

المعلومات محرك لتطوير و تحسين كفاءة الأسواق المالية دراسة قياسية لسوقي (تونس، المغرب)

العجاج فاطمة الزهراء

باغلي أحمد

جامعة تلمسان

faitmal6alger@hotmail.fr & Ahbaghli@yahoo.fr

الملخص يتلخص موضوع الدراسة في كون أن المعلومات هي المحرك الاساسي الذي يساهم في كفاءة الأسواق المالية بفرض أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة لتحقيق هذه الكفاءة، و الأسواق العربية هي إحدى الأسواق التي تعاني من هذا المشكل و هو ما ساعد تخلف نظمها و سياساتها المالية. فمن خلال هذه الدراسة سنقوم بتبسيط الضوء على جانب من هذه الأسواق ألا و هي الأسواق المغربية (تونس، المغرب) وذلك بإجراء دراسة قياسية بتطبيق تقنية التكامل المتزامن من أجل معرفة ما إذا كانت هذه الأسواق تتوفر على الكفاءة المعلوماتية أو لا.
الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، المعلومات، الكفاءة، الأسواق العربية.

Résumé : L'objet de l'étude se résume du fait que les informations sont le mobile essentiel qui participe à l'efficacité des marchés financiers, étant donné que les prix reflètent toute l'information disponible qui permet la réalisation de cette efficacité, les marchés Arabe sont parmi les marchés qui endurent de ce problème et dont le motif essentiel est le sous développement de leurs institutions et de leur politique financière.

Et grâce à cette étude, nous apporterons la lumière sur ces marchés, savoir les marchés maghrébine (Tunisie, Maroc) en procédant à une étude économétrique par l'application de la Co-intégration en vue de savoir si ces marchés remplissent la capacité d'efficacité informationnelle ou non.

Mots clé : Marchés financiers, information, efficacité, marchés arabe.

مقدمة :

يدرس موضوع المالية الدولية كافة التفاعلات المالية بين الدول في العلوم الاقتصادية و التي لها علاقة بكل ما ينبثق عن التبادل الدولي من تسوية لمدفوعات أثمان الصادرات و الواردات إلى تدفق الأموال بشكل قروض أو استثمارات من الدول المتقدمة و الشركات المتعددة الجنسيات إلى الدول النامية و إحدى مناطق إجراء عمليات التبادل هته ما يعرف بالأسواق المالية حيث أثبت هذه الأخيرة خلال فترات طويلة دور فعال في كافة الاقتصاديات التي تؤثر في تطورها و تتميتها إذ لا تختلف الأسواق المالية في مفهومها عن الأسواق العادية المتعارف عليها فالسوق هو وسيلة أو مكان يجمع بين البائعين و المشترين لغرض انتقال السلع و الخدمات من طرف إلى آخر إذن مهمته الأساسية هي تسهيل عملية الاتصال بين البائعين و المشترين ، أما سوق الأوراق المالية فهو سوق يتعامل بسلعة خاصة و هي الأصل المالي أو الورقة المالية (الأسهم و السندات بكافة أنواعها و أشكالها) إذ يترتب على تنويع الأوراق المالية و اختلافها زيادة عددها في التداول و تزايد عدد مرات تداولها يؤدي إلى رفع كفاءة السوق و استقرار الأسعار و كفاءة السوق الجيد يعتمد بدرجة كبيرة على وجود نظام فعال للمعلومات الذي هو عبارة عن تركيب لممارسات و أعمال و معلومات و أفراد و تكنولوجيا المعلومات للوصول إلى أهداف معينة¹.

مما سبق و وفقاً لهذا السياق تبرز إشكالية بحثنا كما يلي:

هل تتوفر الكفاءة المعلوماتية في الأسواق العربية (تونس - المغرب)؟

للإجابة على هذه الإشكالية وضعنا الفرضيات التالية:

