السهم يرتفع معه مؤشر السوق بنسبة تمثيل هذا السهم في المؤشر».

ومنه نستنتج أن المؤشر هو رقم إحصائي يقيس أداء السوق وتطورها ويسترشد به المستثمرين في عمليات التداول.

أولا- أهمية مؤشر سوق الأوراق المالية:

- إن مؤشر السوق المالي يعكس وضعية الاقتصاد الوطني والأداء الاقتصادي للشركات المسجلة بالسوق.
- يسبب الرواج الاقتصادي زيادة الطلب على منتجات الشركات فتزيد مبيعاتها وأرباحها وبالتالي تزيد توزيعاتها على حملة أسهمها وهذا يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها وارتفاع مؤشر السوق فيتلون باللون الأخضر، أما إذا انخفض أداء السوق فالمؤشر يتلون باللون الأحمر.²

ثانيا- استخدامات المؤشر في الأسواق المالية

تستخدم مؤشرات الأسواق المالية في:

- مقارنة أداء الأسهم مع بعضها البعض.
- تجيب على أسئلة المستثمرين والمحللين ورجال الأعمال والمهتمين بأسواق المال.
- تعتبر المؤشرات معيارا وأداة لقياس أداء المحافظ الاستثمارية.

¹ حيدر حسين ال طعمة، الأسواق المالية، مركز الدراسات الإستراتيجية- جامعة كربلاء-، السنة الدراسية 2014 ص32.

² هيئة السوق المالية، الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم، المملكة العربية السعودية، ص 10.

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

- المساعدة في تقييم فرص الاستثمار المتوفرة في الأسواق.
- مقارنة متوسط العائد الذي حققه السهم مع متوسط العائد الذي حققه مؤشر السوق من أجل حساب درجة المخاطرة.
- مقارنة أداء أسواق المال لبلد معين بأمثاله من البلدان الأخرى.
- إن مؤشرات الأسواق المالية لم تعد تستخدم فقط كأرقام قياسية لمعرفة حالات التعامل بالأسواق فهي تحولت إلى أداة من بين أدوات السوق المالي يقوم المضاربين بتداولها بيعا وشراء بهدف تحقيق الربح لكن هذا الأمر يحدث ردود فعل سلبية لأنه اقرب للقمار والمراهنات لأنه يتمثل في شراء أشياء وهمية.¹

ثالثا- أنواع المؤشرات بأسواق الأوراق المالية

عن طريق مؤشراتته فبدلا من إن سوق الأوراق المالية يعتبر مرآة عاكسة لاقتصاد الدولة تتبع أداء كل قطاع في الدولة للتعرف على الوضع الاقتصادي لها فان نظرة فقط على أداء السوق تعطي لمحة عامة عن الوضع الاقتصادي وتأثيره وتأثره بالقرارات والمتغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية² ولذلك نجد نوعين من المؤشرات هي:

1- حسب الوظيفة:

- مؤشرات عامة³ تقيس حالة السوق ككل مثل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة ومؤشر لستاند رد انديور.
- مؤشرات قطاعية، تقيس حالة السوق لقطاع معين أو صناعة مثل مؤشر داوجونز لصناعة النقل ومؤشر ستاندر دانديور لصناعة الخدمات العامة.

2- حسب التداول:

- مؤشرات متداولة: يتم تداولها في السوق المالي ففي سنة 2000 يوجد 50 مؤشر قابل للتداول وأول بورصة فتحت لذلك هي بورصة تكساس سيتي ب و. م. ا سنة 1982.
- مؤشرات غير متداولة: غير قابلة للتداول بالسوق المالي.
- ومن بين المؤشرات التي تقيس أداء السوق:
- مؤشر حجم السوق: يعد من أهم المؤشرات التي تقيس تطور ونمو السوق المالي ويقاس بمحددتين:
- مؤشر رسملة السوق: يعد أهم مؤشر لقياس تعبئة الأموال عبر السوق المالي وهو مهم جدا في معرفة فعالية السوق ومدى مساهمته في تعبئة الأموال المحلية والأجنبية ومدى ميل الاقتصاد للتمويل المباشر أو الغير مباشر

¹ رابح حريزي، البورصة والأدوات محل التداول فيها، دار بلقيس للنشر والتوزيع، طبعة 2015، ص 238.

² عبد الكريم احمد قندوز، الأسواق المالية، صندوق النقد العربي، 2021، ص 6.

³ رابح حريزي، مرجع سبق ذكره، ص 240.

ويحسب بنسبة قيمة الأدوات المالية المسجلة في السوق للتداول إلى الناتج المحلي الإجمالي.¹

- **مؤشر عدد الشركات:** يمثل عدد الشركات المدرجة بالبورصة وهو مؤشر إضافي لقياس حجم السوق، والزيادة في عدد الشركات المدرجة في السوق دليل على تطور السوق لكن هذا المؤشر ليس له معنى بدون مصاحبة استخدام مؤشر القيمة السوقية لأنه قد يكون عدد الشركات صغير لكن القيمة السوقية الإجمالية لأسهم الشركات صغيراً.²

- **مؤشر اندماج السوق وتسعير الأصول الرأسمالية:** هي أسواق مندمجة مالياً بالكامل في الأسواق العالمية بحيث يتدفق المال عبر الحدود بشكل يضمن تساوي التسعير الخطر فكلما كان الاندماج مرتفع كلما زادت فعالية السوق من حيث حجم التداول وعدد المتعاملين والشركات المدرجة وان تحقق شرط التسعير يجعل من السوق ذات كفاءة ومصدقية.

- **مؤشرات البنية المؤسسية والتشريعية للسوق:** إن السوق المالي مجبر على تغيير إطاره التشريعي والتنظيمي لمسايرة التطورات الحاصلة في عالم المال والأعمال لأنها أصبحت تؤثر عليه بشكل سلبي من طرف المتعاملين فيه وبالتالي تؤثر على كفاءته ولهذا تم استخراج عدة مؤشرات لقياس تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي والتشريعي للسوق وتجد ثلاثة مؤشرات:

- مؤشر يقيس مدى تطبيق المعايير المحاسبية والدولية ومدى توافق القوانين التي تحمي المستثمرين وتقيم ب 0 أو 2

- مؤشر يقيس ما مدى نشر الشركات المدرجة المعلومات الخاصة بالعائد والمخاطرة وتقيم ب 1 أو 0

- مؤشر يقيس توافر العوائق على الاستثمارات الأجنبية بحيث يدرس التشريعات الخاصة بإعادة التوطين ويقيم بدول حرة وأخرى مقيدة.³

- **مؤشر التذبذب:** يتكون من حساب الفرق بين اثنين من المتوسطات المتحركة هي المتوسط المتحرك المركب لـ 19 يوم والمتوسط المركب لـ 39 يوم ويتذبذب هذا المؤشر عند + 100 و - 100 يتذبذب عند خط الصفر فإذا ارتفع إلى +100 فإن السوق في ذروة الشراء وإذا تذبذب إلى -100 فالسوق بلغ ذروة البيع أما التقاطع للأعلى أو للأسفل مع الخط الصفري فهناك عمليات شراء وبيع متتالية.

¹ حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، جامعة دمشق، 2011 ص 94.

² حيدر حسين ال طعمة، مرجع سبق ذكره، ص 36.

³ سليمان نجمة، الشريف ربحان، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية، مجلة العلوم التجارية والتسيير، العدد 13، جامعة عنابة، 2017، ص ص 44-45.

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

- **مؤشر الجمع:** هو نفسه مؤشر التذبذب لكنه يستعمل للمدى الطويل وهو حاصل الجمع التراكمي لقراءة مؤشر التذبذب السلبية والايجابية، بغرض تحديد نقاط التحول الرئيسية للسوق.¹
- **المؤشر العام للأسعار:** لقد نتج عن صعوبة قياس أداء السوق المالي وضع مؤشر لكل سوق و المتمثل في متوسط أسعار أسهم الشركات المدرجة حيث يسترشد به المستثمرين في قرارات التداول، وهو مؤشر إحصائي يقيس الأداء الكلي للسوق ويستخدم يوميا لقياس الحركة العامة للسوق.²
- **سيولة السوق:** وتقاس بمؤشرات هي:
- **مؤشر دوران السهم:** يمثل القيمة الكلية للتعاملات مقسوما على القيمة السوقية، وهو مقياس لانخفاض تكلفة المعاملات وهو مكمل لمؤشر القيمة السوقية في توضيح أداء السوق لأنه من الممكن قيام سوق كبيرة لكنها غير نشطة لان رسملتها السوقية (قيمتها السوقية) كبيرة لكن معدل دورانها منخفض، وهو مكمل أيضا مؤشر حجم التداول لان يبين حجم المعاملات السوقية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني ومعدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة إلى حجم السوق.³
- **حجم التداول:** هو قيمة الأسهم التي تم تداولها في السوق الأوراق المالية في فترة محددة،⁴ يحسب بقسمة قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي ويوضح نشاط السوق المالي ودرجة سيولتها ويقدم تلميحات عن قوة السوق واحتمالات صعودها أو هبوطها في المستقبل، فعمليات التداول الكثيفة ينتج عنها حجم كثيف من التداول.⁵
- **مؤشر العوائد:** توجد مؤشرات يسترشد بها المستثمرين في تحديد العوائد مثل:
- **عائد السهم** هو النسبة بين الأرباح الصافية بعد الضرائب وعدد الأسهم
- **مضاعف السهم** هو النسبة الرسمة البورصية للمؤسسة والربح الصافي الإجمالي، أو هو نسبة سعر السهم إلى ربحيته.⁶
- **كيفية بناء المؤشر:** هناك اختلاف في بناء المؤشر من سوق مالي لآخر لكن طريقة الحساب تقوم على ما يلي:
- **العينة:** هي مجموعة من الأوراق المالية التي تستخدم في بناء المؤشر وترتكز على ثلاثة جوانب هي الحجم والاتساع والمصدر حيث يتمثل الحجم في انه كلما كانت الأوراق المالية اكبر كلما كان المؤشر أكثر صدقا لواقع

¹ جول مرفي، التحليل الفني للأسواق المالية، ص 302.

² محمد مداحي، مرجع سبق ذكره، ص 92.

³ حيدر حسين ال طعمة، مرجع سبق ذكره، ص 35.

⁴ ياسين بوعاملي، مرجع سبق ذكره، ص 71.

⁵ هيئة السوق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 35.

⁶ ياسين بوعاملي، نفس المرجع، ص 71.

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق على القرار الاستثماري

السوق، أما الاتساع هو أن تكون العينة تشمل مختلف قطاعات المشاركة في السوق، أما المصدر فهو الحصول على أسعار الأسهم المكونة للمؤشر. وان المؤشرات التي تبني على عينة صغيرة ليست اقل أهمية من المؤشرات الأخرى.¹

-الأوزان النسبية: تمثل القيمة النسبية للسهم الواحد في العينة المكونة للمؤشر وتوجد ثلاثة مداخل لتحديد الوزن:

- مدخل الوزن على أساس السعر: يتحدد على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية للمؤشر.

- مدخل الأوزان المتساوية: يتحدد بترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر عن طريق معامل الترجيح الذي يساوي مقلوب سعر السهم.

- مدخل الأوزان حسب القيمة: يتم إعطاء وزن للسهم حسب القيمة السوقية الكلية لعدد الشركات المثلة في المؤشر وبالتالي لم يعد المؤشر وحده كمحدد للوزن النسبي للسهم.²

- إجراءات حساب قيمة المؤشر: إن طريقة حساب قيمة المؤشر تختلف من مؤشر لآخر فبعضها يعتمد على الأرقام القياسية التي تعتمد على حساب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي، والبعض الآخر يعتمد على متوسط أسعار الأسهم المكونة للمؤشر.³

جدول رقم 03 : أمثلة عن بعض مؤشرات الأسواق المالية.

المملكة المتحدة	مؤشر الفينا نشيال تايمز (ft-100) يتضمن 100 سهم من أهم الشركات البريطانية.
فرنسا	مؤشر كاك (cac40) يتضمن أسهم 40 شركة فرنسية المسجلة في سوق باريس.
المانيا	(dax) يتضمن أسهم 30 شركة المسجلة في سوق فرانكفورت.
اليابان	(nikkei) يتضمن أسهم 220 شركة من الشركات المسجلة في سوق طوكيو.
مؤشرات الأسواق الآسيوية: كوريا الجنوبية	- (shanghai)

¹ بشار ذنون محمد الشكري، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، (، كلية الإدارة والاقتصاد)- كلية الموصّل -، 2007، ص 66.

² محمد مداحي، مرجع سبق ذكره، ص 66.

³ بن اعرم بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 64.

– (klse index) – (hang seng index): يقيس قيمة أسعار الأسهم الرئيسية في بورصة هونغ كونغ يركز على أداء 500 شركة في الصين يضم القطاعات الرئيسية المكونة للاقتصاد كالصناعة والتجارة والعقار والقطاع المالي. – (kcs index)	هونغ كونج ماليزيا الصين
– (dow – jones) هو مؤشر رئيسي يتكون من أربعة مؤشرات فرعية، أكثرها شهرة هو مؤشر داو جونز للشركات الصناعة وتحسب قيمته من أسهم أكبر ثلاثين شركة صناعية بالولايات المتحدة الأمريكية. – (s & p500) يضم أسهم أكبر 500 شركة مسجلة في سوق نيويورك عدة مجالات كالأمين والنقل والخدمات والمال والبنوك والصناعة والمرافق والتقنية. – (nasdaq) هو أكبر المؤشرات الأمريكية ويتضمن 3200 شركة معظمها تقنية.	مؤشرات الأسواق الأمريكية:
– MSM – CMA – MASI – KSE – BSE – CBQ	مؤشرات الأسواق العربية: عمان مصر المغرب الكويت البحرين قطر

المصدر: هيئة السوق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 10-11.

مما سبق نستخلص أن السوق المالي له عدة مؤشرات تعكس الاتجاه العام لحركة أسعار الأوراق المالية كما تعكس الأداء العام له، وهذه المؤشرات تعتبر من أهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمرين في سوق الأوراق المالية.

خلاصة الفصل الثاني:

من خلال العرض الذي تم تناوله في هذا الفصل تم التوصل إلى أن:

- حتى يصل السوق المالي إلى مستوى الكفاءة يجب أن يعكس سعر السهم الذي أصدرته الشركة المدرجة المعلومات التاريخية والحالية والخاصة للشركة وللظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة في أي لحظة تدفقت فيه معلومة جديدة إلى السوق صعوداً أو هبوطاً وبكل موضوعية، ويجب أن تكون هذه المعلومات متاحة لجميع المستثمرين في نفس الوقت والسرعة وأن تكون واضحة ودقيقة وبدون تكاليف وبالتالي وبافتراض أن المستثمرين يتمتعون بالرشد فتوقعاتهم بشأن المكاسب المستقبلية ومخاطرها تكون نفسها، وهذا يجعل القيمة السوقية للسهم تقترب من القيمة الحقيقية وبالتالي القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية تقترب من الصفر، وإن تكون حركة الأموال سهلة وسريعة ودقيقة بين المتعاملين، وأن يتوفر على قوانين ونظم تحمي المستثمرين، وهذا لا يعني أن السوق لا يعاني من بعض الصعوبات.
- إن تحقق الكفاءة في السوق المالي لا يتوقف فقط على توفر المعلومات بالكيفية المناسبة وإنما يجب توفر شروط أخرى لا يمكن للكفاءة أن تتحقق بدونها.
- إن كفاءة السوق المالي لها أهمية بالغة لأنها تمكن المحللين والمستثمرين من اتخاذ القرارات الصائبة نتيجة إعطاء مؤشرات واضحة وبالتالي التشجيع على التعامل بالسهم.
- يوجد نوعين من الكفاءة المثلى للسوق المالي هما الكفاءة الكاملة وتتمثل في الانعكاس الفوري للمعلومة الجديدة في سعر الورقة المالية، والكفاءة الاقتصادية والمتمثلة في وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة وانعكاسها في سعر الورقة المالية وحتى تتحقق يجب توفر متطلباتها المتمثلة في كفاءة التخصيص والكفاءة الإعلامية وكفاءة التشغيل والتسعير.
- إن نظام المعلومات المالية السائد له دور كبير في كفاءة السوق.
- حتى تتحقق كفاءة السوق المالي يجب أن يتميز بالسيولة العالية وبالحركة العشوائية للأسعار.
- للسوق المالي الكفاء ثلاث فروض هي المستوى الضعيف الذي يعكس سعر السهم فيه المعلومات التاريخية فقط والمستوى الشبه قوي يعكس المعلومات التاريخية والحالية بينما يعكس المستوى القوي المعلومات التاريخية والحالية والخاصة.
- إن السوق الضعيف الكفاءة يحظى باهتمام المحللين وكافة المتعاملين بالسوق لأن السعر السوقي للورقة المالية يبتعد كثيراً عن قيمتها الحقيقية.
- يعتمد التحليل الأساسي على تحليل الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة والشركة، أما التحليل الفني يدرس متغيرات السوق بالماضي ومعرفة نمط حركتها لغرض التنبؤ بحركتها في المستقبل مبكراً.
- للسوق المالي الكفاء مجموعة مؤشرات تعبر عنها وتعكس أدائها في الوقت نفس، مثل المؤشر الرئيسي (Egx30) لواقع البورصة المصرية التي سيتم تناولها في الفصل الآتي.

