



Nour Bachir University Center, El Bayadh, Algeria

الجمهورية الجزائرية الشعبية الديمقراطية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
مركز الجامعي نور البشير البيض  
معهد العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



Nour Bachir University Center, El Bayadh, Algeria

إختبار كفاءة السوق المالي -دراسة حالة بورصة الجزائر-

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذة:

-صلعة سمية

من اعداد الطالبة:

- طاهري سمية

الصفة

الرتبة

الأستاذ

رئيسا

أستاذ محاضر ب

كافي ميمون

مشرفا ومقرراً

أستاذ التعليم العالي

صلعة سمية

ممتحنا

أستاذ التعليم العالي

مولاي أمينة

السنة الجامعية: 2024/2023

## شكر وعرفان

نشكر الله ونحمده على إلهامنا الصبر طيلة مشوارنا فقد اتخذناه وليا في كل خطوة خطوناها فكان منه العون وهو نعم الوكيل - نتقدم بالشكر إلى الأستاذة المشرفة " طلعة سمية " على احتضانها لهنه المذكرة وعلى نسانها وتوجيهاتها لنا طيلة إنجاز هذا العمل.

إلى الذين مهدو لنا طريق العلم والمعرفة إلى جميع أساتذتنا الأفاضل. إلى كل من زرع التفاؤل في دربنا وقد مولونا المساعدات والتسهيلات والأفكار والمعلومات وربما دون أن يشعروا بذلك فلهم منا كل الشكر.

# الاهداء

إلى والدي العزيزة حفظهما الله وربهما وأطال عمرهما

إلى والدي العزيز أطال الله في عمره

إلى إخوتي وأخواتي وأزواجهم وأولادهم

إلى جميع الأصدقاء أخص بالذكر زملاء الدفعة

إلى كل من ساندني في هذا العمل

طاهري سميرة

الفهرس

## قائمة المحتويات:

الصفحة	المحتوى
	شكر و عرفان
	الاهداء
	قائمة المحتوت
	قائمة الأشكال
	قائمة الجداول
	ملخص
أ	مقدمة عامة
<b>الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لاختبار كفاءة السوق المالي</b>	
2	مقدمة الفصل الأول
3	المبحث الأول: الأسواق المالية وأساليب اختبار كفاءتها
3	المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية
9	المطلب الثاني: مدخل إلى كفاءة الاسواق المالية
15	المطلب الثالث: اختبار كفاءة الأسواق المالية
21	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
21	المطلب الأول: استعراض أهم الدراسات السابقة لاختبار كفاءة السوق المالي
27	المطلب الثاني: موقع دراستنا من الدراسات السابقة
29	خاتمة الفصل الأول
<b>الفصل الثاني: اختبار كفاءة بورصة الجزائر عند الصيغة الضعيفة</b>	
31	مقدمة: الفصل الثاني
32	المبحث الأول: عرض منهجية الدراسة و الأدوات المستعملة
32	المطلب الأول: منهجية الدراسة
34	المطلب الثاني: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
37	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
37	المطلب الأول: تقديم نتائج الدراسة وتحليلها

## الفهرس

49	المطلب الثاني: مناقشة النتائج واختبار فرضيات الدراسة
52	خاتمة الفصل الثاني
54	خاتمة عامة
57	قائمة المصادر والمراجع
	الملاحق

## قائمة الأشكال:

الصفحة	الشكل
7	الشكل رقم (1-1): هيكل سوق الأوراق المالية
15	الشكل رقم (2-1): مستويات كفاءة سوق رأس المال
39	الشكل رقم (3-2): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر

## قائمة الجداول:

الصفحة	الجدول
33	الجدول رقم (1-2): آخر تركيبة دزاير أندكس
42	الجدول رقم (2-2): أهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر
47	الجدول رقم (3-2): نتائج اختبار ديكي فولر الموسع على سلسلة زمنية لقيم مؤشر بورصة الجزائر (دزاير أندكس)
48	الجدول رقم (4-2): نتائج اختبار فيليبس بيرون (PP) على سلسلة زمنية لقيم مؤشر بورصة الجزائر (دزاير أندكس)
49	الجدول رقم (5-2): نتائج اختبار (KPSS) على سلسلة زمنية لقيم مؤشر بورصة الجزائر (دزاير أندكس)

## ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إختبار كفاءة السوق المالية عند الصيغة الضعيفة في بورصة الجزائر، خلال الفترة 2020/01/02 إلى 2024/04/30، لاعتماد على إختبار الجذر الأحادي ADF، خلصت الدراسة إلى أن السلاسل الزمنية غير مستقرة عند المستوى، وهذا ما يؤكد على الحركة العشوائية للأسعار في بورصة الجزائر، نفس النتائج توصلنا عليها إختبارات 'KPSS' و "Phillips et Perron" وهذا ما يؤكد فرضية الحركة العشوائية لأسعار الأوراق المالية المدرجة في بورصة الجزائر ممثلة بمؤشر دزائر أندكس خلال فترة الدراسة وعليه فبورصة الجزائر كفؤة عند الصيغة الضعيفة.

**كلمات مفتاحية:** سوق مالي، كفاءة السوق، بورصة الجزائر، مؤشر دزائر أندكس.

## Abstract:

This study aims to examine the weak form efficiency of the Algerian stock market during the period from 01/02/2020 to 30/04/2024, using the Augmented Dickey–Fuller (ADF) unit root test. The study concludes that the time series are non-stationary at the level, and therefore non-stationary, which confirms the random walk of prices in the Algerian stock market. The same results were obtained using the KPSS and Phillips–Perron tests, confirming the hypothesis of the random walk of the prices of securities listed on the Algerian Stock Exchange represented by the DZ Index during the study period. Therefore, the Algerian Stock Exchange is weakly efficient.

**Key words:** Financial market, market efficiency, Algerian Stock Exchange, DZ Index.

مقدمة عامة

ارتبطت نشأة وظهور أسواق الأوراق المالية بمجىء وتطور الرأسمالية ، حيث انتشرت هذه الأسواق في معظم دول العالم لاسيما المتقدمة منها ولم يعد ممكنا تجاهل دور هذه الأسواق في الإقتصاد، حيث تعتبر آلية مهمة في هذا المجال يتم من خلالها انتقال الأموال بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي الراغبين في توظيف هذه الأموال، لذا فإن السوق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز وذلك من خلال المنشأة المالية و الأدوات المالية العديدة والمتنوعة التي يتم التعامل فيها لأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات والمشتقات المالية.

و لقد أصبحت مسألة زدة الرفاه الاقتصادي من خلال تبني خيار التمويل عن طريق الأسواق المالية مرهون بكفاءتها ودورها في تنمية وتخصيص الاستثمارات، ولا يمكن أن تؤدي السوق المالية الدور الفعال لها إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة التي تساهم في التقييم الجيد للشركات المدرجة، هذا التقييم يسمح اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد المبني على تحليل المعلومات المتوفرة والبيانات المتاحة للمستثمر. حيث أن لمعيار الكفاءة وزن مهم في أدبيات الأسواق المالية، فعلى أساسه يتم تقييم أداء هذه الأسواق وفق ثلاثة مستويات الضعيف، المتوسط والقوي، و يحدد مستوى السوق بناء على قدرتها وسرعتها على عكس المعلومات الضرورية للمستثمرين في أسعار الأسهم، و لتالي عدم إمكانية تحقيق المستثمرين لعوائد غير اعتيادية. إلا أن عدم التحكم في هذه الأسواق يؤدي الى الإضرار لاقتصاد ونشوء أزمات مالية ونقدية، و لإمكان تقليل تلك الخطورة كلما كانت السوق أكثر كفاءة حيث أن الكفاءة تختلف من دولة إلى أخرى حسب الإمكانيات وطبيعة الأدوات المالية المتاحة وقوة متانة القطاعات المكونة للاقتصاد وارتفاع مستوى المعرفة لدى المتعاملين ودرجة الاهتمام لبيانات والمعلومات.

## 1. إشكالية الدراسة:

تعد بورصة الجزائر، منصة رئيسية لتداول الأوراق المالية في الجزائر، ومنه يعد اختبار كفاءة السوق أداة أساسية لتقييم مدى فعالية البورصة، و تكتسب دراسة كفاءة السوق أهمية لغة لمختلف أصحاب المصلحة بما في ذلك المستثمرون، منظمي السوق وصانعي السياسات.

### ومن هنا يمكننا طرح الإشكالية التالية :

إلى أي مدى تتمتع بورصة الجزائر بالكفاءة عند المستوى الضعيف؟

يندرج تحت هذه الإشكالية الرئيسية بعض الأسئلة الفرعية:

- ما المقصود بكفاءة الأسواق المالية؟

- ماهي المميزات الواجب توفرها في السوق المالي الكفؤ؟

- ماهي مستويات كفاءة الأسواق المالية (صيغ الكفاءة)؟

- هل يعتبر السوق المالي الجزائري كفؤ ؟

## 2. فرضيات الدراسة :



للإجابة على الإشكالية المحورية لدراستنا قمنا بصياغة الفرضيات التالية :

- ✓ السوق المالي الجزائري يتمتع لكفاءة عند الصيغة الضعيفة.
- ✓ تعكس أسعار الأسهم في بورصة الجزائر بشكل كامل المعلومات المتاحة علنا.

### 3. أهمية الدراسة :

يحمل موضوع إختبار كفاءة السوق المالي أهمية كبيرة للمستثمرين والمنظمين وصانعي السياسات والأكاديميين. فهو يوفر رؤى قيمة حول قدرة السوق على عكس قيم الأصول الحقيقية، ويوجه قرارات الاستثمار، ويبلغ الإجراءات التنظيمية، ويساهم في تطوير سياسات اقتصادية سليمة، إن دراسة هذا الموضوع أصبح محل استقطاب الكثير من الباحثين نظرا لأهميته البالغة:

- دراسة كفاءة السوق المالي تسمح لقاء نظرة شاملة على كيفية عمله.
- توجيه المستثمرين حيث يمكن أن يساعد فهم مستوى كفاءة السوق المستثمرين في اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة وتحديد فرص التسعير الخاطئ المحتملة.
- يمكن أن تعزز نتائج دراسة كفاءة السوق المالي الإجراءات التنظيمية الهادفة إلى الحفاظ على نزاهة السوق وتعزيز الشفافية.
- يمكن لصانعي السياسات استخدام النتائج لصياغة سياسات اقتصادية سليمة تعزز تنمية السوق المالي واستقراره.

### 4. أهداف الدراسة:

- تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف لعل أبرزها:
- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب المتعلقة لأسواق المالية.
- معرفة الشروط الواجب توفرها في السوق المالي الكفاء.
- اختبار و تقييم كفاءة بورصة الجزائر في إطار نماذج كفاءة السوق الضعيفة.
- تقييم مدى انعكاس أسعار الأسهم في بورصة الجزائر للمعلومات المتاحة علنا، بما في ذلك البيات التاريخية وحجم التداول.

### 5. أسباب اختيار الموضوع:

- اعتبار الموضوع في مجال التخصص.
- الميول الشخصي للموضوع.
- الشعور همية الموضوع خاصة مع التحولات في الوقت الراهن.
- اعتبار الأسواق المالية معيار أساسي للتطور الاقتصادي.

### 6. حدود الدراسة :

اقتصر البحث في جانبه النظري على الدراسة والإلمام لمفاهيم والمعطيات الخاصة بكفاءة الأسواق المالية اعتبارها الوسط الذي يتم من خلاله تداول الأوراق المالية. أما الدراسة التطبيقية فأجريت على بورصة الجزائر ، وفق معطيات العينة المدروسة



للفترة من 2020/01/02 إلى 2024/04/30، وذلك بغية مسايرة آخر المعطيات والإحصائيات ومن ثم الحصول على نتائج حديثة ذات قيمة إضافية.

#### 7. صعوبات الدراسة:

من بين الصعوبات التي واجهتنا في إنجاز هذا البحث هي صعوبة حصر وتركيز واختصار الدراسة وذلك نظرا لتشابه وتوسع الموضوع مما يصعب علينا الإلمام بجوانبه.

#### 8. المنهج المتبع:

للإجابة على التساؤلات السابقة ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي في الفصل الأول من دراستنا من خلال استعراض الأدبيات النظرية والتطبيقية، كما يعتمد على منهج دراسة حالة في الفصل الثاني.

#### 9. تقسيم الدراسة:

بغية الإجابة على إشكالية الدراسة وانطلاقاً من الفرضيات التي تم صياغتها قسمنا الدراسة إلى فصلين كالآتي :

**الفصل الأول:** تحت عنوان الأدبيات النظرية والتطبيقية تناولنا في الأدبيات النظرية عموميات حول الأسواق المالية من خلال تبيان مفهوم ونشأة السوق المالي، أنواعه وخصائصه، كما تطرقنا إلى مفهوم الكفاءة وأنواعها من كاملة واقتصادية، مع بيان متطلبات السوق المالي الكفؤ وكذا ذكر صيغها المختلفة لقياس كفاءة السوق والمتمثلة في الصيغ الضعيفة والمتوسطة والقوية، وفي الأخير تطرقنا إلى الاختبارات التي تناسب كل صيغة.

أما الأدبيات التطبيقية فتناولنا بعض الدراسات السابقة الحديثة في هذا الموضوع سواء للغة العربية أو الأجنبية والتي اطلعنا عليها خلال بحثنا، ثم استخلاص أوجه التشابه والاختلاف من حيث المنهج والأسلوب و من حيث النتائج المتوصل إليها.

**الفصل الثاني:** تحت عنوان إختبار كفاءة بورصة الجزائر عند الصيغة الضعيفة والتي تهدف إلى تدعيم الدراسة النظرية وذلك من خلال القيام بدراسة واختبار كفاءة السوق الجزائرية (بورصة الجزائر)، حيث تناولنا فيه عرض متغيرات الدراسة عبر أخذ لمحة عن بورصة الجزائر ( التعريف، النشأة، الشركات المدرجة، الأدوات المالية القابلة للتداول في بورصة الجزائر، المتدخلون في البورصة.)، ثم تبيان مصادر الدراسة وتحديد مجتمع وعينة الدراسة، وكذلك التعرف على الأدوات المستخدمة.

و من ثم تناولنا نتائج الدراسة القياسية حيث قمنا بختبار كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها الضعيفة باستخدام اختبار جذر الوحدة على سلسلة زمنية لقيم مؤشر بورصة الجزائر ( دزاير أندكس) للفترة الممتدة من 2020/01/02 إلى 2024/04/30.

وفي الأخير قمنا بمناقشة النتائج وذلك ببيان أهم النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة القياسية كما قمنا عطاء مجموعة من التوصيات التي من شأنها أن تفيد المتعاملين في بورصة الجزائر.

## الفصل الأول

الأدبيات النظرية و التطبيقية لاختبار

كفاءة السواق المالي

## مقدمة الفصل الأول:

في وقتنا الحالي يتم التوجه بشكل كبير نحو الأسواق المالية لتمويل الحياة الاقتصادية، خاصة بعد انكشاف عيوب التمويل لاستدانة و وقوع العديد من الازمات نتيجة له، كأزمة الديون الأوروبية السيادية مما دفع الدول المتقدمة لفرض قيود على الدول ذات القدرة الائتمانية المنخفضة، لتتقلص مصادر هذه الاخيرة ويبقى البديل الأفضل أمامها هو الأسواق المالية لما لها من قدرة على حشد وتعبئة الموارد المالية والمدخرات لتوجيهها عبر القنوات الاستثمارية فتدفع عجلة الاقتصاد و تحقق الرفاهية للأفراد ، ولكن قد ينعكس دورها من الدور الفعال الى مصدر للأزمات و تدمير الثروة في غياب شرط مهم ألا و هو الكفاءة وعليه اهتمت العديد من الادبيات بفرضية الكفاءة وكيفية تحقيقها ، يتناول هذا الفصل الأدبيات النظرية و التطبيقية لاختبار كفاءة السوق المالي في مبحثين :

➤ المبحث الأول : الأسواق المالية و أساليب اختبار كفاءتها.

➤ المبحث الثاني : الدراسات السابقة.

## المبحث الأول: الأسواق المالية وأساليب اختبار كفاءتها

نتناول في هذا المبحث مطلبين أولهما يتطرق لماهية الأسواق المالية عبر ثلاث فروع لتبيان مفهوم الأسواق المالية وتطورها التاريخي و أنواعها وخصائصها، يليه المطلب الثاني ليوضح عموميات حول الكفاءة من مفهوم و انواع و متطلبات وصيغ.

## المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية

يتم التطرق في هذا المطلب إلى مفهوم ونشأة الأسواق المالية اعتبارها أحد مؤسسات النظام المالي ، إضافة إلى أنواعها وخصائصها .

## الفرع الأول: مفهوم ونشأة الأسواق المالية.

1. مفهوم سوق الأوراق المالية: هنالك عدة تعريفات للسوق المالي نذكر منها :
  - "السوق المالية عبارة عن نظام يستخدم لزدة رأس المال ، تماما مثل أي نظام آخر. وهو السوق الذي يتم تداول الأوراق المالية بيعا و شراء بين مختلف القطاعات الاقتصادية و غيرها في المجتمع بهدف تعبئة المدخرات وتنميتها و توجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة".<sup>1</sup>
  - "تعرف الأسواق المالية لها الآلية التي يتاجر بها لموجودات المالية أو المطلوت المالية وبشكل متكرر فقد لا لا يكون هناك مكا ماد للسوق ، وإنما صفقات تنفذ عبر وسائل متعددة منها الهاتف و الإنترنت ، ويمكن القول ن الأسواق المالية تمثل مفهوما واسعا وشاملا لعدد كبير من الأسواق المالية منها النقدية والأوراق المالية وتبادل العملات الأجنبية".<sup>2</sup>
  - شبكة للتمويل طويل الأجل، مبنية على الإصدار، بمعنى بيع القيم المتداولة - أسهم وسندات- والتي تسمح بتعبئة الادخار الفردي.<sup>3</sup>
2. نشأة السوق المالي:

إن نشوء سوق الأوراق المالية وتطورها كان انعكاسا لظروف واحتياجات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها ، فالتدرج و الواقعية في قيام هذه الاسواق يؤكدان على أنها لن تنشأ رنجيا من فراغ ولا بقرار

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب ، الأسواق المالية و النقدية ، الطبعة الثانية ، دار المسيرة ، 2019، ص 21 .

<sup>2</sup> سمرمد كوكب الجميل ، المدخل إلى الأسواق المالية ، دار الأكاديميون للنشر و التوزيع ، 2017، ص12.

<sup>3</sup> P.Conso, La Question financiere de l'entreprise.France: Dunod, 7eme éd, tome 2,1989, p 387.

