

دور كفاءة سوق رأس المال في توجيه وتخصيص الاستثمارات

دراسة حالة: السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2014

**The role of the capital market efficiency in guiding the allocation of investment-
study of the Saudian financial market during the period 2008-2014**

أ. عادل بوظلالة، جامعة باجي مختار، عنابة/ أ.د. أحمد بوراس، قسنطينة 3، الجزائر

تاريخ التسليم: (2016/01/06)، تاريخ القبول: (2016/10/11)

Abstract:

ملخص

This study aims to identify the role of the financial market efficiency in the allocation of investments. to achieve this goal has been to study the Saudi financial market situation as a sample of the Arab financial markets, where efficiency test by studying the evolution of market indicators, were also analyzed the allocation of investments in which indicators were reached to the need to undertake several measures to improve the efficiency of the Saudi financial market, which will have a positive impact in improving its ability to allocate investments.

Key words: the financial market efficiency, the allocation of investment, the Saudian financial market

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على دور كفاءة السوق المالي في تخصيص الاستثمارات ولتحقيق هذا الهدف تم القيام بدراسة حالة السوق المالي السعودي كعينة عن الأسواق المالية العربية، حيث تم اختبار كفاءته عن طريق دراسة تطور مؤشرات السوق، كما تم تحليل مؤشرات تخصيص الاستثمارات فيه، وتم التوصل إلى ضرورة القيام بعدة إجراءات لتحسين كفاءة السوق المالي السعودي والذي سيكون له أثر ايجابي في تحسين قدرته على تخصيص وتوجيه الاستثمارات.

الكلمات المفتاحية: كفاءة سوق رأس المال، تخصيص الاستثمارات، سوق المالي السعودي.

مقدمة:

تعد الأسواق المالية من المؤسسات المالية التي تحظى باهتمام جميع الدول المتقدمة والنامية وتشير الوقائع إلى أن هذه الأسواق المالية تلعب دورا مهما في دفع عجلة النمو الاقتصادي وذلك لدورها الكبير في تنويع مصادر التمويل وتخفيض تكاليفها، ولكي تقوم بالدور الفاعل في عملية جمع المدخرات من الجمهور وتوجيهها نحو الاستثمارات، لا بد لتلك الأسواق أن تتميز بالكفاءة والتي تعتبر من أهم المميزات الواجب توافرها في أسواق الأوراق المالية ومؤشرا على نجاحها وقوتها لأنها تعكس العدالة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها، فجميع المعلومات المتوفرة تنعكس في أسعار الأوراق المالية خاصة أن هذه الأخيرة تتغير من فترة إلى أخرى وتتأثر كثيرا بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق والمنشأة المصدرة، أين تحدث حركة عشوائية في شكل تقلبات سريعة صعودا مع الأبناء السارة ونزولا مع الأبناء غير السارة، وبناء على ذلك تسهم الأسواق المالية من خلال توفر مقومات الكفاءة في التقييم الحقيقي للشركات المدرجة فيها عن طريق إعطاء قيمة حقيقية لأوراقها المالية كل ذلك يساعد على اتخاذ قرارات استثمارية سليمة ويدفع إلى توجيه وتخصيص الموارد المالية للاستثمارات الضرورية لتحقيق تنمية مستدامة للاقتصاد الوطني.

بناء على ما تقدم يمكن صياغة إشكالية الدراسة كمايلي:

ما هو دور كفاءة السوق المالي السعودي في تخصيص وتوجيه الاستثمارات؟

وانطلاقا من هذه الإشكالية قمنا بصياغة وطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي صيغ كفاءة السوق المالي؟

- ما هو مستوى كفاءة السوق المالي السعودي بناء على تطور مؤشرات السوق؟

- ما مدى مساهمة السوق الكفاء في تحسين توجيه وتخصيص الاستثمارات؟

وعلى ضوء ما تم طرحه من تساؤلات حول موضوع الدراسة وأملا في تحقيق الأهداف المرجوة يمكن تحديد مجموعة من الفرضيات التي نسعى إلى اختبارها على النحو التالي:

- تعتمد عملية اتخاذ القرار الاستثماري على عاملين أساسيين هما العائد المتوقع ومستوى المخاطر المرافق للعملية الاستثمارية.

- يتميز السوق المالي السعودي بمستوى ضعيف للكفاءة والذي يعني بالضرورة انحراف القيم السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه عن قيمها الحقيقية مما يسمح لبعض المستثمرين بتحقيق أرباح غير عادية أو أرباح استثنائية.

- توجد علاقة وثيقة بين تطور مؤشرات كفاءة السوق المالي وقدرته على تخصيص وتوجيه الاستثمارات.

