

أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر، تونس والمغرب

أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم

دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر، تونس والمغرب

الدكتور ياسي

لياس

أستاذ محاضر قسم (ب)

ملخص:

حاولنا من خلال هذه الدراسة معالجة الإشكالية التي تدور حول مدى تأثير كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم، ذلك أنه في ظل السوق الكفاء يتغير سعر السهم بسرعة تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق. كما أن توفر المعلومات في السوق بشكل متماثل لجميع المتعاملين يساهم في زيادة كفاءة السوق.

ويلعب الإفصاح دور أساسي في توفير المعلومات من مصادرها المختلفة للمتعاملين في سوق رأس المال، ويساهم تحليل هذه المعلومات في اكتشاف الحالات المؤقتة التي تكون فيها القيمة السوقية للسهم مختلفة عن قيمته الحقيقية، ففي حالة وصول معلومات مشجعة إلى السوق فإن ذلك سينعكس مباشرة في استجابة فورية في سعر السهم بالارتفاع، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية وهو ما يحقق كفاءة عالية، أما في حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق فإن ذلك سينعكس سلبا في سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية، وهو ما يسمح لبعض المستثمرين بتحقيق أرباح غير عادية في الأجل القصير.

الكلمات المفتاحية: السوق الكفاء، القيمة السوقية للسهم، مؤشرات السوق، المؤشرات الاقتصادية.

1- تقديم:

يعد سوق رأس المال أداة تمويلية هامة جدا، كونه يجمع بين المتعاملين الاقتصاديين أصحاب الفوائض المالية و أولئك الذين يعانون من العجز، وهو بذلك يساهم في تفعيل الاستثمار من خلال تعبئة الادخار الذي يتم استثماره في المجالات التي تساهم في خلق طاقات إنتاجية جديدة، ومن ثم تحقيق التنمية الاقتصادية. وفي ظل التطورات التكنولوجية التي يعرفها الاقتصاد العالمي، ومع ظهور التحرير المالي، ازدادت أهمية ودور أسواق رؤوس الأموال المحلية والأجنبية.

وعليه فإنه وفي إطار المنافسة الشديدة، أصبح لزاما على كل دولة من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والمحافظة على مكانتها، أن تولي اهتماما كبيرا لأسواق رؤوس الأموال وتعمل على تطويرها وعصرنتها على جميع المستويات؛ الإدارية، التنظيمية، التشريعية، إلى جانب العمل على زيادة و تنويع الأدوات المالية المتداولة، بهدف الحصول على أسواق كفاءة.

ففي ظل السوق الكفاء تكون الاستجابة سريعة في أسعار الأسواق المالية للتغيرات والمعلومات الواردة للسوق، هذا ما يجعل أسعار الأسهم تسير بطريقة عشوائية، وهو ما يفرض على المستثمر الإلمام بمختلف المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي فإن توفير هذه المعلومات وتحليلها في وقتها المناسب ينعكس على سعر الورقة المالية. بالإضافة إلى ذلك فإن السوق الكفاء يؤثر على القيمة السوقية للسهم بالشكل الذي يجعلها تتساوى مع القيمة الحقيقية، وهكذا لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق عوائد تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين.

أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر، تونس والمغرب

ولقد حاولنا من خلال هذه الدراسة تسليط الضوء على البورصات المغربية بما فيها الجزائر، تونس والمغرب، ومحاولة جذب انتباهها إلى قيمة الموضوع في حد ذاته، ووجوب توعيتها بأهمية تطوير أسواق رؤوس أموالها و أنظمة معلوماتها للحصول على أسواق كفأة، من خلال التعرض للنقاط التالية:

- مؤشرات قياس سوق رأس المال.

- قياس كفاءة بورصة الدار البيضاء، بورصة تونس، بورصة الجزائر.
- اختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء، بورصة تونس، بورصة الجزائر.

2- مؤشرات قياس كفاءة سوق رأس المال:

إن الأسعار في السوق الكفاء تعكس جميع المعلومات المتاحة، غير أن الحكم على كفاءة السوق لا تعني دراسة كفاءة التسعير فقط ، وإنما يتطلب دراسة عدة مؤشرات لتحديد مدى كفاءة السوق، ومن بين هذه المؤشرات نجد مؤشرات متعلقة بالسوق منها مؤشر حجم السوق ومؤشر سيولة السوق، وكذا مؤشرات متعلقة بالأصول المالية وعوائدها تتمثل في مؤشر درجة التقلبات في العوائد ومؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية، وأخيرا مؤشر تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي.

2-1. مؤشرات متعلقة بالسوق:

تتمثل مؤشرات المتعلقة بالسوق في مؤشر حجم السوق ومؤشر سيولة السوق، كما هو موضح فيما يلي¹:

أ. مؤشر حجم السوق: يعتبر اتساع حجم السوق مؤشرا إيجابيا على نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، وتعد السوق في تطور إيجابي مع زيادة اتساع حجم السوق. ويقاس مدى اتساع حجم السوق من خلال مؤشرين:

*** مؤشر معدل الرسملة البورصية للنتاج المحلي الإجمالي:** يقاس المؤشر بنسبة الرسملة البورصية الذي يعني القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المقيدة في البورصة إلى الننتاج المحلي الإجمالي، أي:

$$\text{معدل الرسملة البورصية} = \frac{\text{القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المقيدة في البورصة}}{\text{الناتج المحلي الاجمالي}}$$

حيث يعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق رأس المال على تعبئة الموارد المالية اللازمة للاستثمار، أي قدرتها على تعبئة المدخرات لتوجيهها إلى المؤسسات المقيدة في السوق والتي تستثمر مواردها. ويؤدي ارتفاع معدل الرسملة البورصية إلى آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية، كما يوضح تطور معدل الرسملة البورصية مدى سرعة و إيجابية تطور البورصة.

*** مؤشرات عدد الشركات المسجلة في البورصة:** يؤدي ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة إلى زيادة اتساع حجم السوق، وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد، مما يؤدي إلى آثار إيجابية على الاقتصاد الوطني، ويرتبط ذلك بارتفاع رأس مال المؤسسات وحجم تداولها لتنشيط كفاءة الاستثمار من حيث الحجم والاتجاه نحو المؤسسات الأكثر كفاءة.

وتحتل الولايات المتحدة الأمريكية المرتبة الأولى في العالم من حيث عدد الشركات المسجلة في البورصة، ويدل ارتفاع عدد الشركات على اتساع حجم السوق، وبالتالي كبر حجم الاستثمارات، مما يعكس ارتفاع استثمارات المؤسسات، وبالتالي اتساع قدرتها على تحقيق الكفاءة الاقتصادية.

¹ - عباس كاظم الدعي - السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية. دار صفاء للنشر والتوزيع - عمان - الطبعة الأولى-2010-ص100/99.

أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر، تونس والمغرب

ب - مؤشر سيولة السوق: تعكس سيولة السوق سهولة البيع أو الشراء للورقة المالية بسرعة ودون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية، حيث تزداد سيولة السوق كلما كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية وسرعة استجابة السوق في معالجة أي خلل بين العرض والطلب. ويقاس مستوى السيولة من خلال مؤشرين هما :

***مؤشر قيمة التداول/ الناتج المحلي الإجمالي:** يشير ارتفاع مؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وكذلك انخفاض تكلفة المعاملات، ويعكس هذا المؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي نسبة القيمة المتداولة إلى الاقتصاد ككل.

*** مؤشر قيمة التداول/ قيمة الرسملة البورصية:** يعبر ارتفاع قيمة التداول إلى قيمة الرسملة البورصية عن ارتفاع درجة السيولة، حيث يعكس مدى ارتفاع نسبة القيمة المتداولة إلى السوق. ويوضح ارتفاع معدل نمو قيمة التداول إلى سرعة نمو سوق رأس المال، مما يدل هذا على زيادة نشاط السوق.

2-2- مؤشرات متعلقة بالأصول المالية وعوائدها:

تتمثل المؤشرات المتعلقة بالأصول المالية وعوائدها في مؤشر درجة التقلبات في العوائد وكذا مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية، وسوف نوضح ذلك فيما يلي¹:

أ- مؤشر درجة التذبذب في العوائد: تعني درجة التذبذب مدى وجود تذبذبات في العوائد في السوق، من خلال الانحراف المعياري لإجمالي الأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث يدل انخفاض درجة التذبذب على ارتفاع وتحسن كفاءة سوق رأس المال. وتحسب درجة التذبذب في العوائد حسب الصيغة الموالية:

$$TV = \frac{(R_m - \bar{R})^2}{N \sigma^2}$$

حيث أن:

TV: تمثل التذبذب في العوائد.

R_m : العائد الإجمالي السنوي للأوراق المالية المتداولة في الأسواق.

R : متوسط العائد الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في الأسواق.

N : عدد السنوات.

يؤدي انخفاض درجة التقلب إلى زيادة المستثمرين في البورصة، مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية، ومنه فإن انخفاض درجة التذبذب يعد أحد المقومات الأساسية لتطور كفاءة سوق رأس المال.

ب - مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية: يمكن دراسة مدى كفاءة التسعير في سوق رأس المال من خلال المؤشرين المواليين:

*** مدى توافر مصادر المعلومات:** تعد مهمة توافر المعلومات مهمة مشتركة لكل من الهيئات المشتركة لكل من الهيئات المنظمة للبورصة والمؤسسات المتداول أوراقها في السوق، وهي سمة من سمات الدول التي توجد بها أسواق مالية متقدمة. ويجب أن يكون هدف هذه الهيئات هو في كيفية توفير هذه المعلومات للمستثمر في الأوراق المالية، والتي تتمثل على الخصوص في المعلومات والتحليل التي تخص الاقتصاد العالمي والمحلي ومختلف قطاعات النشاط الاقتصادي وكذا مؤشرات عن ماضي ومستقبل المؤسسات، وذلك حتى يكون أمام المستثمر جميع المعلومات والبيانات لاتخاذ قرار الاستثمار وتزيد بذلك من ثقته في المؤسسة التي يتعامل في أوراقها المالية.

*** مدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية:** تعتبر أسعار الفائدة وأسعار التضخم من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في حركة أسعار الأوراق المالية، حيث أثبتت الدراسات الاقتصادية إلى وجود علاقات عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المتداولة، وذلك لتعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية للعملة، وبالتالي يطلب المستثمر معدلا مرتفعا، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة

¹ - الجودي صاطوري - أثر سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر - أطروحة دكتوراه في

أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر، تونس والمغرب

الورقة المالية وذلك في كل أسواق المال المتقدمة التي يوجد بها علاقة عكسية بين معدل التضخم وأسعار الأوراق المالية، وهي مؤشر عن مدى كفاءة سوق رأس المال.

ولقياس مدى استجابة الأسعار لمعدلات التضخم، فإنه يتم الاعتماد على تحليل العلاقة الارتباط وتحليل الانحدار، وذلك بأخذ معدل التضخم كمتغير مستقل، والمؤشر العام للأسعار كمتغير تابع، وكلما كانت استجابة الأسعار في سوق رأس المال للتغير في التضخم قليلة كلما انعكس على ضالة كفاءة التسعير في البورصة.

أما بالنسبة لأسعار الفائدة والمؤشر العام للأسعار، فقد أثبتت الدراسات الاقتصادية وجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية في البورصة، وذلك لأن ارتفاع سعر الفائدة يغري المستثمر بالتخلي عن الاستثمار في الأوراق المالية والاتجاه للاستثمار في الودائع ذات الدخل المرتفع والعكس صحيح، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية. ومن ثم تتسم أسواق رأس المال ذات الكفاءة بوجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية.

ولقياس مدى استجابة أسعار الفائدة لأسعار الأوراق المالية، يتم استخدام علاقة الارتباط وتحليل الانحدار، وذلك بأخذ تغير معدل الفائدة كمغير مستقل والمؤشر العام للأسعار كمغير تابع وكلما اقترب معامل الارتباط من الواحد، كلما أدى ذلك إلى أن استجابة حركة الأسعار للأوراق المالية تكون إيجابية بالنسبة للتغير في معدلات الفائدة.

ج - مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي: يعنبر تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي أساس تحقيق كفاءة أسواق رأس المال، حيث يعمل على توجيه الاستثمار وتأثيره في معاملات السوق، ومن المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل المؤسسي مايلي¹:

*مدى نشر المعلومات عن السوق بكل جوانبه سواء مؤشرات كلية أو جزئية.

*مدى مرونة المعايير المحاسبية المطبقة.

*توافر قوانين حماية الاستثمار والمستثمر.

*عدم وجود عوائق على الاستثمار وتحويل رؤوس الأموال

*انخفاض درجة المخاطرة.

وعليه، فتوفر هذه المؤشرات في سوق رأس المال، التي تعتبر من محددات الهيكل المؤسسي والتنظيمي، دلالة على كفاءة سوق رأس المال.

3- قياس كفاءة بورصة الدار البيضاء، بورصة تونس وبورصة الجزائر باستخدام مؤشرات

السوق:

للحكم على كفاءة سوق رأس المال ومدى تطورها، كنا قد تطرقنا إلى مجموعة من المؤشرات التي تقاس بها كفاءة سوق رأس المال، والمتمثلة في مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق وكذا مؤشر رأس المال السوقي، وسنحاول قياس كفاءة كل من بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، وبورصة تونس وبورصة الجزائر بالاعتماد على تلك المؤشرات.