حكومي ، وإنما كانت نتيجة لمقتضيات النمو الاقتصادي و متطلباته .<sup>1</sup> غير أنه لم تنشأ سوق الأوراق المالية بميكلها و نظمها و إدارتها التي عليها اليوم ، بصورة فجائية بل مرت بمراحل منها:<sup>2</sup>

#### أ- مرحلة إنشاء أسواق البضائع:

إن التطور الذي مس أورو لا انتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية ، وما رافق ذلك من هجرة الأدي العاملة إلى المدن ، أدى إلى ازدحام السكان فيها ، وبذلك أصبح تمويل هذه المدن تمويلا منظما لأغذية و الحبوب من المشاكل العسيرة ، مما حتم وجود سوق عالمي للإتجار لمخاصيل الزراعية وظهر ما يسمى لمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار ، وانشاء تجارة الجملة لتحمل خطر الإتجار، فنشأت الأسواق في أماكن متعددة للإتجار في هذه المخاصيل، وسميت بورصة البضائع فقد أنشأت أول بورصة للبضائع في ريس عام 1304 وقد أنشأت بورصة للبضائع في أمستردام 1608.

#### ب- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:

لقد انطلق التعامل بهذه الاوراق التجارية في فرنسا في القرن الثالث عشر ، فقد عرفت بداية تداول الأوراق التجارية " الكمبيالات و السحوت الأذنية" ، فأوجد ملك فرنسا (فليب الأشقر) مهنة سماسرة الصرف و هذا من أجل تنظيم هذه العملية.

#### ج- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي و على قارعة الطريق:

بعد اصدار وليام الثالث في عام 1693 قرار حول سندات القرض وحق التنازل عنها لأي شخص يرغب في شرائها ، بدأت أول خطوات لتحقيق سيولة الاستثمارات .

وكان يتم التعامل بهذه الصكوك في الطرقات و المقاهي وهذا قبل افتتاح بورصة لندن ، فعقب خروج المتعاملين من بورصة الملكية للبضائع كان يجتمع المتعاملين في الاوراق المالية في ممر بورصة البضائع و في مكان غير مسقوف وفي الشتاء و الام الممطرة يجتمعون في مقهى " جوت " .

#### د- مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها و أنظمتها :

صاحبت مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام لأعباء المالية ، فنمو الاقتصاد و تطور الصناعة وزدة الدخل من حية وروج التعامل في الاوراق المالية من حية أخرى ،

<sup>1</sup> حيدر حسين آل طعنة ، الأسواق المالية : النشأة ، المفهوم ، الأدوات ، الطبعة الأولى، مركز الدراسات الاستراتيجية جامعة كربلاء ، 2014، ص5 .

<sup>2</sup> عبد غالم ، عبد الحفيظ خزان ، أسواق الأوراق المالية [ نشأتها ، الوظائف الاقتصادية ، خصائصها ، وأقسامها ] ، مجلة الاجتهاد القضائي جامعة خيضر بسكرة، العدد 11، الجزائر 2016، ص 71 ، ص 72.

أملى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة نظمتها و إدارتها و مبانها ،ومن بين الأسواق المالية التي استطاعت أن تستقل بمبنى خاص هي بورصة لندن 1773 ثم ريس 1808 ونيويورك 1861 ثم طوكيو وغيرها....

### الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية:

هناك عدة أنواع للأسواق المالية و هم كالتالي :

**1. سوق النقد:** وهي السوق التي من خلالها يمكن الحصول على القروض قصيرة الأجل ،اي التي لا يزيد

أجل استحقاقها عن سنة ، سواء أكان ذلك من خلال عقد القرض المباشر، أم من خلال اصدار الأوراق المالية التي تتميز بسيولتها العالية ، أي التي يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة ، كشهادات الايداع القابلة للتداول.<sup>1</sup>

**2. سوق أرس المال :** وهي أسواق يجري فيها التعامل لأدوات المالية متوسطة وطويلة الاجل

اي التي تستحق في فترات زمنية اطول من سنة مثل الاسهم و السندات وتنقسم الى سوق الاقراض و سوق الاوراق المالية التي تنقسم بدورها الى:<sup>2</sup>

**1.1. السوق الأولية (سوق الإصدار):** وهي تلك السوق التي يتم التعامل فيها لأوراق المالية عند اصدارها وعادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار.

**2.2. السوق الثانوية (سوق التداول):** هي عبارة عن الأسواق التي يتم فيها التعامل لأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها وتنقسم إلى:

**3.2. سوق منظمة:** يقصد بذلك بورصة الأوراق المالي، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون لبيع أو الشراء (البورصات).

**4.2. سوق غير منظمة:** أسواق تختص بتداول الاوراق المالية سواء المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) أم غير المسجلة فيها ،يستخدم هذا الاصطلاح عن المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة ويقوع لتعامل ببيوت السماسرة وتنقسم السوق غير المنظمة إلى:

<sup>1</sup> مبارك بن سليمان آل فواز ،الأسواق المالية من منظور اسلامي، مذكرة تدريسية ، جامعة الملك عبد العزيز جدة ، المملكة العربية السعودية، 2010 ، ص 8

<sup>2</sup> رابع خوي ، حجاب عيسى ، مساهمة الأسواق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل سياسة التحرير المالي دراسة حالة السوق المالي الأردن ، جامعة حيضر بسكرة.

➤ **السوق الثالث:** والتي تتكون من بيوت سماسرة من غير أعضاء الاسواق المنظمة و إن كان لهم الحق في التعامل في الاوراق المسجلة من تلك الاسواق، وبيوت السماسرة تكون على استعداد بشراء و بيع الاوراق المالية ي كمية كبرت أو صغرت.

➤ **السوق الرابع:** يقصد بها المؤسسات الكبرى و الأفراد اللذين يتعاملون فيما بينهم في شراء و بيع الاوراق المالية في طلبات كبيرة الهدف منها الحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة واستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى<sup>1</sup>.

يمكننا توضيح ماسبق من تقسيمات سوق الأوراق المالية في الشكل التالي:

<sup>1</sup> عصام حسين ، أسواق الاوراق المالية (البورصة ) ، الطبعة الأولى ، دار أسامة للنشر و التوزيع ، الاردن ، عمان ، ص 17.

الشكل رقم (1-1): هيكل سوق الأوراق المالية



المصدر: صالح الحناوي ،جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ،الدار الجامعية ،

مصر، 2002، ص25-26.

## الفرع الثالث: خصائص الأسواق المالية الجيدة

لكي يطلق على السوق الأوراق المالية نه من الأسواق الجيدة ، ينبغي أن تتوفر فيه بعض الخصائص لأن السوق المالي لا يعتمد على تداول السلع الحقيقية و المستثمر فيه يشتري و يبيع الاوراق على أساسا البيات ودقة تحويلها إلى معلومات ، أي الجودة تكمن في مدى إمكانية المتعاملين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة (البيع و الشراء) في وقتها وبدقة مة .

وكذلك توفر السيولة الملائمة للسوق أي القدرة على بيع و شراء الأصول بسرعة و سهولة ، و بسعر محدد و معروف، وعدم السماح في تغير كبير و فجائي في سعر السهم بين معاملة و أخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة و جوهرية ، و أن يتسم السوق المالي لعمق من خلال وجود عدد كبير من البائعين و المشترين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات الأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري ، إضافة إلى انخفاض كتلة تنفيذ العقود فكلما كانت الكافة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة و تقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة ، و تسمى الكفاءة الداخلية ، يفضل المشاركون في السوق أن تتعدل الأسعار بسرعة وفقا للمعلومات الجديدة فيما يتعلق لعرض والطلب على الأصول وعلى ضوء العناصر في أعلاه نستخلص أن الخصائص التي يجب أن تتوفر في السوق المالي الجيد هي كما يلي<sup>1</sup>:

- 1- شفافية و علانية البيات و المعلومات لكافة مؤسسات الاوراق المالية من حيث درجة تداولها و البيات والمعلومات الدولية و المنشور عنها و دقة و حقيقة هذه المعلومات .
- 2- إيجاد مؤسسات مالية لتنمية المدخرات من خلال تحسين مستوى الخدمات المصرفية و إدارة أسعار الفائدة بكفاءة، و إنشاء شركات وساطة مالية عريقة قادرة على ان تكون حلقة وصل حيادية بين البائع و المشتري ، و أن تلتزم خلاقية المهنة و مبن مصلحة المتعاملين في السوق المالي .
- 3- تنوع الأوراق المالية من حيث النوع و الكم داخل السوق المالي و تنشيط عمليات التداول .
- 4- سهولة تنفيذ الصفقات (نقل الملكية بيعا و شراءا من مستثمر إلى آخر)، و المرونة في الاجراءات التي تتعلق بنجاز تنفيذ الصفقات.
- 5- الحرية الاقتصادية و المنافسة الحرة الكاملة لعمليات التداول و فسح المجال لقوى العرض و الطلب في تحديد أسعار الأوراق المالية وعدم السماح بتداول الأسعار غير العادلة .
- 6- التكامل مع البورصات الاخرى و استخدام تقنيات متطورة للتواصل معها ، فيما يتعلق بتوفير البيات و المعلومات و انجاز الصفقات و تسهيل مهمة الوساطة المالية .

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب ، مرجع سبق ذكره ، ص26-27.

## المطلب الثاني: مدخل إلى كفاءة الاسواق المالية

سنتطرق في هذا المطلب الى المفاهيم الاساسية حول كفاءة الاسواق المالية، التي حاول الباحثين و المختصون في مجال تمويل الاسواق المالية ضبطها، حيث ان معيار الكفاءة كان دائما ذو وزن مهم في أدبيات الاسواق المالية، فعلى اساسه يتم تقييم اداء هذه الاسواق.

## الفرع الأول: مفهوم كفاءة الاسواق المالية

في الاسواق المالية الكفؤة يتوقع أن تستجيب أسعار الاسهم لكل معلومة ترد الى السوق في اي وقت وبدون سابق انذار فانه من المتوقع ان تتحرك اسعار الاسهم ارتفاعا مع الانباء السارة و هبوطا مع الانباء غير السارة ، و بما أن هذه المعلومات ترد الى السوق وتتأثر اسعار الاسهم بهذه المعلومات وبسرعة فانه لن يتاح لأي من المستثمرين تحقيق ميزة سبق في الحصول على المعلومة، و لتالي فلن يتاح له تحقيق ارباح غير عادية، وبناء على ما سبق نستطيع القول أنه<sup>1</sup>

- في الاسواق المالية الكفؤة تكون اسعار الاسهم عبارة عن مرآة عاكسة تعكس كافة المعلومات المتوفرة عنه.
- في الاسواق المالية الكفؤة لا يمكن للمستثمر ان يحقق ارباح غير عادية فالعائد المتحقق يكفي لتعويض المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة.
- في الاسواق المالية الكفؤة تتحرك اسعار الاسهم بسرعة ارتفاعا مع الانباء الجيدة و هبوطا مع الانباء غير الجيدة.
- في الاسواق المالية الكفؤة القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة العادلة له و التي تعكس تماما القيمة الحقيقية له.
- في الاسواق المالية الكفؤة يقع السهم على خط سوق الورقة المالية.
- في الاسواق المالية الكفؤة القيمة السوقية للسهم ليست بثة ولكنها تتغير مع ورود اي معلومة للسوق، و لتالي فان لكل معلومة قيمة قد تكون موجبة او سالبة او صفر بحسب نوع و اهمية المعلومة.

<sup>1</sup> شقيري نوري موسى ، الاسواق المالية و اليات التداول ، الطبعة الاولى ، دار الكتاب النفاي، 2017، ص 139.

## الفرع الثاني انواع الكفاءة في الاسواق المالية

## 1. الكفاءة الكاملة

ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة الى السوق وبين الوصول الى

نتائج محددة بشأن سعر السهم ،حيث يحدث تغيير فوري في السعر<sup>1</sup>

يشير هذا النوع من الكفاءة الى قدرة الاسواق المالية على تزويد جميع المتعاملين في السوق لمعلومات بسرعة

وشفافية ودون وجود اي تكاليف ، مع مراعاة عدالة توقيت حصولهم على هذه المعلومات ليتمكنوا من التجاوب معها و اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.<sup>2</sup>

ولكي يسمى مفهوم كفاءة السوق لكفاءة الكاملة يقتضي توافر الشروط التالية:<sup>3</sup>

شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع و بدون تكاليف.

- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب ، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق ، أو على بيعه و شرائه لأي كمية من الأسهم و للشركة التي يرغب فيها.
- تواجد عدد كبير من المستثمرين ، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
- عقلانية المستثمرون ، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

بيد أنه في الواقع العملي قد تتخلف شروط السوق الكاملة ، إذ قد لا تتاح المعلومات بدون تكلفة فضا

على أنها قد لا تتاح بشكل متماثل بين الأطراف العاملة في السوق الأمر الذي قد يعطي الأسبقية لبعض المستثمرين على البعض الآخر ، كما تتواجد تكاليف المعاملات وتوجد ضرائب تؤثر على تعاملات السوق وقد تقف حائلا أمام اتمام المعاملات، وعلى جانب آخر تتصف العديد من الأسواق العالمية بسيطرة عدد محدود من المؤسسات على السوق بشكل يمكنها من التأثير على الأسعار و الشرط الأخير المتعلق برشادة المستثمرين فهو واقعي حيث يسعى كل مستثمر إلى تعظيم المنفعة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup>كسري اسماء، الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الاسواق المالية، الطبعة الاولى، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، عمان، الاردن، 2016، ص49.

<sup>2</sup>المومني غازي فلاح، ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2013، ص131.

<sup>3</sup>طوبيا روني خليل ، اختبار الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة مقارنة ما بين فترتي قبل و خلال الحرب على سور )، رسالة ماجستير ، الجامعة الافتراضية السورية ، سور ، 2019، ص 17.

<sup>4</sup>كسري اسماء ، مرجع سبق ذكره ، ص 50 .

ويعني مما سبق انه قد يصعب تحقيق الشروط الثلاثة الأولى أما الشرط الرابع فهو واقعي وهو المحور الأساسي لكفاءة السوق ويعتبر حدا أدنى من الشروط ولذلك ننتقل من الكفاءة الكاملة إلى الكفاءة الاقتصادية.

## 2. الكفاءة الاقتصادية :

يفترض في الكفاءة الاقتصادية للسوق أن المستثمر يسعى إلى تعظيم المنفعة ، كما يسعى أيضا إلى الحصول على المعلومات التي تساعد لتحقيق هذا الهدف وفي ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وممارسة تلك المعلومات لتأثيرها على أسعار الأوراق المالية ، أو بمعنى آخر توجد فترة إبطاء قصيرة بين وصول المعلومات وانعكاس هذه المعلومات على الأسعار في السوق. ويعني مما تقدم أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت تتكفل بعدها قوى السوق عادة التوازن<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: متطلبات الأسواق المالية الكفؤة

لكي تتحقق الكفاءة في السوق المالية ينبغي توفر ثلاث سمات أساسية هي<sup>2</sup>:

- ✓ كفاءة التسعير
- ✓ كفاءة التشغيل
- ✓ كفاءة التخصيص

وفيما يلي شرحا موجز للسمات الثلاثة:

1. كفاءة التسعير :
2. يقصد بها ن المعلومات الجديدة تصل إلى السوق بسرعة و دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة و بدون تكلفة أي أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على المعلومات و بذلك تصبح السوق عادلة أمام الجميع .
3. كفاءة التشغيل :
4. يقصد بها أن السوق قادرة على خلق التوازن بين العرض و الطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكلفة عالية للسمسرة و دون أن يتاح للتجار و المتخصصين فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مبالغ فيه .

<sup>1</sup>كسري أسماء ، مرجع سبق ذكره ، ص 51 .

<sup>2</sup>موصلي سليمان ، سليمان عد ن ، الأسواق المالية ، منشورات جامعة دمشق ، سور ، 2013 ، ص 300.

## 5. كفاءة التخصيص:

6. أي أن يتوافر في السوق إمكانية توجيه الاستثمارات نحو المشاريع الأكثر ربحية و حجبتها عن المشاريع الأقل ربحية لاعتماد فقط على سلوك المستثمرين. وهذا يتطلب توافر عدد ملائم من الأوراق المالية بما يسمح بتوزيع المخاطر و قيام المشاريع الأكثر كفاءة.

## الفرع الرابع: صيغ كفاءة الاسواق المالية

ترتبط كفاءة الاسواق المالية أساسا بتوافر المعلومات المناسبة بسرعة وبدون تكلفة لنسبة لجميع المتعاملين في السوق ، حيث تتعلق فروض السوق الكفاء بمدى استجابة أسعار الأسهم للمعلومات ، لذلك قام ( Fama 1970 ) بتحديد الصيغ المختلفة لكفاءة السوق و التي تتمثل في<sup>1</sup>:

- المستوى الضعيف.
- المستوى المتوسط (شبه القوي).
- المستوى القوي.

وفيما يلي شرحا موجزا للصيغ الثلاثة:

### 1. المستوى الضعيف:

وفقا لهذا المستوى فإن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات المرتبطة لتداول (كالأسعار التاريخية و حجم التعاملات السابقة)، و إن أي محاولة للتنبؤ أسعار الأسهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح لأن التغيرات في الأسعار خذ شكلا عشوائيا أي أن عوائد الأسهم المستقبلية تكون مستقلة عن العوائد التاريخية ولا يوجد بينهما أي ترابط<sup>2</sup>.

ويعني هذا أن محاولة التنبؤ بسعر الورقة المالية على المدى القصير لاعتماد على المعلومات المتاحة عن الأسعار الماضية هو أمر عديم الجدوى ، فالتغيرات السعرية المتتالية في المستقبل غالبا ما تحدث بشكل مستقل عن التغيرات الماضية . ولما كانت المعلومات الجديدة لا يمكن أن تكون جديدة إذا كان من الممكن التنبؤ بها مسبقا، فإن التغير في الأسعار نتيجة لذلك تحدث في أي لحظة ، و في وفي مسارات عشوائية انعكاسا للمعلومة الواردة إلى السوق دون علم المستثمرين قبل نشرها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> كسري، مرجع سبق ذكره، ص 54 .

<sup>2</sup> موصلي سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 301 .

<sup>3</sup> مزاهدية رفيق، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الاسعار في اسواق الاوراق المالية الخليجية و ثيرها على فرص التنويع الاستثماري، رسالة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج خضر، الجزائر، 2015، ص 93 .

و إن فرصة المستثمر في الحصول على الأرباح في المستوى الضعيف تكون حدى الطريقتين التاليتين:

إما بحصوله على معلومات خاصة غير منشورة وغير متاحة للمستثمرين الآخرين.

أو بتحليل البيانات المالية العامة المتاحة عن الشركة بكفاءة وخبرة تفوق كفاءة وخبرة المستثمرين الآخرين وهذا يفسح المجال لعمل الخبراء والمستشارين الماليين، لأنهم أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات والاستفادة منها عند اتخاذ القرار و لتالي تحقيق أرباح أكثر من غيرهم<sup>1</sup>.

## 2. المستوى المتوسط (شبه القوي):

تفترض هذه الصيغة أن الأسعار الحالية للورق المالية المتداولة لا تعكس فقط المعلومات التاريخية لأسعار هذه الورقة بل تعكس أيضا كافة المعلومات العامة المنشورة<sup>2</sup>.