الجانب التطبيقي

دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق المالية

المصرية على قرار الاستثمار

تمهيد

من خلال الدراسة النظرية السابقة فان اتخاذ القرار الاستثماري في السوق المالي يتطلب معلومات كافية وسريعة ودقيقة وموضوعية وصحيحة وفي الوقت المناسب، كما يجب توفر العدالة بين كافة المستثمرين بحيث لا يستطيع أي واحد منهم تحقيق أرباح غير عادية، وحتى يتحقق هذا الهدف يجب توفر سوق مالي ذات كفاءة تتوفر على نظام معلوماتي عالي الجودة.

ومن اجل اختبار فرضيات الدراسة تم إجراء دراسة تطبيقية على السوق المالي المصري بغرض معرفة مدى تطابق الجانب النظري للكفاءة مع الواقع العملي لسوق مصر للأوراق المالية، باستخدام أهم الاختبارات المطبقة على عينة الدراسة المتمثلة في شركة اعمار مصر للتنمية والبنك التجاري الدولي، من بينها حساب عوائد ومخاطر أسهم كل شركة

والقيام بدراسة إحصائية لشركات العينة من السوق المالي المصري مع اختيار الشركات الأكثر أداء، لتحقيق الأهداف المثلى للمستثمر.

يغطي هذا الفصل مبحثين، يتضمن الأول تقديم سوق مصر للأوراق المالية، وتم التطرق فيه إلى التعريف بسوق مصر المالي، والبنية التنظيمية لسوق مصر، وتطور أداء مصر المالي.

ويتضمن المبحث الثاني اختبار كفاءة السوق المالي المصري، وتم التطرق فيه إلى الدراسة الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية للعوائد اليومية.

المبحث الأول: تقديم سوق مصر للأوراق المالية

إن سوق الأوراق المالية هي سوق منظمة تنظيمًا دقيقًا تنعقد في مكان ثابت وفي أوقات دورية للتعامل ببيعاً وشراء بالأوراق المالية المختلفة، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظام خاص، تحكمها قوانين ولوائح وأعراف وتقاليد يشغل بها الراغبين في الاستثمار وأيضاً الراغبين في الاستفادة من تقلب الأسعار حيث يقوم الوسطاء الماليين بتنفيذ أوامر الشراء والبيع، وجلساتها تنعقد يومياً، تتحدد أسعار الأوراق المالية في هذه السوق حسب تفاعل قوى العرض والطلب.¹ ومن بين هذه الأسواق سوق مصر للأوراق المالية.

المطلب الأول: التعريف بسوق مصر للأوراق المالية

تعد سوق مصر للأوراق المالية من أقدم البورصات التي تنشط في الشرق الأوسط فجزورها تعود إلى القرن 19 لان أوراق التاريخ تقول أن أول صفقة قطن محلية كانت سنة 1880 بمقهى أوروبا بالإسكندرية في ميدان محمد علي.² ومن اجل إعطاء تعريف دقيق للسوق المالي المصري تناولنا العناصر التالية:

- نشأة البورصة المصرية.

- أهداف السوق المالي المصري.

- مهام السوق المالي المصري.

أولاً: نشأة البورصة المصرية:

لم يكن نشوء سوق الأوراق المالية من فراغ أو نتيجة لقرار حكومي أو عبث، بل كان احتياج واقعي جاء لتلبية متطلبات النمو والتطور الاقتصادي خاصة في الدول النامية، حيث يعود تاريخ إنشاء أول بورصة في العالم في مدينة انفرس البلجيكية سنة 1576 م، وبعد ذلك تم إنشاء عدة بورصات في كل أرجاء العالم من بينها بورصة مصر للأوراق المالية.

- نشأة البورصة المصرية:

إن سوق الأوراق المالية المصرية تضم بورصة القاهرة، وبورصة الإسكندرية في مصر، حيث تتم إدارتهما من نفس المدراء ويشتركان في نفس المعاملات التجارية فهي مؤسسة واحدة لكن في موقعين مختلفين لان بورصة الإسكندرية تأسست سنة 1883 م، وبورصة القاهرة سنة 1903 م.³

¹ الياس الازهر بن دحان، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية-جامعة بسكرة-، السنة الدراسية 2012-2013، ص:

² بورصة المصرية <https://www.gata.bram.org.eg> أطلع عليه يوم 2022/05/15 على H11:00

³ <https://mawdoo3.com> أطلع عليه يوم 2022/05/15 على H 12:00

- المحاولات الاولى لإنشاء بورصة مصر:

في سنة 1861 تم إنشاء أقدم بورصة للتعامل بالقطن بالأجل بالإسكندرية، وبعدها تلتها أول محاولة لإنشاء أول بورصة للأوراق المالية سنة 1890، ثم تلتها محاولة ثانية في سنة 1898، حيث قام السماسرة بإيجاد مكان لإقامتها ووضع قواعد كفيلة لتنظيم العمل فيها وتكوين شركة تتولى إنشائها. لكنهم أخفقوا في ذلك وأفلسوا هذه الشركة الأولى بعد 3 أشهر من تكوينها، لكن السماسرة استمروا في عقد الصفقات في المقاهي وفي مكاتبهم ومعاملاتهم حسب العادات والتقاليد التي اتفقوا عليها وليست لها قواعد مسجلة.

1 - نشأة بورصة الإسكندرية:

في سنة 1883 تم إنشاء مقصورة تخص سماسرة الأوراق المالية في بورصة البضائع الآجلة لكن اجتماعاتهم لم تصل إلى مستوى البورصة حتى سنة 1902 عند إنشاء نقابتهم التي أصبحت تضع قوانينها التي تنظم كل المعاملات وبالتالي كانت بورصة الإسكندرية السباقة في النشأة من بورصة القاهرة، حيث كان السماسرة قبل هذا يعقدون اجتماعاتهم في المقاهي.¹

2- نشأة بورصة القاهرة:

أقيمت بورصة القاهرة سنة 1903 بالاتفاق بين النقابة و الشركة التي تم تكوينها من طرف السماسرة وأصحاب رؤوس الأموال، وقاموا أيضا بتكوين نقابة لهم على غرار نقابة الإسكندرية التي وضعها زملائهم سنة 1902 واقتصرت على سماسرة الأوراق المالية فقط أما سماسرة القطن فكانت لهم نقابة خاصة بهم.

وفي عام 1907 احتلت بورصة القاهرة المرتبة الخامسة عالميا من حيث المعاملات وقيمة التداول فبلغ عدد الشركات المتداولة في بورصة القاهرة 228 شركة بإجمالي رأس مال قيمته 91 مليون جنيه مصري في ذلك الوقت واحتفظت بالمركز الرابع حتى الأربعينيات وبعدها جاءت قرارات التأمين في الخمسينيات بسبب السياسة الاشتراكية للدولة فكانت البورصة في هذه الفترة في جمود من سنة 1961 إلى 1992، و عادت البورصة إلى مرحلة النشاط في التسعينات بسبب الإصلاحات الاقتصادية المصرية وخصخصة الشركات الخاسرة التابعة للدولة. وقد اتخذت البورصة قرار تعويم الجنيه سنة 1916 فكانت البورصة أول من تحصل على ثمار قرار التعويم فمن اليوم الأول للتعويم تجاوزت قيم التداول مليار جنيه، وبعد ثلاث جلسات فقط حقق المؤشر الرئيسي أعلى ارتفاع منذ عام 2005 حيث تخطى 9800 نقطة .

وبعد تحرير الصرف بلغ قيمة الأموال التي جنتها 40 مليون دولار من الاستثمارات الأجنبية.

¹ البورصة المصرية: <http://www.egx.com.eg > history> أطلع عليه يوم 2022/05/15 على H11:00

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

حيث تربع على عرشها عشرون رئيسا ويترأسها حاليا محمد مصطفى عبد الجواد عمران بداية من سنة 2013.

ويكون مقرها حاليا :

- المقر الرئيسي: 4 اشارة الشريفين متفرع من قصر النيل، وسط البلد، القاهرة بجوار اتحاد الإذاعة للأمانة العامة.
- وفي القرية الذكية: القرية الذكية الحي المالي، المبنى ب 6135 الكيلو 28 طريق القاهرة الإسكندرية الصحراوي.¹

مما سبق نستنتج أن سوق مصر للأوراق المالية هي مؤسسة واحدة تتكون من مؤسستين منفصلتين في الموقع تأثرت عبر التاريخ بعدة عوامل اقتصادية وسياسية ومالية انعكست عليها أحيانا بالإيجاب كالتعويم وتخفيف سعر الصرف وأحيانا أخرى بالسلب كالنظام الاشتراكي والأزمات المالية، وبالرغم من ذلك مازالت تقدم للمستثمرين والحكومة والنظام الاقتصادي ككل مزايا عديدة نتيجة قيامها بالأدوار والمهام المنوطة بها بفعالية من اجل تحقيق أهدافها المنشودة.

ثانيا: أهداف سوق مصر للأوراق المالية:

تهدف سوق مصر للأوراق المالية إلى تنمية المدخرات من خلال قيامها بتشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتقوم بتوجيه تلك المدخرات إلى خدمة الاقتصاد الوطني، كما تقوم بمراقبة المشروعات والشركات التي يتم التداول بأوراقها المالية ومراقبة مدى تطبيق قواعد الإفصاح والشفافية من اجل تمكين المستثمر من جمع المعلومات والقيام بالإحصائيات المختلفة لقيامه باتخاذ القرار الصائب عند بيعه أو شرائه للأوراق المالية، ومن بين أهم الأهداف ما يأتي:

- حماية المستثمرين بالسوق المالي المصري.
- توفير الإفصاح والشفافية الواضحة في جمع المعلومات والإحصائيات.
- تقويم الشركات والمشروعات.
- تحقيق السيولة النقدية.
- تعبئة المدخرات وتوظيفها في المشروعات والشركات.²

ثالثا: مهام سوق مصر للأوراق المالية:

إن سوق مصر للأوراق المالية لها أهمية بالغة لما تؤديه من وظائف وهي كثيرة والتي يمكن حصرها في ما يأتي:

¹ <https://www.elfajr.org> أطلع عليه يوم 2022/05/15 على H11:00

² رقابة هيئة السوق رأس المال: <https://books.google.dz> ، ص85. أطلع عليه يوم 2022/05/15 على H11:00

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

- تشجع سوق مصر للأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، وتوجه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يملكون الأموال الكافية للقيام بمشاريعهم الخاصة؛ فيقومون بشراء الأوراق المالية حسب أموالهم القليلة، وهذا يدفع إلى دفع عجلة التنمية الاقتصادية والتقليل من التضخم، كما يساعد على توجيه الأموال المتاحة نحو الاستثمارات المربحة حسب اتجاهات الأسعار.
 - المساعدة في تحويل المدخرات من أصحاب الفائض النقدي إلى أصحاب العجز النقدي من الاستثمارات المختلفة لان المستثمرين يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحاضرة من اجل الحصول على دخل عالي في المستقبل وبالتالي رفع مستوى المعيشة لكل أفراد المجتمع.
 - تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في الأسواق المالية، لان بظهور الأوراق المالية المصدرة من شركات المساهمة أدت إلى ازدياد لجوء الدولة إلى الاقتراض من الشعب لمواجهة النفقات العامة المتزايدة سنويا وتمويل مشاريع التنمية بإصدار السندات والاذونات المصدرة من الخزينة العامة المختلفة الآجال التي أصبحت مجالا لتوظيف الأموال.
 - دعم الائتمان الداخلي والخارجي لان الأوراق المالية المتداولة وعمليات البيع والشراء في البورصات أصبحت مقبولة كغطاء لعقد القروض المالية.
 - تحقيق الكفاءة العالية في توجيه الموارد المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية، الذي يؤدي بدوره إلى النمو والازدهار الاقتصادي. وحتى يتوفر هذا يجب توفر شروط في سوق مصر للأوراق المالية هي كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير وعدالة السوق بتوفير فرص متساوية للراغبين في إبرام الصفقات، والأمان عن طريق ضرورة توافر وسائل الحماية من المخاطر المختلفة كالممارسات والأخلاقيات والغش والتدليس.
 - تحديد أسعار الأوراق المالية بواقعية وذلك بنشر الشركات والجهات الاقتصادية كل المعلومات المتعلقة بالشركات وصكوكها ومراكزها المالية وأرباحها، بالإضافة إلى تحديد الأسعار بالمفاوضات والمزاد العلني التي تعكس رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة وفقا لظروف السوق السائدة فالبائع عادة يطلب أعلى سعر والمشتري يطلب أدنى سعر ممكن.
 - تعتبر البورصة المصرية أداة لتقويم الشركات عن طريق تبصير وتوعية الشركات بواقع الشركات لان انخفاض أسعار أسهمها دليل قاطع على ضعف المركز المالي للشركة أو عدم نجاحها، وهذا يؤدي إلى إجراء تعديلات في سياساتها أو في قادتها من اجل تغيير مركزها المالي.
- أما مهامها اتجاه المستثمرين هي:
- توفر البورصة المصرية فرصا أمام المستثمرين لتنويع استثماراتهم ليتضمن الاستثمار في الشركات.

- مهام سوق الأوراق المالية تجاه الشركات الصغيرة و المتوسطة:
- توفر لهم التمويل طويل الأجل من اجل تنمية وتطوير أعمالهم.
- تحسين صورة الشركة للبنوك والمرددين والعملاء.
- إعطاء قيمة عادلة للشركة.
- تعمل على تسهيل خروج الشركاء من الشركة إذا رغبوا في ذلك بالقيمة العادلة.
- تساعد على اندماج واتحاد الشركات الصغيرة لتكون أكثر تنافسية.
- مهام سوق الأوراق المالية المصرية تجاه الاقتصاد القومي:
- دعم القطاعات الاقتصادية الواعدة التي تواجه مشاكل تمويلية.
- تساعد القطاعات سريعة النمو في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.
- دعم الأعمال الحرة لخلق فرص العمل و القضاء على البطالة.
- إمكانية جذب المزيد من صناديق رأس المال عن طريق توفير وسائل تخارج.
- أما الدبراليين ينظرون إلى مهام السوق المالي بأنها:
- وجود فرص استثمار لصغار المستثمرين.
- تخفيض حكومة الشركات.
- تعتبر مؤشرات الأسهم مقياس للأداء الاقتصادي.
- تساهم في إعادة توزيع الثروة.
- تساهم في مساعدة الحكومات والشركات في جمع النقود للمشاريع الائتمانية.
- تعمل على تخفيض المدخرات نحو الاستثمار.
- تسهل جمع السيولة النقدية بغرض نمو الشركات.
- تامين السيولة الأزمة من اجل تبادل الأسهم في السوق الأولية.¹

1- وظائف سوق الإصدار وسوق التداول:

أ- وظائف سوق التداول:

إن وظائف سوق التداول مهم جدا في كونه يساهم في كفاءة السوق المالي حيث انه يتيح للمستثمر استرجاع قيمة الورقة المالية التي تم الاكتتاب فيها في الوقت الذي يريده وبالسعر الذي يريده، فلا يمكن لسوق الإصدار العمل إذا لم تتوفر السوق الثانوية، ومن بين وظائف السوق الثانوية ما يأتي:

¹ بورصة النيل المعرفة: <https://m.marefa.org> أطلع عليه يوم 2022/05/15 على H11:00

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

- توفير السيولة السريعة للمستثمرين وفي الوقت التي يحتاجون إليها عن طريق تسهيل بيع وتدوير الأوراق المالية وهي من ابرز الوظائف.
- تمنح للمستثمرين حرية الاختيار لتكوين محافظهم.
- تضبط أسعار الأوراق المالية حسب قانون العرض والطلب.
- الحد من التلاعبات الوهمية التي ترمي إلى التلاعب بالأسعار.
- تساعد على زيادة حجم الائتمان عن طريق توثيق الديون من خلال رهن الأوراق المالية التي يمكن تحويلها إلى سيولة بسرعة وبدون خسارة في قيمتها، وأيضا الاقتراض بضمان هذه الأوراق المالية.
- تعوض تآكل قيمة النقود بفعل التضخم عن طريق أرباح وعوائد الأوراق المالية.
- تساعد على زيادة سيولة وسلامة قيمة الأصل المالي عن طريق السماح للمشروعات ببيع واستهلاك الأوراق المالية دون المساس بالأصول الرأسمالية.
- ب - وظائف سوق الإصدار:
 - للسوق الأولية عدة وظائف هي:
 - تسمح بتأسيس شركات مساهمة جديدة وبالتالي تساهم في تنمية الاقتصاد الوطني.
 - تقوم بجمع المدخرات الفردية ونقل حركة رؤوس الأموال من قطاعات الفائض المالي إلى القطاعات الإنتاجية ذات العجز المالي.
 - تعتبر حلقة وصل بين المستثمرين الاستثمار مدخراتهم، وتوفير مصادر تمويل متعددة للمنتجين لتمويل مشروعاتهم.
 - توزيع المدخرات المكتترة بين أصحاب العجز المالي.
 - توجيه الأموال المدخرة إلى الاستثمارات الحقيقية في التوسع في أصول رأسمالية منتجة عوضا من توظيفها في استثمارات سلبية ك شراء الذهب والعقارات.
 - تؤدي دور يعجز الأفراد عنه وهو تمويل تأسيس شركات المساهمة وأيضا تمويل شركات المساهمة القائمة للتوسع والتطوير.¹
- كما توجد وظائف أخرى هي:

¹ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص ص 23-

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

- تعد مؤشرا لحالة الاقتصاد القومي مستقبلا عن طريق أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق لأنها تعتبر المرآة العاكسة للاقتصاد المستقبلي، فهي تعطي انداز للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة من اجل اتخاذ الإجراءات اللازمة.¹

- المساعدة على توفير المعلومات والبيانات.