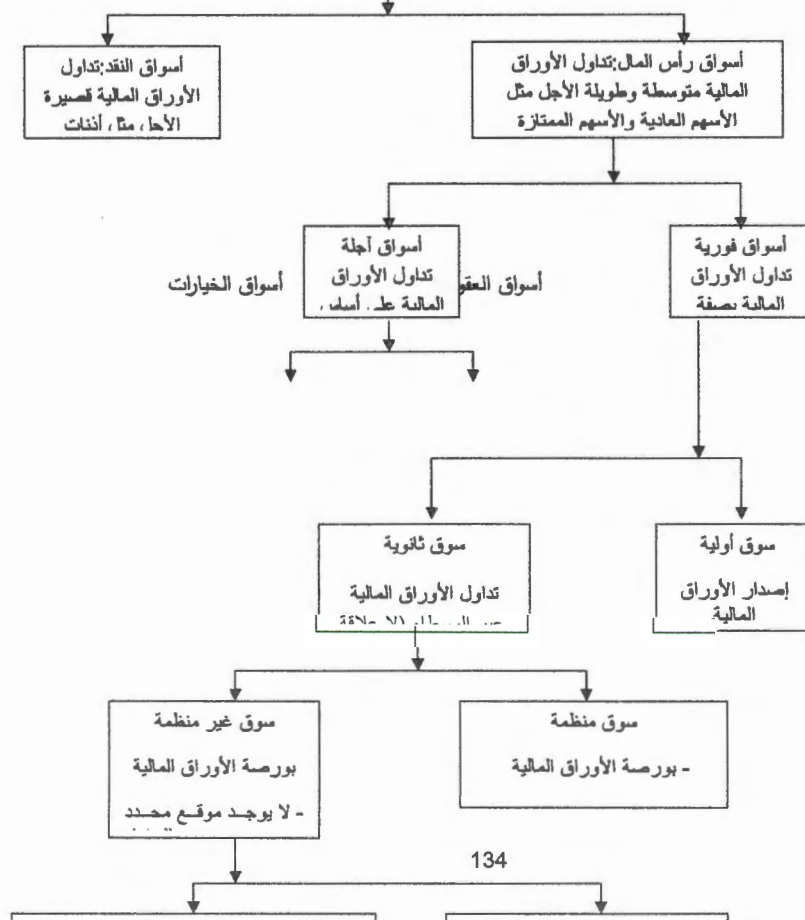
- المعلومات المتوفرة في السوق تعكس كافة الأسعار المتوفرة.
- عدم وجود علاقة وطيدة بين أسعار الأسهم في السوقين و قدرتها على تحديد كفاءة السوق من عدمها.

و من أجل الإلمام أكثر بالموضوع من جميع جوانبه سننتقل إلى:

ماهية الأسواق المالية :

في ضوء التغيرات الحاصلة في العالم اليوم تعتبر الأسواق المالية الرابط الأول بين وحدات العجز و وحدات الفائض أملا في تحقيق أقصى الأرباح و بأقل التكاليف² فالأسواق المالية بمؤسساتها و أصولها تمثل جوهر النظام المالي الذي تعتمد عليه المنشآت المالية المختلفة و الأفراد في اتخاذ قراراتهم التمويلية و الاستثمارية فهي أسواق متخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى التي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة و تتعامل بشكل رئيسي بالأسهم الممتازة العادية و السندات. يمثل سوق رأس المال محور العملية الاستثمارية في الأسواق المالية حيث يتم تحويل السيولة النقدية إلى أدوات استثمارية تستمر لفترات طويلة نسبيا. يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى³:

الشكل رقم 01: تقسيم الأسواق المالية .



يتطلب إنشاء سوق أوراق مالية وجود مجموعة من الشروط الأساسية:

وضوح الفلسفة الاقتصادية التي تحدد لرأس المال الخاص دوره.

- 1- وجود الحجم الكافي من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق يقابله وجود طلب كافي على المدخرات المعروضة.
- 2- طاقة استيعابية مقبولة و معقولة قادرة على استيعاب رأس المال المعروض تتمثل في توفير مشاريع ذات جدوى اقتصادية و ربحية عامة .
- 3- وجود اطار تشريعي و تنظيمي مرن قادر على التطور باستمرار و التكيف مع المتغيرات و توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين.
- 4- وجود مؤسسات مالية و بنكية من كافة التخصصات لتؤدي دورها في تعبئة المدخرات و إيجاد الفرص الاستثمارية و الترويج للمشاريع ذات الأهمية و المنفعة الاقتصادية لأجل النقاء العرض و الطلب .
- 5- تنوع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المختلفة التي تضمن السوق توسعا و فعالية اكبر .