3-1- قياس كفاءة بورصة الدار البيضاء باستخدام مؤشرات السوق:

عرفت بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء تطورات على مستوى كل من مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر السيولة ورأس المال السوقي خلال فترة الدراسة، وهو ما سنحاول توضيحه.

أ - مؤشر عدد الشركات: يقيس مؤشر عدد الشركات المسجلة مدى اتساع حجم السوق، حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات، وهو الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة البورصة، في حين أن انخفاض عدد الشركات المسجلة، أو معدل النمو السلبي في عدد الشركات المسجلة، يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة .

أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين
بورصة الجزائر، تونس والمغرب

ولقد عرفت بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء تطور في عدد الشركات المدرجة كما يظهر
من خلال الجدول التالي:

جدول رقم(01):تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء (2005-2013)

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
عدد الشركات المدرجة	54	63	73	77	73	75	76	77	76
معدل نمو عدد الشركات (%)	-	16,67+	15,87+	5,48+	5,19-	2,74+	1,33+	1,32+	1,30-

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي (2005-2013).

من خلال الجدول السابق، نلاحظ أن عدد الشركات المسجلة في بورصة القيم المنقولة بالدار
البيضاء استمرت في الارتفاع منذ سنة 2005 إلى غاية سنة 2008، حيث بلغت في مجملها 77 شركة
بعدما كان عددها 54 شركة سنة 2005، ثم عادت لتتخفص سنة 2009 لتصل إلى 73 شركة بنسبة
انخفاض تقدر بـ 5,19 %، لتعاود الارتفاع سنة 2010 إلى 75 شركة وتستمر في الارتفاع إلى غاية سنة
2012 لتصل إلى 77 شركة، وهو نفس العدد الذي سجل سنة 2008. أما في الربع الأول من سنة
2013 فقد لاحظنا انخفاض طفيف في عدد الشركات ليصل إلى 76 شركة بنسبة انخفاض تقدر
بـ 1,30 %.

من خلال هذه البيانات وباستثناء الانخفاض المسجل في عدد الشركات سنة 2009 وفي الربع
الأول من سنة 2013، يمكن القول أن بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء عرفت نموا في عدد
الشركات، وهو الأمر الذي يدل على وجود اتجاه نحو اتساع السوق نتيجة زيادة عدد الشركات، كما يساهم
كذلك في زيادة قاعدة الاستثمار بالشكل الذي يؤدي إلى التوجه نحو تحقيق الكفاءة.

ب-سيولة السوق: يقصد بسيولة السوق إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة وبسرعة، وكلما
كان سوق رأس المال يتمتع بالسيولة كلما دل ذلك على كفاءته، وعليه فمن أجل قياس كفاءة السوق يمكننا
حساب معدل دوران السهم (قيمة التداول / رأس المال السوقي).

وبالنسبة لبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء فقد عرف هذا المؤشر تطورا خلال فترة الدراسة
وهو ما يظهر من خلال الجدول التالي :

جدول رقم(02):تطور مؤشر السيولة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء(2005-2012)

السنة	قيمة التداول (مليون درهم)	معدل دوران السهم (%)	معدل نمو قيمة التداول (%)
2005	46.241,58	18,33	-
2006	78.914,7	18,92	70,66+
2007	174.841,7	29,82	121,56+
2008	108.299,6	20,37	38,06-
2009	129.271,0	22,05	19,36+
2010	116.410,7	20,10	9,95-
2011	90.126,9	17,46	22,58-
2012	44.352,3	9,96	50,79-

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي (2005-2012)

نلاحظ من خلال الجدول السابق، أن معدل دوران السهم قد عرف ارتفاعا خلال الفترة 2005-
2007 أين بلغ أعلى نسبة له قدرت بـ 29,82 %، بمعنى ارتفاع متوسط تداول السهم من 18 مرة سنة

أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين
بورصة الجزائر، تونس والمغرب

2006 تداول السهم من 18 مرة سنة 2006 إلى 29 مرة في عام 2007، لينخفض مرة أخرى سنة 2008 ويرتفع مجددا سنة 2009 حيث بلغ 22,05%، ومنذ سنة 2010 عرف معدل دوران السهم في بورصة الدار البيضاء انخفاضا متتاليا وصل إلى 9,96% سنة 2012، وهي أدنى قيمة يسجلها هذا وإن كان معدل دوران السهم يتفاوت بين الارتفاع والانخفاض من فترة لأخرى، فإن ذلك من شأنه أن يقلل من سيولة السوق وبالتالي يقلل من كفاءته. وإذا ما رجعنا إلى معدل نمو قيمة التداول، فيمكن القول أن قيمة التداول في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء عرفت نموا إيجابيا متتاليا من سنة 2005 إلى غاية 2007، لتتخفص سنة 2008 بنسبة 38.06% مقارنة بسنة 2007، لترتفع مجددا سنة 2009 ثم تعود للانخفاض منذ سنة 2010 حتى سنة 2012، وقد يعود سبب الانخفاض في قيمة التداول إلى تأثير بورصة الدار البيضاء بالأزمة المالية العالمية. وقد أصبح الوضع خطيرا حيث يجب على بورصة الدار البيضاء أن تجد الحلول اللازمة وبسرعة للرفع في سيولة السوق إن كانت تريد الحفاظ على كفاءتها.

ج - رأس المال السوقي: يؤدي ارتفاع رأس المال السوقي إلى آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة، وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية، لأن ارتفاع رأس المال يعني زيادة تعبئة الموارد وتنويع المخاطر¹.

و رأس المال السوقي هو عبارة عن عدد الأسهم مضروبا بالقيمة السوقية أي سعر السهم في السوق. أما بالنسبة لبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء فقد تطور رأس المال السوقي على الشكل التالي:

جدول رقم (03): تطور رأس المال السوقي في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء (2005-2013)

السنة	رأس المال السوقي (مليون درهم)	معدل نمو رأس المال السوقي (%)
2005	32,252.326	-
2006	417.092	65,30+
2007	586.328	40,58+
2008	531.750	9,31-
2009	586.328	10,26+
2010	579.020	1,25-
2011	516.222,3	10,84-
2012	445.268	13,74-
2013	331.644	3,06-

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي (2005-2013).