تكتسي هذه الدراسة أهميتها من الأهمية المتزايدة لمفهوم كفاءة السوق في تحقيق العدالة بين المستثمرين وتوفير السهولة والشفافية في التعامل بالأوراق المالية مما يساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة وتهدف إلى إبراز مفهوم كفاءة السوق المالي ودوره في تحقيق عدالة السوق وتنمية وتوجيه الموارد المالية نحو الاستثمارات ذات العائد الأكبر والخطر الأقل، وذلك من خلال اختبار كفاءة السوق المالي السعودي عن طريق دراسة تطور مؤشرات أدائه وتسلط الضوء على إمكاناته ودوره في تعبئة المدخرات وتخصيص وتوجيه الاستثمارات.

وإجابة منا على التساؤلات السابقة ولاختبار الفرضيات المطروحة تم الاعتماد على المنهجين الوصفي والتحليلي، بدءا بتقديم تحليل مفاهيمي لكل من كفاءة السوق وعملية الاستثمار، وصولا لاختبار كفاءة السوق المالي السعودي عن طريق دراسة تطور مؤشرات السوق خلال الفترة 2006-2014، بالإضافة إلى استكشاف مدى كفاءة السوق المالي في تخصيص وتوجيه الاستثمارات وذلك من خلال تحليل مؤشرات تخصيص الاستثمارات خلال الفترة 2008-2014.

أولاً- كفاءة سوق رأس المال: سوق رأس المال الكفاء هو ذلك السوق التي يتمتع بفدر عال من المرونة بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة لأسعار الأوراق المالية طبقا للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، هذا بالإضافة إلى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية (عبد القادر، 2010، ص101).

وفي ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للورقة المالية (السهم) قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية وأن سعر السهم في السوق يعكس توقعات المستثمرين بشأن العوائد المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه العوائد (العامري، 2010، ص116). وبحسب مفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى السوق، وبالتالي فإن سعر السهم عبارة عن دالة للمعلومات المتوفرة عنه وحيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض وبشكل عشوائي فإنه من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية حيث تتجه صعودا مع الأنباء السارة وهبوطا مع الأنباء غير السارة وسعر السهم في السوق عبارة عن مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة عنه سواء تمثلت تلك المعلومات في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو في المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام، أو في المعلومات العامة المعلنة والتي تعلنها

المنشأة، أو أية معلومات أخرى تؤثر في القيمة السوقية للسهم (موسى وآخرون 2012، ص98) وهناك ثلاثة صيغ لكفاءة سوق رأس المال هي:

1- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق: تشير إلى أن أسعار تداول الأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية المتعلقة بتحركات الأسعار وأحجام التداول الماضية بحيث لا يمكن للمستثمر الاعتماد على هذه المعلومات فقط للتنبؤ بما ستكون عليه أسعار الأوراق المالية في المستقبل، وبالتالي فإن حركات الأسعار في المستقبل تكون مستقلة بشكل كامل عن التحركات السابقة، وهذا يضمن عدم وجود أية أنماط دورية يمكن الاعتماد عليها للتنبؤ، ومنه فإن استخدام المعلومات التاريخية من قبل المستثمرين لن يمكنهم من تحقيق عوائد استثنائية لأن الأسعار تستجيب فقط للمعلومات الجديدة، وهذا يعني عدم إمكانية الاعتماد على ما يسمى بالتحليل الفني للتنبؤ بالأسعار المستقبلية للأوراق المالية.

2- الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق: يفترض الشكل متوسط القوة لكفاءة السوق بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم في الماضي، بل تعكس أيضا المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور سواء كانت معلومات خاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالوحدة الاقتصادية نفسها وبصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية، وفي ظل هذا الفرض سوف تستجيب الأسعار لورود المعلومات الجديدة إلى السوق، وكلما كانت سرعة استجابة السوق كبيرة كلما كان ذلك دليلا على الكفاءة وبالتالي فإن المستثمر لن يستطيع أن يحقق عوائد استثنائية كنتيجة لتحليل هذه المعلومات (الحناوي وآخرون، 2007، ص86-87).

3- الصيغة القوية لكفاءة السوق: تقضي الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة مثل إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين (هندي، 1999، ص61).

ثانيا- الاستثمار: أي قرار استثماري مرتبط بشراء أو بيع الأوراق المالية وصولا إلى تعظيم العائد المتوقع يجب أن يركز على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة المتوقعة.