- القيام بعمليات التطابق وهي عملية الموازنة بين الأسعار وزيادة العرض لتجنب تذبذب الأسعار.

- توفير الحماية من أخطار الاستثمارات الوهمية وغير المجدية اقتصاديا من خلال الشروط التي تفرض على إدراج الشركات في البورصة وعلى التداول في الأوراق المالي، بالإضافة إلى وجود أنواع من الاستثمارات تساعد في التحوط ضد المخاطر.²

- تفعيل ومراقبة السياسة الاقتصادية عن طريق امتصاص الكتلة النقدية وضخها وقت الحاجة إليها.

- تنشيط الجهاز المصرفي لأنه يمثل السوق الأولية للبورصة.

- يساعد على الحصول على الأموال من الخارج.

- إعادة تقييم أدوات السوق لان كل سهم أو سند له سعر يتحدد حسب توقعات المستثمرين للفوائد المستقبلية لأنه يتحمل قدرا من المخاطر حسب قيمة الورقة المالية التي يشتريها بفقدانه لقيمة هذه الورقة، وأيضا تسهل على المستثمر اختيار حجم الخطر الذي يكون مستعدا لتحمله.³

- وظيفة الإشراف والرقابة والتنظيم كهيئة سوق المال في مصر ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في وضع وتطبيق التشريعات لتنظيم عمليات تداول الأوراق المالية ووضع الآليات اللازمة بما يكفل الإفصاح الكامل والشفافية الواضحة للمعلومات المتعلقة بالعمليات وبالجهاز المدرجة بالبورصة حتى يتم ضمان حقوق كافة المتعاملين.

- تعتبر أداة للخصوصية عن طريق لجوء الحكومة إلى خصخصة المؤسسات العمومية، كما أن البورصة تسمح بتقويمها تقويميا حقيقيا.

- تساهم البورصة في الاندماج العالمي عن طريق جذب الاستثمارات ومنح التمويل.⁴

¹ حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص 8

² مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 7.

³ محمد هاني، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير-جامعة البويرة-، السنة الدراسية: 2020-

2021، ص ص 19- 20

⁴ مبروك بلعزم، محاضرات في مقياس العلوم السياسية- جامعة سطيف 2-، ص ص 8- 9.

المطلب الثاني: البنية التنظيمية لسوق مصر

أولاً: هيئة السوق المالية:

تعد سوق المال مؤسسة أو هيئة عامة، لذلك ربط المشرع المصري تبعية هيئة سوق المال إلى وزير الاستثمار.

1- تتمثل الهيئة العامة لسوق المال المصري في أنها الجهة التي اسند إليها المشرع تطبيق القانون ولوائحه التنفيذية وتقوم أيضا برقابة سوق الأوراق المالية، وقد تم تحديد اختصاصات رئيسها ومجلس إدارتها وكيفية تعيينهم عن طريق نصوص القانون، حيث كانت هيئة سوق المال قديما تتبع وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية وان المادة 42 من قانون سوق رأس المال توضح في صياغتها بان هيئة سوق المال هي مؤسسة أو هيئة عامة تتبع وزير الاقتصاد ووزير الاستثمار، لكنها حاليا أصبحت تابعة لوزير التجارة الخارجية وذلك بموجب رئيس الجمهورية رقم 146 لسنة 2021 الصادر بتنظيم وزارة التجارة الخارجية الذي نص في المادة الثالثة أنها تصبح تابعة لوزير التجارة الخارجية الذي يعتبر الوزير المختص للهيئة العامة لسوق المال.

1- تشكيل هيئة سوق المال المصري:

تشكل هيئة سوق المال المصري من مجلس إدارة الهيئة والممثل القانوني كما يأتي:

تشكيل مجلس الإدارة في القانون المصري:

يتشكل مجلس الإدارة من:

- رئيس الهيئة (رئيس).
- نائب رئيس الهيئة (نائب رئيس الهيئة).
- نائب محافظ البنك المركزي (عضوا).

أ- حيث يعين رئيس الهيئة ونائبه من طرف رئيس الجمهورية لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدة أخرى وذلك حسب المادة 45 من القانون (92- 95) . ولقد حددت المادة 45 تشكيل مجلس إدارة الهيئة والسلطة المختصة بتعيين كل عضو منه، ويقوم رئيس الجمهورية بتعيين رئيس مجلس الإدارة ونائبه لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، كما يقوم رئيس مجلس الوزراء بناء على اقتراح وزير التجارة الخارجية بتعيين أربعة أعضاء من ذوي الخبرة لمدة سنتين قابلة للتجديد.

حيث يتولى رئيس الهيئة إدارة هيئة سوق المال المصري ويقوم بتصريف أمورها ويمثلها أمام القضاء وفي مواجهة الغير كما يمكن له تفويض واحد أو أكثر من شاغلي الوظائف العليا في اختصاصه وذلك حسب المادة (95- 92)، كما يحق لرئيس الجمهورية أن يقوم بإصدار قرار يتضمن تعيين رئيس الجلسة ونائبه لمدة سنة واحدة، حيث قام

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

بتحديد الحد الأقصى للتعيين بثلاث سنوات وبالتالي يجوز أن تكون المدة اقل من هذا الحد الأقصى، والحد الأدنى بسنة واحدة.

ب- الممثل القانوني:

إن رئيس الهيئة يقوم بإدارتها وتصريف أمورها وتمثيلها أمام القضاء وفي مواجهة الغير وذلك حسب المادة 46 واهم ما جاء في نصها وضع قاعدة عامة تمثل التعويض الصادر من رئيس الهيئة والمقصود ب هان يكون المفوض واحدا أو أكثر من شاغلي الوظائف العليا من مدير عام أو رئيس إدارة مركزية أو رئيس قطاع أو نائب رئيس الهيئة، لذلك فيمكن لرئيس الهيئة تفويض غيره في تطبيق أحكام المادة 30 في تقديم إنذار للشركات ووقفها عن ممارسة النشاط وإلغاء العمليات، مع العلم أن التفويض غير جائز في كل اختصاصاته فيكون في بعضها فقط وان المشرع لم يحدد هذه الاختصاصات.

كما يمكن لرئيس الهيئة بان يقوم بتوقيف عروض وطلبات التداول التي تهدف إلى التلاعب بالأسعار، وتوقيف العمليات التي يخالف عقدها القوانين واللوائح والقرارات الصادر تنفيذها، كما يقوم بتوقيف العمليات التي تنعقد بسعر ليس له مبرر، وأيضا إلغاء التعامل بالأوراق المالية التي يقود التعامل بها إلى إلحاق أضرار بالسوق المالي أو بالتعاملين فيه.

والقانون قام بمنح رئيس هيئة السوق المالي المصري صلاحيات مهمة جدا في الرقابة على السوق زائدة عن اختصاصاته وذلك حسب المادة 21 كسلطة تعيين الحد الأعلى والحد الأدنى في أسعار الأوراق المالية بأسعار الإقفال إذا طرأت ظروف خطيرة وتفرض هذه الأسعار على جميع المتعاملين بالسوق المالي المصري، حيث يتم إبلاغ الوزير بهذا القرار فورا عند صدوره حيث يمكن للوزير توقيف تنفيذه ويوضح طريقة تعيين الأسعار ومراقبة الأعمال في الأسواق المالية.

كما يمكن لرئيس هيئة سوق المال المصري حسب الصلاحيات التي أعطاها له الدستور بتوقيف أي نشاط خاضع لأحكام هذا القانون إذا تمت بدون ترخيص، ويمكن أن يتضمن قرار هذا الوقف المكان التي تم مزاوله النشاط فيه وذلك حسب المادة (95 - 92)¹.

2- صلاحيات هيئة سوق المال المصري:

- تقوم بمنح ترخيص لمزاولة الأنشطة المالية غير المصرفية.
- تقوم بتفتيش الجهات التي يتم منحها ترخيص لمزاولة الأنشطة والأسواق المالية غير المصرفية.
- تقوم بالإشراف على توفير ونشر المعلومات المتعلقة بالأسواق المالية غير المصرفية.

¹ موقع: <https://books.goo/e-dz> أطلع عليه يوم 2022/05/15 على H11:00

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرفية قرار الاستثمار

- تضمن المنافسة والشفافية في تقديم الخدمات المالية غير المصرفية من خلال الرقابة على الأسواق.
- حماية حقوق المتعاملين بالأسواق المالية غير المصرفية واتخاذها ما يلزم من الإجراءات للحد من التلاعب والغش في الأسواق المالية مع مراعاة ما ينطوي عليه التعامل فيها من تحمل المخاطر التجارية.
- تقوم بالإشراف على تدريب العاملين بالأسواق المالية غير المصرفية ورفع كفاءتهم.
- تقوم بالاتصال والتعاون مع الجهات الرقابية المالية غير المصرفية في الخارج والجمعيات المنظمة التي تجمعها أو تنظيم عملها.
- تساهم في نشر الثقافة والتوعية المالية الاستثمارية.¹

ثانيا - سوق مصر للأسهم:

تعتبر سوق الأوراق المالية المصري الجهة الوحيدة التي يمكن فيها تداول الأوراق المالية.

ثالثا: شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي:

يتمثل نشاط الإيداع المركزي في جميع أنشطة إيداع وحفظ الأوراق المالية، وإجراء المقاصة، وتسوية المراكز المالية الناشئة عن عمليات التداول ونقل ملكية الأوراق المالية عن طريق القيد الدفترى، بالإضافة إلى حفظ الأوراق المالية لدى الشركة أو إحدى الأطراف المرخص لها ، ونقل ملكية الأوراق المالية التي تم التعامل بها عن طريق أعضاء الإيداع المركزي وذلك بالقيود الدفترى، وقيد حقوق الرهن على الأوراق المالية، وإجراء المقاصة وتسوية المراكز المالية الناشئة عن تداول الأوراق المالية.²

تأسست الشركة المسؤولة عن هذا النشاط كشركة مساهمة حسب المادة 130 من اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992، تحت اسم شركة مصر للمقاصة وتسوية المعاملات وفيما بعد تم تغيير اسمها في سنة 2001 إلى شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي، وبعدها قررت جمعيتها العامة بتعديل اسمها من جديد ليصبح شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي.

لقد كان الغرض من إنشائها هو بالمقاصة وتسوية المعاملات التي تتم على الأوراق المالية وتطبيق نظام الحياة المركزي للأوراق المالية المتداولة في السوق وتحويل التعامل إلى قيود دفترية، حتى يسهل تداولها بين المساهمين بدلا من نظام التداول المادي للأوراق المالية، كما تقوم بتنفيذ العمليات المقررة على الأوراق المالية نيابة عن من أصدرها، حيث عملت على تطوير نظام التسوية لتسوية عمليات التداول في أربع توقيتات هي اليوم التالي حتى

¹ هيئة رقابة سوق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 98

² إصدار قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، على الرابط: [http:// site.eastlaws.com](http://site.eastlaws.com) أطلع عليه يوم 2022/05/15 على

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

اليوم الرابع للتداول مع توفير معلومات دقيقة عن المساهمين حتى يتحقق لهم عنصر الجذب لتعاملاتهم من المستثمرين الوطنيين والأجانب من اجل تطوير السوق وتقليل المخاطر وتحقيق مناخ ملائم للاستثمار وتوفير الاستقرار.

حيث بلغ عدد السندات المقيدة في سنة 2012 86 سند بنسبة زيادة قدرها 27.5 بالمائة عن سنة 2011 وحققت أرباحا قدرت ب 83 مليار جنيه مصري خلال سنة 2012 بزيادة قدرها 11.8 بالمائة عن عام 2011 .

وفي عام 1994 قامت بتنظيم قواعد وإجراءات العمل بصندوق ضمان التسويات الذي يحتوي على جميع اشتراكات أعضاء التسوية، حيث تتم التسوية مباشرة على حساباتهم لدى الشركة وبنوك المقاصة لحسابهم أو لحساب الغير، هدفه الأساسي هو ضمان تسوية التزامات التسوية المالية أو الورقية الناتجة عن عمليات التداول في الموعد المحدد لها، فكان له اثر كبير على تحقيق الاستقرار والانضباط في السوق المالي.

حيث قامت الشركة باستحداث بعض خدمات الاستعلام الآلي وإصدار عدد 150 شهادة توقيع الكتروني للعاملين على شركات الوساطة حتى يتمكنون من متابعة العمليات التي يتم تنفيذها على أوراقهم المالية لحظة بلحظة وتقييم محفظتهم المالية في أي وقت، ومتابعة المستحقات الناتجة عن ملكية الأوراق المالية من توزيعات نقدية وعوائد السندات.¹

تعمل البورصة المصرية على توفير اكبر قدر ممكن لحماية حقوق المتعاملين في السوق المالي المصري من اجل تحقيق اكبر قدر من الشفافية والعدالة، فتقوم البورصة بتطبيق الدور المنوط بها وذلك بإعطاء الحق للمتعاملين بها بتقديم شكاوى لإدارتها في القسم المختص بالشكاوى إذا كانت هناك ممارسات مخالفة لقوانينها أو تسبب هذه الممارسات أضرارا بحقوقهم مع عدم الإخلال بقواعد عمل الشركات والجهات العاملة بالسوق.²

رابعا - لجنة الاستئناف:

إن سوق الأوراق المالية المصري وضعت من ضمن أنظمتها سيرها؛ لجنة للنظر في القرارات الصادرة من لجنة الفصل في المنازعات.

خامسا: الإدارة العامة للإشراف على مؤسسات السوق المالية المصري:

تعمل الهيئة العامة على الرقابة على الشركات العاملة في فرع الأوراق المالية عن طريق قيامها بعدة أنشطة يمكن تصنيفها إلى:

¹ احمد جمال الدين فتحي احمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 57-58.

² البورصة المصرية : <https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx> أطلع عليه يوم 2022/05/15 على H14:00

- الترخيص للشركات التي تعمل في الأوراق المالية.

- تفتيش الشركات التي تعمل في الأوراق المالية.

- دراسة الشكاوى والرد عليها.

- إجراء التحقيقات اللازمة.

لتوضيح أكثر يمكن تفصيل ذلك فيما يأتي:

- لقد تطور الترخيص من اجل مزاولة الأنشطة التي نص عليها قانون رأس المال في السوق المالي المصري فمثلا في عام 2002 كان هناك طلب الترخيص للقيام بنشاط الاشتراك لتأسيس الشركات التي تقوم بإصدار الأوراق المالية أو في زيادة رأس مالها وقدرت ب خمس شركات، وشركتان لترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية و تقييم وتحليل الأوراق المالية، وشركة من اجل القيام بإدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية، وشركة مدير الاستثمار، وأيضا طلبات الترخيص لممارسة السمسرة والوساطة في الأوراق المالية للشركات التي سبق وان حصلت على الترخيص لمزاولة إدارة السجلات بعد إلغاء هذا النشاط وتحويله إلى نشاط أمناء الحفظ.