من خلال الجدول أعلاه، نلاحظ أن رأس المال السوقي في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء سجل ارتفاعا متتاليا انطلاقا من سنة 2005 إلى غاية سنة 2007 وبمعدلات معتبرة، غير أنه انخفض سنة 2008 بنسبة 9,31% مقارنة بسنة 2007، وعاد ليرتفع سنة 2009 بنسبة 10,26% مقارنة بسنة 2008، غير أن ذلك الارتفاع لم يدم طويلا حيث سجل رأس المال السوقي في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء انخفاضا متتاليا منذ سنة 2010 إلى غاية الربع الأول من سنة 2013، حيث بلغت نسبة الانخفاض 3,06% مقارنة بسنة 2012. عموما يمكن القول أن ارتفاع رأس المال السوقي يؤدي إلى زيادة الاستثمار، وكذلك زيادة تعبئة المدخرات وتنويع المخاطر وزيادة الإصدارات الجديدة. وعليه من خلال بيانات هذا الجدول يمكننا القول أن بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء عرفت تطورا إيجابيا في رأس المال السوقي منذ سنة 2005 إلى غاية سنة 2009 وباستثناء سنة 2008، وما يؤكد ذلك هو معدلات النمو الإيجابية المحققة من سنة لأخرى، وهي كلها عوامل كانت ستساهم في التوجه نحو زيادة كفاءة السوق لولا الأزمة المالية العالمية وتدهور الأوضاع الاقتصادية التي صعبت من مهمة بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء في سعيها للرفع من كفاءتها.

¹ - إيهاب الدسوقي باقتصاديات كفاءة البورصة. دار النهضة العربية - القاهرة 2000 ص 132.

أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر، تونس والمغرب

3-2- قياس كفاءة بورصة تونس باستخدام مؤشرات السوق:

نظرا للتطورات التي سجلتها بورصة تونس في السنوات الأخيرة، سنحاول دراسة مختلف هذه التطورات في بورصة تونس على مستوى كل من مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق وكذا مؤشر رأس المال السوقي.

أ. مؤشر عدد الشركات المدرجة: لدراسة مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس، قمنا بمتابعة تطور هذا المؤشر من خلال الفترة 2005-2013، وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (04): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس (2005-2013)

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
عدد الشركات المدرجة	45	48	51	50	52	56	57	59	61
معدل نمو عدد الشركات (%)	-	6,66+	6,25+	1,96-	4,00+	7,70+	1,79+	3,51+	3,39+

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي (2005-2013).

من خلال الجدول السابق، نلاحظ أن بورصة تونس عرفت تطور إيجابي مستمر في عدد الشركات المسجلة في البورصة طيلة فترة الدراسة، حيث باستثناء الانخفاض المسجل سنة 2008 استمر ارتفاع عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس من 45 شركة سنة 2005 إلى 61 شركة في الربع الأول من سنة 2013، وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على التوجه نحو اتساع السوق من سنة لأخرى، كما أن زيادة عدد الشركات يؤدي إلى توسيع قاعدة الاستثمار وبالتالي زيادة كفاءة السوق.

ب - مؤشر سيولة السوق: سنحاول من خلال هذا العنصر تتبع سيولة بورصة تونس في الفترة 2006-2012 من خلال معطيات الجدول التالي:

جدول رقم (05): تطور مؤشر السيولة في بورصة تونس (2006-2012)

السنة	قيمة التداول (مليون دينار)	معدل دوران السهم (%)	معدل نمو قيمة التداول (%)
2006	30,746	60,13	-
2007	9,914	02,14	22,60+
2008	1,2.109	41,25	130,53+
2009	0,1.814	84,14	14,00-
2010	9,2.710	74,17	48,95+
2011	1,1.678	61,11	37,90-
2012	9,2.037	79,14	21,44+

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي (2006-2012).

من الجدول السابق، نلاحظ أن معدل دوران السهم في بورصة تونس قد ارتفع من 13,60% سنة 2006 إلى 14,22% سنة 2007 حتى بلغ 25,41% سنة 2008 وهي أعلى قيمة يسجلها طيلة فترة الدراسة، كما أنه سجل انخفاض في سنتي 2009 و 2011 أين بلغ أدنى قيمة له قدرت ب 11,61%، إلا أنه عاد ليرتفع سنة 2012 بنسبة قدرت ب 14,79%. انطلاقا من ذلك، وبالرغم من أن معدل دوران السهم في بورصة تونس ليس مرتفعا بدرجة كبيرة إلا أنه يمكن اعتبارها كبورصة تتمتع بالسيولة، هذا يعني أن هناك إمكانية لشراء وبيع الأوراق المالية بسهولة وسرعة في هذا السوق، وكلما زادت سيولة السوق كلما دل ذلك على كفاءته. وبالنسبة لمعدل نمو قيم التداول، نلاحظ أن هناك ارتفاع في قيمة التداول في السنوات 2006، 2007 و 2008 حيث بلغت نسبة الارتفاع 130,53% سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، لتتخفض بعد ذلك سنة 2009 وتعاود الارتفاع سنة 2010 بمعدل 48,95%، لتتخفض مرة أخرى سنة 2011 وترتفع مجددا سنة 2012 بنسبة 21,44%. وعليه وبالرغم من التقلبات التي عرفت بورصة تونس إلا أنه يمكن القول أنها سوق نشيط لكن ليس بشكل مستمر و يعرف نموا في مراحل معينة.

أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر، تونس والمغرب

ج - رأس المال السوقي: سنستعرض من خلال الجدول رقم (06) التطورات الحاصلة على مستوى رأس المال السوقي في بورصة تونس، والتي تظهر كما يلي:

جدول رقم(06): تطور رأس المال السوقي في بورصة تونس(2006-2013)

السنة	رأس المال السوقي(مليار دينار)	معدل نمو رأس المال السوقي(%)
2006	6,5.490	-
2007	3,6.527	18,88+
2008	3,8.301	27,18+
2009	1,12.227	47,30+
2010	8,15.281	24,98+
2011	4,14.452	5,43-
2012	9,13.779	4,65-
2013	0,14.341	4,07+

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي (2006-2013).

يتضح من خلال هذا الجدول أن بورصة تونس تعرف نموا إيجابيا ومتتاليا وبمعدلات متوسطة من سنة لأخرى في قيمة رأس المال السوقي، حيث نسجل ارتفاع رأس المال السوقي بنسبة 18,88 % سنة 2007 مقارنة بسنة 2006، ليرتفع معدل رأس المال السوقي إلى 27,18 % سنة 2008. وقد سجل معدل نمو رأس المال السوقي أعلى نسبة له سنة 2009، حيث كانت زيادة رأس المال السوقي في سنة 2009 تفوق تلك المسجلة سنة 2008 بـ 47,30 %.

كما عرفت بورصة تونس انخفاضين متتاليين سنتي 2011 و 2012، حيث انخفض رأس المال السوقي سنة 2011 بنسبة 5,43 % مقارنة بسنة 2010 وبنسبة 4,65 % سنة 2012 مقارنة بسنة 2011 وهي أدنى قيمة يسجلها طيلة فترة الدراسة، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم في بورصة تونس في هذه الفترة، ولكن خلال الربع الأول لسنة 2013 ارتفع معدل نمو رأس المال السوقي بنسبة 4.07% مقارنة مع سنة 2012.