1- العائد المتوقع على الاستثمار: تأخذ عوائد الأوراق المالية عدة أشكال تتمثل في توزيعات الأرباح إذا كانت هذه الورقة المالية تمثل حق ملكية (سهم)، وقد تكون فوائد إذا كانت الورقة المالية أداة دين تمثل أموال اقترض (سند) وقد تكون أرباح رأسمالية تنتج عن بيع الأوراق المالية بسعر يزيد عن سعر الشراء. حيث يعتبر العائد المقابل الذي يطمح المستثمر للحصول عليه في المستقبل مقابل استثماره لأمواله، فهو يسعى دائما إلى استثمار أمواله بهدف الحصول على العائد وتنمية ثروته وتعظيم أملاكه والتخفيف من حدة المخاطر المصاحبة له قدر الإمكان (علوان، 2009، ص48).

2- المخاطر: يتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموماً إلى نوع من المخاطر، تتباين درجتها وقوتها تبعاً لنوع الاستثمار ومدته وشكل الأداة الاستثمارية، وقناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر ناتجة عن رغبته في تحقيق عائد متوقع نتيجة عملية الاستثمار في الأوراق المالية، حيث تظهر هنا العلاقة الطردية بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة.

ثالثاً- اختبار كفاءة السوق المالي السعودي عن طريق دراسة تطور مؤشرات السوق: من أجل الوقوف على تطور أداء السوق المالي السعودي سوف نتتبع مؤشرات أداء السوق وهي مؤشر عدد الشركات المدرجة ومؤشر القيمة السوقية (رأس المال السوقي) لدراسة تطور حجم السوق، مؤشر معدل دوران السهم ومؤشر حجم التداول لدراسة سيولة السوق المالي.

1- حجم السوق المالي السعودي قياساً بعدد الشركات المدرجة: يؤدي ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة إلى اتساع حجم السوق وتوسيع القاعدة الاستثمارية له وإحداث نوع من التعامل النشط على الأوراق المالية المتداولة نظراً لتوافر وتنوع الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين، ونتيجة لهذا التعامل النشط يبعث ويشتري (في ظل توفر السيولة النقدية) فإن أي خلل في التوازن في معادلة العرض (أوامر البيع) والطلب (أوامر الشراء) عادة ما تسفر عن تغير طفيف في السعر، وهو ما يعني تقليل حجم الخسائر الرأسمالية إذا ما حدثت وحماية مؤشر السوق من الانهيار (الدسوقي، 2000 ص162). كما أن زيادة عدد الشركات المدرجة يؤثر على زيادة الاستثمارات والذي من شأنه أن يزيد من كفاءة السوق في حين أن انخفاض عدد الشركات المدرجة أو نمو عددها بمعدل سلبي يؤدي إلى محدودية السوق وإمكانية حدوث اختلال في التوازن بين العرض والطلب بالإضافة إلى إمكانية حدوث تغيرات كبيرة في الأسعار وهذا ما يؤثر سلباً على درجة كفاءة السوق المالي. بالاعتماد على البيانات الموجودة في النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي يمكن رصد تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي من خلال الجدول التالي:

الجدول (1): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2006-

2014

السنة	عدد الشركات المدرجة	معدل نمو عدد الشركات المدرجة(%)
2006	86	-
2007	111	+29,06
2008	126	+13,51
2009	135	+7,14
2010	146	+8,14
2011	150	+2,73
2012	158	+5,33
2013	163	+3,16
2014	166	+1,84

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي من الرابط:

www.amf.org.de/ar/amdbqrtrly 24/03/2016

يظهر من خلال الجدول (1) أعلاه ارتفاع عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال مدة الدراسة ليلبلغ 166 شركة سنة 2014 بعد أن كان لا يتجاوز 86 شركة فقط سنة 2006 والذي يعد محصلة لقيود شركات جديدة والتي التزمت بشروط ومعايير القيد بالبورصة وذلك بعدما كان عدد الشركات المدرجة منخفضا بسبب الشروط الصعبة والصارمة المطلوبة لتحويل الشركات إلى شركات مساهمة مؤهلة للإدراج في السوق المالي السعودي، والتي غالبا ما كانت لا تتوفر إلا في الشركات الكبيرة سواء من حيث الحد الأدنى لرأس المال، عدد المساهمين أو مستوى الربحية خلال السنوات التي تسبق طلب الإدراج، ويظهر هذا التزايد في عدد الشركات المدرجة اتساع حجم السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة وزيادة قاعدته الاستثمارية وهذا ما يؤثر إيجابا على درجة كفاءته بالرغم من تناقص معدل نمو الشركات المدرجة خلال فترة الدراسة من 29,06% إلى 1,84%، وبإجراء مقارنة رقمية يتبين لنا أن السوق المالي السعودي مازال بعيدا عن متوسط عدد الشركات المدرجة في الاتحاد العالمي للبورصات أما على المستوى العربي فتعتبر بورصة عمان أكبر الأسواق العربية حجما من حيث عدد الشركات المدرجة إذ ضمت سنة 2014 نحو 236 شركة يليها كل من سوق الكويت للأوراق المالية بنحو 216 شركة والبورصة المصرية بنحو 215 شركة خلال نفس السنة.