أي ان جميع المعلومات المتاحة للجمهور بشأن الآفاق المستقبلية (الاحتمالات) للشركة يجب أن تعكس لفعلا في سعر السهم، وتشمل هذه المعلومات لإضافة إلى الأسعار السابقة، بيانات أساسية عن خطط إنتاج الشركة، الشركة، و جودة الإدارة، وبنية (تكوين) الميزانية العمومية، و براءات الاختراع المحتفظ بها، و الأرباح المتوقعة، و الممارسات المحاسبية... الخ. إذا تمكن المستثمرون من الوصول إلى هذه المعلومات من مصادر متاحة للجمهور فإن المستثمر يتوقع أن ينعكس ذلك في أسعار الأسهم وفقا لهذا المستوى من الكفاءة<sup>3</sup>.

في هذا المستوى لا يمكن تحقيق أرباح استثنائية من خلال دراسة و تحليل البيانات و المعلومات المتاحة، لأن هذه البيانات معكوسة في أسعار الورقة المالية، وكذلك فإن فرص المستثمرين في تحقيق أرباح استثنائية يكون عن طريق الحصول غير منشورة (معلومات خاصة)، وهذه الصيغة هي الصيغة الواقعية السائدة في الأسواق المالية المتقدمة حيث يتصف معظمها أنها سوق ذات كفاءة شبه قوية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> كسري أسماء، مرجع سبق ذكره، ص 55-56.

<sup>2</sup> كسري أسماء، مرجع سبق ذكره، ص 56.

<sup>3</sup> الحميد أبيهم محمود، الكفاءة السعرية و التنبؤ بمؤشر السوق المالي استخدام النماذج القياسية و الشبكات العصبونية الاصطناعية (دراسة مقارنة بين سوق دمشق للأوراق المالية وبعض أسواق المال العربية)، رسالة دكتوراه، كلية الاقتصاد جامعة حماة، سور، 2020، ص 32.

<sup>4</sup> كسري أسماء نرجع سبق ذكره، ص 57.

## 3. المستوى القوي:

وفقا لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الخالية بصيغة كاملة كل المعلومات العامة و الخاصة ، فهذه الصيغة اختيرت بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح للمستثمرين آخرين بذات السرعة<sup>1</sup>.

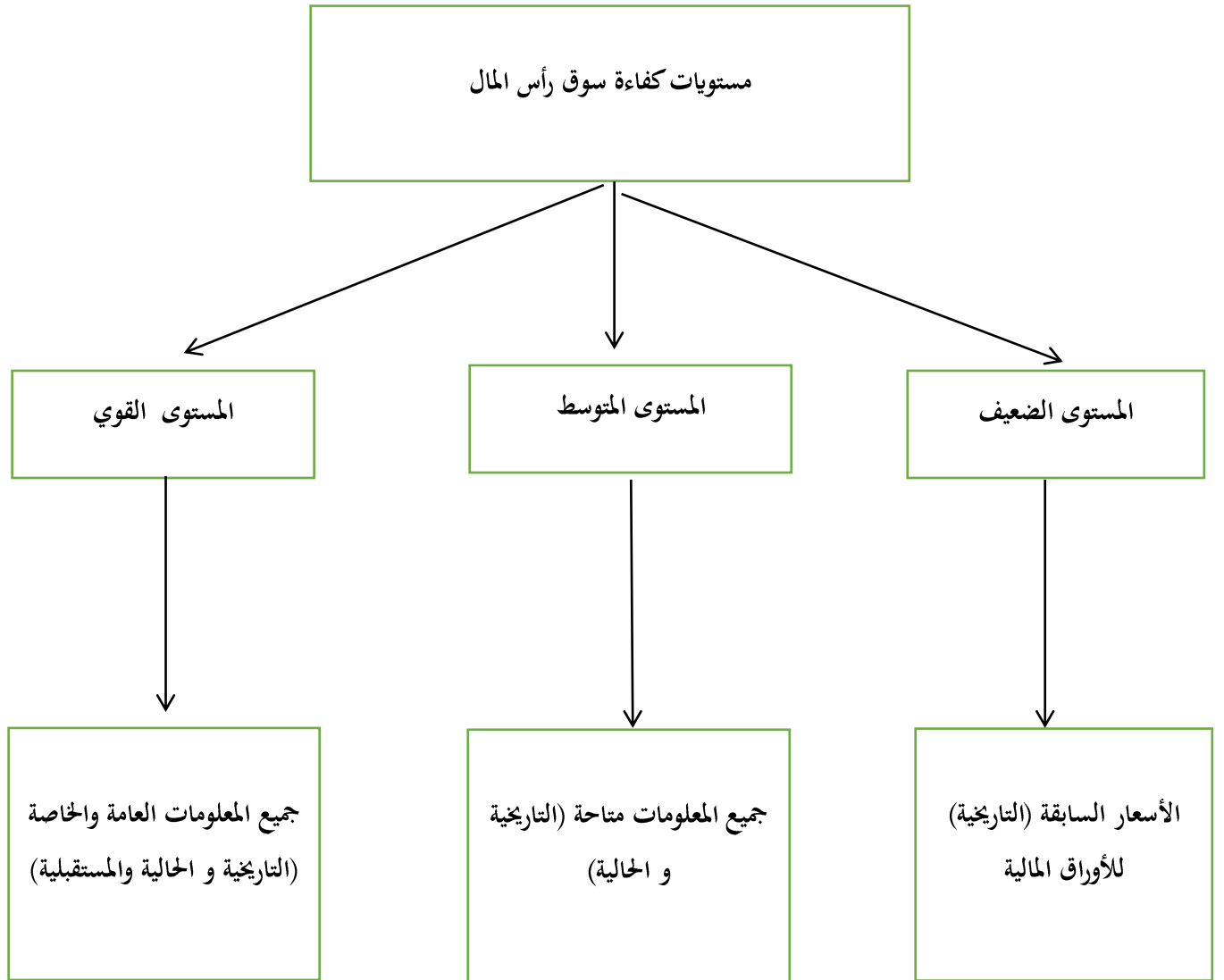
و إذا كانت السوق المالية الكفؤة حسب المستوى القوي فإنه لا بد و أن تكون كفؤة حسب المستوى شبه القوي إلا أن العكس غير صحيح لضرورة<sup>2</sup>.

ويمكن توضيح صيغ الكفاءة بصورة أفضل من خلال الشكل التالي:

<sup>1</sup> Gilson, R.J ,Kraakman, R,"Market Efficiency after the Financial Crisis : It's STILL A Matter of Information Costs" , Virginia Law Review , Vol 100,2014,p328

<sup>2</sup> موصلى سليمان مرجع سبق ذكره ،2013، ص 307

الشكل رقم (1-2): مستويات كفاءة سوق رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مستويات كفاءة سوق رأس المال

### المطلب الثالث: اختبار كفاءة الأسواق المالية

تعد اختبارات كفاءة الاسواق المالية جزءا هاما من البحوث الاقتصادية والمالية. من خلالها يتعرف الباحثون والمتداولون على مدى تحقق الاسواق المالية للفرضيات التي تفترضها النماذج النظرية. وقد طورت هذه الاختبارات على مر الزمن لتقييم الكفاءة وتحديد العوامل التي تؤثر في اداء الاسواق المالية.

## الفرع الأول: اختبارات الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق المالي

تعد هذه الصيغة أدنى مستويات الكفاءة التي يمكن تجسيدها في أسواق الأوراق المالية، حيث يوجد العديد من النظرات التي فسرت فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية غير أنها في مجملها مبنية على نظرية السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم.

## 1. نظرية السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم:

يعود الفضل في اكتشاف فكرة الحركة العشوائية للأسعار إلى الفرنسي "L.Bachelier" سنة 1900م، فلقد أسفرت متابعته للتغيرات المتتالية في سوق السلع إلى أنها تفتقد وجود ترابط بينهما، مما يؤكد على عدم وجود نمط لحركة تلك الأسعار.<sup>1</sup>

وتعني هذه النظرية أن أسعار الأسهم في الأسواق المالية ذات الكفاءة لا تتبع نمطا معين لتسلكه استمرار أو يمكن التنبؤ به بل تخبط خبطا عشوائيا، ولذلك يصعب التنبؤ بسلوك هذه الأسعار وبما سيكون عليه مستقبلا بسبب هذا السلوك العشوائي وهذا هو الفرض الذي تقوم عليه كفاءة سوق الأوراق المالية عند المستوى الضعيف ففي ظل هذه النظرية يصعب على المستثمرين توقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق و لتالي عدم تحقيق أرباح غير عادية. عادية.<sup>2</sup> وهناك العديد من الاختبارات التي اتخذت من هذه النظرية أساسا لها، ويمكن إبراز أهم هذه الاختبارات المؤكدة للصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية وفق ما يلي:

## 2. اختبار سلسلة الارتباط : يعد هذا الاختبار كواحد من الاختبارات الممكنة لدراسة كفاءة السوق على

المستوى الضعيف، حيث يهدف هذا الاختبار لإظهار العلاقة بين المشاهدة الحالية والمشاهدات السابقة لها، فإذا كانت عوائد الأسهم غير المرتبطة ذاتيا (وهي الفرضية الصفرية:  $H_0: \rho_k=0$ ) فإن السلسلة المدروسة لا تتمتع لسكون ويتم قبول فرضية المستوى الضعيف من الكفاءة والاستنتاج ن سلسلة العوائد العوائد تتبع السير العشوائي.<sup>3</sup> ويرجع هذا الاختبار إلى "Eugene Fama" في الخمسينيات ، عندما قام

<sup>1</sup> نبيل هني، زهير غراية، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة اسعار الاسهم في اطار كفاءة الاسواق المالية في البورصات العربية الناشئة دراسة حالة المغرب و الكويت، مجلة ابحاث اقتصادية وادارية، جامعة خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد11، 2012، ص52.

<sup>2</sup> زهير غراية، عبد القادر بريس، نموذج التاجر الصاحب بين التاصيل النظري وواقع الازمات في ظل مفاهيم اللاعودة لنماذج كفاءة الاسواق المالية، الملتقى العلمي الوطني: بيئة الاعمال الداعمة لتطوير الاسواق المالية وتفعيلها، المركز الجامعي تيبازة، 27-28/11/2013، ص263.

<sup>3</sup> سام سعد، عشوائية حركة الاسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للاوراق المالية، دراسات العلوم الادارية، المجلد41، العدد02، الجامعة الاردنية، 2014، ص 418-419.

ختبار ثلاثون سهما لمؤشر داوجونز من خلال دراسة معامل الارتباط لسلسلة العوائد المتتالية لفترة من يوم إلى 10 أ م، وقد تبين أن نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها رتباط مع التغيرات السابقة.<sup>1</sup>

**3. قواعد التصفية:** لقد اعتبر العديد من الفنيون ن مدخل تحليل الارتباط أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، واقترحوا بديلا له يتجسد في قواعد التي تصلح في المضار، حيث تنقسم إلى أربعة مجموعات ، مجموعة تقوم على أن الارتفاع في السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا يعتمد عليه في قرارات الشراء وأن انخفاض السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا سليما لقرار البيع، أما المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات الموسمية، حيث تقتضي ن فصل الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، ومنها كذلك ما يقتضي ن أسعار الأسهم تنخفض في أشهر معينة من السنة مقارنة بباقي الشهور وهو ما يعرف بتأثير التوقيت، و لنسبة للمجموعة الثالثة والرابعة فهي المتوسط الحسابي للأسعار وكذا القوة النسبية لسعر الورقة المالية ، حيث يمكن للمستثمر أن يختار التوقيت الملائم لمختلف قراراته الاستثمارية.<sup>2</sup>

**4. اختبار الأنماط الطارئة:** وقد وجهت انتقادات إلى سلسلة الارتباط وقواعد التصفية في فشل هذين الاختبارين في اكتشاف الأنماط الطارئة في التغيرات السعرية لتي قد تكون عشوائية لمعظم الوقت غير أنها قد تنتهج نمطا معيناً من حين لآخر ، وبهذا جاء الاختبار الذي يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف اختبارات التغير في اتجاه الأسعار ، والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار ومدى الفترة في كل مرة وذلك بوضع إشارة لكل نوع من المتغيرات تظهر كما يلي: (+): تعني حركة سعرية لزيادة. -): تعني حركة سعرية لانخفاض. 0): تعني عدم وجود حركة.<sup>3</sup>

لقد أوضحت اختبارات سلاسل الارتباط، وقواعد التصفية و الأنماط الطارئة الحركة العشوائية لأسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية، وتوصلت بهذا إلى كيد صحة فرضية السوق الكفو من الشكل الضعيف.

### الفرع الثاني: اختبارات الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق المالي

في هذا المستوى تستجيب اسعار الاوراق المالية لورود المعلومات الجديدة الى السوق، حيث انهما كلما زادت سرعة استجابة السوق كلما كان هذا دليلا على الكفاءة على المستوى المتوسط، و لتالي فالمستثمر المالي لا يستطيع تحقيق ارباح غير عادية كنتيجة لدراسة وتحليل هذه المعلومات وهو ما يعرف لتحليل الاساسي، لان كل المعلومات

<sup>1</sup> بن اعمر بن حاسين، لحسين جديدن، بن بوزن، كفاءة الاسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، العدد02، 2012/2013، ص 252.

<sup>2</sup> الجودي صاطوري، اثر كفاءة سوق راس المال على الاستثمار في الاوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، اطروحة دكتوراه في علوم التنسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2005/2006، ص 247.

<sup>3</sup> ايهاب الدسوقي، اقتصاد كفاءة البورصة، القاهرة، دار النهضة العربية، 2000، ص 46.

المعلومات قد انعكست في الاسعار المعلنة، بل سيتكبد المستثمر نتيجة بذله جهد في التحليل تكاليف اضافية ومخاطر أكبر.

و لتالي فاختبار المستوى المتوسط القوة يقوم على قياس رد فعل سوق رأس المال للإعلان عن معلومات جديدة غير متوقعة عن معلومات جديدة غير متوقعة، ويجب مراعاة سرعة تكيف الاسعار وفق المعلومات الجديدة بسرعة، فإذا كان التكيف أو التعديل فوري يتم قبول المستوى متوسط القوة<sup>1</sup>.

اختلفت الدراسات التجريبية في اختبار فرض السوق الكفاء من النوع متوسط القوة حيث أثبتت بعض الدراسات سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر تحقيق عائدا متميزا أو ربح غير عادي وهذا يبدأ لهذا الفرض، في حين كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لتحليل المعلومات الواردة الى السوق وإمكانية تحقيق ارباح غير عادية مما يعني رفض صيغة الفرض متوسط القوة .

وقد اختبرت هذه الدراسات مستوى الكفاءة المتوسط من خلال عدة متغيرات، منها قياس استجابة الأسعار للإعلان عن التوزيعات، تغيير المعالجة المحاسبية لبعض عناصر القوائم المالية، إعلان اشتقاق أو تجزئة الأسهم ومدى ثيرها على أسعار الأسهم، ويمكن ذكر بعض هذه المتغيرات كما يلي:

#### 1. تغيير المعالجة المحاسبية لبعض عناصر القوائم المالية: إن تغيير المعالجة المحاسبية لبعض عناصر القوائم المالية

مثل الانتقال من طريقة FIFO إلى طريقة LIFO في تقييم المخزونات أو تغيير طريقة حساب الاهتلاكات من متناقص إلى متزايد أو بت، له ثير على نتائج المؤسسة ومنه على أسعار الأسهم، لكن التأثير يكون مؤقت فقط، وسرعان ما تعود أسعار الأسهم إلى قيمتها الحقيقية ، وهذا ما أكدته دراسة Kamlan (1972), Roll and Sunder (1972) حيث توصلت هذه الدراسات إلى أن أسواق رأس المال وأسعار الأسهم تستجيب لهذه التغيرات التي تمس القوائم المالية، لكنها لا تؤدي إلى تحقيق أرباح غير عادية، لأن المتعاملون في السوق يدركون أثر تغيير تلك القواعد على الأسعار، بل قد تسوء سمعة المؤسسة لأن المستثمرون سيعتقدون أن المؤسسة تسعى لتحسين صورتها بسبب ضعف وتراجع المركز ، ويعتبرون أن ذلك تلاعب في الإجراءات المحاسبية من أجل تحقيق نتائج ايجابية<sup>2</sup>.

#### 2. اشتقاق أو تجزئة الأسهم: قام الباحثين Fama, Fisher, Jensen, Roll عام 1969 و الذي يرمز لهم

اختصارا FFJR، ختبار كفاءة سوق نيويورك خلال الفترة من جانفي 1927 إلى ديسمبر 1959 استخدام تقنية الحدث، وذلك لتركيز على سلوك الأسهم التي تم اشتقاقها، حيث شملت الدراسة 940 سهم مشتق، شهد

<sup>1</sup> Philippe Bernard, L'hypothèse d'efficience des marches Marches aléatoire, matingle et transmission de l'information par les prix, Décembre 2003 , p.31.

<sup>2</sup> Shyam Sunder, Stock Price and Risk Related to Accounting Changes in Inventory Valution, the Accounting Review April 1975,p.305.

شهد البعض منها خلال السنة التالية للتجزئة زدة أو انخفاض للأح، وقد تم استخدام نموذج تسعير الأصول المالية لتقييم العوائد الإضافية للأوراق المالية : وقد لوحظ البواقي المتراكمة للعوائد الإضافية أي العوائد غير المفسرة من قبل النموذج، وقد توصلت الدراسة إلى ما يلي<sup>1</sup>:

- متوسط البواقي التراكمي من الأوراق المالية بعد عملية التجزئة مستقر، وهذا ما يتفق مع فرضية تعديل الأسعار بشكل سريع وفوري.
- نمو الأسعار قبل التجزئة هو إشكالية مسبقة أو بديهية لأن التقسيم هو محايد و بديهي، هذه الحركة الصعودية التي يؤديها FFJR (1969)

هي نتيجة لحقيقة أن التجزئة مرتبطة بشكل عام ربحية مستقبلية جيدة لحملة الأسهم، وأن النمو في الأوراق المالية يكشف عن معلومات يستدل بها من قبل السوق.

- ارتفاع أسعار الأسهم المشتقة خلال الـ 30 شهر التي سبقت عملية الاشتقاق وثباتها نسبيا بعد ذلك .
- إن عملية اشتقاق الأسهم تفسر من قبل المستثمرين على أنها مؤشر تحسن في التدفقات النقدية للمؤسسة المصدرة وارتفاع في توزيعها النقدية.
- إن المعلومات التي يحصل عليها المستثمرون حول عملية الاشتقاق لا يؤدي استعمالها إلى تحقيق أرباح غير عادية ، لأنها تنعكس في أسعار الأسهم المعلنة(قبل نهاية الشهر الذي تم فيه الاشتقاق).

يعتبر المستوى المتوسط القوة صعبا نوعا ما مقارنة المستوى الضعيف عند إجراء القياس الاقتصادي ، لأنه يصعب تحديد بدقة المعلومات المعلنة، ويعتبر عمل FFJR (1969) أفضل الأعمال التي اعتمدت القياس الاقتصادي لاختبار هذا المستوى، ولقد قام Grar (1994) بنفس الاختبار على السوق الفرنسية خلال الفترة: 1977-1990، وتوصل إلى نفس نتائج FFJR (1969)<sup>2</sup>.