إن تحليلنا لتطور رأس المال السوقي في بورصة تونس يجعلنا نستنتج أن هذه البورصة تتطور بسرعة والدليل على ذلك هو الارتفاع الإيجابي والمستمر في معدل نمو رأس المال السوقي طيلة فترة الدراسة، وعليه، فباستثناء الانخفاض المسجل سنتي 2011 و 2012، يمكن القول أن بورصة تونس تعرف اتجاها نحو التطور وبشكل سريع، الأمر الذي يساهم في تعبئة الادخار وزيادة الاستثمارات و توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية، وبالتالي اتساع السوق وعمقه وزيادة كفاءته.

3-3 قياس كفاءة بورصة الجزائر باستخدام مؤشرات السوق:

تعتبر بورصة الجزائر من أسوء البورصات في العالم، من حيث عدد الشركات المسجلة فيها، أو من خلال قيم تداولها، وفي محاولة منا لإثبات عدم كفاءتها وأسباب ذلك، سوف نقوم بدراسة كل من مؤشر عدد الشركات المدرجة فيها، مؤشر السيولة ومؤشر رأس المال السوقي، خلال الفترة (2005-2013).

أ. مؤشر عدد الشركات المدرجة: سنستعرض من خلال هذا العنصر تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-2013 كما يلي:

جدول رقم (07): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر (2005-2013)

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	السنة
04	03	03	02	02	02	02	02	03	عدد الشركات المدرجة
33,33+	0	50,00+		0		0	33,33-		معدل نمو عدد الشركات (%)

La bourse d'Alger- Activités par titre- disponible sur le site www.sgbv.dz-
vu le 28/10/2013 .

جدول رقم (08): تطور مؤشر السيولة في بورصة الجزائر (2005-2013)

السنة	قيمة التداول(مليون دينار)	معدل دوران السهم(%)	معدل نمو قيمة التداول(%)
2005	4,18	0,06	-
2006	23,76	0,35	468,42+
2007	14,50	0,22	38,00-
2008	21,41	0,33	47,65+
2009	13,90	0,21	35,08-
2010	12,00	0,15	13,67-
2011	185,12	1,23	1442,67+
2012	36,04	0,28	80,53-
2013	43,77	0,38	21,45+

COSOB- Rapport annuel 2012-disponible sur le site www.cosob.org -vu le 28/10/2013.

وإذا ما رجعنا إلى قيمة التداول، فقد سجلنا فيها ارتفاعا ملحوظ سنة 2006 قدر بـ 468,42% مقارنة بسنة 2005، غير أن معدل نمو قيمة التداول انخفض في السنة المالية ليعاود الارتفاع مرة أخرى سنة 2008 بمعدل 47,65% مقارنة بسنة 2007، ثم عاد لينخفض سنتي 2009 و 2010 بنسبة 35,08%

أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر، تونس والمغرب

و13,67% على التوالي، كما سجل سنة 2011 ارتفاعا كبيرا في قيمة التداول حيث بلغ معدل نمو قيمة التداول سنة 2011 نسبة 1442,67% مقارنة بسنة 2010 وهي أعلى نسبة يسجلها طيلة فترة الدراسة، ولكن للأسف هذا الارتفاع لم يدم طويلا حيث عاد لينخفض معدل نمو قيمة التداول مجددا سنة 2012 ثم يرتفع سنة 2013 بنسبة 21,45%. كل ذلك يجعلنا نستنتج أن بورصة الجزائر تعرف ركودا في نشاطها كما أنها تنمو بمعدل بطيء جدا، وكذلك تمتاز بالتذبذب.

ج - رأس المال السوقي: يمكننا أن نوضح التطورات الحاصلة في رأس المال السوقي في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة في الجدول الموالي:

جدول رقم(09): تطور رأس المال السوقي في بورصة الجزائر(2005-2013)

السنة	رأس المال السوقي(مليار دينار)	معدل نمو رأس المال السوقي(%)
2005	6.400,00	-
2006	6.710,00	4,84+
2007	6.500,00	3,13-
2008	6.500,00	0
2009	6.550,00	0,77+
2010	7.900,00	20,61+
2011	15.000,00	89,88+
2012	13.030,00	13,13-
2013	11.560,00	11,28-

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

La bourse d'Alger -Liste des résultats- disponible sur le site www.sgbv.dz-
vu le 28/10/2013 .

عند تتبعنا للبيانات التي يوفرها الجدول رقم(09) حول تطور رأس المال السوقي في بورصة الجزائر، نلاحظ أن رأس المال السوقي عرف ارتفاعا سنة 2006 بـ 4,84% مقارنة بسنة 2005، ثم انخفض سنتي 2007 و2008 وهذا ما يدل على تقلص القاعدة الاستثمارية في بورصة الجزائر خلال تلك الفترة، إلا أن الفترة مابين 2009 و 2011 عرفت ارتفاعا محسوسا في رأس المال السوقي الذي بلغ أعلى قيمة له سنة 2011 بمعدل نمو 89,88% مقارنة مع سنة 2010، غير أن هذا الارتفاع لم يدم طويلا حيث انخفض رأس المال السوقي في بورصة الجزائر في سنة 2012 وفي السداسي الأول من سنة 2013 بنسبة 13,13% و11,28% على التوالي.

عموما إن تطور معدل نمو رأس المال السوقي يقيس مدى سرعة تطور البورصة من جهة واتجاه هذا التطور من جهة ثانية. وعليه فإن بورصة الجزائر تعرف نموا بطيئا.

في الأخير، يمكن القول أن قوة البورصة تعتمد بصورة أساسية على القوة المالية للمؤسسات المدرجة فيها، وإذا ما رجعنا إلى بورصة الجزائر يتضح بأنها أصغر بورصة مقارنة ببورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء أو ببورصة تونس سواء بالنسبة لمؤشر عدد الشركات المسجلة أو بالنسبة لباقي المؤشرات، إذ سجلنا أربع شركات فقط هي مؤسسة صيدال، الأوراسي، أليانس للتأمينات وكذا مؤسسة الروبية خلال السداسي الأول من سنة 2013، في حين نجد أن بورصة الدار البيضاء تحتل الصدارة في هذه المجموعة (الجزائر، تونس و المغرب) بمجموعة 76 شركة في الربع الأول من سنة 2013، تليها بورصة تونس بـ 61 شركة خلال الربع الأول من سنة 2013.

بالإضافة إلى ذلك نسجل انخفاض في سيولة السوق مقارنة بكل من السيولة المتوفرة في بورصة المغرب وتونس، يعكسه انخفاض معدل دوران السهم الذي لم يتعدى نسبة 1 % ماعدا في سنة 2011 أين بلغ نسبة 1,23%، كما أن أيام التداول في البورصة محصورة فقط في يومين في الأسبوع، يومي الاثنين والأربعاء، وفي بعض الأحيان يكون حجم التداول معدوما وهذا راجع لعدة أسباب منها انعدام ثقافة الاستثمار والادخار في الجزائر، حيث نجد أن أغلب الجزائريين يفضلون الاستثمار في مجالات أخرى

أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر، تونس والمغرب

يعتقدون أنها أكثر أمانا وأقل مخاطرة، كالاستثمار في العقارات أو إيداع أموالهم في صناديق التوفير.....الخ.