2- مؤشر القيمة السوقية: يستعمل لقياس مدى اتساع حجم السوق ويركز معظم المحللين الاقتصاديين على أن هذا المؤشر يرتبط ارتباطا وثيقا بتعبئة رؤوس الأموال وتنوع المخاطر، فارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على ارتفاع مستوى السوق (كبر السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم والشركات المدرجة فيه أو ارتفاع الأسعار أو في كليهما معا (الدعمي، 2010، ص 317). حيث أنه من بين الآثار الإيجابية لاتساع حجم السوق توسيع القاعدة الاستثمارية والسماح بتوزيع المخاطر على شريحة واسعة من المستثمرين. ويظهر الجدول التالي تطور القيمة السوقية (رأس المال السوقي) في السوق المالي السعودي ومعدل نموها اعتمادا على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

الجدول (2): تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2006-

2014

السنة	القيمة السوقية (مليون ريال)	معدل نمو القيمة السوقية (%)
2006	1.225.858	-
2007	1.946.347	+58,77
2008	924.528	-52,49
2009	1.195.506	+29,30
2010	1.325.392	+10,86
2011	1.270.843	-04,11
2012	1.400.342	+ 10,19
2013	1.752.855	+ 25,17
2014	1.812.890	+ 03,42

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي من الرابط:

www.amf.org.de/ar/amdbqrtrly 24/03/2016

تشير بيانات الجدول (2) إجمالاً إلى ارتفاع مؤشر القيمة السوقية في السوق المالي السعودي وهذا راجع إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق وزيادة الاستثمارات وارتفاع حجم الإصدارات الجديدة، مع وجود تراجع في قيمة هذا المؤشر سنة 2008 بـ 52,49٪ مقارنة بسنة 2007، وسنة 2011 بـ 4,11٪ مقارنة بسنة 2010 وهذا راجع إلى انخفاض قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي، كما يلاحظ أن معدل نمو القيمة السوقية الإيجابي المحقق في السنوات الأخرى غالباً ما كان متناقصاً وهذا ما يدل على أنه بالرغم من تحسن مؤشر القيمة السوقية بفضل زيادة عدد الشركات المدرجة والذي يؤدي إلى اتساع حجم السوق وتحسن قدرته على تعبئة الإذخارات وتمويل الاستثمارات، إلا أن هذه الزيادة كانت بمعدل نمو متناقص بسبب انخفاض أسعار الأسهم المتداولة في السوق.

3- مؤشر سيولة السوق المالي السعودي: يمكن قياس درجة سيولة السوق بالاعتماد على مؤشرين أساسيين

هما:

- مؤشر حجم التداول: ويعتبر من أهم المؤشرات تعبيراً عن سيولة السوق حيث يعبر عن حجم التداول الفعلي للأسهم المكتتب بها في السوق، حيث كلما تحسن هذا المؤشر كلما كان ذلك دليلاً واضحاً على سهولة عملية تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً مما يحسن من كفاءة السوق.

- مؤشر معدل دوران السهم: ويعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة والمعتمدة في أغلب الدراسات المالية ويشير إلى سيولة السوق المالي أيضاً، وكذلك يشير إلى مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، بوصفه يمثل قيمة الأسهم المتداولة (أحجام التداول) مقسومة على القيمة السوقية (رأس المال السوقي) فإذا ما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاضت قيمة هذا المؤشر ليشير بدوره إلى ارتفاع درجة سيولة السوق المالي مما يحسن من درجة الكفاءة (الدعمي، 2010، ص 321).

ويظهر الجدول التالي تطور كل من قيمة التداول ومعدل نموها بالإضافة إلى معدل دوران السهم وللذان يؤشران على مدى سيولة السوق المالي السعودي.

الجدول (3): تطور مؤشر السيولة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2006-2014

السنة	قيمة التداول (مليون ريال)	معدل نمو قيمة التداول (%)	معدل دوران السهم (%)
2006	5.261.851	-	429,2
2007	2.557.713	-51,39	131,4
2008	1.962.946	-23,25	212,3
2009	1.264.011	-35,60	105,7
2010	759.185	-39,93	59,7
2011	1.098.836	+44,73	85,7
2012	1.903.967	+73,27	133,1
2013	1.369.666	-28,06	88,2
2014	2.146.517	+56,71	109,2

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي من الرابط: www.amf.org.de/ar/amdbqrtrly 24/03/2016