### الفرع الثالث: اختبارات الصيغة القوية لكفاءة السوق المالي

لقد اختبرت الصيغة القوية بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققها فئات معينة من المستثمرين، يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على المعلومات التي لا تتاح للجمهور بذات السرعة وهم :

1. أعضاء إدارة المؤسسة و كبار ملاكها وأقاربها: يتميز أعضاء المؤسسة المصدرة لسبق في الحصول على المعلومات قبل قي جمهور المستثمرين، و لتالي فيقومون بتحقيق أرباح غير عادية من خلال التخلص من

<sup>1</sup> Eugene F. Fama (1970), Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance, First Draft : February 1997, p.405.

<sup>2</sup> Alexander S. Sangare, Efficiency Des Marchés : Un Siècle Après Bachelier, revue d'économie financière, Volume 81, 2005, p11.

الأسهم التي سينخفض سعرها، فقد اختبرت عدة دراسات المستوى القوي للكفاءة من خلال قياس مدى قدرة هؤلاء الموظفين على تحقيق أرباح غير عادية، حيث نجد أن الدراسة التي قام بها الباحثين (Seyun, Born, Rozeff and Zaman) (1988) أثبتت أن هؤلاء الموظفين يحققون أرباح غير عادية، غير أن دراسة الباحث (Arshadi and Eysell) (1988) كشفت مدى تأثير القانون الصادر عام 1933 والذي يقضي بمعاينة الموظفين الذين يستغلون المعلومات لصالحهم الخاص، ولقد أعطى هذا التعديل الحق للجنة الأوراق المالية داخل سوق رأس المال في رفع دعوى قضائية لاسترجاع الأرباح التي يحققها هؤلاء الموظفين، إضافة إلى فرض غرامة مالية تصل إلى ثلاثة أضعاف الأرباح المحققة، حيث أظهرت الدراسة عدم تحقيق عدم هؤلاء العاملين لأرباح غير عادية بعد صدور هذا القانون.

2. المؤسسات المالية المتخصصة في تحليل الأوراق المالية: تمتلك هذه المؤسسات الإمكانيات المادية و البشرية، إضافة إلى الخبرات في مجال الاستثمار التحليل المالي، وقدرتها على التنبؤ باتجاه الأسعار، كما تتميز قوتها على الوصول إلى المعلومات، وذلك متلاكها نظام معلومات ضخمة و علاقاتها الممتازة مع أعضاء إدارة أكبر المؤسسات، مما يمكنها من الحصول على معلومات قبل وصولها لبقية المستثمرين، و لتالي تحقيقها لأرباح غير عادية، ولقد قامت العديد من الدراسات وختبار مدى قدرة هذه المؤسسات على تحقيق أرباح غير عادية، وكانت النتائج مختلفة، وقد بينت بعض هذه الدراسات ان المؤسسات لا تحقق عائد غير عادي يفوق العادي الذي يمكن أن يحققه المستثمر العادي الذي يقوم بتكوين محافظ أوراق مالية بطريقة عشوائية Jensen (1968).<sup>2</sup>

3. مدراء الصناديق الاستثمارية: أجريت عدة دراسات على المحافظ الاستثمارية لاختبار مدى قدرتها على تحقيق عوائد غير عادية، حيث نجد دراسة حيث ركز فيها على دراسة عوائد 143 صندوق استثماري خلال الفترة 1965-1984، ووجد أن (Richard Ippolito) (1989)

الصناديق الاستثمارية حققت أرباح غير عادية، وتلت هذه الدراسة عدة دراسات لكن واجهت مشكلة عدم التمكن من قياس مخاطر المحافظة الاستثمارية بصورة دقيقة، و لتالي لا يمكن الحكم بصورة نهائية على قدرة مدراء المحافظ على تحقيق أرباح غير عادية.<sup>3</sup>

ولقد أرت الدراسات التطبيقية التي تناولت مقارنة بين الأسواق المتقدمة والناشئة الكثير من الجدل والتضارب في نتائجها، حيث توصلت بعضها إلى أن الأسواق المتقدمة تتسم بكفاءة قوية في تسعير الأوراق المالية مقارنة لأسواق

<sup>1</sup> R.Cobbaut, Theories financière, Edition Ecinomica, d éme Edition, 1992, P 271.

<sup>2</sup> Elroy Dimson, Massoud Mussavian, Some anomalous regarding marjet efficiency Jornal of Financial Economics, Volume 6, 1987, p 05.

<sup>3</sup> Eugene F.Fama (1970), Op.Cit, P.412

الناشئة، أي يمكن التنبؤ لأسعار في هذه الأخيرة مما قد يحسن من عوائد المستثمرين ، وقد أرجعت هذه الدراسات هذا الخلل إلى مجموعة من العوامل منها: ضعف البنية التحتية لهذه الأسواق وما ينتج عنها من ضعف التداول ، ونقص الرشادة الاستثمارية في سلوك المستثمرين ، وقد أشارت الدراسات الخاصة بسوق بنغلاديش<sup>1</sup> إلى أن نتائج الدراسات السابقة أظهرت أن أسواق الدول المتقدمة تتميز عموماً لكفاءة من الشكل الضعيف ، بمعنى أن العوائد لفترات تتسم لاستقلالية وتتبع حركة عشوائية، ولكن رغم ذلك لم تجمع نتائج الدراسات التي أجريت على الأسواق الناشئة على أنها ليست كفؤة في مجموعها ، فالبعض توصل إلى أن هناك كفاءة من الشكل الضعيف ، حيث لا يمكن رفض فرضية السير العشوائي للأسعار في هذه الأسواق ، في حين أشارت دراسات أخرى إلى عدم عشوائية الأسعار، مما يعني رفض فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة في هذه الأسواق، ولكن تبقى هذه النتائج صالحة فقط في بعض الأسواق ، حيث توجد أسواق مالية متقدمة غير كفؤة على المستوى الضعيف لأن عدم الكفاءة لا يقتصر فقط على مشاكل البنية التحتية، بل إن التلاعب و الاحتيال و الذي يكون في الأسواق ذات البنية التحتية القوية له ثير أخطر على كفاءة السوق من مشاكل البنية التحتية ، لإضافة إلى أن نتائج اختبارات الكفاءة تختلف من فترة لأخرى ، لذلك فإن تحديد فترة الدراسة جد مهم ، فقد تكون نفس السوق كفؤة خلال فترات معينة و غير كفؤة خلال فترات أخرى، لأن سلوك الأسعار قد يتغير لظروف التي يمر بها السوق.

### المبحث الثاني: الدراسات السابقة.

هناك العديد من الأبحاث التي أولت اهتمام لموضوع كفاءة الأسواق المالية واختبار صيغتها، وفيما يلي بعض الدراسات التي تناولت ولو جزء من الموضوع المدروس.

المطلب الأول: استعراض أهم الدراسات السابقة لاختبار كفاءة السوق المالي.

#### 1. دراسة: Stepan Mazur (2018) ، بعنوان:

### The efficiency Of the Sweedish Stock Market

**أهداف الدراسة:** كان الغرض من هذه الأطروحة ذو شقين، أولاً سعت لتحديد ما إذا كان سوق الأوراق المالية السويدي كفؤاً وفقاً لفرضية السوق الضعيفة، نياً حاولت تحديد ما إذا كان معدل دوران الأسهم وعدد الصفقات وحجم التجارة له ثير كبير على احتمالية كفاء الأسهم.

**الإشكالية:** هذه الأطروحة حاولت دراسة أحد الأسواق المالية وهو السوق السويدي وبشكل أكثر تحديدا حاولت الإجابة على سؤالين وهما: هل سوق الأوراق المالية السويدية تتسم لكفاءة وفقاً للشكل الضعيف (EMH) ؟

<sup>1</sup> Asma mobarek, **Weak-form maeket efficiency of an emerging Market: Evidence form Dhaka Stock Market of Bangladesh**, leeds University Business School ,Westem Campus ,2000, p02.

وهل الكفاءة وظيفية متزايدة لدوران الأسهم وعدد الصفقات و حجم التجارة ، كما هو مقترح في الادبيات السابقة؟

**الطرق و الأدوات المستخدمة:** لتتحقق أغراض هذه الدراسة تم استخدام منهج احصائي وصفي لجمع البيانات للفترة من 17-05-2017 إلى 29-12-2017، كما تم استخدام اختبار التشغيل واختبارات نسبة التباين ، واختبارات الارتباط الذاتي ، والانحدارات اللوجستية.

**النتائج:** اشارت نتائج هذه الاختبارات إلى أن بعض الأسهم في سوق الأوراق المالية السويدية قد تكون فعالة، في حين أن البعض الآخر يظهر بوضوح مؤشرات على عدم الكفاءة، وعلى هذا النحو فإن السوق ككل لا تتمتع لكفاءة لفرضية كفاءة السوق الضعيفة.

2. دراسة Sanchez – Granero , Balladres , Ramos – Requena (2020):

بعنوان:

### Testing the efficient market hypothesis in Latin American stock markets

**أهداف الدراسة:** هدفت هذه الدراسة إلى اختبار فرضية كفاءة السوق في أسواق الأوراق المالية في أمريكا اللاتينية بنهج جديد اعتمد على المراجعة الإحصائية.

**الإشكالية :** كانت إشكالية الدراسة كالتالي: هل يعد سوق الأوراق المالية في أمريكا اللاتينية كفؤ عند المستوى الضعيف؟ وفق تمج المراجعة الإحصائية؟

**الطرق و الأدوات المستخدمة:** تم استخدام في هذه الدراسة المنهج الوصفي الإحصائي لاختبار كفاءة سوق أمريكا اللاتينية المالي.

**النتائج:** لقد أثبتت هذه الدراسة أن فرص المراجعة ممكنة في أسواق الأسهم في أمريكا اللاتينية . وعليه فإن هذا السوق كفؤ عند المستوى الضعيف.

3. دراسة رزق الله نرجس و براهيمي زرزور (2020) بعنوان اختبار كفاءة سوق مالي ناشئ عند المستوى

الضعيف دراسة بورصة عمان.

**أهداف الدراسة:** كان الهدف الأساسي لهذه الدراسة اختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى الضعيف خلال الفترة الممتدة من 03-01-2016 إلى 19-11-2019، وذلك من خلال دراسة تطور المؤشر العام للسوق

ASE 100 انطلاقا من سلسلة الأسعار اليومية له، و إجراء بعض الاختبارات الخاصة بفرضية السير العشوائي على عوائد المؤشر العام dlogASE ، ثم الحكم على كفاءته عند المستوى الضعيف.

**الإشكالية:** بما ان بورصة عمان من بين أهم الأسواق المالية الناشئة العربية ، حيث سعت إلى توفير سوق منظم لتداول الأوراق المالية يتسم لعدالة و الشفافية ، من خلال تبني مجموعة من الاصلاحات لتحسين أدائها وكسب ثقة المستثمرين فيها . وتعتبر الكفاءة الركيزة الأساسية لتحقيق هذه الطموحات، وعليه كانت إشكالية الدراسة في السؤال الرئيسي التالي: هل بورصة عمان كفوة عند المستوى الضعيف خلال الفترة الممتدة من 03- 01 - 2016 إلى 19- 11- 2019؟

**الطرق و الأدوات المستخدمة:** للإجابة على الاشكالية و اختبار صحة الفرضية، اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي لعرض بعض المفاهيم حول الأسواق المالية الناشئة ، كفاءة الأسواق المالية و فرضية التسعير العشوائي ، أيضا وصف لبورصة عمان و المؤشر العام ASE 100 ، بينما استخدمت المنهج التحليلي في الجانب التطبيقي للدراسة.

**النتائج:** وقد خلصت الدراسة إلى أن سلسلة عوائد مؤشر بورصة عمان تتميز لاستقرار و لا تتوزع طبيعيا، كما أنها مرتبطة فيما بينها و لا تتحرك عشوائيا ، أي انها قابلة للتنبؤ في المدى القصير، ومنه فإن بورصة عمان غير كفوة عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة.

4. دراسة Nurul Pathonah , Budi Purwanto , Wita Juwita (2020)

Ermanwati بعنوان:

**Analysis Semi – Strong Efficiency Market Testing Through of Issue Influence On Abnormal Returnin Emitens Indonesia Stock Exchange Priod 2017 – 2019**

**أهداف الدراسة:** هدفت هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة سوق رأس المال الإندونيسي عند المستوى شبه القوي في سياق الإعلان عن إصدارات الحقوق، و اختبار ما إذا كان هناك فرق كبير بين متوسط العائد المتوقع و متوسط العائد الفعلي قبل و بعد إصدار حقوق الأولوية.

**الإشكالية:** تمحورت إشكالية الدراسة حول ما إذا كان سوق رأس المال الإندونيسي يشكل كفاءة شبه قوية أم لا؟

**الطرق و الأدوات المستخدمة:** تم استخدام منهج وصفي احصائي لجمع بيانات يومية و شهرية لكامل الفترة المدروسة من (2015 إلى 2019) الخاصة ببورصة إندونيسيا و استخدام العديد من الاختبارات المختلفة.

**النتائج:** بينت هذه الدراسة أنه هناك ر فعل سريع من قبل السوق على المعلومات الواردة بحيث يكون سريعاً في اتخاذ القرار وظهرت النتائج التجريبية أن سوق رأس المال الإندونيسي كفؤ عند المستوى شبه القوي.

## 5. دراسة قنوش مولود (2020) بعنوان: دراسة تحليلية لكفاءة بورصة الجزائر باستخدام مؤشرات السوق.

**أهداف الدراسة:** هدفت الدراسة إلى فهم سوق الأوراق المالية الكفاء، ومتطلباته، ومستوى كفاءته المختلفة، فهم العلاقة بين المعلومات و المستويات المختلفة لكفاءة السوق وتحليل كفاءة بورصة الجزائر ، خلال الفترة 2005-2017 باستخدام مؤشرات السوق .

**الإشكالية:** حاولت هذه الدراسة تبين العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات السوق للحكم علما إذا كانت هذه السوق تتوفر على دلالات تدعم كفاءتها من خلال إسقاطها على بورصة الجزائر ، وانطلاقا مما سبق طرح التساؤل الرئيسي :ما مدى كفاءة بورصة الجزائر؟ ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية ، انواعها و مستوياتها المختلفة ؟ ماهي مؤشرات تحليل أداء سوق الأوراق المالية؟ وكيف كان أداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-2017؟

**الطرق و الأدوات المستخدمة:** نظرا لطبيعة الموضوع ، فإنه تم استخدام الأسلوب الوصفي التحليلي وذلك لمراجعة المادة العلمية المستقاة من مختلف المراجع والدورات العلمية المتخصصة في مجال المحاسبة و مجال الأسواق المالية ، كما تم التعبير عن الظاهرة المدروسة تعبيرا كمييا حتى تم الوصول إلى نتائج واستنتاجات تساعد على الإلمام لظاهرة المدروسة.

**النتائج:** من أهم النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة أن بورصة الجزائر غير كفؤة، وما يؤكد صحة ذلك مؤشرات السوق المستخدمة لتحليل كفاءة بورصة الجزائر.

## 6. دراسة د. أسامة محمد محمد سلام (2021) بعنوان اختبار كفاءة السوق المصري للأوراق المالية على

## المستوى الضعيف.

**أهداف الدراسة:** تمثل الهدف الرئيسي للبحث في : اختبار كفاءة السوق المصري للأوراق المالية على المستوى الضعيف، والتعرض لمفهوم الكفاءة مع التركيز على الكفاءة على المستوى الضعيف و إلقاء الضوء والتعرف على اختبار(Dickey fuller) اختبار جذر الوحدة) كواحد من اهم الاختبارات التي تستخدم لاختبار كفاءة الأسواق المالية.

**الإشكالية:** لرغم من وجود العديد من الدراسات التي اختبرت الكفاءة على المستوى الضعيف في العديد من الأسواق المالية وتباينت نتائجها من سوق لآخر بل و نفس السوق خلال فترات زمنية، مختلفة وكانت معظمها غير كفؤة على المستوى الضعيف ، إلا أن هناك ندرة في الأبحاث التي تتعلق لسوق المصري للأوراق المالية، وعليه تمثلت مشكلة البحث في الإجابة على التساؤل التالي: إلى أي مدى يعتبر السوق المصري للأوراق المالية سوقا كفاء على المستوى الضعيف؟

**الطرق و الأدوات المستخدمة:** اشتملت عينة البحث على سلسلة زمنية يومية من قيم مؤشر السوق المالي المصري من بداية 2000 حتى 2020، وقد تم جمع هذه البيانات من الموقع الإلكتروني لسوق المصرية للأوراق المالية ، و من أجل اختبار كفاءة السوق المصرية للأوراق المالية بحسب المستوى الضعيف استخدم هذا البحث أسلوب جذر الوحدة للتأكد من الحركة العشوائية للتغيرات في أسعار الأسهم ، ويعد اختبار جذر الوحدة من الأساليب المعتمدة في اختبار كفاءة السوق المالية بحسب العديد من الدراسات.

**النتائج:** تبين أن السلسلة الزمنية اليومية من قيم مؤشر السوق المالي المصري من بداية عام 2000 حتى 2020 لها جذر وحدة و لتالي قبول فرض البحث أي أن السوق المصري للأوراق المالية سوق كفاء على المستوى الضعيف.

### 7. دراسة حفيظ إلياس و نعجة عبد الرحمن (2022) بعنوان اختبار فرضية الشكل الضعيف لكفاءة

#### الأسواق المالية: - دراسة حالة السوق المالي السعودي:

**أهداف الدراسة:** سعت هذه الدراسة الى استعراض التأصيل النظري الخاص لمفاهيم المرتبطة بكفاءة الأسواق المالية ومختلف أشكالها وتحليل تطور أدار السوق المالي السعودي من جهة، وقياس مستوى كفاءته من جهة نية، وذلك لكونه سوقا رئيسا لتداول الأسهم في منطقة الخليج العربي (GCC) والذي سس عام (2007) تحت اسم شركة السوق المالية السعودية.

**الإشكالية:** تمحورت إشكالية هذا البحث حول قياس مدى كفاءة الأسواق المالي وفق التأصيل النظري الذي ساقته الادبيات الاقتصادية و الذي لطالما طرحت إشكاليته بصورة متواترة. ومن هذا المنطلق سعت هذه الورقة إل اختبار مدى صحة فرضية كفاءة السوق الأسهم السعودية (SSM) ، وعليه كانت إشكالية هذه الدراسة كالتالي: هل تستجيب القيم السوقية لمؤشر (TASI) لمتطلبات كفاءة السوق المالي السعودي؟ وهل يعتبر السوق المالي السعودي كفاء عند المستوى الضعيف؟ وهل تتبع قيم الإغلاق الأسبوعية لمؤشر السوق المالي السعودي خاصية السير العشوائي؟

**الطرق و الأدوات المستخدمة:** تم الاعتماد على المنهج الوصفي لسرد الدراسات الادبية بشقيها المؤيدة و المعارضة لفرضية الكفاءة، في حين تم تحليل تطور السوق المالي السعودي (Tadawul) في المحور الثاني ، و لاختبار مدى كفاءته عند المستوى الضعيف تم الإستعانة لبرامج الإحصائية EViews V8 ، مع التركيز على اختبار (ADF)، (Runs test)، واختبار استقلالية المشاهدات (BDS Statistic) ، خلال الفترة (2018- 2020) قد بلغ عدد المشاهدات (136 مشاهدة أسبوعية لمؤشر (TASI).