- أما فيما يخص التفتيش على شركات الأوراق المالية فهو من أهم الوسائل للتأكد من التزام الشركات بالقوانين واللوائح التنفيذية والقرارات المنفذة لها، لذلك قامت هيئة سوق المال المصري بالإعداد المسبق لبرنامج التفتيش الدوري والتفتيش المفاجئ ، وهناك التفتيش الذي يتم بالتعاون مع بالإدارة العامة لمباحث أموال الدولة وذلك بإذن من نيابة الشؤون المالية والتجارية.

- تستقبل الهيئة الشكاوى الواردة إليها التي تتضمن المعوقات التي يواجهها المستثمرين عند تعاملهم مع شركات الأوراق المالية، حيث تقوم بفحصها ودراسة أسبابها وتصنيفها تتم معالجتها وتصحيحها بدءا من الإنذار إلى إبلاغ النيابة العامة بشأنها. وبذلك توفر الهيئة عدة قنوات الاستقبال الشكاوى عن طريق الكتابة أو الهاتف ومختلف وسائل الاتصالات أو عن طريق المقابلة الشخصية، فهي تقوم بدراستها والتأكد من جديتها قبل اتخاذ أية إجراءات بشأنها.

- كما تقوم بالتحقيقات اللازمة حول الشكاوى المقدمة إليها ففي سنة 2002 كان عدد الشكاوى الواردة للهيئة بـ 3584 شكوى حول مطالبات بلغت قيمتها الإجمالية حوالي مليار جنيه حيث تم حفظ 237 شكوى بلغت قيمتها الإجمالية 692 مليون جنيه، للعمل على إزالة أسباب حدوثها عن طريق توجيه ائدار للشركات المعنية بالشكوى في حقها وذلك حسب المادة 30 من القانون 95/ 92، كما بلغ عدد الشكاوى التي تم اتخاذ إجراءات إدارية بشأنها التي كان موضوعها رد حقوق 197 شكوى، كما بلغ عدد الشكاوى التي تم تبليغ النيابة العامة بشأنها لعدم ردها لحقوق الشاكين بالرغم من إرسال ائدار لها ب 235 شركة أوراق مالية بقيمة إجمالية

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

قدرت ب 135 مليون جنيه، وبلغ عدد الشكاوى التي لم تكن صحيحة ب 782 شكوى بقيمة إجمالية قدرها 85 مليون جنيه.¹

¹ الهيئة العامة لسوق المال، جمهورية مصر العربية، التقرير السنوي 2002، ص ص 29-30-31.

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

المبحث الثاني: تطور وأداء سوق مصر للأوراق المالية

نقوم في هذا المطلب بدراسة التطورات التي مرت على سوق الأسهم المصري لعدد من المؤشرات منها: مؤشر عدد الشركات، رسملة السوق، سيولة السوق .

المطلب الأول: مؤشرات الأداء

أولاً: مؤشر عدد الشركات المدرجة

يمكن تلخيص التطورات التي عرفها هذا المؤشر من خلال معطيات الجدول التالي:

تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم المصري خلال الفترة 2010-2020.

الجدول رقم 4: مؤشر تطور عدد الشركات المدرجة بالبورصة المصرية (2010-2020)

السنة	عدد الشركات المدرجة	%معدل نمو عدد الشركات
2010	122	-
2011	321	0.47
2012	213	0
2013	212	-0.46
2014	214	0.94
2015	221	3.27
2016	222	0.45
2017	222	0
2018	220	-0.90
2019	218	-0.90
2020	215	-1.37

المصدر: بورصة مصر، تقارير متفرقة

عرف عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية ما بين سنة 2010 وسنة 2020 عدة تغيرات في عددها حيث أوضحت البيانات الموجودة في الجدول أن عدد الشركات المقيدة بالبورصة سنة 2010 حوالي 122 شركة ليرتفع عدد الشركات المسجلة في السوق بعد ذلك في سنة 2011 بمعدل 0.47 %، أما سنة 2012 فقد سجلت استقراراً في عدد الشركات المسجلة فلا يوجد أي ارتفاع أو انخفاض، وفي سنة 2013 فقد عرف السوق المصري انخفاضاً في عدد الشركات المسجلة حيث قدر هذا الانخفاض بنحو 0.46 % بينما تم تسجيل زيادة في معدل نمو عدد الشركات بمعدل 0.94 % خلال سنة 2014، وفي سنة 2015 لوحظ ارتفاع كبير في عدد الشركات ليصل إلى 221 شركة مقارنة بعدد شركات سنة 2016 المقدّر بـ 214 شركة، ويستمر هذا

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

الارتفاع ليصل إلى 222 شركة بمعدل نمو 0.45 % ويبقى الوضع مستقر بالنسبة لسنة 2017، ليعاود الانخفاض مجددا سنة 2018 و2019 ليصل خلال هاته الأخيرة إلى 218 شركة مدرجة، بينما انخفض في السنة الموالية ليصل إلى 215 شركة.

مما سبق نستنتج أن عدد الشركات المسجلة في سوق الأسهم المصري يبقى محتشما ويشهد تراجعاً عاماً بعد عام ومنخفض إذا ما تمت مقارنته بعدد الشركات المسجلة بالبورصات العالمية خاصة الدول المتقدمة، وهو مؤشر سلبي لأنه كلما كان عدد الشركات المدرجة بسوق الأسهم كبير كلما اتسع السوق وزاد نشاطه وفعاليته وبالتالي وصل إلى مستوى الكفاءة، وهذا لا يتوفر حسب ما تشير إليه التحليلات في السوق المالي المصري.

ثانياً: مؤشر القيمة السوقية

لقد لوحظ تطور في رأس المال السوقي في سوق الأسهم المصري خلال الفترة 2010-2020 ، وهو ما توضحه بيانات الجدول التالي:

القيمة السوقية للأسهم المصدرة للفترة 2010-2020.

جدول رقم 5: مؤشر تطور رأس المال السوقي في بورصة مصر (2010-2020)

السنة	القيمة السوقية (مليار جنيه)	% نسبة التغير
2010	488	-
2011	295	-39.54
2012	376	27.45
2013	427	13.56
2014	500	17.09
2015	430	-14
2016	602	40
2017	825	37.04
2018	751	-0.96
2019	709	-5.59
2020	650	-8.32

المصدر: بورصة مصر، تقارير متفرقة.

- تحليل مؤشر القيمة السوقية:

نلاحظ من خلال البيانات الموضحة في الجدول أعلاه أن هناك انخفاض في رأس المال السوقي في بورصة الأسهم المصرية خلال الفترة 2010-2020، حيث قدرت هذا الانخفاض بـ 39.54 % في سنة 2011 مقارنة بسنة 2010، ليرتفع بعد ذلك معدل نمو رأس المال السوقي إلى 27.45 % في سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، لينخفض بعد ذلك في سنة 2013، ويعاود الارتفاع في سنة 2014، حيث سجلت نسبة نمو رأس المال السوقي المصري بـ 17.09 %، أما في سنة 2015 انخفض رأس المال السوقي مجددا حيث قدرت نسبة الانخفاض بـ 14 % أين سجلنا أعلى نسبة نمو في رأس المال السوقي في سنة 2016 قدرت بـ 40 %، حيث بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2016 حوالي 602 مليار جنيه مصري مقارنة بسنة 2015 الذي قدرت فيه قيمة الأسهم المصدرة بحوالي 430 سهم، لينخفض مجددا سنة 2017 ويستمر هذا الانخفاض تدريجيا حتى سنة 2020 أين سجلنا نسبة انخفاض قدرت بـ 8.32 %.

ومن خلال تحليل بيانات الجدول اتضح إن سوق رأس المال المصري يشهد تذبذبا مستمرا في رأس المال السوقي وماعدا الارتفاع المسجل في سنة 2016 حيث قدرت نسبة هذا الارتفاع بـ 40 % وأيضا في سنة 2017، حيث بلغت القيمة السوقية لأسهمها المصدرة 825 مليار جنيه مصري مقارنة بسنة 2016 التي قدرت بـ 602 سهم وقد يرجع سبب هذا الارتفاع في رأس المال السوقي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المتداولة في السوق المصري، لكنه انخفض بعد ذلك تدريجيا حتى سنة 2020. وهذا يدل على عدم مقدرة سوق الأوراق المالية المصري على تعبئة الادخار وهذا مؤشر على انخفاض الاستثمار في مصر، وضعف الإصدارات الجديدة، كما أن تذبذب معدل رأس المال السوقي المصري يدل على أن سوق الأوراق المالية المصري بطيئة في تطورها، وان فشل سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات يدل على التوجيه الغير الأمثل لموارد المجتمع وهذا يجعله بعيد عن الكفاءة وغير قادر على التطور في المستقبل بسرعة؛ وبالتالي عدم قدرته على جذب المدخرات وتشجيع الاستثمارات مستقبلا، وهذا يعتبر مؤشر سلبي لسوق مصر للأوراق المالية لان كل العوامل لا تساعد على تطوره واتساعه وبالتالي عدم وصوله إلى الكفاءة.

ثالثا: مؤشر سيولة السوق

يمكن تلخيص التطورات التي عرفها هذا المؤشر من خلال معطيات الجدول التالي:

مؤشر سيولة السوق المالية المصري خلال الفترة 2010-2020.

جدول رقم 6: مؤشر تطور سيولة السوق بالبورصة المصرية (2010-2020)

السنة	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	التغير السنوي	القيمة الاسمية للأسهم المتداولة (مليار جنيه)	التغير السنوي	عدد الصفقات (مليون صفقة)	التغير السنوي
2010	27950	-	273	-	10	-
1011	118057	322.38	130	5238	5.5	45 -
2012	36743	-68.87	166	27.69	20	263.63
2013	29165	-20.62	146	-12.04	29	45
2014	57320	96.53	265	81.50	8	-72.41
2015	49143	-14.26	226	-14.71	20	150
2016	68754	39.90	265	17.25	6	-70
2017	79507	15.63	296	11.69	21	250
2018	60122	-2438	270	-8.78	6	-71.42
2019	497770	727.93	194	-28.14	4	-3333
2020			276	42.26	8	100

المصدر: البورصة المصرية، تقارير متفرقة.

1- مؤشر حجم التداول:

تبين بيانات الجدول تسجيل سوق مصر للأوراق المالية ارتفاعاً في عدد الأسهم المصدرة سنة 2011 مقارنة بسنة 2010، حيث قدرت نسبة الارتفاع بـ 322.8 بالرغم من انخفاض عدد الشركات المسجلة بالسوق المقدر بـ 112 شركة، وسجل بعدها انخفاضاً سنة 2012 و2013 ليعاود الارتفاع من جديد سنة 2014 حيث قدر عدد الأسهم المصدرة بـ 57320 مليون سهم ، لكنه سجل بعدها انخفاضات وزيادات متفاوتة ففي سنة 2015 و2018 سجل انخفاضاً بنسبة 24.38 % و 14.26 % على التوالي، أما في سنة 2016 و2017 و2019 سجل زيادة في عدد الأسهم المصدرة لتصل أعلى نسبة نمو في سنة 2019 المقدر بـ 727.93 %، حيث وصلت نسبة الإصدارات من الأسهم إلى حوالي 497770 مليون سهم.

من خلال هذا التحليل نلاحظ انه بالرغم من التطورات الايجابية التي تشهدها سوق مصر للأوراق المالية من حيث الأسهم المعروضة للاكتتاب خلال هذه الفترة؛ فهذه التطورات غير كافية لأنه كلما زاد عدد الأسهم بسوق الإصدار أدى ذلك إلى زيادة رأس المال السوقي وتطور سوق التداول، وبالتالي فهي لا تشكل نقطة ضعف لسوق الإصدار فقط بل لسوق التداول أيضاً بالإضافة إلى ارتفاع قيمة هذه الأسهم الذي وصل إلى 650 مليار جنيه

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

خلال سنة 2020، وهذا الضعف يقود إلى سوق ضعيف و غير نشط ويدل على عدم قدرة السوق على جذب المدخرات وإلى محدودية الاستثمارات، وتكون نتيجة كل هذا سوق ضيق وهو عكس ما تتطلبه نظرية الكفاءة.

2- مؤشر لتطور السنوي للقيمة الاسمية للأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية المصري:

حققت سوق مصر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2020 عدة تطورات ملحوظة في القيمة الاسمية للأسهم المتداولة، حيث قدرت هذه الزيادة بـ 52.38 سنة 2011 و 27.69 سنة 2012 مقارنة بسنة 2010 ليسجل بعدها انخفاضا في سنة 2013 و 2015، وسنة 2018 و 2019 بنسبة 12.04% و 14.71% و 8.78% و 28.14% على التوالي، أما الزيادات فقد سجلت في السنوات 2014 و 2016 و 2017 و 2020 بنسب متفاوتة أين سجلت أعلى نسبة نمو في سنة 2014، حيث قدرت هذه الزيادة بـ 81.50%.

من خلال ما توضحه بيانات الجدول نستنتج ارتفاع في القيمة الاسمية للأسهم المتداولة بالسوق الأوراق المالية المصري وهذا يدل على ارتفاع رأس مال الشركات المسجلة بالسوق، وان هناك طلب على موارد المجتمع المدخرة، وان المدخرات تتوجه بنسبة اكبر إلى الشركات الكبيرة والمتوسطة على حساب الشركات الصغيرة؛ لان القيمة الاسمية للأسهم المصدرة قيمتها مرتفعة مقارنة بالعدد المحتشم للشركات المقيدة بالسوق المالي المصري، وان ثروة المجتمع محتكرة في يد عدد قليل من المستثمرين المصريين، وهذا مؤشر سلبي لان تطور واتساع السوق يعتمد على جذب صغار المستثمرين والتوزيع العادل لموارد المجتمع وتنوع أدوات الاستثمار من حيث القيمة والعائد والمخاطر والمدة الزمنية، ومن الملاحظ أيضا محدودية الاستثمارات وعدم تنوعها نتيجة سيطرة الشركات ذات رأس المال الضخم، وهذا يدل على فشل السوق المالي على جذب المدخرات والتخصيص الأمثل لها، وهذا يقود إلى عدم كفاءة السوق المصري للأوراق المالية.

3- مؤشر تطور عدد الصفقات في سوق الأوراق المالية المصري:

نلاحظ من خلال بيانات عدد الصفقات التي يبينها الجدول أن عدد الصفقات في سوق الأوراق المالية المصري في تطور عبر السنوات تدريجيا حيث سجل أعلى نسبة تطور سنة 2012 بـ 20 ملأون صفقة مقارنة ب 5.5 مليون صفقة سنة 2011، وسجلت انخفاضات في السنوات 2014، 2011، 2016، 2018، 2019 في عدد الصفقات المقدرة على التوالي -45%، -72.44%، -70%، -71.40%، -33.33%-. كما سجلت أعلى عدد صفقات سنة 2017، وادني عدد صفقات في سوق الأوراق المالية المصري سنة 2019 بـ 4 صفقة، كم شهد السوق تطورات ايجابية سنة 2012 - 2013 - 2015 - 2017 - 2020 بأعلى قيمة قدرت سنة 2011 بـ 263.63 % وأدنى قيمة قدرت سنة 2013 بـ 45%.

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

وكخلاصة عامة عن هذا التحليل لسوق الأوراق المالية المصري أن عدد الشركات المدرجة لا يزال محتشما مقارنة بأسواق الأوراق المالية بالدول المتقدمة لان زيادة عدد الشركات المقيدة يحقق عمق السوق المالي وبالتالي تحقيق الكفاءة، كما أن عدد الأسهم المتداولة بالنظر لعدد الصفقات يعتبر منخفضا وأيضا عدد الأسهم المقيدة لا يزال منخفضا، مقارنة بعدد الشركات المقيدة بالسوق المصري،

وبالرغم من هذا التطور الغير سريع؛ إلا انه أدى لزيادة سيولة السوق وهو مؤشر ايجابي بالرغم من ما شهدته هذه الفترة من عدم الاستقرار السياسي بسبب الحراك خاصة في سنة 2014 وثورة 2011 وجائحة كورونا في سنة 2020 لأن سيولة السوق المالي تقود السوق إلى الاتساع والنشاط وبالتالي إلى زيادة كفاءته، أما القيمة السوقية فهي تشهد ارتفاعا كبيرا بقيمة الأسهم لكنها إذا ما تمت مقارنتها بأسواق الدول المتقدمة فهي لا تزال منخفضة، لكنه ذليل على زيادة الطلب على المدخرات من طرف الشركات وارتفاع رأس مال الشركات المقيدة، لكنه يبقى محدود وغير كاف لتحقيق التعبئة التامة للموارد وتخصيصها الأمثل، وهذا يخالف نظرية كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: محاولة المفاضلة بين الأوراق المالية التابعة للشركات المقيدة بالبورصة المصرية من منظور العائد والمخاطرة

يتم المفاضلة بين الأوراق المالية لشركتين مصريتين مقيدتين بالبورصة المصرية، عن طريق حساب العائد والمخاطرة لكل شركة، واختبار مدى تأثير العائد والمخاطرة على المستثمر عند اختيار الأوراق المالية بالشركات المقيدة.