يلاحظ من الجدول (3) حدوث انخفاضات متتالية في قيمة التداول في السوق المالي السعودي بداية من 2007 وحتى 2010 والذي يقابله أيضا تراجع في معدل دوران السهم من 429,2% سنة 2006 إلى 59,7% سنة 2010 وهذا راجع إلى أن معدل نمو قيمة التداول أقل من معدل نمو القيمة السوقية ما عدا تحسن في معدل دوران السهم سنة 2008 والذي وصل إلى 212,3% بسبب أن الانخفاض في معدل نمو قيمة التداول كان أقل من الانخفاض الحاصل في معدل نمو القيمة السوقية كل هذا يشير إلى انخفاض مؤشر السيولة في السوق المالي السعودي خلال هذه الفترة، ليعود مؤشر القيمة السوقية للتحسن في السنوات 2011، 2012، 2014 والذي يقابله ارتفاع في معدل دوران السهم، ما عدا الانخفاض سنة 2013 والذي يقابله انخفاض في معدل دوران السهم بسبب انخفاض معدل نمو قيمة التداول مقارنة بمعدل نمو القيمة السوقية خلال هذه السنة وهذا يدل على تحسن في مؤشر السيولة في السوق المالي السعودي مقارنة بالسنوات السابقة إلا أنه إجمالاً هناك انخفاض في مؤشر سيولة السوق في نهاية فترة الدراسة مقارنة ببداية الفترة سنة 2006 والتي سجلت أعلى قيمة تداول وأعلى معدل دوران سهم بـ 429,2%، وهذا ما يؤثر سلباً على درجة كفاءة السوق المالي السعودي. وبناء على ما سبق بيانه من مؤشرات يتضح لنا وجود مؤشرات إيجابية للسوق المالي السعودي بالنسبة لتطور عدد الشركات المدرجة وتطور مؤشر القيمة السوقية إلا أن حجم السوق يبقى صغيراً مقارنة بالأسواق العالمية وبعض الأسواق العربية، كما أن أوضاع السيولة في السوق لازالت تتأثر سلباً بانخفاض أحجام وقيم التداول ومعدل دوران السهم خلال فترة الدراسة ولا شك أن لكل ذلك انعكاسات سلبية على درجة كفاءة السوق.

رابعاً- تحليل مؤشرات تخصيص الاستثمارات في السوق المالي السعودي: توجه الأسواق المالية الكفوة الاستثمارات نحو الشركات والقطاعات التي تتميز بارتفاع مستويات العائد وانخفاض مستوى المخاطر، حيث ينتج عن التوجيه الجيد للموارد المالية تحسن في أداء الشركات التي تنتمي إلى هذه القطاعات وارتفاع في قيمتها الاقتصادية واكتسابها لمزيد من الثقة والدعم من طرف المستثمرين وهذا ما يسمح على المدى الطويل بظهور استمرارية في التخصيص الأمثل والمتواصل للاستثمارات في هذه القطاعات ذات الميزة النسبية، كما يتوقع أن تتحسن كفاءة السوق المالي في تخصيص وتوجيه الاستثمارات كلما توافرت المعلومات عن الاستثمارات المتاحة في السوق مما يسهل عملية اتخاذ القرار الاستثماري في ظل قدرة المستثمرين على تحديد العائد والمخاطر بكفاءة عالية وتوافر أسعار عادلة وحقيقية للأصول المالية المتداولة في السوق، وسنحاول استكشاف مدى كفاءة السوق المالي السعودي في تخصيص وتوجيه الاستثمارات من خلال تحليل بعض المؤشرات والمتمثلة في مؤشر الرسملة السوقية وحجم التداول للقطاعات لسنة 2014، وتطور القوة النسبية لمؤشر القطاعات خلال الفترة 2008-2014، ونشير هنا إلى أنه واعتباراً من سنة 2008 أصبح عدد القطاعات 15 قطاعاً بدلاً من 8

قطاعات، ومؤشرات السوق 16 مؤشرا بدلا من 9 مؤشرات وتحسب على أساس الأسهم المتاحة والقابلة للتداول فقط.

ويبين الجدول (4) أدناه الرسملة السوقية وحجم التداول في السوق المالي السعودي خلال سنة 2014، حيث كلما ارتفعت قيمة الرسملة السوقية وحجم التداول في قطاع معين دل ذلك على تميز هذا القطاع وارتفاع ربحيته واتجاه الاستثمارات نحو التمركز فيه.