**النتائج:** خلصت النتائج إلى عدم كفاءة السوق السعودية عند المستوى الضعيف، وهذا ما يمكن المستثمرين من التنبؤ بتقلبات العوائد المستقبلية للأسهم.

8. دراسة راشد بن خالد المقبل و عبد الرحمن بن مساعد المقرن (2023) بعنوان: تقييم المستوى الضعيف من الكفاءة : دراسة حالة السوق المالية السعودية (2000-2023).

**أهداف الدراسة:** هدفت هذه الدراسة إلى استعراض التأصيل النظري لكفاءة السوق المالية، و تقييم مدى كفاءة السوق المالية والمملكة العربية السعودية ، لإضافة الى تحليل الأساليب الاحصائية التي يمكن استخدامها لاختبار المستوى الضعيف.

**الإشكالية:** بما ان مفهوم كفاءة السوق المالية من بين القضايا التي تشغل العديد من الاقتصاديين والمحللين الماليين والباحثين في هذا المجال. فالسوق المالي الكفاء هو عامل أساسي في جذب الاستثمارات الأجنبية و تحديد اتجاه الاستثمار في البلاد. لذلك، تسعى إدارة السوق المالية جاهدة لتحقيق أعلى مستويات الكفاءة في السوق لجذب المزيد من الاستثمارات الوافدة. تمثلت مشكلة الدراسة في الإجابة على التساؤل التالي: هل تتوافق قيم السوق المالية السعودية لمؤشر (TASI) مع متطلبات كفاءة الأسواق المالية عند المستوى؟

**الطرق و الأدوات المستخدمة:** استخدمت هذه الدراسة البيات الثانوية التي تشمل سلسلة زمنية يومية لأسعار الإغلاق اليومية من قيم مؤشر السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000 إلى 2023، اعتمدت هذه الدراسة على البرمج الإحصائي EViews 10 للتحقق من استقرارية السلسلة الزمنية من عدمها. لإضافة إلى ذلك، تم اختبار هذه البيات استخدام ثلاثة اختبارات جذر الوحدة، وهي: اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) ، واختبار فيليبس (PP)، واختبار (KPSS) وتم استخدام هذه الاختبارات لتقييم المستوى الضعيف من كفاءة السوق المالية، والتحقق من صحة فرضية السير العشوائي.

**النتائج:** أشارت النتائج التي تم الحصول عليها من هذه الاختبارات إلى أن السوق المالية في المملكة العربية السعودية تتبع فرضية السير العشوائي، و لتالي، فإن السوق هو كفاء عند المستوى الضعيف. أكدت هذه الدراسة على أهمية زيادة الشفافية في العمليات المالية وتنظيم السوق من خلال تطوير أداء الهيئات التنظيمية والرقابية لحماية المستثمرين ، و زيادة الوعي و التعليم المالي للمستثمرين، ومتابعة أفضل الممارسات العالمية في إدارة السوق، وتعزيز التعاون مع الهيئات الدولية لتحسين الكفاءة في السوق المالية.

9. دراسة Leandro Dos Santos Maciel (2023) بعنوان :

**Brazilian Stok – market efficiency before and after COVID –19**

**أهداف الدراسة:** هدفت هذه الدراسة إلى تقييم الشكل الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية البرازيلية وتم أيضا أخذ ثيرات جائحة كوفيد-19 على مستوى الكفاءة في الاعتبار من خلال مقارنة حالة كفاءة السوق قبل وبعد اندلاع الازمة الصحية .

**الإشكالية:** هدفت الدراسة إلى الوصول إلى إجابة سؤاليين مهمين : هل سوق الأوراق المالية البرازيلية كفؤ عند المستوى الضعيف ؟ وهل أثرت جائحة كوفيد-19 على كفاءة هذا السوق ؟

**الطرق و الأدوات المستخدمة:** استخدم الباحث المنهج الوصفي و الإحصائي لاختبار كفاءة سوق الأوراق المالية البرازيلية و للنظر في الفترة السابقة لجائحة كوفيد-19 وبعدها.

**النتائج:** تم التوصل إلى أن مستويات الكفاءة انخفضت عند اندلاع جائحة كوفيد-19 ، و أن السوق الأوراق المالية البرازيلية غير كفؤ عند المستوى الضعيف.

**المطلب الثاني: موقع دراستنا من الدراسات السابقة.**

بعد تطرقنا لبعض الدراسات المتعلقة لموضوع و المتمثلة في الدراسات للغة العربية و اللغة الأجنبية في المطلب السابق، فإن أوجه الاختلاف و التشابه في الدراسة الحالية و السابقة كما يلي:

➤ من حيث المنهج المتبع:

اعتمد في دراستها الحالية على المنهج الوصفي ، وهو ما اعتمدت عليه كل الدراسات السابقة ، مع استخدام أدوات إحصائية مختلفة لاختبار كفاءة السوق ، استخدمت اختبارات جذر الوحدة بشكل شائع لتحديد ما إذا كانت سلسلة بيانات أسعار الأسهم تتبع مساراً عشوائياً، وهو شرط أساسي لكفاءة السوق عند المستوى الضعيف . استخدمت اختبارات أخرى مثل اختبارات نسبة التباين، واختبارات الارتباط الذاتي، واختبارات السير العشوائي، واختبارات الاستقلالية، لتقديم أدلة إضافية حول كفاءة السوق.

جل الدراسات السابقة استخدمت الأسلوب القياسي منها دراسة (راشد بن خالد 2023) (حفيظ إلياس 2020) (قنوش مولود 2020) (رزق نرجس 2020)، اعتمدوا على الاختبارات القياسية منها من اكتفى اختبار جذر الوحدة مثل دراسة (راشد بن خالد 2023) ودراسة (أسامة 2021) ، ومنها من أضاف إلى اختبار جذر الوحدة اختبارات أخرى مثل دراسة (حفيظ إلياس 2020) الذي أضاف اختبار استقلالية المشاهدة ، أما دراسة (قنوش مولود 2020) تطرقت إلى اختبار الأنماط الطارئة .

من حيث النتائج المتوصل إليها:

انحصرت النتائج المتوصل إليها في الدراسات السابقة بين نتيجتين هائيتين **كفاءة أو عدم كفاءة السوق** محل الدراسة فمنهم من توصل إلى كفاءته مثل دراسة (راشد بن خالد 2023) التي تبين لها أن السوق السعودي كفؤ عند المستوى الضعيف، و دراسة ( Sanchez 2020 ) التي أثبتت أن سوق الأسهم في أمريكا اللاتينية كفؤ عند المستوى الضعيف، ودراسة (أسامة 2021) التي توصلت إلى كفاءة السوق المصري للأوراق المالية عند المستوى الضعيف. أما في الدراسات توصلت إلى انعدام الكفاءة في الأسواق التي درستها.

اختبرت دراستنا الحالية و جميع الدراسات كفاءة السوق عند المستوى الضعيف، سثناء دراسة واحدة اختبرت كفاءة السوق عند المستوى شبه القوي وهي دراسة **Nurul Pathonah , Budi ( 2020 )**

**Purwanto ,Wita Juwita Ermanwati**

مايميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة هو تناولها في الجانب النظري لكل من ماهية الاسواق المالية وعموميات عن الكفاءة، على عكس الكثير من الدراسات السابقة التي ركزت في الجانب النظري على الكفاءة فقط، اما في دراستنا فإننا ان نتطرق اولاً لماهية الاسواق المالية للتعرف على السوق المالي و مراحل نشأته وكذا انواعه وخصائصه، ثم التطرق لعموميات حول الكفاءة هكذا يكون البحث أكثر وضوح. اما في الجانب التطبيقي فتميزت دراستنا عن في الدراسات بطريقة اختبار كفاءة السوق المالي الجزائري والتي كانت عبارة عن ثلاث اختبارات جذر الوحدة اختبار ديكي فولر الموسع ADF ، اختبار فيليبس بيرون PP، واختبار كويشكيوفسكي فيليبس شميدت شين KPSS، وذلك بتطبيقها على سلسلة زمنية لقيم مؤشر دزاير اندكس، خلال فترة زمنية حديثة .

## خاتمة الفصل الأول:

من خلال هذا الفصل، والذي قدم أهم الأدبيات النظرية والتطبيقية لاختبار كفاءة السوق المالي اتضح أن الأسواق المالية هي مفهوم محوري في علم المالية، حيث تعنى بمدى قدرة السوق على عكس جميع المعلومات المتاحة بشكل صحيح في أسعار الأصول. بعبارة أخرى، يشير السوق الكفاء إلى أن أسعار الأصول تعكس قيمتها الحقيقية بشكل دقيق، ولا توجد فرص استثنائية غير مُستغلة للمستثمرين. ، وأنها مرت بمراحل حتى صارت بشكلها الحالي، وتبين أيضا أن السوق المالي الجيد له خصائص تميزه كشفافية وعلانية البيات والمعلومات وتنوع الأوراق المالية المتداولة فيه وكذا الحرية الاقتصادية والتكامل مع البورصات الأخرى، ومن خلال فهم كفاءة السوق، يمكن للمستثمرين والمنظمين وصانعي السياسات والأكاديميين اتخاذ قرارات مستنيرة، وتنفيذ استراتيجيات فعالة، والإسهام في تطوير سوق مالي أكثر كفاءة وفعالية.

كما استعرضنا في هذا الفصل بعض الدراسات التطبيقية والتي قدمت نتائج اختبارات كفاءة السوق في أسواق مالية مختلفة. مما أسهم في التعرف أكثر عن كيفية عمل هذه الأسواق المالية وكيفية تفاعل المستثمرون مع المعلومات الجديدة والأحداث.

سمح لنا هذا الفصل عطاء نظرة عامة عن الأسواق المالية وكفاءتها ، وستتطرق في الفصل الموالي إلى الدراسة التطبيقية لتقييم مدى كفاءة بورصة الجزائر.

## الفصل الثاني:

اختبار كفاءة بورصة الجزائر

عند الصيغة الضعيفة

## مقدمة: الفصل الثاني:

بعد دراستنا للجانب النظري أين تطرقنا إلى ماهية الأسواق المالية وعموميات حول كفاءتها سنحاول من خلال هذا الفصل القيام بدراسة تطبيقية والربط بين الجانب النظري والتطبيقي وذلك من خلال اختبار لبورصة الجزائر .

سنحاول في هذا الفصل القيام بدراسة إحصائية من خلال اختبار مدى كفاءة السوق المالي الجزائري، حيث سنستخدم ثلاث اختبارات لجذر الوحدة وهي: اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) واختبار فيليبس (PP) واختبار كويشكيوفسكي - فيليبس - شميدت - شين (KPSS)، وعليه سيتم دراسة هذا الفصل من خلال المبحثين التاليين:

➤ المبحث الأول: عرض منهجية الدراسة والأدوات المستعملة .

➤ المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

### المبحث الأول: عرض منهجية الدراسة و الأدوات المستعملة

سنقوم في هذا المبحث بتوضيح طريقة جمع بيانات الدراسة من خلال إختيار المجتمع والعينة، كذلك مصادر مصادر جمع المعلومات والبيانات، لإضافة إلى الأدوات المستخدمة ومحددات الدراسة.

#### المطلب الأول: منهجية الدراسة

حتى تتحقق الأهداف المرجوة من الدراسة كان من الضروري الإحاطة بمجتمع وعينة الدراسة و الأساليب المعتمدة في الدراسة.

#### الفرع الأول: مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في بورصة الجزائر، المكونة من خمس شركات تنشط في قطاعات مختلفة، وهي شركة أليانس للتأمينات (قطاع التأمينات)، مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي" المجمع الصناعي صيدال، شركة بيوفارم للإنتاج الصيدلي، والقرض الشعبي الجزائري.

#### الفرع الثاني: عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في سلسلة زمنية لقيم مؤشر بورصة الجزائر- دزاير أندكس -، مكونة من 644 مشاهدة خلال الفترة من 2020/01/02 إلى 2024/04/30، حيث أنها سلسلة زمنية أحادية المتغير.

و لأن لكل سوق مالي مؤشر مركب من منتجاته المالية المتداولة فيه، يعكس وضعية التداول فيها، وقع إختيار على مؤشر دزاير أندكس (DZAIRINDEX) والذي يضم أسهم خمس شركات مدرجة في بورصة الجزائر هي: أليانس للتأمينات الناشطة في قطاع التأمينات، مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي الناشطة في قطاع السياحة، مؤسستي صيدال وبيوفارم الناشطتان في القطاع الصيدلاني و القرض الشعبي الجزائري الناشط في قطاع البنوك، ولاختبار كفاءة السوق المالي للعينة المدروسة اخترت الفترة من 2020/01/02 إلى 2024/04/30، وذلك بغية مسايرة آخر المعطيات والإحصائيات ومن ثم الحصول على نتائج تعكس فعليا وضعية بورصة الجزائر الحالية.

الجدول رقم (2-1): آخر تركيبة دزاير أندكس

القيمة	افتتاح	اقفال	التغير %	القيمة السوقية العائمة دج
أليانس للتأمينات	430.00	430.00	0.00	1241503310.00
م.ت.ف.الأوراسي	405.00	405.00	0.00	486000000.00
بيوفارم	2312.00	2312.00	0.00	11802540360.00
القرض الشعبي الجزائري	2300.00	2300.00	0.00	112604858200.00
صيدال	499.00	499.00	0.00	988000000.00

المصدر: موقع بورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz> بتاريخ: 2024/04/29 على الساعة: 10:00.

من الجدول أعلاه يتضح أن القيمة السوقية للقرض الشعبي الجزائري هي القيمة الأكبر مقارنة بباقي المؤسسات التي يضمها مؤشر دزاير أندكس حيث بلغت القيمة السوقية العائمة لدينار الجزائري (112604858200.00 دينار جزائري) وذلك حسب نشرة آخر تركيبة للمؤشر بتاريخ (2024/04/29)، تليها مباشرة القيمة السوقية العائمة لمؤسسة بيوفارم والتي بلغت (11802540360.00 دينار جزائري) حسب نفس النشرة، وهو ما يؤكد أن القرض الشعبي الجزائري و بيوفارم هما أكبر شركتين من حيث القيمة السوقية العائمة مما يشير إلى هيمنة هاتين الشركتين على السوق.

## المطلب الثاني: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

### الفرع الأول: أدوات وطرق جمع البيانات

لقد تم الاعتماد على مجموعة من المصادر الأولية والثانوية ذات العلاقة المباشرة لموضوع

1. **المصادر الثانوية:** وهي البيانات التي اعتمد عليها في إعداد الجانب النظري من الدراسة حيث تنوعت بين الكتب والمجلات العلمية والمذكرات وكذلك الأبحاث والدراسات السابقة المتعلقة بموضوع اختبار كفاءة السوق المالي.
2. **المصادر الأولية:** تم الإعتماد على موقع بورصة الجزائر [sgbv.dz](http://sgbv.dz) كمصدر رئيسي لجمع البيانات المتعلقة المتعلقة لسلسلة الزمنية لقيم مؤشر بورصة الجزائر.
3. **أداة الدراسة:**

من أجل اختبار السلسلة الزمنية قيد الدراسة استعملنا اختبار جذ الوحدة (Unit roots) ستعمل برمج (Eviews 12 Student Version Lite). و لتطبيق على السلسلة الزمنية لمؤشر دزائر أنداكس للفترة من 2020/01/02 الى 2024/04/30 المتاحة على الموقع الرسمي لبورصة الجزائر.

### الفرع الثاني: الأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة

استخدم الخبراء الاقتصاديين و المالىين العديد من الأساليب لتقييم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف، ومن بين الأساليب الأكثر استخداما لاختبار كفاءة السوق عند المستوى الضعيف: اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)، واختبار فيليبس بيرون (PP)، واختبار KPSS لفحص فرضية السير العشوائي. و ذلك لأن نتائج هذه الاختبارات تكون أفضل بحسب العديد من الدراسات السابقة، وسيتم التطرق لهذه الاختبارات كلا على حدة:

#### 1. اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)

تستخدم ثلاثة نماذج في اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) لتحديد استقرارية سلسلة الزمنية:

- نموذج بدون بت و بدون اتجاه عام  $R_t = \alpha R_{t-1} + \varepsilon_t$  (1)
  - نموذج بوجود بت و بدون اتجاه عام  $R_t = U + R_{t-1} + \varepsilon_t$  (2)
  - نموذج بوجود بت و بوجود اتجاه عام  $U + \beta (t-T) + \alpha R_{t-1} + \varepsilon_t$  (3)
- $R_t =$

حيث إن:

- $R_t$  : أسعار المؤشر في اليوم t.
- $R_{t-1}$  : أسعار المؤشر في اليوم السابق t-1.
- U: بت معامل الانحدار الذاتي.
- $\alpha$  : بت معامل اتجاه معادلة الانحدار الذاتي.
- T: العدد الكلي للملاحظات.
- $\varepsilon_t$  : الخطأ العشوائي.

يقوم اختبار ديكي فولر الموسع على فرضيتين و هما:

- HO:  $\alpha=1$ : وهي السلسلة الزمنية التي تحتوي على جذر الوحدة وهي غير مستقرة وتتحرك بشكل عشوائي.
- H1:  $\alpha < 1$ : وهي السلسلة الزمنية التي لا تحتوي على جذر الوحدة وهي مستقرة ولا تسير بشكل عشوائي.

في حال تم قبول الفرضية العدمية (الصفيرية)، فإن ذلك يعني أن السلسلة الزمنية غير مستقرة و تسير بشكل عشوائي، مما يدل على كفاءة السوق عند المستوى الضعيف. أما في قبول الفرضية البديلة، فإن ذلك يعني أن السلسلة الزمنية مستقرة و لا تسير بشكل عشوائي، مما يدل على عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف<sup>1</sup>.