المعلومات و كفاءة الأسواق المالية :

كفاءة السوق المالي مرتبطة بالمعلومات بشكل عميق حيث تنعكس أهمية هذه الأخيرة في ثقة المستثمرين و المتعاملين و درجة هذه الثقة تتحدد بنوعية و كمية المعلومات المتاحة فهي عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى و قيمة للتنفيذ و يستخدمها المستثمرين في السوق المالي لصياغة قراراتهم الاستثمارية.

توجد مدرسان لتحليل المعلومات هما : مدرسة التحليل الأساسي و مدرسة التحليل الفني و استخلص شول وهلي 1988 سمة جوهرية تميز بين التحليلين حيث:

- أ- حالة التحليل الفني : لا يعترف بالصفة الضعيفة لكفاءة السوق طالما أنه يقوم على الاعتقاد بإمكانية التنبؤ بسعر السهم من خلال دراسة التغيرات التي تطرأ على ذلك السعر في فترات ماضية .⁴
- ب- حالة التحليل الأساسي: على العكس من ذلك يعترف بصفة الفرض الضعيف و إن كان لا يعترف بالصفة المتوسطة ذلك طالما يقوم على الاعتقاد بإمكانية التنبؤ بسعر السهم من خلال التحليلات و التقارير و غيرها من المعلومات التي ترد يوميا من مصادر متعددة.⁵

اتسم كل من التحليلين الفني و الأساسي بمزايا و عيوب خلقت لهما أتباع مؤيدين و معارضين و فيما يلي سنقدم أهم الاختلافات بين التحليلين.⁶

جدول رقم 01: أهم الاختلافات بين التحليلين الفني والأساسي.

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
(1) المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها)

(2) الأهداف	• تقديم الموائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض. • تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظة المستثمر وتلك المسعرة بأكثر من قيمتها.	دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.
(3) الافتراضات	أ- أن سوق رأس المال كفاء على الأكل في شكله للضعيف. ب- يمثل هذا النوع من التحليل ضماناً لحجم الوقوع في أخطاء استثمارية فاحشة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.	أ- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب. ب- العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقية والبعض الآخر غير منطقية. ج- أن السوق أفضل متنبئ لنفسه. د- أن التحرك من سعر توازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت.
(4) مصادر البيانات الخاصة للتحليل	أ- عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات للأعمال. ب- عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية. ج- عوامل متعلقة بالمنشاء مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات والملاحظات.	أ- أن سوق رأس المال غير كفاء. عوامل السوق نفسه مثل: • أسعار الأوراق المالية. • حجم التداول. • عدد الصفقات وحجمها. • ملوك المستثمرين. • عمليات البيع على المكشوف. • التوقيت الزمني. • اتساع السوق. • الجور النفسي.
(5) أدوات التحليل الرئيسية	أ- المؤشرات الاقتصادية العامة. ب- دورة حياة الصناعة. ج- التنبؤ بحالات النمو. د- تحليل ظروف المنافسة. هـ- تحليل التطورات التكنولوجية. و- القوائم المالية للمقارنة. ز- تحليل السلاسل الزمنية. ح- التحليل الرأسمالي للقوائم المالية. ط- تحليل النسب. ي- التحليلات الخاصة.	أ- مؤشرات ميول المستثمرين (نفسية). ب- مؤشرات تنفقات الأموال. ج- مؤشرات هيكل السوق.

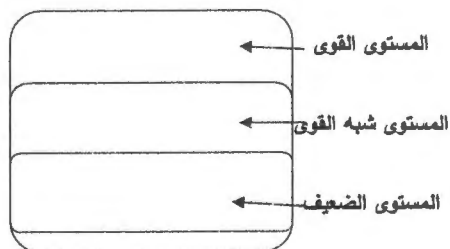
أ- وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب. ب- يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ. ج- تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتتناسب الظروف المتغيرة.	أ- تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني. ب- توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة. ج- صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.	(6) حدود استخدامها
--	---	----------------------------------