الجدول (4): قيمة الأسهم المتداولة والرسملة السوقية للقطاعات في السوق المالي السعودي لسنة 2014 الوحدة: مليون ريال

القطاع		حجم التداول	
	القيمة	النسبة %	القيمة
المصارف والخدمات المالية	279707	13,03	513822
الاسمنت	78936	3,67	90805
الاتصالات وتقنية المعلومات	148431	6,91	175733
التأمين	319073	14,86	39769
الصناعات البتروكيماوية	332612	15,49	423283
التجزئة	129828	6,04	75987
الطاقة والمرافق الخدمية	16337	0,76	64524
الزراعة والصناعات الغذائية	171529	7,99	122678
شركات الاستثمار المتعدد	63045	2,93	73576
الاستثمار الصناعي	162773	7,58	57520
التشييد والبناء	131561	6,12	27894
التطوير العقاري	198437	9,24	99223
النقل	48277	2,24	19830
الإعلام والنشر	18669	0,86	3809
الفنادق والسياحة	47297	2,20	24429
المجموع	2146512	100	1812882

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الإحصائيات السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي والتقرير السنوي للسوق المالية السعودية (تداول) من الرابطين:

www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/YearlyStatistics.aspx 09/06/2016

www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-%26-publications 13/06/2016

تظهر بيانات الجدول أعلاه أنه من ناحية الرسملة السوقية يأتي قطاع المصارف والخدمات المالية في المرتبة الأولى بأكبر رسملة سوقية حيث يمثل نسبة 28,34% من إجمالي رأس المال المستثمر في السوق يليه في المرتبة الثانية قطاع الصناعات البتروكيماوية والذي يستحوذ على 23,34% من إجمالي رأس المال المستثمر في السوق، ليحل قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات ثالثا بنسبة 9,69% وهذا معناه سيطرة هذه القطاعات الثلاثة على ما يعادل 61,37% من إجمالي الرسملة السوقية والذي يدل على

تميز هذه القطاعات الثلاثة من ناحية تخصيص وتوجيه الموارد المالية (الاستثمارات)، بينما يحتل قطاع الإعلام والنشر المرتبة الأخيرة بنسبة 0,21% من إجمالي رأس المال المستثمر في السوق والذي يدل على ضعف قيمة الاستثمارات في هذا القطاع والذي يضم 3 شركات فقط، وما يلاحظ أيضا هو احتلال قطاع التأمين المرتبة 11 حيث يمثل 2,19% فقط من قيمة رأس المال المستثمر في السوق بالرغم من أنه يأتي في المرتبة الأولى من حيث عدد الشركات المكونة له حيث يضم 35 شركة وفقا للتقرير الإحصائي السنوي للسوق المالي السعودي.

أما من ناحية حجم التداول فيأتي قطاع الصناعات البتروكيمياوية أولا ويعتبر أنشط القطاعات بنسبة 15,49% من إجمالي حجم التداول في السوق، ليحل قطاع التأمين في المرتبة الثانية حيث يستحوذ على 14,86% من إجمالي قيمة التداول في السوق، ثم يظهر قطاع المصارف والخدمات المالية ثالثا بنسبة 13,03% من حجم التداول، وهو ما يعني سيطرة هذه القطاعات الثلاثة على ما يعادل 43,38% من إجمالي حجم التداول للأسهم المدرجة في السوق المالي السعودي مما يبين وجود كثافة في تداول أسهم هذه القطاعات. ومن تحليل المعطيات السابقة نستنتج أن فرص التنوع في محفظة الأسهم تتركز بشكل كبير في قطاعات الصناعات البتروكيمياوية، قطاع التأمين وقطاع المصارف والخدمات المالية والذي لا يعني بالضرورة أن كل المحافظ الاستثمارية في هذه القطاعات الثلاثة هي محافظ تتميز بالكفاءة، كما نلاحظ انخفاض حجم التداول في قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات حيث يمثل 6,91% فقط من إجمالي حجم التداول في السوق بالرغم من أنه يستحوذ على 9,69% من إجمالي الرسملة السوقية وحلوه في المرتبة الثالثة، بالإضافة إلى ارتفاع حجم التداول في قطاع التأمين الذي يمثل 14,86% من حجم التداول بالرغم من أنه لا يمثل سوى 2,19% من إجمالي الرسملة السوقية وكان أنشط القطاعات من حيث عدد الصفقات المنفذة سنة 2014 حيث بلغت نحو 8,51 مليون صفقة من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال العام وفقا للتقرير الإحصائي السنوي للسوق المالي السعودي. وتجدر الإشارة إلى أن تباين القطاعات في السوق من حيث حجم التداول يتغير مع مرور الزمن وذلك لتغير بعض العوامل وتغير درجة تأثيرها على أداء هذه القطاعات، ومنه فإن توجيه وتخصيص الاستثمارات في قطاعات معينة هو عملية ديناميكية تتغير بمرور الزمن، وهذا ما يظهر في الجدول (5) أدناه.