أولا: الإطار العام للدراسة

نهدف إلى إيجاد أعلى الأوراق المالية مخاطرة، وما مدى نجاح المستثمر في المفاضلة بين البدائل المتاحة من الأوراق المالية الاستثمارية، وكم تبلغ قيمة العائد، وكم تبلغ قيمة المخاطر السنوية المتوقعة في كل شركة، وهذا بغرض تقليص حجم المخاطر في سوق الأوراق المالية المصري، حسب ما يخدم مصلحة المستثمرين ويعظم أرباحهم عن طريق توزيع أموالهم بطريقة عقلانية تناسب وأهدافهم.

ثانيا: عينة الدراسة تتكون عينة الدراسة من شركتين مقيدتين بسوق الأوراق المالية المصري، لسنة 2018، 2019، 2020، المتمثلة في شركة اعمار مصر للتنمية والبنك التجاري الدولي.

1/ بيانات الشركات المكونة للعينة لسنة 2020.

أ- بيانات شركة اعمار مصر للتنمية.

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

جدول رقم 7: بيانات شركة اعمار مصر للتنمية (2020)

الشهر	السعر السهم في نهاية الشهر	السعر السهم في بداية الشهر	العائد السوقي للسهم
جانفي	2.88	2.92	-0.04
فيفري	2.67	2.88	-0.21
مارس	2.60	2.67	-0.07
افريل	2.64	2.60	0.04
ماي	2.29	2.64	-0.35
جوان	2.34	2.29	0.05
جويلية	2.26	2.34	-0.08
أوت	2.54	2.26	0.28
سبتمبر	2.49	2.54	-0.05
أكتوبر	2.3	2.49	-0.19
نوفمبر	2.51	2.3	0.21
ديسمبر	2.37	2.51	-0.14
المجموع			-0.55

المصدر: البورصة المصرية، تقارير متفرقة

ب- بيانات البنك التجاري الدولي:

جدول رقم 8: بيانات البنك التجاري الدولي (2020)

الشهر	سعر السهم في نهاية الشهر	سعر السهم في بداية الشهر	العائد السوقي للسهم
جانفي	85.08	81	4.08
فبراير	82.56	85.08	-2.52
مارس	58.77	82.56	-23.79
افريل	63.95	58.77	5.18
ماي	62.91	63.95	-1.04
جوان	64.54	62.91	1.63
جويلية	62.98	64.54	-1.56
أوت	67.57	62.98	4.59
سبتمبر	66.56	67.57	-1.01
أكتوبر	61.05	66.56	-5.51
نوفمبر	62.22	61.05	1.17

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

ديسمبر	59.19	62.22	-3.03
المجموع			-21.81

المصدر: البورصة المصرية، تقارير متفرقة

بعد الحساب بالاعتماد على المعادلة الآتية في حساب مخاطر وعوائد الورقة المالية:

حيث:

- عائد السهم هو الفرق بين سعر السهم في نهاية الشهر مطروح منه سعر السهم في بداية الشهر

$$-E = \sum R / N$$

متوسط العائد المتوقع للورقة المالية:

- الانحراف المعياري: يساوي العائد المتوقع إلى مجموع العائد إلى عددها

2- حساب عائد ومخاطر شركة اعمار مصر للتنمية.

أ- حساب العائد المتوسط لعوائد شركة اعمار مصر للتنمية

$$-0.045 = -0.55 / 12$$

ب- حساب مخاطر أسهم الشركة اعمار مصر للتنمية:

جدول رقم 9: حساب الانحراف المعياري لشركة اعمار مصر للتنمية (2020)

المدة	العائد السوقي للسهم	العائد السوقي للسهم - العائد المتوسط للسهم	مربع العائد السوقي للسهم - المتوسط للسهم
جانفي	-0.04	0.005	0.000025
فيفري	-0.21	-0.165	0.027225
مارس	-0.07	-0.0025	0.000625
افريل	0.04	0.085	0.007225
ماي	-0.35	-0.305	0.093025
جوان	0.05	0.095	0.009025
جويلية	-0.08	-0.035	0.001225
أوت	0.28	0.325	0.105625
سبتمبر	-0.05	-0.005	0.000025
أكتوبر	-0.19	-0.145	0.021025

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

نوفمبر	0.21	0.255	0.065025
ديسمبر	-0.14	-0.095	0.009025
المجموع			0.3391

ومنه الانحراف المعياري لعوائد الأسهم هو: 0.17

3- حساب عوائد ومخاطر البنك التجاري الدولي

أ- حساب متوسط العائد لسهم البنك التجاري الدولي

$$-21.81 / 12 = -1.8175$$

ب- حساب مخاطر أسهم البنك التجاري الدولي:

جدول رقم 10: حساب الانحراف المعياري للبنك التجاري الدولي (2020)

المدة	العائد السوقي للسهم	العائد السوقي للسهم - العائد المتوسط	مربع العائد السوقي للسهم - العائد المتوسط للسهم
جانفي	4.08	5.8975	34.780506
فيفري	-2.52	-0.7025	0.493506
مارس	-23.79	-21.9725	482.7907563
افريل	5.18	6.9975	48.965006
ماي	-1.04	0.7775	0.604506
جوان	1.63	3.4475	11.885256
جويلية	-1.56	0.2575	0.066306
أوت	4.59	6.4075	41.056056
سبتمبر	-1.01	0.8075	0.652056
أكتوبر	-5.51	-3.6925	13.634556
نوفمبر	1.17	2.9875	8.925156
ديسمبر	-3.03	-1.2125	1.470156
المجموع			645.3238

ومنه الانحراف المعياري لعوائد الأسهم هو: 7.65

وحسب نتائج الجدول فمتوسط العوائد السنوية لسهم شركة اعمار مصر. يقدر بـ 0.045- وهو يمثل عائد

أسهم الشركة، وأيضا الانحراف المعياري لأسهمها هو 0.17

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

ومتوسط العوائد السنوية لأسهم البنك التجاري الدولي يقدر بـ 1.8175- وهو يمثل عوائد أسهم البنك، وأيضا الانحراف المعياري لأسهمها هو 7.65 حيث تميزت الأوراق المعتمدة خلال فترة الدراسة بالمعاملات الآتية:

جدول رقم 11: معاملات أسهم الشركة والبنك (2020)

الانحراف المعياري	معدل العائد	الشركة
0.17	0.045-	اعمار مصر للتنمية
7.65	1.8175-	البنك التجاري الدولي

نعلم انه كلما انخفض الانحراف المعياري كان ذلك أحسن، لأنه يدل على انخفاض المخاطرة، والانحراف المعياري يسترشد به عند المفاضلة بين الاستثمارات المالية.

ومن خلال تحليلنا لبيانات الجدول التي تبين العوائد المختلفة للأسهم، وحساب درجة مخاطرة كل سهم نستنتج:

- وبالنظر إلى العوائد التي حققتها الشركتين فالمستثمر يختار قرار عدم التداول لان المؤشر يبين أن كلا الشركتين تحقق خسائر في عوائدها.
- أما من باب تعظيم العائد فالمستثمر يسعى إلى شراء الأوراق المالية ذات العوائد المرتفعة حتى يتم تعظيم عائده.
- وبالتالي ننصح المستثمر هنا انه في ظل هذه الظروف يجب عليه اتخاذ قرار عدم الاستثمار، لأنه يحقق خسائر من العملية وننصحه بالانتظار حتى تتحسن الظروف.

مما سبق وحسب تحليل البيانات الموضحة بالجدول، واستعمالنا لطرق وأدوات القياس نستنتج كخلاصة عامة أن كلا الشركتين تحققان في هذه الفترة المتمثلة في سنة 2020، خسائر في أرباحها وهذا اثر على حجم عوائدهما والسبب في ذلك يمكن أن يكون بسبب جائحة كورونا وما خلفته من أثار سلبية على الشركتين وعلى الاقتصاد المصري وعلى المجتمع ككل، لذلك فعلى المستثمر الرشيد اتخاذ قرار عدم التداول في ظل هذه الظروف وانتظار تحسن الظروف، لأنه إذا أخطأ في اتخاذ قراره وقام بعملية الاستثمار سيحقق خسائر على مستوى عوائده ويمكن أن يخسر كل رأس ماله.

2/: بيانات الشركات المكونة للعينة لسنة 2019

أ- بيانات شركة اعمار مصر للتنمية:

جدول رقم 12: بيانات شركة اعمار مصر سنة (2019)

الشهر	سعر السهم في نهاية الشهر	سعر السهم في بداية الشهر	العائد السوقي للسهم
جانفي	3.49	3.27	0.22
فيفري	3.43	3.49	-0.06

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

0.04	3.43	3.47	مارس
-0.04	3.47	3.43	افريل
-0.32	3.43	3.11	ماي
0.06	3.11	3.17	جوان
-0.06	3.17	3.11	جويلية
0.09	3.11	3.20	أوت
-0.16	3.20	3.04	سبتمبر
0.02	3.04	3.06	أكتوبر
-0.14	3.06	2.92	نوفمبر
0	2.92	2.92	ديسمبر
-0.35			المجموع

المصدر: البورصة المصرية، تقارير متفرقة

متوسط العائد السوقي هو: -0.029

ب- البنك التجاري الدولي

جدول رقم 13: بيانات البنك التجاري الدولي (2019)

الشهر	سعر السهم في نهاية الشهر	سعر السهم في بداية الشهر	العائد السوقي للسهم
جانفي	83.03	74.08	8.95
فبري	70.18	83.03	-12.85
مارس	68.36	70.18	-1.82
افريل	76.37	68.36	8.01
ماي	71.69	76.37	-4.68
جوان	73.35	71.69	1.66
جويلية	72.35	73.35	-1
أوت	80.18	72.35	7.83
سبتمبر	77.56	80.18	-2.62
أكتوبر	81	77.56	3.44
نوفمبر	78.80	81	-2.2
ديسمبر	83.02	78.80	4.22

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

المجموع		8.94
---------	--	------

المصدر: البورصة المصرية ، تقارير متفرقة

متوسط العائد السوقي هو: 0.745

1- حساب مخاطر أسهم الشركة اعمار مصر للتنمية والبنك التجاري الدولي:

أ- حساب مخاطر شركة اعمار مصر للتنمية:

جدول رقم 14: حساب الانحراف المعياري لشركة اعمار مصر (2019)

المدة	العائد السوقي للسهم	العائد السوقي للسهم - العائد المتوسط للسهم	مربع العائد السوقي للسهم - العائد المتوسط للسهم
جانفي	0.22	0.249	0.062001
فيفري	-0.06	-0.031	0.000961
مارس	0.04	0.069	0.004761
افريل	-0.04	-0.011	0.000121
ماي	-0.32	-0.291	0.084681
جوان	0.06	0.089	0.00792
جويلية	-0.06	-0.031	0.000961
أوت	0.09	0.119	0.014161
سبتمبر	-0.16	-0.131	0.017161
أكتوبر	0.02	0.049	0.002401
نوفمبر	-0.14	-0.111	0.012321
ديسمبر	0	0.029	0.000841
المجموع			0.208291

الانحراف المعياري لعوائد أسهم شركة اعمار مصر للتنمية هو: 0.13

ب- حساب مخاطر أسهم البنك التجاري الدولي

جدول رقم 15: الانحراف المعياري للبنك التجاري الدولي (2019)

المدة	العائد السوقي للسهم	العائد السوقي للسهم - العائد المتوسط للسهم	مربع العائد السوقي للسهم - العائد المتوسط للسهم
جانفي	8.95	8.205	67.322025
فيفري	-12.85	-13.595	184.824025

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

مارس	-1.82	-2.565	6.579225
أفريل	8.01	7.265	52.780225
ماي	-4.68	-5.425	29.430625
جوان	1.66	0.915	0.837225
جويلية	-1	-1.745	3.045025
أوت	7.83	7.085	50.197225
سبتمبر	-2.62	-3.365	11.323225
أكتوبر	3.44	2.695	7.263025
نوفمبر	-2.2	-2.945	8.673025
ديسمبر	4.22	3.475	12.075625
المجموع			434.3505

الانحراف المعياري لعوائد أسهم البنك التجاري الدولي هو: 6.28

حيث تميزت الأوراق المعتمدة خلال فترة الدراسة 2019 بالمعاملات الآتية:

جدول رقم 16: معاملات الأسهم للشركة والبنك (2019)

الشركة	معدل العائد	الانحراف المعياري
اعمار مصر للتنمية	-0.029	0.13
البنك التجاري الدولي	0.745	6.28

من خلال تحليل بيانات الجدول لشركة اعمار مصر و البنك التجاري الدولي في سنة 2019 اتضح ما يأتي:

- إن عوائد أسهم شركة اعمار مصر للتنمية هي الأقل انحراف معياري إذن فهي الأقل مخاطرة، لكن عوائدها تحقق خسارة.

- أما الاستثمار في أسهم البنك التجاري الدولي فهو الأكثر مخاطرة من الاستثمار في أسهم شركة اعمار مصر للتنمية لأنه الأكثر انحراف معياري، لكن عوائد الاستثمار في أسهم البنك التجاري الدولي تمثل ربح بـ 0.745، بالمقارنة بشركة اعمار مصر التي حققت عوائد سالبة.

ومما سبق نستنتج أن المستثمر الرشيد يختار أسهم البنك التجاري الدولي لأنها الأكبر عوائد من اجل تعظيم

عوائده.

أما إذا كان المستثمر لا يريد تحمل مخاطر أكبر عليه الانتظار حتى تتحسن ظروف شركة اعمار مصر ويختار أسهمها، لان الظروف غير مناسبة للاستثمار فيها في سنة 2019، ربما يعود الأمر إلى جائحة كورونا، أو أسباب داخلية تخص الشركة.