كما تعتبر البورصة مفهوم دخیل على المجتمع الجزائري، وهي كمؤسسة مالية غير واضحة المعالم بالنسبة للغالبية العظمى من الجزائريين، إذ لا يدركون كيف يتم التعامل فيها، وما هي الأدوات المالية المتاحة فيها، وما هي مزايا وخصائص كل أداة، هذا بالنسبة للأفراد. وإذا ما رجعنا إلى المؤسسات الجزائرية فنجدها غائبة تماما عن البورصة، حيث أن معظم هذه المؤسسات لا تمتلك من الخصائص والمميزات التي تؤهلها للدخول إلى البورصة، وحتى تلك التي تمتلك بعض الخصائص التي تساعد على الدخول إلى البورصة تكون ملك لعائلة، فتجدهم يمتنعون عن فتح أسماها لمساهمين من خارج العائلة، هذا من جهة. ومن جهة ثانية، لا يمكننا إنشاء بورصة تحركها المؤسسات العمومية فقط، وإلا فما الهدف من إنشائها، كما أن البورصة لا يمكن أن تنمو وتتطور دون مؤسسات خاصة، إذ تعتبر البورصة وسيلة لتحقيق الخصوصية، هذه الأخيرة تلعب دورا هاما في تحقيق التنمية الاقتصادية، كما أن البورصة تعد وسيلة أساسية لتمويل الجهاز الإنتاجي.

ومع نهاية سنة 2013 وحلول سنة 2014 يتوقع أن تنسحب أليانس للتأمينات من بورصة الجزائر، ويعود ذلك لانخفاض قيمة تداولها في البورصة، حيث سجلت قيمة منعدمة خلال السداسي الأول من سنة 2013، وكانت آخر عملية قامت بها في البورصة يوم 2012/02/01.

4- اختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء، بورصة تونس وبورصة الجزائر في صيغتها المتوسطة:

من أجل اختبار كفاءة رأس المال المغاربية في صيغتها المتوسطة، سنحاول دراسة بعض العوامل الاقتصادية الخارجية على أسعار الأسهم، أو مؤشر السوق لكل سوق على حدة خلال فترة الدراسة 2007-2012. ومن بين المتغيرات الاقتصادية التي سنحاول دراستها هي معدل التضخم، معدل البطالة، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، حيث سنحاول دراسة استجابة الأسعار للتغير في أحد المتغيرات الاقتصادية.

4-1 اختبار كفاءة القيم المنقولة بالدار البيضاء في صيغتها المتوسطة:

تعرف المغرب كغيرها من الدول تطورات على مستوى مجموعة مؤشرات الاقتصادية، لذلك سنحاول من خلال هذه الدراسة تتبع هذه التغيرات ودراسة تأثيرها على مؤشر البورصة، من أجل اختبار كفاءة بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء في صيغتها المتوسطة.

أ- معدل التضخم:

من المعروف أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للورقة المالية، حيث أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي بالمستثمرين في الأوراق المالية إلى المطالبة برفع معدلات العائد للتعويض عن مخاطر التضخم، وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية. وعليه فإن التغير بهذا الشكل في القيمة السوقية للورقة المالية سيعكس كفاءة سوق رأس المال.

ولدراسة الارتباط بين معدل التضخم ومؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، قمنا بجمع البيانات المناسبة لإتمام هذه الدراسة في الجدول رقم (10)، حيث يتم حساب معامل الارتباط لبيرسون بالعلاقة التالية¹.

$$R = \frac{n\sum xy - \sum x \cdot \sum y}{\sqrt{(n\sum x^2 - (\sum x)^2) \cdot (n\sum y^2 - (\sum y)^2)}}$$

وتتراوح قيمة معامل الارتباط المحسوبة بين (-1.0) و (+1.0) حيث تشير القيمة (-1.0) إلى وجود حالة ارتباط سالب أو عكسي تام، (+1.0) فترمز على وجود علاقة ارتباطية طردية أو موجبة تامة،

¹ - عبد العزيز شرابي - طرق إحصائية للتوقع الإحصائي - ديوان المطبوعات الجامعية - الجزائر - 2000 ص 111.

أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر، تونس والمغرب

والقيمتان تدلان على أن جميع القيم الممثلة للعلاقة بين المتغيرين تقع على خط مستقيم. وكلما أخذت القيم تنحرف عن الخط المستقيم كلما قلت قيمة معامل الارتباط عن القيمتين السابقتين، بحكم ضعف العلاقة بين قيم المتغيرين، حتى إذا وصلت إلى درجة الصفر دل ذلك على انعدام العلاقة الارتباطية.

جدول رقم(10): مؤشر البورصة ومعدل التضخم في الدار البيضاء(2007-2012)

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012
مؤشر البورصة(نقطة)	12.695,0	10.984,3	10.522,6	12.655,2	11.027,7	9359,2
معدل التضخم (%)	2,0	3,8	-0,7	2,6	1,6	1,6

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي (2007-2012).

مؤشرات اقتصادية، متوفرة على الرابط ar.tradingeconomics.com ، تم الاطلاع

عليه بتاريخ: 2013/10/30.

بعد توفر المعلومات الضرورية الخاصة بمؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء (X) ومعدل التضخم (Y)، قمنا بحساب معامل الارتباط الذي يساوي $R=0,33$ ، بينما كان معامل التحديد $R^2=0,1089$.

هذا ما يجعلنا نستنتج أنه لا يوجد ارتباط بين المتغيرين، وانطلاقاً من ذلك يمكن القول أن بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ليست كفاءة في صيغتها المتوسطة، وذلك لأن مؤشر أسعار الأسهم لا يستجيب للتغير في معدل التضخم، وهو ما يعكس انخفاض كفاءة التسعير في بورصة الدار البيضاء.