الجدول (5): تطور قيمة الأسهم المتداولة (حركة التداول) في السوق المالي السعودي حسب القطاعات خلال الفترة 2008-2014 الوحدة: %

القطاع	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
المصارف والخدمات المالية	10,64	11,82	13,00	6,69	8,45	9,69	13,03
الاسمنت	1,35	0,98	1,96	3,00	3,63	6,27	3,67
الاتصالات وتقنية المعلومات	7,85	5,92	4,63	4,96	10,09	6,57	6,91
التأمين	7,79	15,91	11,90	17,97	23,37	19,48	14,86
الصناعات البتر وكيميائية	17,86	23,72	37,84	29,97	16,12	14,33	15,49
التجزئة	1,69	4,37	2,34	2,66	2,52	7,18	6,04
الطاقة والمرافق الخدمية	0,59	0,65	1,82	1,21	0,94	0,70	0,76
الزراعة والصناعات الغذائية	2,95	7,45	5,42	9,85	6,36	6,81	7,99
شركات الاستثمار المتعدد	1,84	4,47	3,64	4,92	4,50	2,46	2,93
الاستثمار الصناعي	6,52	7,90	6,76	5,91	4,30	5,83	7,58
التشييد والبناء	4,91	6,82	4,60	5,00	4,68	3,99	6,12
التطوير العقاري	4,23	5,22	4,22	4,28	10,96	10,80	9,24
النقل	2,35	2,39	1,10	1,76	2,36	2,44	2,24
الإعلام والنشر	0,33	0,90	0,26	0,88	0,69	0,97	0,86
الفنادق والسياحة	0,29	1,42	0,45	0,85	0,97	2,43	2,20

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على قائمة إحصاءات سوق الأسهم السعودي من الرابط:

www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/YearlyStatistics.aspx
09/06/2016

يتضح من بيانات الجدول أعلاه أن هناك تبايناً في القطاعات المكونة للسوق خلال فترة الدراسة من حيث قيمة التداول، كما يوجد هناك تناوب بين القطاعات في شغل المراتب المختلفة وهو ما يشير إلى أن هناك تخصيصاً ديناميكياً للموارد المالية من سنة لأخرى ومن قطاع لآخر، خاصة بين كل من قطاع الصناعات البتر وكيميائية، قطاع المصارف والخدمات المالية، قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات، وقطاع التأمين. كما يلاحظ تحسن في كل من قطاع التجزئة الذي ارتفعت نسبة التداول فيه من 1,69% سنة 2008 إلى 6,04% سنة 2014، وقطاع الزراعة والصناعات الغذائية من 2,95% سنة 2008 إلى 7,99% سنة 2014، ويمكن أن يعود التباين في القطاعات المكونة للسوق بالنسبة لتخصيص

الاستثمارات (الموارد المالية) إلى عمليات الإحلال المستمرة للأصول المالية المكونة للمحافظ الاستثمارية بفضل تحسن ربحية بعض القطاعات أو دخول بعض الشركات الجديدة إلى السوق وارتفاع عمليات المضاربة العشوائية على أسهم بعض الشركات ونذكر هنا على سبيل المثال لا الحصر قطاع التأمين كما يمكن قياس تطور القوة النسبية لأسهم قطاع معين من خلال قسمة قيمة مؤشر أسعار الأسهم لهذا القطاع على قيمة المؤشر العام للسوق، حيث يبين هذا المؤشر درجة تقلب أسعار أسهم الشركات المكونة للقطاع مقارنة بمؤشر السوق فكلما زادت القوة النسبية لمؤشر القطاع عن الواحد الصحيح كلما كان هذا القطاع متميزا، وذلك ما يظهره الجدول (6) أدناه.

الجدول (6): تطور القوة النسبية لمؤشر أسعار الأسهم حسب القطاعات بالنسبة للمؤشر العام في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2014 الوحدة: %

القطاع	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
المصارف والخدمات المالية	2,83	2,56	2,52	2,27	2,15	2,09	2,19
الاسمنت	0,63	0,63	0,59	0,83	0,89	0,82	0,82
الاتصالات وتقنية المعلومات	0,34	0,29	0,29	0,25	0,31	0,31	0,23
التأمين	0,12	0,17	0,13	0,15	0,20	0,14	0,15
الصناعات البتروكيماوية	0,66	0,88	0,98	0,97	0,86	0,88	0,70
التجزئة	0,77	0,71	0,74	1,00	1,10	1,37	1,86
الطاقة والمرافق الخدمية	0,71	0,68	0,75	0,77	0,70	0,62	0,67
الزراعة والصناعات الغذائية	0,80	0,81	0,84	0,90	0,96	1,07	1,40
شركات الاستثمار المتعدد	0,42	0,39	0,34	0,42	0,54	0,50	0,44
الاستثمار الصناعي	0,68	0,76	0,76	0,85	0,92	0,83	0,79
التشييد والبناء	0,81	0,61	0,50	0,50	0,41	0,41	0,39
التطوير العقاري	0,66	0,53	0,41	0,42	0,49	0,55	0,70
النقل	0,61	0,55	0,48	0,44	0,71	0,75	0,86
الإعلام والنشر	0,37	0,30	0,22	0,33	0,42	0,32	0,26
الفنادق والسياحة	0,83	0,96	0,73	0,93	1,06	1,89	2,37