كفاءة الأسواق المالية: تبقى دراسة فرضية كفاءة الأسواق المالية واحدة من النظريات الأكثر إثارة للجدول في المجالات الاقتصادية و المالية بغض النظر عن أهمية الكفاءة في النظرية المالية عامة و الأسواق المالية خاصة و ترجع فرضية السوق الكفوة في الأصل إلى الأبحاث و الأعمال التي قام بها Cootner في 1964 و التي تابع دراستها Fama في سنوات الستينات⁷ و تعني كفاءة السوق أن السعر المعروض في السوق يعكس كافة المعلومات المتاحة يمكن إعطاء 3 مفاهيم المياسة لكفاءة السوق⁸:

- أ- **كفاءة التخصيص:** أي تخصيص الموارد و تعني توجيه رأس المال إلى الوحدات الاقتصادية التي تحمل فرص استثمارية أكثر ربحية و تعد السوق ناجحة وذات كفاءة إذا نجحت في مجال التخصيص.
- ب- **كفاءة التشغيل:** و يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب في ظل بيئة تنافسية بين الوسطاء و السامرة و صناع السوق و هذه الكفاءة لها علاقة طردية مع سرعة تنفيذ العمليات و علاقة عكسية مع تكاليف التنفيذ من رسوم و عمولات ضرائب و هذا يؤدي إلى سوق كفء داخلياً .
- ج - **كفاءة التسعير:** و تعني سرعة تحرك الأسعار استجابة للمعلومات الجديدة المتوفرة بكلفة زهيدة لتقييم السهم إلى درجة الاستثمار في السوق يصبح لعبة عادلة fair game حيث تصبح الفرصة متاحة لتحقيق الأرباح.

في 1970 اقترح fama ثلاث أشكال للكفاءة استناداً إلى المعلومات الواردة و هي:

الشكل رقم 02: مستويات صيغ الكفاءة⁹



المستوى القوي: تعكس الأسعار فيه جميع أنواع المعلومات (تاريخية منشورة و خاصة) لا يستطيع المستثمر أن يحقق أي عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأنها تساعد على التنبؤ بالأسعار المستقبلية.

شبه القوي: تنعكس الأسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية و المنشورة و لا يستطيع المستثمر تحقيق
د غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأنها لا تساعد على التنبؤ بالأسعار المستقبلية و من بين أهم
ت التي درست هذه الصيغة:

استجابة الأسعار عن الأرباح و التوزيعات من قبل Bavon و Ball في 1968، اشتقاق الأسهم من قبل
FAMA و J.R. FF. rall في 1940 التغيرات المحاسبية ، تنبؤات الإدارة.

الضعيف : تنعكس الأسعار السائدة في السوق كافة المعلومات التاريخية فقط و لا يمكن للمستثمر
عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لان الأسعار تسلك سلوك عشوائي و لا يمكنه التنبؤ بها مع
السلوك¹⁰ و أهم الاختبارات التي درست هذه الصيغة :

معامل الارتباط من قبل KENDALL في 1953 FAMA 1965 ثمانية solink 1973

صفية. نموذج عدم القدرة على التنبؤ بالأسعار و عشوائية السير.

المالية العربية :

الثورة التكنولوجية و المعلوماتية التي شهدتها الاقتصاد العالمي خلال العقد الأخير تحولت أسواق المال
إلى سوق واحد نوعا ما لا تعوقه الفواصل الجغرافية و أصبحت حركة رؤوس الأموال أكثر تحررا و لعل
عولات تفرض على الاقتصاديات العربية أعباء كبيرة لابد من التكيف معها و أول خطوة لمواكبة و
هذه التحولات هي القيام بالإصلاحات الهيكلية على اقتصاديات البلدان العربية حيث يتميز كل سوق من
سواق بخصوصية ترجع في الأصل ظروف نشأته و كذا القوانين و التشريعات المتبعة في اقتصاد كل بلد
جميع هذه الأسواق واجهت مجموعة من الصعوبات حدثت من نموها و قللت من كفاءة إدارتها و من أهم
صعوبات هو تخلف الشعوب العربية الذين لا يتمتعون بثقافة البورصة أو الاستثمار في البورصة بالإضافة
سة الدولة و قوانينها التي تعيق هته الأسواق. هذا ما يجعلها عرضة للمشاكل بسبب التغيرات الاقتصادية في
العالمية. على سبيل المثال نأخذ تأثير الأسواق المالية العربية بتراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية في 2008
ت بعض هذه الدول تراجعها في معدل نمو سيولتها مقارنة ب 2007 .