ب - معدل البطالة: يقيس معدل البطالة نسبة العاطلين عن العمل في مجتمع ما، وللبطالة تأثير على أسعار الأسهم في البورصة، فارتفاع نسبة البطالة في الاقتصاد سيؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية للأفراد، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض الطلب على المنتجات، فينجم عنه انخفاض في المبيعات وبالتالي الأرباح، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض التوزيعات، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للسهم. لذلك سنحاول في هذه المرحلة دراسة مدى استجابة مؤشرات البورصة للتغير في معدلات البطالة من أجل الحكم على كفاءة السوق، لأنه يفترض في ظل السوق الكفاء، وفي صيغته المتوسطة أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات سواء كانت تاريخية، وكذلك المعلومات المنشورة لعامة الناس والمتعلقة بالظروف الدولية، ظروف الاقتصاد الوطني، أو المتغيرات المتعلقة بالمنشأة في حد ذاتها. وعليه فإذا استجابة الأسعار لتلك التغيرات ستكون السوق كفاءة والعكس صحيح. وتعتبر البطالة أحد متغيرات الاقتصاد التي سنحاول دراسة تأثيرها على مؤشر السوق، أو بتعبير أصح هل يستجيب مؤشر السوق للتغير في معدل البطالة أم لا، وذلك من خلال حساب معامل الارتباط بين المتغيرين. وبالنسبة للدار البيضاء يمكن أن نلخص البيانات المتعلقة بمعدل البطالة ومؤشر البورصة في الجدول التالي:

جدول رقم(11): مؤشر البورصة ومعدل البطالة في الدار البيضاء(2007-2012)

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012
مؤشر البورصة(نقطة)	12.695,0	10.984,3	10.522,6	12.655,2	11.027,7	9359,2
معدل البطالة (%)	9,8	10	9,8	9,0	9,1	9,4

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي (2007-2012).

مؤشرات اقتصادية، مرجع سبق ذكره.

قمنا بحساب معامل الارتباط ومعامل التحديد استناداً على المعطيات المدرجة في الجدول رقم (11)، معامل الارتباط $R = -0,13$ ، معامل التحديد $R^2 = 0,0169$ بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ومعدل البطالة. أو بتعبير أصح أن مؤشر البورصة هنا لا يستجيب للتغير في معدل البطالة، الأمر الذي يجعلنا نستنتج أن بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ليست كفاءة في صيغتها المتوسطة.

أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر، تونس والمغرب

ج - معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي: الناتج المحلي الإجمالي يمثل حجم الإنتاج الكلي من السلع والخدمات، وتحقيق معدلات نمو في الناتج المحلي والإجمالي يعكس نمو الاقتصاد، وهذا الأمر من شأنه أن يؤثر إيجابيا على مبيعات الشركة وعلى أرباحها وبالتالي على القيمة السوقية لأوراقها المالية، لذلك سنحاول من خلال هذا العنصر دراسة ما إذا كان هناك ارتباط بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، أو بتعبير أصح سنحاول دراسة ما إذا كانت مؤشرات البورصة تستجيب للتغيير في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي أم لا. لنتمكن من الحكم على كفاءة أو عدم كفاءة السوق، ولإتمام دراستنا يمكننا الاعتماد على معطيات الجدول الموالي:

جدول رقم(12): مؤشر البورصة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الدار البيضاء (2007-2012)

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012
مؤشر البورصة(نقطة)	0,12.695	3,10.984	6,10.522	2,12.655	7,11.027	2,9.359
معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي(%)	5,2	6,5	0,5	4,3	6,4	7,2

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي (2007-2012).

بالاعتماد على المعطيات المدرجة في الجدول رقم (12)، قمنا بحساب معامل الارتباط بين مؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، فكانت النتائج كما يلي: معامل الارتباط $R = -0,22$ ، معامل التحديد $R^2 = 0,0484$. هذا ما يجعلنا نستنتج أن مؤشر البورصة لا يستجيب للتغير في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وعليه يمكن القول أن بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء غير كفءة في صيغتها المتوسطة، إذ أنها لا تستجيب للتغيرات الاقتصادية.

4-2- اختبار كفاءة تونس في صيغتها المتوسطة:

سنحاول دراسة مدى استجابة مؤشر بورصة تونس للتغير في مجموع المؤشرات الاقتصادية محل الدراسة قصد اختبار كفاءة السوق في صيغتها المتوسطة.

أ. معدل التضخم: يمكننا تلخيص التطورات التي عرفت كل من معدل التضخم ومؤشر السوق في بورصة تونس خلال فترة الدراسة في الجدول التالي:

جدول رقم(13): مؤشر البورصة ومعدل التضخم في تونس (2007-2012)

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012
مؤشر السوق(نقطة)	8, 1.936	3,1.971	7,4.291	5,5.112	3,4.722	9,4.579
معدل التضخم (%)	1,3	0,5	5,3	5,4	5,3	6,5

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي (2007-2012).

Indices économique- disponible sur le site www.indexmundi.com- vu

le26/10/2013

باستخدام بيانات الجدول رقم (13) نجد أن معامل الارتباط بين مؤشر بورصة تونس و التضخم $R = 0,15$ و أن معامل التحديد $R^2 = 0,0225$. كل هذا يجعلنا نستنتج أنه لا يوجد ارتباط بين المتغيرين، بمعنى أن بورصة تونس ليست كفءة في صيغتها المتوسطة، وذلك لأنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة تونس ومعدل التضخم، وهو ما يعكس انخفاض كفاءة التسعير في بورصة تونس.

ب - معدل البطالة: سنحاول فيما يلي دراسة استجابة مؤشر بورصة تونس للتغير في معدلات البطالة خلال الفترة 2007-2012.

جدول رقم(14): مؤشر البورصة ومعدل البطالة في تونس (2007-2012)

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012
مؤشر السوق(نقطة)	8,1.936	3,1.971	7,4.291	5,5.112	3,4.722	9,4.579
معدل البطالة(%)	4,12	4,512	3,13	0,13	8,18	7,16

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي (2007-2012).

بتاریخ 2013/10/30

ج - معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي: يمكننا تتبع التطورات الحاصلة على مستوى مؤشر بورصة تونس، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من خلال الجدول التالي:

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012
مؤشر السوق (نقطة)	8,1.936	3,1.971	7,4.291	5,5.112	3,4.722	9,4.779
معدل الناتج المحلي الإجمالي (%)	5,6	6,4	1,3	7,3	8,1	0,4

بالرجوع إلى بيانات الجدول رقم(15) توصلنا إلى أن معامل الارتباط $R = -0,77$ ، ومعامل التحديد $R^2 = 0,5929$. أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة تونس ومعدل الناتج المحلي الإجمالي، وعليه نستنتج أن بورصة تونس غير كفأة في صيغتها المتوسطة.

بالنسبة لبورصة الجزائر اكتشفنا عدم توفر مؤشر لبورصة الجزائر في قاعدة البيانات التي يوفرها صندوق النقد العربي، و من أجل اختبار كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها المتوسطة حاولنا تتبع التغير في سعر سهم صيدال خلال الفترة 2007-2012، ودراسة الارتباط بينه وبين عدد من المتغيرات الاقتصادية الخارجية، ونقصد بذلك معدل التضخم، معدل البطالة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

جدول رقم(16): سعر السهم ومعدل التضخم في الجزائر(2007-2012)

2012	2011	2010	2009	2008	2007	السنة
620	715	520	385	380	400	سعر سهم صيدال(دج)
89,8	52,4	91,3	74,5	86,4	68,3	معدل التضخم (%)

L'office national des statistique- Evolution globale- www.ons.dz- vu le28/10/2013.