## 2. اختبار فيليبس بيرون (PP):

يعتبر اختبار فيليبس بيرون (PP) غير المعلمي فعلا لاختبار فرضية السير العشوائي، وهو يسمح لغاء التحيزات الخاصة لتذبذبات العشوائية، حيث نأخذ بعين الاعتبار التباين الشرطي للأخطاء. ويتم هذا الاختبار على أربع مراحل، كالتالي:

- تقدير النماذج الثلاثة لاختبار ديكي فولر بطريقة المربعات الصغرى و استخراج قيم الإحصائيات المحسوبة و بواقى النموذج.
- تقدير التباين قصير المدى للبواقى:

$$\sigma^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \varepsilon_t^2$$

$$\sum_{i=1}^J (1 + 2 \sum_{t=1}^T \varepsilon_{1t}^2 \frac{1}{T}) = S_1^2$$

<sup>1</sup> نورالدين، بوالكور، (2019)، "تحليل الكفاءة السعريّة لسوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف"،

تقدير التباين طويل المدى للبواقي:

$$\varepsilon_{t-i} \sum_{t=i+1}^T \varepsilon_t \frac{1}{T} - \frac{i}{J+1}$$

ومن أجل تقدير التباين يجب إيجاد عدد التباطؤات المقدر بدلالة عدد المشاهدات الكلية  $T$  وتحسب كالتالي:

$$J \approx 4 \left( \frac{T}{100} \right)^{2/9}$$

- وعليه يمكن حساب إحصائية فيليبس بيرون على النحو التالي:

$$t_{\emptyset}^* = \sqrt{K} \times \frac{(\emptyset - 1)}{\sigma_{\emptyset}} + \frac{T(K-1)\sigma_{\emptyset}}{\sqrt{K}}$$

حيث  $k = \frac{\sigma^2}{S_1^2}$  الذي يساوي الواحد في الحالة التقريبية عندما يكون  $\varepsilon_t$  تشويشا أبيض ، ويتم مقارنة الإحصائية مع الحرجة لجدول ماك كينون.

ويقوم اختبار فيليبس بيرون على فرضيتين وهما:

-  $HO: \alpha < 1$ : وهي السلسلة الزمنية التي تحتوي على جذر الوحدة و هي غير مستقرة و تتحرك بشكل عشوائي.

-  $H1: \alpha < 1$ : وهي السلسلة الزمنية التي لا تحتوي على جذر الوحدة و هي مستقرة و لا تسير بشكل عشوائي.

في حال تم قبول الفرضية العدمية (الصفيرية)، فإن ذلك يعني أن السلسلة الزمنية غير مستقرة و تسير بشكل عشوائي، أي أن السوق كفؤا عند المستوى الضعيف. أما في قبول الفرضية البديلة ، فإن ذلك يعني أن السلسلة الزمنية مستقرة ولا تسير بشكل عشوائي، أي أن السوق غير كفؤ عند المستوى الضعيف<sup>1</sup>

### 3. اختبار (KPSS)

يختلف اختبار مضاعف لاغرانج (LM) عن الاختبارات السابقة التي تركز على قياس استقرارية السلسلة الزمنية، حيث يقوم هذا الاختبار بفرضية وجود استقرار في السلسلة ، و لتالي عدم وجود جذر الوحدة. وبعد تقدير النموذجين (2) و(3)، يتم حساب المجموع الجزئي للباقي على النحو التالي:

$$S_t = \sum_{i=1}^t \varepsilon_i$$

<sup>1</sup> شيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي، دار الحامد للنشر والتوزيع، المملكة الهاشمية، عمان، 2011، ص42.

ونقوم بتقدير التباين طويل الأجل  $S_1^2$  وهو يشبه ما اقترحه فيليبس بيرون . ولحساب إحصائية (LM) تحسب كالتالي:

$$\frac{\sum_{t=1}^T S_1^2}{T^2} LM = \frac{1}{S_1^2}$$

وبناء عليه نرفض فرضية العدم (فرضية استقرار السلسلة) إذا كانت إحصائية (LM) أكبر من القيم الحرجة<sup>1</sup>.

### المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

بعد أن حدد في المبحث السابق الطريقة المتبعة في الدراسة من خلال تقديم مجتمع وعينة الدراسة وكيفية اختيارها وتوضيح الأدوات المختارة في تحليل نتائج الدراسة. يتم التطرق في هذا المبحث إلى عرض نتائج الدراسة بطريقة متسلسلة، وفق مجموعة من الخطوات تهدف إلى الإجابة على فرضية الدراسة، بعد ذلك تحليل هذه النتائج وفق تسلسلها السابق.

### المطلب الأول: تقديم نتائج الدراسة وتحليلها

حتى تتحقق الأهداف المرجوة من الدراسة كان من الضروري في المرحلة الأولى عرض النتائج الوصفية في جدول لتسهيل طريقة المقارنة والتحليل، والمتمثلة في

### الفرع الأول: وصف بيانات الدراسة

#### 1. لمحة حول بورصة الجزائر:

تعتبر بورصة الجزائر من الأسواق المالية الناشئة، وحتى لو أنها لازالت في حاجة إلى المزيد من التطور إلا أنها نجحت في المرور لعدد من المراحل لتنشأ بشكلها الحالي، ولها مبادئ و قوانين تحكمها وهيئات تنظمها وهو ما سنتطرق له:

- بورصة الجزائر هي المؤسسة المالية الرئيسية في الجزائر التي تدير سوق الأوراق المالية في البلاد وهي مكان لتداول الأوراق المالية مثل الأسهم و السندات و الصكوك و صناديق الاستثمار المتداولة<sup>2</sup>.
- بورصة الجزائر هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين من بينهم<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> شيخي، مرجع سبق ذكره، ص47

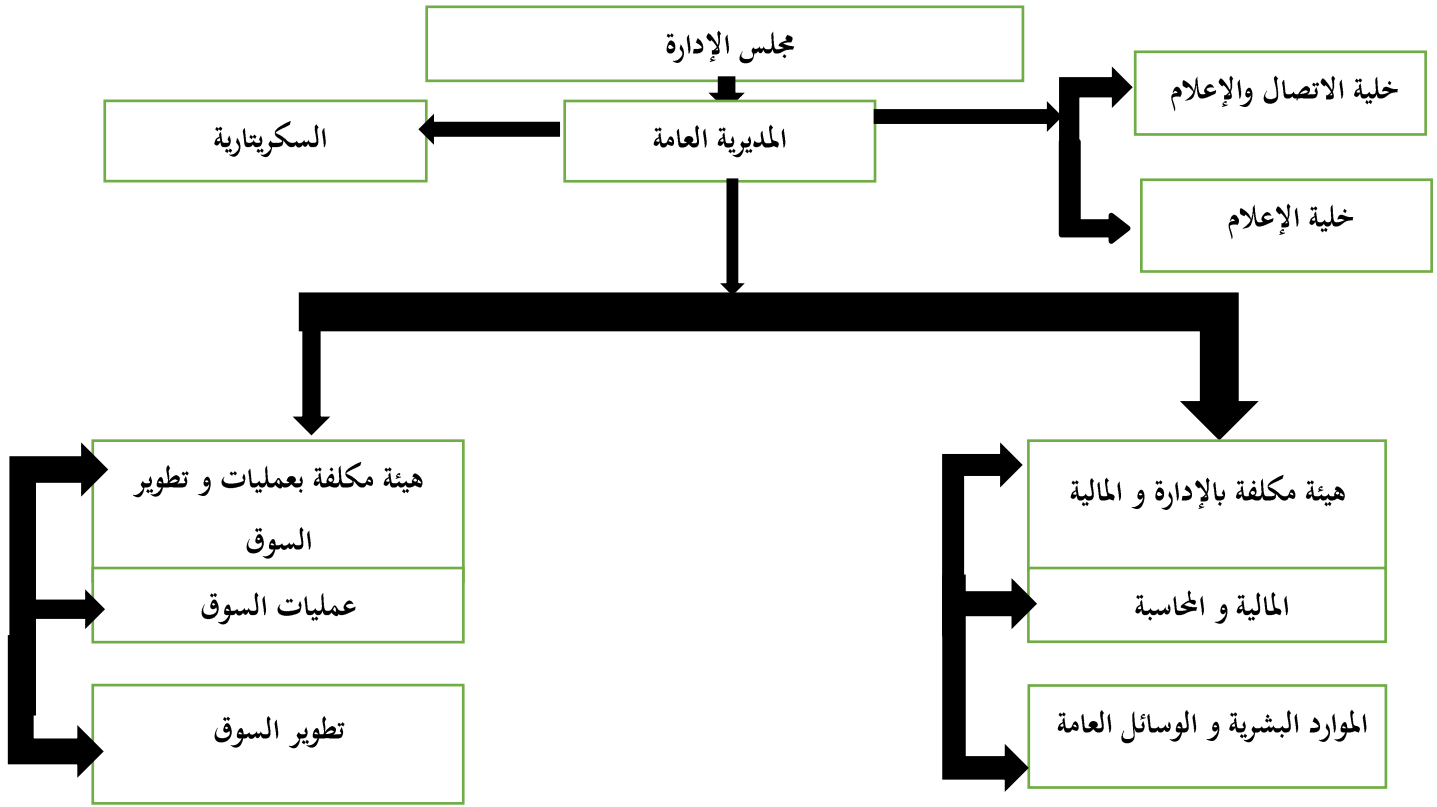
<sup>2</sup> موقع المقال [http ps://www.moukawil.com](http://www.moukawil.com) ، اطلع عليه يوم: 2024/04/28 على الساعة 20:23

<sup>3</sup> [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) موقع بورصة الجزائر ، اطلع عليه يوم: 2024/04/28 على الساعة 22:49

- لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (COSOB) التي تمثل سلطة السوق المالي الساهرة على ضمان احترام أنظمة البورصة السارية المفعول وحماية المدخرين.
- شركة تسيير بورق القيم (SGBV). المعروفة عامة سم بورصة الجزائر، وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء في عمليات البورصة. وتمثل مهامها في التنظيم العملي لعمليات إدخال الشركات إلى البورصة، وتنظيم جلسات التداول، وتسيير نظام التسعيرة و نشر المعلومات و الإحصاءات المتعلقة لبورصة (من خلال النشرة الرسمية للتسعيرة و قنوات الإعلام الأخرى: مواقع الأنترنت، الومضات المتلفزة، الصحف الوطنية).
- الوسطاء في عمليات البورصة (IOB) هم البنوك و المؤسسات المالية و الشركات التجارية التي تتمحور نشاطها أساسا حول القيم المنقولة، ويتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها.
- المؤتمن المركزي الذي ينشط تحت اسم "الجزائر للمقاصة" هو عبارة عن شركة ذات أسهم ، تتمثل مهمتها في ضمان حفظ السندات المالية المصدرة، و إدارة الحسابات الجارية المفتوحة سم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC)، وإنجاز معاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة، ونزع الصفة المادية عن السندات وترميزها وفقا للمعايير الدولية (ISIN: الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية).
- ماسكو الحسابات حافظو السندات (TCC) هم البنوك و المؤسسات المالية الشركات التجارة التي تمتلك تمتلك صفة الوسطاء في عمليات البورصة. ويوفر ماسكو الحسابات حافظو السندات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية.
- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM) وتتألف من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV) والصناديق المشتركة للتوظيف (FCB). وتعتبر هذه الهيئات بمثابة محفزات حقيقية لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين.

ويتبين لنا الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2-3): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: موقع بورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz> بتاريخ: 2024/04/29 على الساعة: 17:45

## 2. نشأة بورصة الجزائر:

كان التفكير في إنشاء مثل هذه المؤسسة بهدف دفع عجلة التنمية الاقتصادية على المستوى الاقتصادي و الاجتماعي، الإصلاحات الجذرية، التحول إلى اقتصاد السوق من خلال إعادة الهيكلة، التطهير المالي للمؤسسات العاجزة، إعادة تصحيح مسار القطاع العام و إدخال القطاع الخاص أو ما يعرف ب "الخصوصية"، كل هذه الإصلاحات الاقتصادية كانت ترمي إلى تحضير المناخ المساعد لإرساء قواعد السوق المالية التي لها دور في تفعيل نظام التمويل.

فانطلاقاً من قانون 1988 الذي منح الاستقلالية للمؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، صدرت عدة قوانين أخرى تدعم فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية، حيث بدأ التحضير فعلياً لإنشائها من سنة 1990<sup>1</sup>. ففي البداية تم بتاريخ 9 ديسمبر 1990 خلق كيان يشبه البورصة تحت اسم شركة القيم المنقولة (SVM) برأسمالي إجمالي قدره 320000.00 دج تطبيقاً لنص المادة 01 من قانون رقم 03.88، حيث استعمل المشرع في القانون تسمية

<sup>1</sup> شقيق عيسى، ازغار يحي، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس اعقاب الازمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد السابع، 2016، ص 52.

شركة القيم المنقولة بدلا من كلمة بورصة القيم المنقولة بدلا من كلمة بورصة القيم المنقولة سببه الفراغ التشريعي في تلك الفترة، حيث لم يكن موجود نظام متكامل ومحكم من شأنه تنظيم بورصة حقيقة.

وفي فيفري 1992 أصبحت تسمى بورصة القيم المنقولة، التسمية الحالية، وبمجرد قيام المشرع الجزائري بتعديل القانون التجاري في 1993/04/25 بموجب المرسوم التشريعي رقم 08/93 المتضمن أحكام خاصة بشركات المساهمة والقيم المنقولة، أصبحت الأرضية التشريعية جاهزة لاحتواء بورصة حقيقة ذات نظام متكامل<sup>1</sup>، فصدر المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 1993/05/23 حيث تضمن نص المادة ما يلي: "تؤسس بورصة القيم المنقولة، وتعد إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة و الأشخاص الآخرون من القانون العام و الشركات ذات الأسهم".

إنشاؤها مر بثلاث مراحل تمهيدية، تلتخص فيما يلي:<sup>2</sup>

### 2.1. المرحلة التأسيسية (1990-1993):

ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر على ضوء نصوص قانونية تتمثل في :

✓ المرسوم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990. ينص غل إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط.

✓ المرسوم 90-102 المؤرخ في نفس التاريخ: نوع الشهادات الأسهم التي تقوم صدارها الشركات العمومية، كما أنشأت في نفس السنة شركة القيم المنقولة (S.V.M) في 09 ديسمبر 1990 بفضل صناديق المساهمة الثمانية برأسمال قدره 320000.00 دج، يديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

وقد نصت قوانين هذه الشركة على وضع تنظيم يسمح نشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، وتميزت هذه المرحلة نشاء عقد موثق لشركة القيم المنقولة (S.V.M) و إصدار ثلاث مراسيم تنفيذية تتعلق لبورصة بتاريخ 28 ماي 1991.

### 2.2. المرحلة الابتدائية (1993-1996):

كنتيجة لعدم وضوح دور شركة القيم المنقولة وضعف رأسمالها الاجتماعي، ثم إعادة تعديل رأسمالها 9.320.000.00 دج، كما تغير اسمها إلى بورصة الأوراق المالية B.V.M.

<sup>1</sup>سي الطيب محمد امين، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في القانون الجزائري، المجلة الجزائرية للحقوق والعلوم السياسية، المركز الجامعي تيسمسيلت، الجزائر، العدد السابع، 2017، ص334-335  
<sup>2</sup>شقيقب وازغار، مرجع سبق ذكره، ص52-53

حدد المرسوم التشريعي الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 الهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة، وهي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، وشركة تسيير بورصة القيم (SGBV).

ثم تم إصدار المرسوم التشريعي رقم 94-175 المؤرخ في 13 جوان 1994 كأداة جديدة لتنظيم و تمويل الاقتصاد الوطني، تجمع رؤوس الاموال وتمويل الاستثمار وبرامج التنمية.

### 3.2. مرحلة الانطلاقة الفعلية (1996- إلى يومنا هذا):

بعد التجهيز التام لإنشاء بورصة القيم من الناحية التنظيمية و القانوني، تم:

- وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة .
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.
- سيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم.

ومع بداية 1997 تم اختيار الوسطاء في البورصة بمسؤولية لجنة تنظيم ومراقبة عملياتها.

لكن الافتتاح الرسمي و الفعلي لبورصة الجزائر تم يوم 17 ديسمبر 1997 بمقرها لغرفة الوطنية للتجارة لعاصمة.

### 3. الشركات و الأدوات المالية في بورصة الجزائر:

توفر بورصة الجزائر منصة للاستثمار في الاقتصاد الجزائري، وتضمن ست شركات من قطاعات مختلفة وتوفر مجموعة متنوعة من الأدوات الاستثمارية .

#### 1.3. الشركات المدرجة في بورصة الجزائر:

تضم بورصة الجزائر خمس (05) شركات مدرجة تمثل خمس (05) قطاعات متنوعة من الاقتصاد الجزائري، بما في ذلك البنوك، التأمين، الصناعة الصيدلانية، والفندقة.

الجدول رقم (2-2): أهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

اسم الشركة	القطاع/ الفئة	الرمز في البورصة	القيمة الإسمية ب: دج	عدد الأسهم
أليانس للتأمينات	التأمينات	ALL	200	9287217
م ت ف الأوراسي	الفندقة	AUR	250	6000000
صيدال	الصناعة الصيدلانية	SAI	250	10000000
بيوفارم	الصناعة الصيدلانية	BIO	200	25521875
القرض الشعبي الجزائري	بنك	CPA	1000	200000000

المصدر: موقع بورصة الجزائر : <http://www.sgbv.dz> بتاريخ: 2024/04/30 على الساعة: 17:37

يمثل الجدول (02-02) الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، ممثلة في شركة أليانس للتأمينات، مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي"، المجمع الصناعي صيدال، شركة بيوفارم للإنتاج الصيدلي القرض الشعبي الجزائري. تقدم هذه الشركات للمستثمرين فرصة للمشاركة في نمو وتطور الاقتصاد الجزائري عبر قطاعات متنوعة، تتنوع قطاعات الشركات المدرجة بين التأمينات والفندقة والصناعة الصيدلانية والبنوك وكما نلاحظ من الجدول فإن القيمة الاسمية للسهم الواحد تتراوح بين 100 و 250 دينار جزائري وأعلى قيمة اسمية تعود للقرض الشعبي الجزائري بقيمة تصل إلى 1000 دينار جزائري وهو أحدث الشركات المدرجة في بورصة الجزائر حيث استوفى شروط الانضمام في مارس 2024.

وتعد أليانس للتأمينات الشركة صاحبة أكبر عدد من الأسهم المدرجة، وهي شركة مين رائدة في الجزائر ولها حضور دولي واسع، كما تتمتع الشركة بسجل حافل من الأرباح وتعتبر من الشركات القوية في قطاع التأمين.

### 2.3. الأدوات المالية المتداولة:

لقد ميز المشرع الجزائري بين ثلاثة أنواع من الأوراق المالية التي يمكن تداولها في بورصة الجزائر، حيث تتمثل أساسا في: أسهم رأس المال، سندات الدين، وأوراق مالية أخرى. وسنحاول تبيانها من خلال ما يلي:<sup>1</sup>

#### 1.2.3. أسهم رأس المال (الأسهم):

لقد تضمن القانون التجاري الجزائري الأنواع الآتية من الأسهم:

<sup>1</sup> Prospectus d'information, **les valeurs mobilières**, COSOB Alger, 2004, P 3.

- الأسهم العادية.
- أسهم التمتع.
- الأسهم ذات الأولوية في توزيع الأرباح.
- الأسهم ذات الأذونات للإكتتاب في الأسهم.
- السهم الخصوصي، حيث تم إدخال هذا النوع من الأسهم في الجزائر، بموجب المرسوم التنفيذي 96-133، المحدد لشروط وكيفيات ممارسة السهم الخصوصي، والذي جاء في إطار عملية تنظيم عملية الخوصصة المؤسسات العمومية.

### 2.2.3. سندات الدين (السندات):

من أهم أنواع السندات التي جاء بها القانون التجاري الجزائري ما يلي:

- السندات العادية.
- سندات المشاركة.
- السندات ذات المعدل الثابت.
- السندات ذات المعدل المتغير.