جدول رقم 02: الدول العربية التي شهدت تراجعاً في معدلات نمو السيولة المحلية 2008-2007

الدول	2007	2008	التغير (نقطة مئوية)
الإمارات	41.68	19.20	- 22.5
البحرين	40.83	18.40	- 22.4
الجزائر	21.50	16.04	- 05.5
السعودية	19.55	17.65	- 01.9
عمان	37.18	23.06	- 14.1
قطر	32.68	19.78	- 12.9
الكويت	19.09	15.77	- 03.3
مصر	19.12	10.49	- 08.6
المغرب	16.06	10.81	- 05.3
موريتانيا	18.91	13.91	- 05.0
اليمن	17.37	14.16	- 03.2

المصدر : صندوق النقد العربي: إحصائيات المالية الدولية لأفريل 2009.¹¹

نلاحظ من خلال الجدول تراجع معدل نمو السيولة لـ 11 دولة عربية سجلت فيها الإمارات أعلى تراجع بـ 22.5 نقطة مئوية في حين سجلت السعودية أقل مستوى للتراجع بلغ 1.9 نقطة مئوية.

لجدول رقم 03: الدول العربية التي شهدت ارتفاع معدل نمو السيولة المحلية 2007-2008.

الدول	2007	2008	التغير (نقطة مئوية)
الأردن	10.61	17.28	6.7
تونس	12.46	14.63	2.2
جيبوتي	9.58	20.57	11.0
السودان	10.31	16.33	6.0
سورية	12.35	12.46	0.1
العراق	27.88	29.50	1.6
لبنان	12.42	14.78	2.4

المصدر: صندوق النقد العربي: إحصاءات المالية الدولية أبريل 2009.¹²

وعلى غرار هذه الدول شهدت دول أخرى في المنطقة العربية ارتفاع في معدل السيولة حيث سجلت ليبيا ارتفاعاً في معدل نمو سيولتها قدر بـ 13 نقطة مئوية في حين بلغ أقل ارتفاع في سورية بـ 0.1 نقطة مئوية. أحجام أسواق المالية العربية إحصائياً نلاحظ انخفاض القيمة السوقية لهذه الأسواق بحوالي 769.6 مليار دولار بنهاية 2008 مقارنة بـ 1335 مليار دولار سنة 2007 بنسبة 42.5

الشكل رقم 03: إجمالي القيمة

السوقية للأسواق العربية خلال

2008



المصدر: قاعدة بيان صندوق

النقد العربي ص 15¹³

و فيما يلي سنحاول إظهار أهم الانخفاضات لكل دولة على حدة .

الشكل رقم 04: الحجم النسبي للأسواق

العربية خلال 2008



المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي ص 16.14

الجانب التطبيقي: في الجانب التطبيقي يتناول هذا الجزء من دراستنا اختبار فرضية الأسواق الفعالة باستعمال طريقة التكامل المتزامن وسوف نطبقها على بلدين عربيين هما (تونس و المغرب).

في الأصل استعمل مفهوم التكامل المتزامن من قبل granger في 1983 و الذي جاء بالحل لمشكلة احتمال فقدان المعلومات الزمنية على المدى الطويل والتي جاء بها كل من bot et jen kins في 1970 أدى ربطه مع نماذج تصحيح الخطأ بالنسبة للمتغيرات التي تسير جنباً إلى جنب في المدى الطويل¹⁵.

يعرف التكامل المتزامن على انه تصاحب لسلسلتين زمنيتين X و Y حيث تؤدي التقلبات في إحداهما إلى إلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتهما ثابتة عبر الزمن .

يشترط توفر بعض الشروط لتحقيق التكامل المتزامن :

$$Y_T \sim I(1)$$

$$X_T \sim I(1)$$

$$Y_T = a + bx_t + u_t$$

$$u_t \sim I(0)$$

نقيس $U(t)$ في هذه الحالة انحراف العلاقة المقدرة في الأجل القصير عن اتجاهها التوازني في الأجل الطويل باختصار التكامل المتزامن هو التعبير الاحصائي لعلاقة التوازن طويل الأجل .