ب - معدل البطالة: سنحاول من خلال هذا العنصر تتبع تطور سعر سهم صيدال ومعدل البطالة خلال الفترة 2007-2012 من أجل تحديد درجة الارتباط بينهما.

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012
سعر سهم صيدال (دج)	400	380	385	520	715	620

أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر، تونس والمغرب

7,9	0,10	0,10	2,10	3,11	8, 11	معدل البطالة (%)
-----	------	------	------	------	-------	------------------

Source : La bourse d'Alger-Liste des résultats -op.cit

L'office national des statistique- Evolution globale-op.cit

انطلاقاً من تحليل معطيات الجدول الآلي توصلنا إلى النتائج التالية: معامل الارتباط $R = -0,68$ ومعامل التحديد $R^2 = 0,4624$. بمعنى عدم وجود ارتباط حقيقي بين معدل البطالة وسعر سهم صيدال، أو بتعبير آخر أن سعر السهم لا يستجيب للتغير في معدل البطالة، الأمر الذي يؤكد عدم كفاءة بورصة الجزائر في صيغتها المتوسطة.

ج - معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي: عرفت الجزائر تطوراً في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، ولدراسة الارتباط بين سعر سهم صيدال والتغيرات الحاصلة في هذا المؤشر سنعتمد على معطيات الجدول التالي:

جدول رقم (18): سعر السهم ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر (2007-2012)

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012
سعر سهم صيدال (دج)	400	380	385	520	715	620
معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (%)	4,3	0,2	7,1	6,3	6,2	7,2

Source : La bourse d'Alger-Liste des résultats -op.cit

L'office national des statistique- Evolution globale-op.cit

قمنا بتحليل معطيات الجدول رقم (18) وتوصلنا إلى النتائج التالية: معامل الارتباط $R = 0,24$ ومعامل التحديد $R^2 = 0,0576$. بمعنى عدم وجود ارتباط بين سعر سهم صيدال ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، أي أن سعر السهم لا يستجيب للتغير في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. وانطلاقاً من ذلك نستنتج أن بورصة الجزائر غير كفءة في صيغتها المتوسطة.

5- خلاصة:

حاولنا من خلال هذه الدراسة اختبار كفاءة كل من بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، بورصة تونس وبورصة الجزائر، حيث قمنا باستخدام مجموعة من مؤشرات السوق التي تمكننا من الحكم على مدى كفاءة سوق رأس المال. ومن بين هذه المؤشرات مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق، ومؤشر رأس المال السوقي.

بالنسبة لمؤشر عدد الشركات المدرجة الذي يقيس مدى اتساع حجم السوق، فبالرغم من أن عدد الشركات المدرجة يعد منخفضاً إذا ما قرن بعدد الشركات المسجلة في البورصات العربية الكبرى كبورصة عمان، بورصة مصر، سوق الكويت للأوراق المالية وغيرها، إلا أنه يبقى يعرف نمواً من خلال فترة الدراسة، وهو ما يدل على التوجه نحو اتساع السوق من سنة لأخرى بالشكل الذي يساهم في زيادة كفاءة السوق مستقبلاً، ولقد سجلنا هذا النمو في كل من بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وبورصة تونس في حين أن بورصة الجزائر تبقى بعيدة جداً عن باقي أسواق رأس المال المغاربية، إذ لا تحقق بورصة الجزائر سمة الاتساع. أما فيما يخص مؤشر السيولة فيمكننا القول أنه بالنسبة لبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء فقد كان معدل دوران السهم يتفاوت بين الارتفاع والانخفاض من فترة لأخرى، وهو الأمر الذي من شأنه أن يؤثر على سيولة السوق، وبالتالي على كفاءته. أما بالنسبة لبورصة تونس، فبالرغم من أن معدل الدوران فيها ليس مرتفعاً بدرجة كبيرة إلا أنه يمكن اعتبارها كبورصة تتمتع بالسيولة. في حين تبقى بورصة الجزائر، حيث يعكس مؤشر سيولة السوق انخفاض شديد في السيولة وهو ما يعكس ركود نشاط بورصة الجزائر. من ناحية أخرى يبقى مؤشر رأس المال السوقي الذي سجل على العموم نمواً إيجابياً في كل من بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وبورصة تونس، وبالرغم من الانخفاض الذي عرفته في السنوات الأخيرة بسبب الأزمة الاقتصادية إلا أنه يمكن القول أن كل من بورصة الدار البيضاء وبورصة تونس تسعى إلى جذب المدخرات، وتشجيع الاستثمار بالشكل الذي

أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين
بورصة الجزائر، تونس والمغرب

يساعد على تطور السوق و اتساعه واتجاهه نحو الكفاءة. بينما نجد أن بورصة الجزائر عرفت نموا بطيئا في السنوات الأخيرة ولكن رغم ذلك فهي تبقى بعيدة كل البعد عن الكفاءة. أما فيما يخص اختبار كفاءة أسواق رأس المال في صيغتها المتوسطة من خلال دراسة أثر كل من التضخم، البطالة، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق، فقد أثبتت الدراسة أن كل الأسواق محل الدراسة ليست كفأة في صيغتها المتوسطة وذلك نظرا لعدم وجود علاقة بين كل من التضخم، معدل البطالة، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر السوق، أو بتعبير آخر لأن مؤشرات السوق لا تستجيب للتغيرات في المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة.

قائمة المراجع:

- (1) إيهاب الدسوقي -اقتصاديات كفاءة البورصة- دار النهضة العربية - القاهرة-2000.
- (2) عباس كاظم الدعيمي - السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية- دار صفاء للنشر والتوزيع - عمان - الطبعة الاولى -2010.
- (3) عبد العزيز شرابي - طرق احصائية للتوقع الاحصائي - ديوان المطبوعات الجامعية -الجزائر-2000.
- (4) الجودي صاطوري - أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر - أطروحة دكتوراه في علوم التسيير- المدرسة العليا للتجارة -الجزائر-2006/2005.
- (5) النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي (2005-2013).
- (6) مؤشرات اقتصادية- متوفرة على الرابط ar.tradingeconomics.com
- (7) الموقع الرسمي للمعهد الوطني للإحصاء التونسي-www.ins.nat.tn

- 8) COSOB - Rapport annuel 2012- disponible sur le site www.cosob.org
- 9) Indices économique- disponible sur le site www.indexmundi.com
- 10) L'office national des statistique- Evolution globale- www.ons.dz
- 11) La bourse d'Alger- Activités par titre- disponible sur le site www.sgbv.dz
- 12) La bourse d'Alger-Liste des résultats- disponible sur le site www.sgbv.dz

_____ أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم دراسة مقارنة بين
بورصة الجزائر، تونس والمغرب