### 3.2.3. أوراق مالية أخرى:

من بين أهم أنواع السندات المالية الأخرى التي جاء بها القانون التجاري الجزائري، ما يلي:

- شهادات الاستثمار.
- سندات المساهمة.
- السندات ذات قسيمة الاكتتاب في الأسهم.

#### 4. شروط بورصة الجزائريين و المتدخلون فيها:

#### 1.4. شروط القبول: تخضع الشركات الراغبة في الإدراج في بورصة الجزائر لعدد من الشروط، أهمها:<sup>1</sup>

- شروط القبول في السوق الرسمي:
- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم (CPA).
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي: خمسة ملايين دينار (5000000 دج).

<sup>1</sup> موقع بورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz> بتاريخ: 2024/04/30 على الساعة: 18:20

- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.
- أن تقدم تقريرا تقييما لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي ، على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة.
- أن تكون قد حققت أر حا خلال السنة السابقة لطلب القبول، مالم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الرقابية الداخلية للشركة.
- وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداها في البورصة .
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات .
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين و المؤسسة.
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات .
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهما كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز ريخ الإدراج.

#### ➤ شروط القبول في سوق السندات:

تعتبر سندات الاستحقاق و السندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال و السندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين.

سثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأنها القبول لتداول في البورصة مساو على الأقل لخمسمائة مليون دينار(500.000.000دج) وذلك يوم الإدراج.

#### ➤ شروط القبول في سوق الشركات الصغيرة و المتوسطة:

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعا ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وعادة الشروط اللازمة لتبليتها، لذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بتخفيفها ، فصارت المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ملزمة ن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم ، وينبغي لها أن تعين، لمد خمس (05) سنوات، مستشارا مرافقا يسمى "مرفقي البورصة".
- تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة.
- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث توزع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهما أو ثلاثة (03) مستثمرين يوم الإدراج.
- تنشر كشوفها المالية المصدقة للعامين الماضيين، مالم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها من هذا الشرط. و أما شروط الأرح و الحد الأدنى لرأس المال فليست المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، وذلك دون الإخلال بحكام القانون التجاري المتعلقة لشركات ذات الأسهم التي تقوم للجوء العلني إلى الادخار.

و إلى ذلك، لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

#### 2.4. المتدخلون في بورصة الجزائر:

يعتبر المتدخلون المحور الأساسي لتحريك سوق القيم المنقولة، إذ لا يمكن خلق سوق مالية بدون أطراف متدخلة تعمل على تنشيط و تفعيل البورصة، فالمعاملات المالية مهما كانت طبيعتها تتم بين طرفين فأكثر.

#### 1.2.4. الوسطاء في عمليات البورصة<sup>1</sup>.

لا يمكن القيام بعملية التفاوض على القيم المتداولة المقبولة لبورصة إلا من طرف الوسطاء في عمليات البورصة و هؤلاء الوسطاء إما أن يكونوا أشخاصا اعتباريين في شكل شركات مساهمة أو أشخاصا طبيعيين على أن يتم اعتمادهم من لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، ونشير إلى أنه يمكن التمييز بين نوعين من الوسطاء في عمليات البورصة:

#### ➤ نوع الوسطاء ذوي النشاط المحدود:

<sup>1</sup>محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، 2000/1999، ص 380-382.

هي الحالة التي يريد فيها الوسيط تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض على القيم المتداولة المقبولة في البورصة لحساب الغير فقط دون توسيع دائرة نشاطه لتشمل تقديم الخدمات في ميادين تسيير المحافظ المالية أو التوظيف أو السعي المصنفي. بمعنى يقتصر الوسيط على تمثيل أوامر عملائه فقط.

## ➤ نوع الوسطاء ذوي النشاط غير المحدود:

يكون الوسيط المنتمي لهذه الفئة يمارس فضلا عن مهنة التفاوض على القيم المتداولة المقبولة في البورصة إحدى أو كل الأنشطة المتعلقة لاستشارة التوظيف، تسيير المحافظ المالية. بمقتضى توكيل أو صناعة السوق، يضاف إلى ذلك إمكانية القيام لسعي المصفاقي و المتمثل في عملية اقتراح الاكتتاب الشراء المتبادل أو البيع للقيم المتداولة في الأماكن العمومية ، مكان العمل أو الأماكن الخاصة لعملاء المحتملين وفي الأخير يمكنه القيام بى نشاط أحر تحدده اللجنة.

2.2.4. المستثمرون الماليون:<sup>1</sup>

يستطيع المستثمر المالي في بورصة الجزائر التعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء بشكل مباشر بشكل مباشر أو غير مباشر عن طريق اللجوء لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إذ أن هذه الأخيرة نص عليها القانون من خلال الأمر رقم 08/96 المؤرخ في 10/01/1996.

3.2.4. شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير:<sup>2</sup>

إن الشكل القانوني لهذا النوع من الهيئات هو شركات مساهمة حسب المشرع ، وهي بنك خضع لأحكام القانون التجاري في كل ما لم يتم تحديده بمقتضى الأمر المذكور أعلاه — والذي حدد رأسماله الأدنى بخمسة ملايين 5000000 دج حيث ل يمكن لها النزول عن نصف هذا الحد لمدة أربعة أشهر التي تلي تعليق إعادة شراء الأسهم، ويتمثل هدف هذه الشركة في تسيير محفظة القيم المنقولة وسندات الدين القابلة للتداول للمستثمرين الماليين المكتسبين في رأسماله ولقد تم اعتماد أول شركة استثمار ذات رأس المال المتغير رسميا بمقتضى مقرر رقم 01/98 الصادر في 31 مارس 1998 من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لفائدة شركة الاستثمار المالي شركة ذات أسهم، برأسمال أولي قدره 120 مليون دينار جزائري المؤسسة من طرف كل من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمينات.

## 4.2.4. الصناديق المشتركة للتوظيف:

على عكس شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، لا تتمتع الصناديق المشتركة للتوظيف لشخصية المعنوية، إذ هي مجرد ملكية مشتركة لقيم منقولة ، ولقد حد رأس المال الأدنى للصندوق بمليون دينار جزائري كحد أدنى و لا يمكن النزول على نصفه.

<sup>1</sup> هواري سويبي، اشكالية تقييم المؤسسات في ظل الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2001، ص 296-297.  
<sup>2</sup> هواري سويبي، مرجع سبق ذكره، ص 297.

الفرع الثاني: استعراض نتائج الدراسة

من أجل تحقيق الهدف الرئيسي للدراسة، تم إجراء اختبارات لتقييم كفاءة بورصة الجزائر عند المستوى الضعيف استخدام اختبارات جذر الوحدة، وهي: اختبار ديكي فولر الموسع، واختبار فيليبس بيرون ، واختبار (KPSS)، وذلك للتحقق من فرضية السير العشوائي. وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)

الجدول رقم (2-3): نتائج اختبار ديكي فولر الموسع على سلسلة زمنية لقيم مؤشر بورصة الجزائر (درايزر أندكس)

الاحتمالية	القيم الحرجة			إحصائية T	
	%10	%5	%1		
0.9840	-1.616363	-1.941324	-2.568620	1.825846	بدون بت و اتجاه عام
0.9421	-2.569113	-2.865831	-3.440323	-0.148175	بوجود بت و بدون اتجاه عام
0.8160	-3.130829	-3.416933	-3.972618	-1.536890	بوجود بت واتجاه عام

المصدر : من إعداد الطالبة لاعتماد على مخرجات البرمج الاحصائي Eviews .

يتضمن الجدول أعلاه نتائج اختبار ديكي فولر الموسع التي تم احتسابها ( بدون بت واتجاه عام، بوجود بت وبدون اتجاه عام، بوجود بت واتجاه عام)، حيث نلاحظ أن الإحصائية المحسوبة لقيمة المطلقة (1.825846) و(-0.148175) و (-1.536890) على التوالي، أكبر من القيم الحرجة عند كل مستويات المعنوية 1% و5% و10% ، وهذا ما يؤكد نسبة الاحتمالية التي تعتبر أكبر من 0.05. و لتالي نقبل الفرضية العديمة الصغرية وأن السلسلة الزمنية قيد الدراسة غير مستقرة وتسير بشكل عشوائي.

## 2. اختبار فيليبس بيرون (PP):

الجدول رقم (2-4): نتائج اختبار فيليبس بيرون (PP) على سلسلة زمنية لقيم مؤشر بورصة الجزائر (دزايير أندكس)

الاحتمالية	القيم الحرجة			إحصائية T	
	10%	5%	1%		
0.9972	-1.616367	-1.941318	-2.568575	2.493114	بدون بت و اتجاه عام
0.9315	-2.569113	-2.865831	-3.440323	- 0.233428	بوجود بت وبدون اتجاه عام
0.8565	-3.130777	-3.416844	-3.972435	- 1.413288	بوجود بت واتجاه عام

المصدر : من إعداد الطالبة لاعتماد على مخرجات البرمج الاحصائي Eviews.

يتضمن الجدول أعلاه نتائج اختبار فيليبس بيرون التي تم احتسابها (بدون بت واتجاه عام، بوجود بت وبدون اتجاه عام، بوجود بت واتجاه عام)، حيث نلاحظ أن الإحصائية المحسوبة لقيمة المطلقة (2.493114) و(0.233428) و(-1.413288) على التوالي ، أكبر من القيم الحرجة عند كل مستويات المعنوية (1%) و(5%) و(10%) ، وهذا ما تؤكد نسبة الاحتمالية التي تعتبر أكبر من (0.05). ولتالي نقبل الفرضية العدمية (الصفيرية) وأن السلسلة الزمنية قيد الدراسة غير مستقرة وتسير بشكل عشوائي.

## 3. اختبار (KPSS)

الجدول رقم (2-5): نتائج اختبار (KPSS) على سلسلة زمنية لقيم مؤشر بورصة الجزائر (دزاير أندكس)

القيم الحرجة			إحصائية T	
10%	5%	1%		
0.347000	0.463000	0.739000	2.790756	وجود بت وبدون وبدون اتجاه عام
0.119000	0.146000	0.216000	0.419792	وجود بت و اتجاه اتجاه عام

المصدر : من إعداد الطالبة لاعتماد على مخرجات البرمجيات الإحصائية Eviews.

يتضمن الجدول أعلاه نتائج اختبار (KPSS) التي تم احتسابها (وجود بت وبدون اتجاه عام، وجود بت و اتجاه عام)، حيث نلاحظ أن الإحصائية المحسوبة ل (LM) لقيمة المطلقة (2.790756) و (0.419792) على التوالي أكبر من القيم الحرجة لتوزيع (KPSS) عند كل مستويات المعنوية (1%) و (5%) و (10%). و لتالي نرفض الفرضية العدمية (فرضية استقرار السلسلة) و أن السلسلة الزمنية قيد الدراسة غير مستقرة و تسير بشكل عشوائي.

## المطلب الثاني: مناقشة النتائج واختبار فرضيات الدراسة

## الفرع الأول: مناقشة النتائج

بعد عرض النتائج يمكن تحليلها ومناقشتها على النحو التالي:

✚ أثبتت نتائج اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) التي تم احتسابها والموضحة في الجدول رقم (02-04)، السلسلة الزمنية قيد الدراسة مؤشر بورصة الجزائر دزاير أندكس غير مستقرة وتسير بشكل عشوائي، وهذا ما يؤكد على كفاءة بورصة الجزائر عند الصيغة الضعيفة، ذلك أن مفهوم كفاءة السوق المالي يرتبط ارتباطاً وثيقاً بمفهوم عشوائية الأسعار، ففي السوق الكفاء يفترض عشوائية الأسعار بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ باتجاهات الأسعار المستقبلية بشكل دقيق حتى لو كان المستثمر على دراية بجميع المعلومات المتاحة.

نتائج اختبار فيليبس بيرون (PP) كما جاءت في الجدول رقم (02-05) جاءت داعمة لنتائج اختبار (ADF)، حيث يعد اختبار (PP) اختبار إحصائي يستخدم لتقييم كفاءة السوق المالي و يهدف الاختبار إلى تحديد ما إذا كانت سلسلة زمنية لأسعار الأوراق المالية تتبع نمط عشوائيا، أو ما إذا كانت هناك أنماط متوقعة يمكن استغلالها من قبل المستثمرين لتحقيق أرباح استثنائية. حيث أثبتت أن السلسلة الزمنية قيد الدراسة غير مستقرة وتسير بشكل عشوائي وهو ما يدعم نتيجة أن بورصة الجزائر كفاءة عند الصيغة الضعيفة.

نتائج اختبار كويشكيوفسكي - فيليبس - شميدت - شين (KPSS) التي تم احتسابها جدول رقم (02-06)، تدعم نتيجة الاختبارين السابقين (ADF) و (PP)، أن السلسلة الزمنية قيد الدراسة غير مستقرة و تسير بشكل عشوائي وعليه بورصة الجزائر كفاءة عند الصيغة الضعيفة. بناء على النتائج التي توصلنا إليها ستستخدم الاختبارات الثلاث سابقة الذكر و بتحليل السلسلة الزمنية لتقييم مؤشر بورصة الجزائر (دزاير أندكس). يمكن القول أن السلسلة تحتوي على جذر وحدة، مما يؤكد الفرض الرئيسي للدراسة أن الأسعار في السوق المالية الجزائرية يسير بشكل عشوائي، وعليه فإن السوق كفاءة على المستوى الضعيف.

إن السوق المالية كفاءة على المستوى الضعيف، فهذا يعني أن الأسعار في السوق تعكس القيمة الحقيقية للأصول المالية بشكل جيد، وتتأثر لعوامل الأساسية المؤثرة فيها بشكل كاف. ومن المهم أن يتم تحسين الكفاءة في السوق المالية من خلال اتخاذ عدد من الخطوات، ومن بين هذه الخطوات:

- تعزيز الشفافية عن العمليات المالية من خلال زدة نسبة الإفصاح عن المعلومات والأداء المالي وتحسين الإدارة المالية.
- تنظيم السوق المالية عن طريق تطوير أداء الهيئات التنظيمية والرقابية، لحماية المستثمرين وضمان النزاهة في العمليات المالية.
- تطوير الأدوات المالية المختلفة لتلبية احتياجات المستثمرين و توفير فرص استثمارية متنوعة.
- توفير الوعي المالي للمستثمرين والمتداولين لزيادة فهمهم للعمليات المالية و المخاطر المالية و المخاطر المرتبطة بها.
- تبني إدارة السوق المالية أفضل الممارسات العالمية في إدارة السوق، وتعزيز التعاون مع الهيئات الدولية لتحسين كفاءة السوق المالية على المستوى الدولي.

## الفرع الثاني : إختبار الفرضيات

بنيت هذه الدراسة على فرضيتين، و بعد الدراسة النظرية والاحصائية توصلنا إلى القرارات التالية بخصوص فرضيات الدراسة:

▪ الفرضية الأولى: السوق المالي الجزائري يتمتع لكفاءة عند الصيغة الضعيفة. فرضية مقبولة

فمن خلال نتائج الدراسة التطبيقية و لاعتماد على اختبارات كل من ديكي فولر الموسع (ADF) وإختبار فيليبس بيرون (PP) و إختبار كويشكيوفسكي - فيليبس - شميدت - شين (KPSS) تبين أن السلسلة قيد الدراسة تخضع للسير العشوائي وغير مستقرة ومنه السوق يتمتع لكفاءة عند الصيغة الضعيفة.

▪ الفرضية الثانية: تعكس أسعار الأسهم في بورصة الجزائر بشكل كامل المعلومات المتاحة علنا. فرضية مقبولة

تبين النتائج أن أسعار الأوراق المالية في بورصة الجزائر تتحرك بصورة عشوائية ومنه تكون قد عكست كامل المعلومات المتاحة علنا. و لا يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح استثنائية بشكل منهجي من خلال تحليل المعلومات المتاحة للجمهور، وذلك لأن الأسعار تعكس لفعال جميع المعلومات ذات الصلة.

## خاتمة الفصل الثاني:

حاولنا في هذا الفصل إلى اختبار كفاءة بورصة الجزائر، ونظرا إلى أن بورصة الجزائر مرت مجموعة من المراحل قبل أن تصبح بشكلها الحالي وقد ظهرت لأول مرة تحت اسم شركة القيم المنقولة، لتمر بعدة مراحل إلى أن تفتح رسميا في 1997 بمقرها بجزائر العاصمة، تضم بورصة الجزائر عدد محدود من الشركات المدرجة متمثلة في 05 شركات: أليانس للتأمينات الناشطة في قطاع التأمينات، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي الناشطة في قطاع السياحة، صيدال و بيوفارم الناشطتين في القطاع الصيدلاني، والقرض الشعبي الجزائري. تنحصر الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر في أسهم رأس المال، سندات الدين، أوراق مالية أخرى (شهادات الاستثمار، سندات المساهمة، السندات ذات قسيمات الاكتتاب في الأسهم).

و للحكم على كفاءة سوق الجزائر للأوراق المالية من عدمه اعتمد على مجموعة من الاختبارات الإحصائية الإحصائية والمتمثلة في ثلاث اختبارات لجذر الوحدة (ADF)، (PP) و (KPSS) و لاعتماد على سلسلة زمنية لقيم مؤشر بورصة الجزائر (دزاير أندكس) خلال الفترة الممتدة من 02/01/2020 إلى 30/04/2024 و استخدام برمج **Eviews** توصلنا إلى أن السلسلة قيد الدراسة تحتوي على جذر وحدة و لتالي السلسلة غير مستقرة و تخضع للسير العشوائي ومنه تبين لنا أن السوق المالي الجزائري (بورصة الجزائر) كفو عند المستوى الضعيف.

خاتمة عامة

يعد السوق المالي الملاذ الرئيسي للمستثمرين الراغبين في التخصيص الكفء للموارد المتاحة لديهم، الأمر الذي يتطلب توفر قدر كافي من البيا ت و المعلومات المالية الصحيحة المتعلقة لشركات التي تتداول أدائها في السوق المالي وذلك حتى يتمكن هؤلاء من ترشيد قراراتهم وتحقيق أهدافهم في ظل سوق يتصف لكفاءة، وتمثل مقومات السوق الكفؤ في دقة و سرعة المعلومات إضافة إلى متطلبات كفاءة التشغيل و التسعير، و بذلك تصبح أسعار الورقة المالية المتداولة فيه تعكس المعلومات المتاحة.

وقد تم التطرق في هذه الدراسة لفصلين أولهما تناول النظرت الأدبية و التطبيقية لتطرق لعموميات حول السوق المالي ومن ثم مفاهيم حول الكفاءة و اختباراتها ، الفصل الثاني جاء لتدعيم الجانب النظري وهو عبارة عن إختبار كفاءة السوق المالي الجزائري (بورصة الجزائر) عند الصيغة الضعيفة خلال الفترة من 2020 إلى 2024 .