المفاضلة بين أسهم شركة اعمار مصر للتنمية والبنك التجاري الدولي لسنة 2018:

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

3/ بيانات شركة العينة لسنة 2018:

أ- بيانات شركة اعمار مصر للتنمية:

جدول رقم 17: بيانات شركة اعمار مصر للتنمية (2018)

الشهر	السعر السهم في نهاية الشهر	السعر السهم في بداية الشهر	عائد المتوقع للسهم
جانفي	3.81	3.55	0.26
فيفري	4.20	3.81	0.39
مارس	4.87	4.20	0.67
افريل	4.57	4.87	-0.3
ماي	4.09	4.57	-0.48
جوان	4.37	4.09	0.28
جويلية	4.40	4.37	0.03
أوت	4.45	4.40	0.05
سبتمبر	3.54	4.45	-0.91
أكتوبر	3.13	3.54	-0.41
نوفمبر	3.12	3.13	-0.01
ديسمبر	3.27	3.12	0.15
المجموع			-0.28

متوسط عوائد أسهم شركة اعمار مصر للتنمية في سنة 2018 هي: -0.023

ب- بيانات البنك التجاري الدولي

جدول رقم 18: بيانات البنك التجاري الدولي (2018)

الشهر	سعر السهم في نهاية الشهر	سعر السهم في بداية الشهر	العائد المتوقع للسهم
جانفي	78.34	77.35	0.99
فبراير	77.20	78.34	-1.14
مارس	89.01	77.20	11.81
افريل	93.85	89.01	4.84
ماي	84.24	93.85	-9.61
جوان	85.28	84.24	1.04
جويلية	83.98	85.28	-1.3

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

أوت	87.67	83.98	3.69
سبتمبر	83.09	87.67	-4.58
أكتوبر	80.29	83.09	-2.8
نوفمبر	74.61	80.29	-5.68
ديسمبر	74.08	74.61	-0.53
المجموع			-3.27

ومنه نجد أن متوسط عوائد البنك التجاري الدولي لسنة 2018 هو: -0.2725

2- حساب مخاطر أسهم الشركة اعمار مصر للتنمية والبنك التجاري الدولي:

أ- حساب مخاطر أسهم الشركة اعمار مصر للتنمية

جدول رقم 19: الانحراف المعياري لشركة اعمار مصر للتنمية (2018)

المدة	العائد السوقي للسهم	العائد السوقي للسهم - العائد المتوسط للسهم	مربع العائد السوقي للسهم - المتوسط للسهم
جانفي	0.26	0.283	0.080089
فيفري	0.39	0.413	0.170569
مارس	0.67	0.693	0.480249
افريل	-0.3	-0.277	0.076729
ماي	-0.48	-0.457	0.208849
جوان	0.28	0.303	0.091809
جويلية	0.03	0.053	0.002809
أوت	0.05	0.073	0.005329
سبتمبر	-0.91	-0.887	0.786769
أكتوبر	-0.41	-0.387	0.149769
نوفمبر	-0.01	0.013	0.000169
ديسمبر	0.15	0.173	0.029929
المجموع			2.083068

إذن فالانحراف المعياري لعوائد أسهم شركة مصر للتنمية هو: 0.43

ب- حساب مخاطر أسهم البنك التجاري الدولي

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

جدول رقم 20: الانحراف المعياري للبنك التجاري الدولي (2018)

المدة	العائد السوقي للسهم	العائد السوقي للسهم - العائد المتوسط للسهم	مربع العائد السوقي للسهم - العائد المتوسط للسهم
جانفي	0.99	1.2625	1.593906
فيفري	-1.14	-0.8675	0.752556
مارس	11.81	12.0825	145.9868063
افريل	4.84	5.1125	26.137656
ماي	-9.61	-9.3375	87.188906
جوان	1.04	1.3125	1.722656
جويلية	-1.3	-1.0275	1.055756
أوت	3.69	3.9625	15.701406
سبتمبر	-4.58	-4.3075	18.554556
أكتوبر	-2.8	-2.5275	6.388256
نوفمبر	-5.68	-5.4075	29.241056
ديسمبر	-0.53	0.8025	0.644006
المجموع			334.9675

إذن فالانحراف المعياري لعوائد أسهم البنك التجاري الدولي هي: 5.51
حيث تميزت الأوراق المعتمدة خلال فترة الدراسة 2018 بالمعاملات الآتية:

جدول رقم 21: معاملات الأسهم للشركة والبنك (2018)

الشركة	معدل العائد	الانحراف المعياري
اعمار مصر للتنمية	-0.023	0.43
البنك التجاري الدولي	-0.2725	5.51

من خلال تحليل بيانات الجداول لاحظنا ما يأتي:

- أن الانحراف المعياري لعوائد أسهم البنك التجاري الدولي اكبر من الانحراف المعياري لعوائد أسهم شركة اعمار مصر، وهذا يدل على أن الاستثمار في أسهم البنك التجاري هي الأكثر مخاطرة من الاستثمار في أسهم شركة اعمار مصر. ولكن عوائد الشركة والبنك كلاهما سالبة وهذا يدل على أنهما يحققان خسارة، ومنه على المستثمر الرشيد عدم اتخاذ قرار الاستثمار المالي في أسهم البنك التجاري الدولي ولا في أسهم شركة اعمار مصر لأنهما يحققان عوائد سالبة وهذا ليس في صالح المستثمر، فيجب عليه الانتظار حتى تتحسن الظروف.

الجانب التطبيقي: دراسة اثر كفاءة سوق الأوراق على المالية المصرية قرار الاستثمار

والخلاصة العامة التي تم استنتاجها من خلال المفاضلة بين أسهم شركة اعمار مصر للتنمية والبنك التجاري الدولي من منظور العائد والمخاطرة، أن المستثمر الرشيد قبل الاستثمار في أسهم أي شركة يقوم بحساب العائد السوقي لأسهم هذه الشركة ومخاطرها، بالاعتماد على معلومات مالية وغير مالية توفرها الأسواق المالية، وحتى يحصل المستثمر على عائد و مخاطرة يمكن الاعتماد عليهما في اتخاذ قراره في الاستثمار بالأوراق المالية لهذه الشركات المدرجة بالبورصة يجب أن تكون هذه المعلومات ذات جودة، وحتى تكون المعلومات المتاحة ذات جودة يجب توفر سوق مالي ذات كفاءة.

وقد اعتمدنا في هذه الدراسة على شركتين مدرجتين بالبورصة المصرية التي تمثل العينة المتمثلة في مجموعة الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، وهما شركة مصر للتنمية والبنك التجاري الدولي، حيث تحصلنا على معلوماتهم فيما يخص حساب العائد والمخاطرة لأوراقهم المالية، معتمدين بذلك على المعلومات المنشورة بالتقارير الشهرية للبورصة المصرية فاستنتجنا أن:

أسهم الشركة والبنك في سنة 2018 كلاهما لا يحققان عائد مناسب ولا يمكن للمستثمر اتخاذ قرار الاستثمار حسب مفاضلته بين العائد والمخاطرة.

أما في سنة 2019 فقد تراجعت عوائد الشركة والبنك لتحقيق شركة اعمار مصر خسارة في الاستثمار بأسهمها أما البنك التجاري الدولي فقد حقق الاستثمار بأسهمه عوائد موجبة لكنها تراجعت بالمقارنة بسنة 2018، فهنا لا يمكن للمستثمر الاستثمار في شركة اعمار مصر للتنمية، لكن يمكنه الاستثمار في البنك التجاري الدولي. وأسباب هذا التراجع يمكن أن تعود لانتشار جائحة كورونا في النصف الثاني من سنة 2019، وهي مخاطر نظامية لا يمكن القضاء عليها بالتنوع.

أما في سنة 2020، فقد حققت كلا الشركتين اهتبار في الاستثمار بأسهمها، فالمستثمر الرشيد لا يمكنه اتخاذ قرار الاستثمار بأسهم كلا الشركتين لان عوائدهما تحقق خسارة. ويمكن أن يكون سبب ذلك هي استفحال جائحة كورونا في هذه السنة.

وهنا تبرز ضرورة توفر سوق للأوراق المالية ذات كفاءة توفر للمستثمر معلومات ذات جودة يمكنه الاعتماد عليها في اتخاذ قراراته في الاستثمار بأسهم الشركات المدرجة بالبورصة.

خلاصة الفصل

من خلال عرضنا للدراسة التطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري في هذا الفصل تم التوصل إلى أن:

- تعد البورصة المصرية من أقدم البورصات في الوطن العربي، وتضم بورصة الإسكندرية التي تأسست عام 1883 وبورصة القاهرة التي تأسست عام 1903، فهما يشكلان مؤسسة واحدة لكن في موقعين مختلفين ولهما نفس مجلس الإدارة.

- للبورصة المصرية بنية تنظيمية تتكون من هيئة السوق المالية وسوق الأسهم المصرية ومركز إيداع الأوراق المالية ولجنة الفصل في المنازعات ولجنة الاستئناف والإدارة العامة للإشراف على مؤسسات السوق.

- للبورصة المصرية عدة مؤشرات توضح أدائها وتطوراتها، ومن خلال اختبارنا لكفاءة سوق الأوراق المالية المصري في الفترة 2010-2020 واستغلالنا لبعض هذه المؤشرات وضحت لنا أن سوق المال المصري يضم عدد محتشم من الشركات المقيدة فقد وصلت أعلى تسجيل سنة 2011 المقدرة بـ 321 شركة وأدنى تسجيل سنة 2020 المقدر بـ 215 شركة.

- كما أن القيمة السوقية بالرغم من ارتفاعها وتطورها فهي تبقى منخفضة وغير كافية للارتقاء بالسوق إلى مستوى الكفاءة إذا ما قورنت بأسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة؛ فقد سجلت أعلى قيمة لها في سنة 2017 بـ 825 مليار جنيه وأدنى قيمة في سنة 2011 بـ 295 مليار.

- ورغم التطور الذي شهده عدد الأسهم المتداولة وانتعاش قيمتها السوقية فهو غير كاف لتنشيط واتساع السوق المالي ولا يصل إلى التعبئة المناسبة لموارد المجتمع والتخصيص الأمثل لها فقد تم تسجيل أعلى عدد من الأسهم المتداولة بـ 497770 سنة 2019 وتم تسجيل أدنى عدد من الأسهم المتداولة بـ 27950 سنة 2010.

- كما سجلت القيمة الاسمية للأسهم ارتفاعاً يدل على ارتفاع رأس مال الشركات المقيدة بالسوق المالي المصري حيث قدرت أعلى قيمة اسمية للأسهم بـ 130 مليار سنة 2011 وأدنى قيمة لها بـ 296 مليار جنيه سنة 2017.

- من خلال المفاضلة بين عوائد ومخاطر شركة اعمار مصر للتنمية والبنك التجاري الدولي، توصلنا إلى أن المستثمر لا يمكنه اتخاذ قرار الاستثمار بسوق الأوراق المالية في سنة 2020 لان عوائد كلا الشركتين تحقق خسارة فيجب الانتظار حتى تتحسن الظروف، أما في سنة 2019 فيمكن للمستثمر الاستثمار بأسهم البنك التجاري الدولي لأنها تحقق عوائد موجبة ولا يمكنه الاستثمار بأسهم شركة اعمار مصر للتنمية، أما في سنة 2018 فلا يمكن للمستثمر الاستثمار في أسهم كلا الشركتين لان عوائدها سالبة.

- وهذا التحليل يدل على عدم ارتقاء سوق الأوراق المالية المصري إلى مستوى الكفاءة حتى في مستواها الضعيف، ولا يمكن للمستثمرين الاعتماد عليه في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فيمكنه استغلاله كموجه فقط نحو الشركات الراجعة.

الخاتمة

من خلال معالجتنا لموضوع انعكاس كفاءة الأسواق المالية على اتخاذ قرارات الاستثمار المالي من منظور العائد والمخاطرة توصلنا إلى أن أسواق الأوراق المالية تعتبر من أهم مجالات الاستثمار، لأنها تعمل على توجيه موارد المجتمع نحو الاستثمارات الراجحة، وتمويل المشاريع الاستثمارية من خلال تعبئة المدخرات من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي من المشاريع المختلفة، وهذا يقود إلى تحقيق التنمية الاقتصادية، لذلك يجب على سوق الأوراق المالية القيام بالدور المنوط بها؛ من خلال توفير معلومات ذات خصائص نوعية وفي الوقت المناسب وبعادلة بين المستثمرين، حتى يمنحها المستثمر ثقته التامة، لان الاستثمار بالأوراق المالية يتطلب الإلمام بجميع المعلومات المالية والاقتصادية للورقة المراد الاستثمار فيها بأكبر قدر من المكاسب وبأقل التكاليف الممكنة، كما يتطلب اختيار الوقت المناسب للاستثمار لذلك يجب على المستثمر القيام بمختلف التحليلات اللازمة بالاعتماد على الأساليب الإحصائية والرياضية واحترام مبادئ ومراحل اتخاذ القرار الاستثماري حتى يكون قراره رشيدا في ظروف حالة عدم التأكد والحيلة والحذر وحتى تقوم سوق الأوراق المالية بهذا الدور بفعالية يجب أن تكون ذات كفاءة.

وقد اهتمنا مناقشة هذه الدراسة بالإجابة على الإشكالية الرئيسية المتمثلة في مدى انعكاس مستويات كفاءة الأسواق المالية على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصري تحت قيد العائد والمخاطرة. وقد تعرضنا من خلال مناقشة هذه الدراسة إلى ثلاث فصول، تمثلت في فصلين نظريين وفصل تطبيقي، وبعد إنهاء الدراسة توصلنا إلى مجموعة نتائج نظرية وأخرى تطبيقية كالآتي:

أولاً: اختبار صحة فرضيات الدراسة:

الفرضية الاولى:

- إن المستثمر في سوق الأوراق المالية عندما يقوم باتخاذ القرار الاستثماري المالي يحتاج إلى مجموعة من المعلومات الملائمة التي تساعد في تقييم البدائل الاستثمارية المتاحة، وفي المبادلة بين العائد والمخاطرة من اجل اختيار البديل الأفضل الذي يحقق له الهدف المنشود من اختيار محفظته المالية.

والقرار الاستثماري المالي يتخذه المستثمر أو الإدارة المالية وهو يتعلق بكيفية استخدامهم لمواردهم المالية المتاحة لاقتناء الأوراق المالية التي تختلف الواحدة منها عن الأخرى، من حيث عدة خصائص من بينها الفترة الزمنية التي تؤدي بالمستثمر إلى الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود عن طريق احتساب القيمة الحالية للعائد المستقبلي وأيضا خاصية عدم التأكد التي تقتضي باحتمال وقوع الخطر، كما أن معظم الاستثمارات تتطلب مبالغ ضخمة تؤثر على المستثمر ومشروعه.

لذلك يجب أن يبنى القرار الاستثماري على أسس ومبادئ علمية تستوجب إجراء دراسات وتحليلات اقتصادية وفنية وواقعية بالاعتماد على وسائل وأساليب إحصائية ورياضية، وحتى ينجح المستثمر في دراسة وتحليل للبدائل الاستثمارية المختلفة يجب أن تكون المعلومات التي تركز عليها متنوعة منها ما هو متعلق بالظروف الاقتصادي ككل ومنها ما يتعلق بالشركة وأيضا يجب أن تكون المعلومات تاريخية وحالية والخاصة التي توجد لدى المطلعين، وحتى تفي هذه المعلومات الغرض يجب أن تكون سليمة وان يتحصل عليها المستثمر في الوقت المناسب وبسرعة وبدون تكاليف وان تتميز بمبدأ الشفافية والعدالة في وصولها إلى المستثمرين وان تكون كافية سهلة الحصول عليها ومفهومة بالنسبة للمستثمر، لأنها تساعد المستثمر في تحديد أسعار الأوراق المالية وفي تقييم أداء الشركات وفي تحديد المبلغ الذي يجب دفعه كمقابل للحصول على الورقة المالية، لان هذه المعلومات تعتبر أساسا ضروريا يمكن المستثمر من الوصول إلى الاستثمار المناسب. وعليه **تفرض الفرضية الاولى** القائلة بان العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية هي المعلومات التاريخية والمعلومات العامة والخاصة التي توفرها الأسواق المالية عن الشركات المسجلة بالسوق المالي، لأنه بالإضافة إلى توفر هذه المعلومات يجب أن تتميز بخصائص الجودة السابقة الذكر فبالرغم من اعتماد المستثمر على معلومات ذات جودة عالية وعلى جميع أنواع التحليل لا يصل إلى الدقة التامة فيبقى قراره مبني على الحيلة والحذر في ظروف عدم التأكد.

الفرضية الثانية:

- حتى يكون القرار الاستثماري مناسب ويحقق هدف المستثمر يجب أن تكون سوق الأوراق المالية ذات كفاءة ونعلم أن نظرية كفاءة الأسواق المالية تتطلب أن يكون السوق المالي يتميز بالخصائص الآتية: أن لا يكون هناك فاصل زمني بين وصول المعلومة إلى السوق وانعكاسها على سعر الورقة المالية، لا توجد حواجز على دخول وخروج المستثمرين ورؤوس الأموال إلى سوق الأوراق المالية، لا توجد تكاليف على المعاملات، لا توجد ضرائب على الأرباح المنافسة في السوق كاملة ولا يمكن لأي مستثمر التأثير على أسعار الأسهم، وجود عدد كبير من الأدوات المالية ويمكن شراء وبيع أي كمية منها وأيضا وجود عدد كبير من المستثمرين بالسوق المالي، المعلومات متوفرة لجميع المستثمرين ودون تكاليف وسهل الحصول عليها، كل المستثمرين يتمتعون بالرشد، كل المستثمرين يسعون لتعظيم منفعتهم.

لكن هذه الخصائص السابقة تمثل الكفاءة الكاملة التي لا يمكن تطبيقها على ارض الواقع ماعدا رشد المستثمر وسعيه لتعظيم منفعته، لذلك يمكن الحكم في الواقع على كفاءة سوق الأوراق المالية عندما يكون قادرا على تحقيق التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية، وتوزيع الموارد بالشكل الأمثل، وتقديم خدمات بأقل تكلفة ممكنة وان تعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات الحقيقية المتعلقة بالشركة المصدرة لتلك الورقة مع وجود فاصل زمني

قصير بين وصول المعلومة وانعكاسها على سعر الورقة المالية وبالتالي تكون أسعار الأوراق المالية عادلة، وهذا ما يعرف بالكفاءة الاقتصادية.

غير أن هذه الكفاءة الاقتصادية تختلف من سوق لآخر حسب نوعية المعلومات المنعكسة على أسعار الأوراق المالية فمن الأسواق ما تعكس أسعار أوراقها المالية المعلومات التاريخية بشأن ما حدث من تغيرات على سعر السهم وحجم تعاملاته في الماضي، وإن استغلها من طرف المستثمر في اتخاذ قراره غير مجدي، وهذا النوع يرفض التحليل الفني ويطلق عليها بالصيغة الضعيفة لكفاءة السوق المالي.