وتوجد عد اختبارات للتكامل المتزامن أهمها : اختبار Engle granger- d'urbain Watson ... Johanssen

من خلال الدراسة سنحاول اختبار كفاءة السوقين (تونس -المغرب) و ذلك بالاعتماد على أسعار بعض الأسهم المتداولة و المدرجة في السوقين خلال الفترة الزمنية المستمدة 2010/01/01 إلى 2010/04/30.

بالنسبة للشركات المصدر: للأسهم محل الدراسة لدينا :

في تونس :

شركة adwiya انشأت في: 1983/06/25 وظيفتها صناعة الأدوية¹⁶.

Bankue de Tunis (bt): تأسست في 1884/09/23 و هي عبارة عن مؤسسة مالية ¹⁷.
Poulina Holding : تأسست في 2008/07/23. ¹⁸
في المغرب :

MAROC LEASING : تأسست في 1965/04/ 21 ¹⁹.

اتصالات المغرب : تأسست في 1998/02/03. ²⁰

مجوعة M2m: تأسست في 2002/02/17. ²¹

تحليل نتائج الدراسة

المرحلة الأولى :

بالنسبة لتونس

PH-x3t /bt-tx2/adwiya -X1t

بالنسبة للمغرب :

groupe m2m -/ x3m = اتصالات المغرب = X2m /Maroc Leasing = X1m

بالاعتماد على تطبيق برنامج EVIEWS تظهر نتائج الدراسة كما يلي:

الجدول رقم 04: تحليل نتائج الدراسة :

			TQ	درجة التأخير		
% 10	%5	%1			X1t	بالنسبة
-3.15	-3.46	-4.07	-3.70	0		لتونس
-1.61	-	-2.59	-0.69	03	X2t	
	1.944					
-1.61	-1.94	-2.59	-1.59	0	X3t	
-	-	-	-2.76	0	X1m	بالنسبة
1.614	1.944	2.542				للمغرب
-2.58	-2.89	-3.51	-3.59	0	X2m	
-1.64	-1.94	-2.59	-0.450	1	X3m	

الجدول رقم 05: التفضيلات الأولى :

السهم	درجة التأخير	TQ	%1	%5	% 10
X2t	2	- 4. 43	-2.59	-1.94	-1.61
X3t	0	- 9. 98	- 2. 54	-1.94	-1.61

المرحلة الثانية :

نقوم بتقدير العلاقة في المدى الطويل في الاتجاهين لحجم معرفة المتغير المستقر من المتغير المفسر (تابع) بين $X2t$ و $X3t$ أما بالنسبة $X1t$ فهو متغير غير مستقر من نوع TS.

وعليه :

$$X2t = -0.014x3t + 102 + 258$$

$$T = -0.017t \quad = 17.53$$

إن $X3$ لا يؤثر في $X2$ و نقوم بتقدير العلاقة في الاتجاه الآخر .

$$X3t = -0.000273x2t + 7.326$$

$$(T = -0.0176) \quad (T = 4.635)$$

$X2t$ لا يؤثر في $X3$

بالتالي نقول انه لا توجد علاقة بين المتغيرات الثلاثة ($X3t, X2t, X1t$) بالنسبة لتونس.

بالنسبة للمغرب بما أن $X1m$ و $X2m$ مستقرة و $X3m$ غير مستقرة فانه لا يمكن تحقيق علاقة تكامل متزامن بين هذه المتغيرات.

إن: حسب نظرية granger سنة 1987 عن علاقات التكامل المتزامن يقول انه عندما لا تكون علاقة بين الأسهم أي لا يمكن لنا التقدير أو التنبؤ بحركة سهم معين باستعمال مصطلحات سهم آخر فنقول أن السوق فعال (كفاءة) .

و بإسقاط هذه النظرية على نتائج الدراسة التطبيقية نجد بعد التحليل انه :

في كلا السوقين (تونس و المغرب) لم نتحصل على علاقة بين المتغيرات الثلاثة محل الدراسة خلال الفترة الممتدة ما بين (2010/01/01) و (2010/04/30) و عليه نستنتج أن السوقين هما سوقين فعالين خلال هذه المرحلة من الدراسة مع العلم انه حتى الأسواق العالمية في الدول المتقدمة لا تتوفر على الكفاءة القوية بالدرجة الأولى و النتيجة المتوصل إليها في الدراسة التي قمنا بها ليست محققة في الواقع بالنسبة لهته الأسواق محل الدراسة و هذا بسبب الاعتماد على جزء بسيط من البيانات .