### نتائج الدراسة:

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى جملة من النتائج التطبيقية و النظرية تبرز فيما يلي:

- تعتبر السوق المالية آلية يتم من خلالها تحويل المدخرات المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي.
- إن كفاءة السوق المالي تسمح عطاء قيمة عادلة للأوراق المالية فيه و من ثم عدم تمكن أحد المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية على الآخرين.
- السوق المالي الكفء هو مؤشر النشاط الاقتصادي داخل أي دولة إذا توفرت الكفاءة له و غرضه الأساسي في الاقتصاد هو توزيع المدخلات بكفاءة على الاستثمارات والاستخدامات.
- تتكون بورصة الجزائر من عدد محدود من الشركات المدرجة فيها الأمر يحول دون كفاءتها.
- يوضح اختبار السلسلة الزمنية لقيم مؤشر بورصة الجزائر(دزاير أندكس) أن السلسلة تحتوي على جذر وحدة.
- توضح الاختبارات الثلاث لجذر الوحدة(ADF) و(PP)و(KPSS) أن السلسلة قيد الدراسة تخضع للسير العشوائي وغير مستقرة.
- يتضح أن السوق المالي الجزائري (بورصة الجزائر) سوق كفؤ عند المستوى الضعيف.
- اختبار كفاءة السوق الضعيفة لبورصة الجزائر يحمل أهمية كبيرة للمستثمرين والمنظمين وصانعي السياسات والأكاديميين. من خلال فهم مستوى كفاءة السوق، يمكن لأصحاب المصلحة اتخاذ قرارات مستنيرة، وتنفيذ استراتيجيات فعالة، والإسهام في التطوير العام للسوق المالية الجزائرية.

## الاقترحات:

من خلال ما سبق يمكننا تقديم جملة من الاقتراحات من أهمها:

- ✓ أهم مشكل تعاني منه بورصة الجزائر العدد المدود من الشركات المدرجة فيها ، لذا لابد من بدل جهد في جذب عدد كبير من الشركات المدرجة للإدراج فيها بتوفير الجو الملائم لذلك وكذا تسهيل عمليات الإدراج.
- ✓ العمل على تطوير السوق بجعله يتمتع لكفاءة و التنظيم و الجودة العالية لخدمة المستثمرين الجزائريين و الأجانب من خلال توفير بنية تحتية تنظيمية و فنية عالية المستوى و تنمية الوعي الاستثماري المحلي و توفير أحدث المنتجات و كذا تعزيز الإمكانيات التكنولوجية.
- ✓ دعم علاقات المستثمرين و تعريف الجهات الاستثمارية الدولية لفرص الاستثمارية التي يوفرها الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.
- ✓ إدخال تطبيقات الخدمة الذاتية الإلكترونية لجميع خدمات البورصة.
- ✓ كفاءة بورصة الجزائر ليست مفهوماً بئناً؛ يمكن أن تتطور بمرور الوقت بسبب التغيرات في ظروف السوق والأطر التنظيمية وسلوك المستثمرين. لذلك، من المهم مراقبة وتقييم كفاءة السوق باستمرار لضمان أنها تظل بيئة استثمارية عادلة وشفافة وفعالة.
- ✓ العمل على تخفيض تكاليف المعاملات في بورصة الجزائر حيث أنه كلما كانت التكاليف المنخفضة كان السوق أكثر كفاءة.

## آفاق الدراسة:

يعتبر اختبار كفاءة السوق المالي من المواضيع المهمة بسبب تحديات العصر الحديث القائم على المنافسة الشديدة و المصارعة من أجل البقاء.

وعلى ضوء ما سبق نقترح ما يلي:

- معالجة كفاءة السوق المالي الجزائري باستخدام مؤشرات إحصائية أخرى ، مثل نموذج-Fama French ثلاثي العوامل.
- دراسة دور مشاعر المستثمرين والتحيزات السلوكية في التأثير على أسعار الأسهم وكفاءة السوق.
- دراسة موضوع يتناول دور تنوع المنتجات المالية الإسلامية في زيادة كفاءة الأسواق المالية.
- يمكن أن توفر مقارنة كفاءة بورصة الجزائر لأسواق الناشئة والمتقدمة الأخرى رؤى قيمة حول العوامل التي تؤثر على كفاءة السوق وفعالية المناهج التنظيمية المختلفة.

# قائمة المصادر والمراجع

---

## أولاً: المصادر و المراجع باللغة العربية

## أ- الكتب :

1. المومني غازي فلاح، ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2013.
2. ايهاب الدسوقي، اقتصادات كفاءة البورصة، (القاهرة: دار النهضة العربية، 2000).
3. حيدر حسين آل طعنة ، الأسواق المالية : النشأة ، المفهوم ، الأدوات ، الطبعة الأولى، مركز الدراسات الاستراتيجية جامعة كربلاء ، 2014.
4. دريد كامل آل شبيب ، الأسواق المالية و النقدية ، الطبعة الثانية ، دار المسيرة ، 2019 .
5. سرمد كوكب الجميل ، المدخل إلى الأسواق المالية ، دار الأكاديميون للنشر و التوزيع ، 2017 .
6. شقيري نوري موسى .الاسواق المالية و اليات التداول . الطبعة الاولى . دار الكتاب الثقافي. 2017.
7. شيخي ، طرق الاقتصاد القياسي، دار الحامد للنشر والتوزيع، المملكة الهاشمية، عمان، 2011.
8. عصام حسين ، أسواق الاوراق المالية (البورصة )، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع ، الاردن ، عمان.
9. كسري اسماء، الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الاسواق المالية، الطبعة الاولى، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، عمان، الاردن، 2016.

## ب- البحوث الجامعية

10. الجودي صاطوري، اثر كفاءة سوق راس المال على الاستثمار في الاوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، اطروحة دكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006/2005.
11. الحميد أيهم محمود ، الكفاءة السعرية و التنبؤ بمؤشر السوق المالي استخدام النماذج القياسية و الشبكات العصبونية الاصطناعية (دراسة مقارنة بين سوق دمشق للأوراق المالية وبعض أسواق المال العربية) ، رسالة دكتوراه ، كلية الاقتصاد جامعة حماة ، سور ، 2020.
12. رابع خوني ، حجاب عيسى ، مساهمة الأسواق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل سياسة التحرير المالي دراسة حالة السوق المالي الأردن ، جامعة خيضر جامعة ، بسكرة.
13. طويبا روني خليل ، اختبار الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية(دراسة مقارنة ما بين فترتي قبل و خلال الحرب على سور )، رسالة ماجستير، الجامعة الافتراضية السورية ، سور ، 2019.
14. براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، 2000/1999.
15. صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ،الدار الجامعية ، مصر ، 2002، 2002،

16. مزاهدية رفيق، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الاسعار في اسواق الاوراق المالية الخليجية وثيرها على فرص التنويع الاستثماري، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج خضر، الجزائر، 2015.

17. موصلي سليمان ، سليمان عد ن ، الأسواق المالية ، منشورات جامعة دمشق ، سور ، 2013.

18. نورالدين، بوالكور، (2019)، "تحليل الكفاءة السعريّة لسوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف"، 7، Dossiers de recherches et Économie et Gestion(2)

19. هوارى سويسي، اشكالية تقييم المؤسسات في ظل الاصلاحات الاقتصادية في الجزائر، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2001.

### ت- المقالات

20. بن امير بن حاسين، لحسين جديدن، بن بوزن، كفاءة الاسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013/2012.

21. سي الطيب امين، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في القانون الجزائري، المجلة الجزائرية للحقوق والعلوم السياسية، المركز الجامعي تيسمسيلت، الجزائر، العدد السابع، 2017

22. شقبق عيسى، ازغار يحي، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس اعقاب الازمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد السابع، 2016.

23. عبد غالم، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية [نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها، وأقسامها]، [مجلة الاجتهاد القضائي جامعة خيضر بسكرة، العدد 11، الجزائر 2016.

24. سام سعد، عشوائية حركة الاسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية، دراسات العلوم الادارية، المجلد 41، العدد 02، الجامعة الاردنية، 2014.

25. نبيل هني، زهير غراية، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة اسعار الاسهم في اطار كفاءة الاسواق المالية في البورصات العربية الناشئة دراسة حالة المغرب و الكويت، مجلة ابحاث اقتصادية وادارية، جامعة خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 11، 2012.

### ث- المواقع الإلكترونية

26. موقع المقال <http://www.moukawill>

27. موقع بورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz>

## ج- الملتقيات

28. زهير غراية، عبد القادر بربش، نموذج التاجر الصاحب بين التأصيل النظري وواقع الازمات في ظل مفاهيم الالعودة لنماذج كفاءة الاسواق المالية، الملتقى العلمي الوطني: بيئة الاعمال الداعمة لتطوير الاسواق المالية وتفعيلها، المركز الجامعي تيبازة، 27-28/11/2013.

## ثانيا: المصادر و المراجع باللغة الإنجليزية

29. Alexander S.Sangare, Efficiencie Des Marchés :Un Siécle Aprés Bacheilier ,revue d'économie financière, Volume 81,2005.
30. Asma mobarek, Weak-form maeket efficiency of an emerging Market:Evidence form Dhaka Stock Market of Bangladesh, leeds University Business School ,Westem Campus ,2000.
31. Elroy Dimson, Massoud Mussavian, Some anomalous regarding marjet efficiency Jornal of Financial Economics, Volume 6 ,1987.
32. Eugene F. Fama (1970), Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance ,First Draft :February 1997.
33. Fama, E ?ET AL ., The ajustement of stock prices to new information ,International Economic Review, Volume 10, Issue, 1969.
34. Gilson, R.J ,Kraakman, R, "Market Efficiency after the Financial Crisis : It's STILL A Matter of Information Costs" ,Virginia Law Review ,Vol 100,2014.
35. P. Conso, La Question financiere de l'entreprise. France: Dunod, 7eme éd, tome 2, 1989.
36. Philipe Bernard, L'hypothése d'efficiencie des marches Marches aléatoire, matingale et transmission de l'informaion par les prix, Décembre 2003.
37. Prospectus d'informaion, les valeurs mobilières, COSOB Alger ,2004, P 3.
38. R. Cobbaut ,Theories finaciére ,Edition Ecinomica ,d éme Edition, 1992.
39. Shyam Sunder ,Stock Price and Risk Related to Accounting Changes in Inventorv Valution ,the Accounting Review April 1975.

الملاحق

## نتائج تقدير اختبار (ADF) بوجود ثابت و بدون اتجاه عام

Null Hypothesis: IDZ has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=19)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.148175	0.9421
Test critical values:		
1% level	-3.440323	
5% level	-2.865831	
10% level	-2.569113	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(IDZ)  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/29/23 Time: 12:03  
 Sample (adjusted): 2 642  
 Included observations: 641 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IDZ(-1)	-0.000166	0.001123	-0.148175	0.8823
C	3.312218	2.915627	1.136022	0.2564
R-squared	0.000034	Mean dependent var		2.902387
Adjusted R-squared	-0.001531	S.D. dependent var		23.33732
S.E. of regression	23.35517	Akaike info criterion		9.142629
Sum squared resid	348551.5	Schwarz criterion		9.156554
Log likelihood	-2928.213	Hannan-Quinn criter.		9.148034
F-statistic	0.021956	Durbin-Watson stat		2.187916
Prob(F-statistic)	0.882251			

## نتائج تقدير اختبار (ADF) بوجود ثابت و اتجاه عام

Null Hypothesis: IDZ has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 8 (Automatic - based on SIC, maxlag=19)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.536890	0.8160
Test critical values:		
1% level	-3.972618	
5% level	-3.416933	
10% level	-3.130829	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(IDZ)  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/29/23 Time: 12:11  
 Sample (adjusted): 10 642  
 Included observations: 633 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IDZ(-1)	-0.004866	0.003166	-1.536890	0.1248
D(IDZ(-1))	-0.113372	0.039572	-2.864945	0.0043
D(IDZ(-2))	-0.111732	0.039738	-2.811699	0.0051
D(IDZ(-3))	0.088967	0.039653	2.243654	0.0252
D(IDZ(-4))	-0.002898	0.039543	-0.073278	0.9416
D(IDZ(-5))	0.118452	0.039541	2.995634	0.0028
D(IDZ(-6))	0.130973	0.039677	3.301029	0.0010
D(IDZ(-7))	0.071448	0.039757	1.797140	0.0728
D(IDZ(-8))	0.153568	0.039585	3.879457	0.0001
C	7.193464	3.942542	1.824575	0.0685
@TREND("1")	0.020946	0.014193	1.475842	0.1405
R-squared	0.082428	Mean dependent var		2.950471
Adjusted R-squared	0.067676	S.D. dependent var		23.47809
S.E. of regression	22.66971	Akaike info criterion		9.097162
Sum squared resid	319655.7	Schwarz criterion		9.174500
Log likelihood	-2868.252	Hannan-Quinn criter.		9.127195
F-statistic	5.587624	Durbin-Watson stat		1.991316
Prob(F-statistic)	0.000000			

## نتائج تقدير اختبار (ADF) بدون ثابت و اتجاه عام

Null Hypothesis: IDZ has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 8 (Automatic - based on SIC, maxlag=19)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.825846	0.9840
Test critical values:		
1% level	-2.568620	
5% level	-1.941324	
10% level	-1.616363	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(IDZ)

Method: Least Squares

Date: 12/29/23 Time: 12:13

Sample (adjusted): 10 642

Included observations: 633 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IDZ(-1)	0.000673	0.000368	1.825846	0.0684
D(IDZ(-1))	-0.113760	0.039602	-2.872588	0.0042
D(IDZ(-2))	-0.111624	0.039768	-2.806872	0.0052
D(IDZ(-3))	0.089460	0.039680	2.254517	0.0245
D(IDZ(-4))	-0.003127	0.039569	-0.079028	0.9370
D(IDZ(-5))	0.118289	0.039569	2.989435	0.0029
D(IDZ(-6))	0.129985	0.039699	3.274266	0.0011
D(IDZ(-7))	0.070041	0.039780	1.760717	0.0788
D(IDZ(-8))	0.152064	0.039610	3.839057	0.0001
R-squared	0.077379	Mean dependent var		2.950471
Adjusted R-squared	0.065550	S.D. dependent var		23.47809
S.E. of regression	22.69555	Akaike info criterion		9.096331
Sum squared resid	321414.9	Schwarz criterion		9.159608
Log likelihood	-2869.989	Hannan-Quinn criter.		9.120904
Durbin-Watson stat	1.990777			

## نتائج تقدير اختبار (PP) بوجود ثابت وبدون اتجاه عام

Null Hypothesis: IDZ has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 14 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.233428	0.9315
Test critical values:		
1% level	-3.440323	
5% level	-2.865831	
10% level	-2.569113	

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

Residual variance (no correction)	543.7620
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	728.2304

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(IDZ)

Method: Least Squares

Date: 12/29/23 Time: 12:16

Sample (adjusted): 2 642

Included observations: 641 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IDZ(-1)	-0.000166	0.001123	-0.148175	0.8823
C	3.312218	2.915627	1.136022	0.2564
R-squared	0.000034	Mean dependent var		2.902387
Adjusted R-squared	-0.001531	S.D. dependent var		23.33732
S.E. of regression	23.35517	Akaike info criterion		9.142629
Sum squared resid	348551.5	Schwarz criterion		9.156554
Log likelihood	-2928.213	Hannan-Quinn criter.		9.148034
F-statistic	0.021956	Durbin-Watson stat		2.187916
Prob(F-statistic)	0.882251			

## نتائج تقدير اختبار (PP) بوجود ثابت و اتجاه عام

Null Hypothesis: IDZ has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Bandwidth: 14 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.413288	0.8565
Test critical values:		
1% level	-3.972435	
5% level	-3.416844	
10% level	-3.130777	

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

Residual variance (no correction)	542.2951
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	734.8548

Phillips-Perron Test Equation  
 Dependent Variable: D(IDZ)  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/29/23 Time: 12:18  
 Sample (adjusted): 2 642  
 Included observations: 641 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IDZ(-1)	-0.004100	0.003198	-1.282107	0.2003
C	7.012190	4.052619	1.730286	0.0841
@TREND("1")	0.018641	0.014190	1.313693	0.1894
R-squared	0.002732	Mean dependent var		2.902387
Adjusted R-squared	-0.000394	S.D. dependent var		23.33732
S.E. of regression	23.34192	Akaike info criterion		9.143048
Sum squared resid	347611.2	Schwarz criterion		9.163936
Log likelihood	-2927.347	Hannan-Quinn criter.		9.151155
F-statistic	0.873885	Durbin-Watson stat		2.185221
Prob(F-statistic)	0.417826			

## نتائج تقدير اختبار (PP) بدون ثابت و اتجاه عام

Null Hypothesis: IDZ has a unit root

Exogenous: None

Bandwidth: 14 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	2.493114	0.9972
Test critical values:		
1% level	-2.568575	
5% level	-1.941318	
10% level	-1.616367	

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

Residual variance (no correction)	544.8602
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	735.8118

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(IDZ)

Method: Least Squares

Date: 12/29/23 Time: 12:20

Sample (adjusted): 2 642

Included observations: 641 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IDZ(-1)	0.001044	0.000356	2.937133	0.0034
R-squared	-0.001985	Mean dependent var		2.902387
Adjusted R-squared	-0.001985	S.D. dependent var		23.33732
S.E. of regression	23.36047	Akaike info criterion		9.141526
Sum squared resid	349255.4	Schwarz criterion		9.148489
Log likelihood	-2928.859	Hannan-Quinn criter.		9.144229
Durbin-Watson stat	2.186151			

## نتائج تقدير اختبار (KPSS) بوجود ثابت وبدون اتجاه عام

Null Hypothesis: IDZ is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 21 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	2.790756
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

\*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	674665.9
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	14566916

KPSS Test Equation

Dependent Variable: IDZ

Method: Least Squares

Date: 12/29/23 Time: 12:22

Sample (adjusted): 1 642

Included observations: 642 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2463.432	32.44258	75.93207	0.0000
R-squared	0.000000	Mean dependent var		2463.432
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var		822.0209
S.E. of regression	822.0209	Akaike info criterion		16.26297
Sum squared resid	4.33E+08	Schwarz criterion		16.26992
Log likelihood	-5219.412	Hannan-Quinn criter.		16.26566
Durbin-Watson stat	0.000817			

## نتائج تقدير اختبار (KPSS) بوجود ثابت و اتجاه عام

Null Hypothesis: IDZ is stationary  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Bandwidth: 21 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.419792
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.216000
5% level	0.146000
10% level	0.119000

\*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	83176.62
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1742297.

KPSS Test Equation  
 Dependent Variable: IDZ  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/29/23 Time: 12:24  
 Sample (adjusted): 1 642  
 Included observations: 642 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1133.414	22.77369	49.76856	0.0000
@TREND("1")	4.149823	0.061513	67.46256	0.0000
R-squared	0.876714	Mean dependent var		2463.432
Adjusted R-squared	0.876522	S.D. dependent var		822.0209
S.E. of regression	288.8538	Akaike info criterion		14.17283
Sum squared resid	53399387	Schwarz criterion		14.18674
Log likelihood	-4547.478	Hannan-Quinn criter.		14.17823
F-statistic	4551.197	Durbin-Watson stat		0.006546
Prob(F-statistic)	0.000000			