وهناك أسواق مالية أخرى تعكس أسعار أوراقها المالية المعلومات التاريخية بالإضافة إلى معلومات أخرى حول الشؤون الدولية وظروف الصناعة والتقارير المالية للشركة وغيرها من التقارير والمعلومات الأخرى، فلا يمكن هنا لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية، ويطلق على هذا النوع من الأسواق الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق المالي. كما توجد أسواق أخرى تكون المعلومات التي تعكسها أوراقها المالية واسعة فهي تعكس المعلومات السابقة في الكفاءة الشبه قوية بالإضافة إلى المعلومات الخاصة التي لا يصل إليها إلا من كان داخل السوق، وبالتالي لا يمكن تحقيق أية أرباح غير عادية، وهذا غير ممكن لأن كبار الموظفين والمساهمين يمكنهم الحصول على المعلومة قبل نشرها ويمكنهم الحصول على ربح غير عادي، وهذا ما يطلق عليه بالصيغة القوية لكفاءة السوق المالي، وعليه تقبل **الفرضية الثانية** القائلة بأن مستويات كفاءة السوق المالي المؤثرة على قرارات الاستثمار المالي هي الكفاءة الضعيفة والكفاءة الشبه قوية والكفاءة القوية.

الفرضية الثالثة:

من خلال الدراسة التطبيقية لسوق الأوراق المالية المصري توصلنا إلى :

- من خلال استخدامنا لبعض مؤشرات سوق الأوراق المالية بهدف اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية المصري توصلنا إلى أن مؤشر عدد الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري يوضح أن الشركات المقيدة بالسوق محتشم وغير كاف للوصول بالسوق إلى مستوى الكفاءة، حيث وصل أعلاها خلال فترة الدراسة إلى 321 شركة مقيدة بالسوق المالي سنة 2011 بالرغم من أنها فترة عصيبة مر بها السوق المالي المصري في تاريخه من خلال تأثير الربيع العربي، وأدناها 215 شركة سنة 2020 قد يعود سببها إلى جائحة كورونا، أما مؤشر القيمة السوقية فيوضح بالرغم من تطوره وارتفاعه أنه غير كاف للارتقاء بالسوق إلى مستوى الكفاءة إذا ما تم مقارنته بالقيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية بالدول المتقدمة، حيث قدر سنة 2017 بـ 825 مليار جنيه مصري وهي أعلى قيمة له خلال فترة الدراسة ويوضح مؤشر عدد الأسهم المتداولة بالسوق المصري أن عدد الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية المصري مرتفع وفي تطور مستمر إذا ما قورن بالعدد القليل للشركات المدرجة

بالسوق حيث سجلت البورصة المصرية اعلى مستويات التداول في تاريخها سنة 2010 بسبب استقبالها لتدفقات أجنبية هي الأعلى في تاريخها، وان القيمة السوقية للأسهم منتعشة، فقد قدرت عدد الأسهم المتداولة في السوق بـ 497770 مليون سنة 2019، لكنها أعداد لا يمكنها أن تحقق الكفاءة لسوق الأوراق المالية المصري. كما يشير مؤشر القيمة الاسمية لأسهم الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري أن القيمة الاسمية للأسهم مرتفعة وهذا يدل على ارتفاع رأس مال الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري أي زيادة نسبة المستثمرين الكبار بالسوق على نسبة صغار المستثمرين لكن عمق واتساع السوق يتطلب ارتفاع نسبة صغار المستثمرين في التداول بسوق الأوراق المالية مما يزيد من مستوى كفاءة السوق المالي، وهذا لا يتوفر بسوق الأوراق المالية المصري، حيث قدرت أعلى قيمة لها خلال فترة الدراسة سنة 2011 بـ 130 مليار جنيه، كما توصلنا إلى أن المستثمر عند مفاضلته بين أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية من أجل اتخاذ قرار الاستثمار المالي، يقوم بحساب عوائد ومخاطر أسهم هذه الشركات بالاعتماد على المعلومات المالية وغير المالية التي تقوم البورصة المصرية بنشرها عن الشركات المدرجة بها، وهذه المعلومات حتى تفي بالغرض المطلوب يجب أن تكون ذات جودة وحتى تكون ذات جودة يجب توفر عنصر الكفاءة في سوق الأوراق المالية المصري، ولقد توصلنا من خلال حساب عوائد ومخاطر شركات العينة انه لا يمكن للمستثمر اتخاذ قرار الاستثمار بأسهم الشركتين خلال سنة 2018؛ حسب مفاضلته بين العائد والمخاطر للأسهم المختلفة، والمستثمر الرشيد ينتظر حتى تتحسن الظروف ويقوم باتخاذ قرار الاستثمار وهذا من أجل تعظيم منفعته، أما في سنة 2019 فيمكنه فقط الاستثمار بالبنك الدولي لان أسهم شركة اعمار مصر عوائدها سالبة وهذا من أجل تعظيم عوائده، أما في سنة 2020 فلا يمكنه الاستثمار في كلا المؤسستين لأنهما يحققان عوائد سالبة؛ فالأحسن للمستثمر الانتظار حتى تتحسن الظروف والتي قد يرجع سببها إلى انتشار جائحة كورونا.

وهذا التحليل يدل على عدم ارتقاء سوق الأوراق المالية المصري إلى مستوى الكفاءة حتى في مستواها الضعيف ولا يمكن للمستثمرين الاعتماد عليه في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فيمكنه استغلالها كموجه فقط نحو الشركات الراجعة. وبالتالي تقبل الفرضية القائلة بان السوق المالي المصري لا يرتقي إلى مستوى الكفاءة بسبب عدم وجود ثقافة الإفصاح عن المعلومات والتداول بالسهم في الدول السائرة في طريق النمو.

ثانياً: نتائج الدراسة:

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى النتائج الآتية:

النتائج النظرية:

تمثلت النتائج النظرية في:

- إن عملية اتخاذ القرار الاستثماري هي عملية المفاضلة بين بديلين أو أكثر، وحتى يكون قرار الاستثمار سليم يجب على المستثمر إتباع مبادئ ومعايير ومراحل اتخاذ قرار الاستثمار التي تبدأ من التعرف على المشكلة إلى تحليلها واختيار البديل الأفضل.
- إن المعلومات المالية وغير المالية لها دور واثر كبير على المستثمر عند اتخاذه لقرار الاستثمار لأنها بمثابة العمود الفقري لقراراته.
- حتى يستطيع المستثمر المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة فهو بحاجة إلى مجموعة من المعلومات ذات جودة تتمثل في كونها كافية وموضوعية وصادقة ولا تتضمن أي قصور أو تلاعب أو غش، وعلى قدم المساواة بين المستثمرين وفي الوقت المناسب؛ وبالتالي فهي توجه المستثمر نحو الاستثمارات الأكثر مردودية.
- حتى تكون توقعات المستثمر دقيقة يجب عليه المفاضلة بين العائد والمخاطرة التي توجد بينهم علاقة طردية على ضوئها وبناء على إمكانياته وميوله تتم المفاضلة بين البدائل المختلفة.
- لا يمكن للمستثمر استثمار كل ثروته في ورقة مالية واحدة بل يجب عليه التنوع لتجنب المخاطر عن طريق تشكيل محافظ استثمارية.
- إن جودة القرار الاستثماري مرتبط بوجود سوق مالي ذات كفاءة، لأنها تقلل من درجة عدم التأكد المرتبطة بقرار الاستثمار المالي والوصول إلى الأسعار الحقيقية للأسهم وهذا يؤدي لزيادة عدد الصفقات وزيادة السيولة وتخفيض تكاليف العمليات وتقليل تكاليف معالجة المعلومات لدى الخبراء وتقليل المخاطر وزيادة العائد وتشجيع التعامل بالسوق، وبالتالي باتخاذ القرار المناسب.
- تتمثل وظيفة سوق الأوراق المالية في توصيل المعلومات للمستثمرين لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب والتعرف على أنواع المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها الاستثمار المالي، وتنوع الأوراق المالية وتقليل المخاطر، من اجل تحقيق عائد اكبر بأقل مخاطرة.
- حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من القيام بوظائفها بكفاءة يجب أن تتوفر على نظام معلوماتي ذا جودة عالية يساعد المستثمرين على بناء توقعات دقيقة.
- حتى يصل السوق المالي إلى مستوى الكفاءة يجب أن يعكس سعر السهم الذي أصدرته الشركة المدرجة المعلومات التاريخية والحالية والخاصة للشركة وللظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة في أي لحظة تدفقت فيه معلومة جديدة إلى السوق صعودا أو هبوطا وبكل موضوعية، ويجب أن تكون هذه المعلومات متاحة لجميع المستثمرين في نفس الوقت والسرعة وأن تكون واضحة ودقيقة وبدون تكاليف.

- يوجد نوعين من الكفاءة المثلى للسوق المالي هما الكفاءة الكاملة وتمثل في الانعكاس الفوري للمعلومة الجديدة في سعر الورقة المالية، والكفاءة الاقتصادية والمتمثلة في وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة وانعكاسها في سعر الورقة المالية، وحتى تتحقق هذه الكفاءة يجب توفر متطلباتها المتمثلة في كفاءة التخصيص والكفاءة الإعلامية وكفاءة التشغيل والتسعير.

- حتى تتحقق كفاءة السوق المالي يجب أن يتميز بالسيولة العالية وبالحركة العشوائية للأسعار.

- للسوق المالي الكفاء ثلاث فروض هي المستوى الضعيف الذي يعكس سعر السهم فيه المعلومات التاريخية فقط والمستوى الشبه قوي الذي يعكس فيه سعر السهم المعلومات التاريخية والحالية بينما يعكس سعر السهم في المستوى القوي المعلومات التاريخية والحالية والخاصة.

- إن السوق الضعيف الكفاءة يحظى باهتمام المحللين وكافة المتعاملين بالسوق لان السعر السوقي للورقة المالية يبتعد كثيرا عن قيمتها الحقيقية.

- حتى يكون قرار الاستثمار سليم على المستثمران يعتمد على أدوات التحليل المختلفة، كالتحليل الأساسي الذي يعتمد على تحليل الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة والشركة، أو التحليل الفني الذي يدرس متغيرات السوق بالماضي ومعرفة نمط حركتها لغرض التنبؤ بحركتها في المستقبل مبكرا.

- للسوق المالي الكفاء مجموعة مؤشرات تعبر عنها وتعكس أدائها في الوقت نفس.

- النتائج التطبيقية:

لقد حاولنا من خلال هذه الدراسة التطبيقية اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية، حيث اعتمدنا في ذلك على مجموعة من مؤشرات السوق المالي حتى نتمكن من الحكم عليها، وقد استخدمنا من بين هذه المؤشرات؛ مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر رأس المال السوقي، ومؤشر سيولة سوق الأوراق المالية المتضمن لعدد الأسهم المتداولة بالسوق المالي والقيمة الاسمية لهذه الأسهم وعدد الصفقات التي تمت بهذا السوق خلال فترة الدراسة، وقد توصلنا إلى النتائج التالية:

- إن مؤشر عدد الشركات المدرجة يشير إلى أن عدد الشركات المدرجة منخفض بسوق الأوراق المالية المصري مقارنة بعدد الشركات المدرجة بأسواق المال الكبرى في الدول المتقدمة، وهذا المؤشر يقيس مدى اتساع حجم السوق؛ وبالتالي فسوق الأوراق المالية المصري قليل الاتساع.

- أما مؤشر رأس المال السوقي فبالرغم من ارتفاع قيمته والتطور الذي عرفه خلال فترة الدراسة فهو يعد ضعيف بالمقارنة بسوق الأوراق المالية في الدول المتقدمة، وبالتالي فهو يشير إلى وجود عجز بسوق الأوراق المالية المصري

في تعبئة المدخرات وتشجيع الاستثمار والتوجيه الجيد لموارد المجتمع نحو الشركات الراجعة، كما أن معدل نمو رأس المال السوقي يبين البطء الشديد في تطور سوق الأوراق المالية المصري.

- أما مؤشر سيولة السوق فقد تم اختباره بعدد الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية المصري الذي يعد مرتفعاً إذا ما تمت مقارنته بعدد الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري، لكنه يبقى غير كاف للوصول بالسوق إلى مستوى الكفاءة، أما القيمة الاسمية للأسهم المدرجة يعتبر مرتفع وهذا دليل على ارتفاع رأس مال الشركات المدرجة بالسوق المالي المصري، بالإضافة إلى عدد الصفقات المرتفع إذا ما تمت مقارنته بالعدد المحتشم للشركات المدرجة؛ كما أن مؤشر عدد الشركات المدرجة يشير إلى أن السوق المالي المصري قليل الاتساع، كما أن معدل نمو عدد وقيمة التداول تشير إلى ركود في نشاط سوق الأوراق المالية المصري وكل هذا يشير إلى عدم سيولة سوق الأوراق المالية المصري.

- ولقد توصلنا من خلال حساب عوائد ومخاطر الشركات التي تمثل عينة الدراسة وهي شركة اعمار مصر للتنمية والبنك التجاري الدولي، انه لا يمكن للمستثمر اتخاذ قرار الاستثمار بأسهم الشركة والبنك خلال سنة 2018 وسنة 2020، حسب مفاضلته بين العائد والمخاطرة للأسهم المختلفة لان أسهمهما يحققان عوائد سالبة والمستثمر الرشيد ينتظر حتى تتحسن الظروف ويقوم باتخاذ قرار الاستثمار وهذا من اجل تعظيم منفعته، أما في سنة 2019 فيمكنه فقط الاستثمار بالبنك الدولي لان أسهم شركة اعمار مصر عوائدها سالبة، والتي قد يرجع سببها إلى انتشار جائحة كورونا لان أسواق المال تعتبر من أكثر المجالات الاقتصادية حساسية للظروف السياسية والاقتصادية والأمنية للدول.

وهذا التحليل يبين أن كل المؤشرات تجعلنا نستنتج أن سوق الأوراق المالية المصري لا يرتقي إلى مستوى الكفاءة حتى في مستواها الضعيف، ولا يمكن للمستثمرين الاعتماد عليه في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، لكن يمكنهم استغلاله كموجه فقط نحو الشركات الراجعة.

رابعاً: توصيات البحث

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، ومن اجل إبراز أهمية تأثير كفاءة الأسواق المالية على القرار الاستثماري المالي في سوق الأوراق المالية نقترح التوصيات التالية:

- 1- حتى يكون القرار الاستثماري المالي صائب يجب توفر سوق مالي ذات كفاءة.
- 2- على المستثمر في السوق المالي إدراك مدى أهمية المعلومات المالية وغير المالية الخاصة بالبدائل الاستثمارية في ترشيد قراراته الاستثمارية في سوق الأوراق المالية.

- 3- على الأسواق المالية القيام بنشر الوعي والتدريب في جمهور المستثمرين حول أهمية ونوعية المعلومات وكيفية استغلالها لترشيد قراراتهم الاستثمارية.
- 4- يجب إلزام الشركات المدرجة بالبورصة بالإفصاح عن كافة معلوماتها بعدالة وبدون تكاليف للمستثمرين، وتوعيتها بأهمية وضرورة ذلك.
- إلزام الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية بضرورة إعداد مواقع الكترونية وتحديثها بمعلومات الإفصاح.
- 5- إن وصول السوق المالي إلى مستوى معين من الكفاءة لا يعني انه لا يعاني من بعض الصعوبات والانحرافات لذلك يجب على المستثمر الرشيد إدراك هذا الأمر واستغلال جوانب أخرى تساعد في ترشيد قراره الاستثماري كنظرية الإشارة والاستعانة بالخبراء والمختصين.
- 6- تحسين الإطار القانوني والتنظيمي لسوق الأوراق المالية وضرورة توفير جهاز معلوماتي عالي الجودة من اجل جذب المستثمرين وكسب ثقتهم، وكبح المضاربة والمعاملات الوهمية التي تؤدي للتلاعب بالأسعار من اجل دعم كفاءة سوق الأوراق المالية.
- 7- تنوع الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية لمساعدة المستثمر في اختيار الاستثمار حسب رغبته وبالتالي زيادة عدد المستثمرين بالسوق المالي وهذا يزيد من كفاءة سوق الأوراق المالية ويقلل المخاطر.
- 8- فرض الرقابة على المعلومات المنشورة في سوق الأوراق المالية لضمان ترشيد القرار الاستثماري.
- 9- توعية المستثمرين بالاهتمام بنوعية المخاطر التي تواجه استثماراتهم، وتقييم مدى جودة معلوماتهم المالية لتفادي المخاطر الاستثمارية.
- 10- الاستعانة بالخبراء لتوفير التحليلات اللازمة التي تبين للمستثمر اثر المعلومات المختلفة على الأسعار.
- 11- القضاء على السوق السوداء للمعلومات من طرف الهيئات المختصة والقضاء على التخمينات والإشاعات لان الحكم الشخصي لا يؤدي إلى القرار الصائب.
- 12- جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية ودعم القطاعات المختلفة لدخول سوق الأوراق المالية بغرض تنويع الاستثمارات وزيادة عدد المستثمرين ورفع السيولة في السوق المالي، وبالتالي دعم كفاءة سوق الأوراق المالية.
- 13- تأهيل العنصر البشري على تحليل وتقييم المعلومات المالية لان قلة الخبرة تؤدي إلى الغموض.
- 14- الحرص على توفر المعلومة المالية على الخصائص النوعية لتسهيل عملية اتخاذ القرار الاستثماري.
- 15- إن العائد والمخاطرة مرتبطان ببعضهما البعض بعلاقة طردية وعلى المستثمر إدراك هذا الأمر، ومنحه العناية اللازمة عند اتخاذ قراره الاستثماري.
- 16- يجب على المستثمر تنويع محفظته الاستثمارية لتقليل المخاطر وتحقيق أكبر عائد.