أهم الملاحظات :

1- لا تزال معظم أسواق المال العربية بدائية و ذلك بسبب نقص التطور في هذه الأسواق و هذا راجع إلى حداثة نشأتها.

2- غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار الأسهم و هذا يؤدي إلى عدم كفاءتها حيث أن عدم توفر المعلومات يؤدي إلى عدم تحقيق كفاءة السوق.

3- عدم ثبات القوانين و التشريعات المنظمة لأسواق المال العربية و الذي يلزم بعض الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة الدولية.

4- ضآلة الطلب و هذا راجع إلى انخفاض معدلات الادخار و انخفاض العائد المحصل عليه بالإضافة إلى عدم استقرار أسعار الفائدة.

5- قلة التمويل و هذا راجع إلى ضآلة العرض أمام المستمر لتمويل محفظته المالية.

6- انخفاض السيولة في الكثير من البلدان العربية خاصة خلال الأزمة العالمية.

أثبتت الدراسة صحة الفرضيات وهو قبول الفرضية الأولى أى أن الأسعار المتوفرة في كلا السوقين تعكس كافة المعلومات المتاحة. أما بالنسبة للفرضية الثانية فقد أثبتت العلاقة الطردية بين كفاءة

السوق وعدم وجود علاقة بين الأسعار. العكس غير صحيح.

التوصيات:

من خلال الملاحظات التي توصلنا إليها أثناء قيامنا بهذه الدراسة نحاول اقتراح بعض التوصيات لتحقيق الكفاءة في الأسواق المالية العربية:

- تعزيز الشفافية و الإفصاح و ذلك بإنشاء شركات متخصصة في تحليل البيانات و المعلومات و نشرها.

- تشجيع الادخار و زرع ثقافة الاستهلاك الأمثل لمختلف الموارد.

- زيادة ترقية أنظمة التداول من أجل رفع كفاءة استعمال الأوراق المالية و زيادة الشفافية لدى المستثمرين.

- الربط و التكامل بين مختلف البورصات العربية و ذلك عن طريق إنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة و شركات مساهمة عربية للوساطة بين الدول العربية ككل.

و في الأخير محاولة الاستفادة من خبرات البورصات الأخرى سواء العربية أو بورصات الدول المتقدمة.

الهوامش والمراجع

¹ Harcimiar (R) et Rowe (F) "Système d'information dynamique, organisation", édition economica Paris 1997 p07.

² Frederic S. Mishkin "Financial markets, institution and money" New York: Happs Collins lublisker, 1995p23.

³ محمد محمود الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصة)، دار الشروق للنشر و التوزيع عمان 2005 ص 45

⁴ محمد صالح الحناوي "تحليل و تقييم الأسهم و السندات" ص 139

⁵ د. منير إبراهيم هندي. "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية،

2002 ص 67

⁶ طارق عبد العال "دليل التعامل في البورصة" ص 38-39-40

⁷ Julien Turbé, Philippe Démon "Les marches financiers». Édition economica p06.

⁸ Sandrine Lardic, Valérie Mignon "Efficiency informationnelle des marchés financiers édition la découverte paris 2006.p 20-21.

⁹ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع الطبعة 2 عمان 2001.ص 149

¹⁰ د. زياد رمضان، د. مراد شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق مصر، 2007 ص 207
¹¹ صندوق النقد العربي "إحصائيات المالية الدولية" أبريل 2009.

¹² صندوق النقد العربي "إحصائيات المالية الدولية" أبريل 2009.

¹³ قاعدة بيانات صندوق النقد العربي ص 15.

¹⁴ قاعدة بيانات صندوق النقد العربي ص 16.

¹⁵ Régis bourbonnais. économétrie 2 Emme édition donop paris 1998.p267.

16 www.adwiya.com

17 titres@bt.com.tn

18 finance@Poulina.Com.tn

19 www.Casablanca.bourse

20 www.ima.ma