17- يجب تحديث سوق الأوراق المالية المصرية من جميع النواحي لمواكبة أسواق المال العالمية خاصة في الدول المتقدمة حتى تصل إلى المستوى المطلوب من الكفاءة.

18- يجب على المستثمر قبل اتخاذه للقرار الاستثماري تحليل وتقييم الأوراق المالية للتعرف على مخاطرها وعوائدها واختيار الأوراق ذات الأكبر عائد والأقل مخاطرة.

خامسا: أفاق البحث في الموضوع

لا تعتبر هذه الدراسة شاملة لجميع جوانب الموضوع لان القرار الاستثماري لا يمكن اتخاذه فقط في الجانب المالي ولا يتأثر فقط بكفاءة سوق الأوراق المالية ولا تتحكم فيه فقط المتغيرات الضابطة المتمثلة في العائد والمخاطرة فهو موضوع واسع النطاق ومتشعب الأبعاد، وهذه الدراسة اقتصرت على تأثير كفاءة الأسواق المالية على اتخاذ القرار الاستثماري المالي من منظور العائد والمخاطرة خلال الفترة 2010- 2020، وهذا ما يفتح مجالات للبحث والدراسة لذلك يمكن الإشارة إلى المجالات التالية التي يمكن أن تشكل مواضيع جديدة للبحث منها:

- دراسة اثر توحيد مجلس إدارة أسواق الأوراق المالية العالمية على كفاءة الأسواق المالية.

- انعكاس كفاءة الأسواق المالية على اتخاذ قرار الاستثمار دراسة حالة بورصة الجزائر.

- انعكاس تطبيق قوانين الاستدامة المالية على كفاءة أسواق الأوراق المالية.

- اثر التدقيق المحاسبي على اتخاذ قرارات الاستثمار المالي.

-اثر أدوات التحليل المالي على اتخاذ قرار الاستثمار المالي.

قائمة المصادر والمراجع

أ- الكتب

1. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي - الإسكندرية -، الطبعة الأولى 2006.
2. عز الدين شرون، اقتصاديات النقود وأسواق رأس المال، منشورات الفا للوثائق - عمان -، الطبعة الأولى 2020.
3. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة - عمان -، الطبعة الأولى 2009.
4. توفيق محب خلة، الهندسة المالية، دار الفكر الجامعي - الاسكندرية -، طبعة الاولى، 2011.
5. دوييز بيرم، المضاربة في البورصة، مجموعة النيل العربية، الطبعة الاولى، 2011.
6. فاطمة الزهراء محمد ظاهري، المخاطر الزراعية، دار أسامة للنشر والتوزيع - عمان -، الطبعة الاولى، 2014.
7. نوري موسى شقيري وآخرون، المؤسسات المحلية والدولية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الاولى 2009.
8. محمد نصر الدين الدرمللي، إدارة الاستثمار الأجنبي، دار غيداء للنشر والتوزيع - عمان -، الطبعة الاولى 2018.
9. معروف هويشار، دراسات الجدوى الاقتصادية، دار صفاء للنشر والتوزيع، طبعة 2015.
10. حمد عيسى خلفان، إدارة الاستثمار والمحافظة المالية، الجنادرية للنشر والتوزيع - الأردن -، الطبعة الأولى 2016.
11. رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع - الأردن -، الطبعة الرابعة 2006.
12. محمد دياب، دراسات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشاريع الاستثمارية، دار المنهل اللبناني الطبعة الثالثة 2014.
13. أمين احمد السيد احمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة الدار الجامعية - الإسكندرية.

ب- الأطروحات و رسائل الماجستير

1- أطروحات الدكتوراه

14. مصطفى يوسف سبسي، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة تلمسان - ، السنة الجامعية 2012 - 2013.
15. سليم بن حمون، اثر الإفصاح المحاسبي على جودة القرارات الاستثمارية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة بسكرة - ، السنة الجامعية 2018 - 2019.
16. الطيب الوافي، دور وأهمية نظام المعلومات في اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة عباس فرحات سطيف -، أطروحة دكتوراه، السنة الجامعية 2011 - 2012.
17. بحري علي، التحليل المالي كوسيلة مساعدة في اتخاذ القرارات في المؤسسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة - ، أطروحة دكتوراه، السنة الجامعية 2018 - 2019.
18. زوينة مخلل، مساهمة نظام المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات التمويلية بالمؤسسة الاقتصادية أطروحة دكتوراه جامعة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة بسكرة -، السنة الجامعية 2019 - 2020.
19. حسام بن فريجة، بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة الأسواق رأس المال، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة سيدي بلعباس -، السنة الجامعية: 2020 - 2021.
20. مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة بسكرة - السنة الجامعية 2013 - 2014.

2- رسائل الماجستير

21. عبد الله بن الضب، كفاءة الأسواق المالية وتكاملها، مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة ورقلة - ، السنة الجامعية 2001 - 2009 .
22. عبد الرحمن بن عزوز، دور الوساطة في تنشيط سوق الأوراق المالية، مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة قسنطينة -، السنة الجامعية 2011 - 2012.
23. سعيدة تلي، التنبؤ بالمر دودية لتسيير المحافظ المالية، رسالة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير - جامعة ورقلة - ، السنة الدراسية: 2008 - 2009.

24. سمية بلعيد، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية، مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية علوم التسيير - جامعة قسنطينة -، السنة الجامعية 2013-2014.
25. بدر الدين فرج عبد الواحد خليل العشي، مدى إدراك المستثمرين للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وأثرها على قرارات المستثمرين، أطروحة الماجستير، كلية الاقتصاد - جامعة بن غازي -، الفصل الدراسي 2015-2016.
26. لورين إبراهيم القاضي، اثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية، أطروحة الماجستير، كلية الأعمال - جامعة الشرق الأوسط -، السنة الجامعية 2016.
27. قاسم محمد حمود، تحليل مدى تركيز وتنوع محفظة القروض باستخدام نموذج (هيرشمان - هير فيندل) وأثرهما على عائد ومخاطرة المصرف، أطروحة الماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة كربلاء -، السنة الجامعية 2019.
28. سهى نبيل السنيح، تكوين المحافظ استثمارية لشركات ذات المسؤولية الاجتماعية والشركات الإسلامية، أطروحة الماجستير، كلية الاقتصاد - جامعة دمشق -، الجامعية 2014.
29. بشار الشعرائي، التنبؤ بأداء المحفظة الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية، أطروحة الماجستير كلية الاقتصاد - جامعة دمشق -، السنة الجامعية، 1015.
30. توفيق عوض شبر، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم، أطروحة الماجستير، كلية التجارة - الجامعة الإسلامية غزة -، السنة الجامعية 2015.
31. عادل سلماني، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في السوق المالي الإسلامي، أطروحة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير - جامعة بسكرة -، السنة الجامعية 2013-2014.
32. محمود رجب محمود مسعود، تحليل أسباب الخطأ في اتخاذ القرارات في المصارف الوطنية العاملة في قطاع غزة، رسالة الماجستير، كلية التجارة - الجامعة الإسلامية غزة -، السنة الجامعية 2008.
33. حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم، مذكرة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية - جامعة بسكرة -، السنة الجامعية 2014-2015.
34. سهى نبيل الشيخ، تكوين محافظ استثمارية لشركات ذات المسؤولية الاجتماعية والشركات الإسلامية، مذكرة الماجستير، كلية الاقتصاد - جامعة دمشق -، د. سنة.

35. محمد محمد احمد رمضان، اثر التحيزات السلوكية على السلوك الاستثماري للمستثمر وكفاءة سوق الأوراق المالية، مذكرة الماجستير، كلية التجارة، - جامعة دمياط-
36. حسن دفع الله المكي، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مذكرة الماجستير، كلية الدراسات العليا قسم الاقتصاد- جامعة النيلين-، السنة الجامعية 2018.
37. علي زكي غادي، اثر القرارات الاستراتيجية التمويلية في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية على حصة السهم العادي من الأرباح، أطروحة الماجستير، جامعة الشرق الأوسط، السنة الجامعية 2015.
38. ياسين بوعاملي، الخصوصية ودور السوق المالي في تفعيلها، أطروحة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير- جامعة قسنطينة- السنة الجامعية 2009- 2010.
39. الياس الازهر بن دحان، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية-جامعة بسكرة- ، السنة الدراسية 2012- 2013.
40. محمد هاني، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير-جامعة البويرة- ، السنة الدراسية: 2020- 2021
41. معتز تاج الدين محمد، كفاءة الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، جامعة العلوم الاقتصادية والإدارية- السعودية - ، السنة الجامعية 2018.
42. إبراهيم نافع قوجي، الأسواق المالية، كلية الاقتصاد - جامعة حمادة - السنة الجامعية 2014.

ج- المجلات والمطبوعات

43. عمر عبو وآخرون، مؤشرات تقييم أداء المحفظة الاستثمارية، مجلة التنمية والاقتصاد- جامعة المسيلة- العدد 1، مارس 2017.
44. سمية صلعة، مطبوعة دروس في مقياس المؤسسة والأسواق المالية، مطبوعة دروس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير- جامعة البيض-، السنة الجامعية 2017-2018.
45. بن عمر بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية العدد2، 2012.
46. رشيدة زاوية، سعيدة بلعور، دور الإفصاح المحاسبي وجودة المعلومات المحاسبية في ضمان كفاءة الأسواق المالية، مجلة البديل الاقتصادي، العدد 8، جامعة غرداية.

47. شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10 جامعة سطيف، 2010.
48. حمد العيد عمامرة، كفاية الإفصاح المالي في التقارير المالية للشركات المدمجة في بورصة الجزائر، SCF، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد 6، العدد الأول، جامعة الوادي، 2021.
49. محمود علي شاكر، اثر وسائل الترويج في تنمية نشاط الأسواق المالية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، العدد 29، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، 2014.
50. عبد القادر بسبع، بن عيسى بن علي، دور الإفصاح في ظل المعايير الدولية للتقارير المالية وأثره على زيادة كفاءة الأسواق المالية، مجلة البحوث والدراسات التجارية، العدد الأول، جامعة سيدي بلعباس - جامعة الجلفة، 2017.
51. كلثوم جريو، محمد يدو، دور مبدأ الإفصاح و الشفافية في تعزيز كفاءة الأسواق المالية، مجلة الاقتصاد الجديد العدد 16، المجلد 1- 17 20، جامعة بسكرة، السنة الجامعية 2017.
52. ياسمينه عمامرة، عبد الكريم زرقاوي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في ظروف المخاطرة وعدم التأكد، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 11، العدد 1، جامعة تبسة، السنة الجامعية 2018.
53. حمود جمام، أميرة دباش، اثر قائمة التدفقات النقدية على قرارات المالية، مجلة البحوث الاقتصادية، العدد الرابع، جامعة أم البواقي، 2015.
54. صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، عدد 7، جامعة محمد خيضر - بسكرة -، السنة الجامعية 2009.
55. زبير عياش، أحلام برحايلي، اثر الحوكمة في تفعيل القرار الاستثماري في أسواق رؤوس الأموال، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي، 2018.
56. حليلة عطية وآخرون، محددات الاستثمار المالي في اتخاذ القرارات الاستثمارية، مجلة المنهل الاقتصادي، العدد 2، جامعة البليدة، 2020.
57. نورهان السيد محمد عبد الغفار، استخدام أسلوب التنقيب في البيانات لدعم المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية المستقبلية واثار ذلك على تعزيز كفاءة القرارات الاستثمارية في السوق المالي المصري مجلة البحوث المالية والتجارية جامعة بور سعيد، العدد الأول، 2020.
58. يمينة عبدلي، هلال درحمون، اثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرار الاستثماري في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة الريادة للاقتصاد، العدد 3، جامعة البليدة، 2020.

59. محمد فوزي، قرارات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية بين العوائد والمخاطر، جريدة الشروق، 27 ديسمبر 2015.
60. هوارى سويسى، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ القرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد 5 جامعة ورقلة، 2007
61. حياة براهيمى بن حراث، مطبوعة سياسة وإستراتيجية الاستثمار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة مستغانم، السنة الدراسية 2019 - 2020، طبعة أولى، 2010.

د- محاضرات والبحوث

62. محمد مداحي، محاضرات في الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة البويرة السنة الجامعية 2017 - 2018.
63. سهام عيساوي، محاضرات في مقياس الأسواق المالية، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميلة، السنة الجامعية 2021 - 2021
64. ابراهيم السيد الجندي، دور الإفصاح المحاسبي الاختياري في جذب الاستثمار لتنشيط أسواق رأس المال، بحث كلية التجارة - جامعة بور سعيد.
65. قري، محاضرات في أسواق رأس المال، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميلة.
66. عبد الرؤوف ربابعة، بناء المحافظ الاستثمارية و إدارة الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة، هيئة الأوراق المالية.
67. صالح سنوساوي، محاضرات في مقياس المخاطر المالية، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف - ميلة - السنة الجامعية 2021 - 2022.
68. يوسف مسعداوي، محاضرات في إدارة المحافظ المالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير - جامعة البليدة -، السنة الجامعية 2020 - 2021.
69. مبروك بلعزام، محاضرات في مقياس العلوم السياسية - جامعة سطيف 2.
70. لورين إبراهيم القاضي، اثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية، أطروحة الماجستير، كلية الأعمال - جامعة الشرق الأوسط -، السنة الجامعية 2016.
71. المنجي محمد العرفاوي، ملخص إدارة محفظة الأوراق المالية، قسم إدارة الأعمال - جامعة المجمع.
72. عبد الحميد بن رحومة، طلال زغبة، ماهية اتخاذ القرارات والطرق الكمية المساعدة على صنعته بالمؤسسة الاقتصادية، ورقة بحثية.

73. عثمان بن سيد احمد، مساهمة جودة المعلومات المالية في ترشيد قرارات المستثمرين على مستوى سوق الأوراق المالية، مخبر الإصلاحات الاقتصادية، التنمية، استراتيجيات الاندماج في الاقتصاد العالمي، 2021.
74. عثمان بن سيد احمد، مساهمة جودة المعلومات المالية في ترشيد قرارات المستثمرين على مستوى سوق الأوراق المالية، مخبر الإصلاحات الاقتصادية، التنمية، استراتيجيات الاندماج في الاقتصاد العالمي، 2021.

هـ- مواقع إلكترونية

75. <https://www.elfajr.orj> أطلع عليه يوم 2022/05/15
76. رقابة هيئة السوق رأس المال: <https://books.google.dz>، أطلع عليه يوم 2022/05/15
77. 1. البورصة المصرية: <http://www.egx.com.eg/history> أطلع عليه يوم 2022/05/15
78. بورصة المصرية <https://www.gata.hram.org.eg> أطلع عليه يوم 2022/05/15
79. <https://mawdoo3.com> أطلع عليه يوم 2022/05/15
80. بورصة النيل المعرفة: <https://m.marefa.org> أطلع عليه يوم 2022/05/15
81. موقع: <https://books.goo/e-dz> أطلع عليه يوم 2022/05/15
82. هيئة رقابة سوق رأس المال.
83. إصدار قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، على الرابط: <http://site.eastlaws.com> أطلع عليه يوم 2022/05/15
84. البورصة المصرية: <https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx> أطلع عليه يوم 2022/05/15
85. الهيئة العامة لسوق المال، جمهورية مصر العربية، التقرير السنوي 2002.