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على قائمة إحصاءات سوق الأسهم السعودي من الرابط:

www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/YearlyStatistics.aspx09/06/2016

من خلال الجدول (6) أعلاه يتضح لنا أن قطاع المصارف والخدمات المالية يعتبر القطاع الأهم كون مؤشر أسعار أسهم الشركات المكونة له أكبر من المؤشر العام للسوق في جميع سنوات الدراسة، وهذا يدل على تميز هذا القطاع بعائد رأسمالي كبير حيث ترتفع أسعار أسهمه بشكل كبير عندما يكون السوق تصاعديا، وتتنخفض بشكل ضعيف عندما يكون السوق نزوليا، كما نلاحظ تحسنا كبيرا في القوة

النسبية لقطاع التجزئة فبعد أن كان مؤشر أسعار أسهم الشركات المكونة له أقل من المؤشر العام للسوق خلال السنوات 2008، 2009، 2010 أصبح مؤشر هذا القطاع مساو للمؤشر العام للسوق سنة 2011 والذي يعني تحقيق هذا القطاع لعائد رأسمالي مساو لعائد السوق، ليصبح بداية من سنة 2011 أكبر من المؤشر العام للسوق والذي يعني بداية تحقيق عوائد رأسمالية تفوق عائد السوق، كما نلاحظ أيضا تحسن في القوة النسبية لقطاع الزراعة والصناعات الغذائية حيث أصبح مؤشر أسعار أسهم الشركات المكونة له يفوق مؤشر أسعار السوق بداية من سنة 2013، كما تحسنت أيضا القوة النسبية لقطاع الفنادق والسياحة حيث أصبح مؤشر أسعار أسهم الشركات المكونة له أكبر من مؤشر أسعار السوق بداية من سنة 2011، في حين سجلت القطاعات الأخرى مؤشرات لأسعار الأسهم المكونة لها قيما أقل من المؤشر العام للسوق، والذي يعني انخفاض في قوتها النسبية على اعتبار تحقيقها لعوائد رأسمالية أقل من عائد السوق خلال فترة الدراسة، وتجدر الإشارة هنا إلى التدهور الحاصل في القوة النسبية لمؤشر أسعار الأسهم لكل من قطاع التشييد والبناء، قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات خلال فترة الدراسة والذي جاء كنتيجة لانخفاض الطلب على الأصول المالية المكونة لهما، وتحول جزء من الموارد المالية للمستثمرين للاستثمار في القطاعات الأخرى التي تميزت بارتفاع وتحسن قوتها النسبية، في حين سجلت القطاعات الأخرى تذبذبا في قوتها النسبية من عام إلى آخر، ويعتبر قطاع التأمين القطاع الأضعف في السوق من حيث القوة النسبية لمؤشر أسعار الأسهم المدرجة فيه. وإجمالا يمكن القول أنه توجد أربعة قطاعات وهي المصارف والخدمات المالية، التجزئة، الزراعة والصناعات الغذائية، الفنادق والسياحة أكثر تميزا في السوق المالي السعودي من حيث العائد بسبب ارتفاع الطلب على أسهمها وتوجه الموارد المالية نحو التركز فيها والذي ينعكس في شكل ارتفاع في القيم السوقية لها ليحل أخيرا قطاع التأمين كأضعف القطاعات من حيث العائد نظرا لانخفاض مؤشر أسعار الأسهم المدرجة فيه عن المؤشر العام للسوق.

وفي الأخير وبناء على ما سبق عرضه من مؤشرات سجلنا وجود مؤشرات ضعف في مستوى كفاءة السوق المالي السعودي في عملية توجيهه وتخصيصه الموارد المالية نحو الاستثمارات ذات العائد الأعلى، وذلك لانخفاض مستوى كفاءة السوق الأمر الذي يؤدي إلى انحراف القيم السوقية للأسهم المتداولة عن قيمها الحقيقية والسماح لبعض المستثمرين بتحقيق عوائد غير عادبة (أرباح استثنائية) في ظل عدم عدالة السوق.

خاتمة:

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى إثبات صحة الفرضيات الموضوعية، حيث يوجد دور فعال لكفاءة السوق في توجيهه وتخصيص الاستثمارات كما تبين وجود مؤشرات على ضعف كفاءة السوق المالي السعودي بالرغم من اتخاذ هيئة السوق المالية لمجموعة من القرارات وقيامها بعدة إجراءات والتي لاشك أنها ستزيد من كفاءة السوق خاصة أنها حالياً في مرحلة فتح السوق للاستثمار الأجنبي، وعلى الرغم من هذه الإجراءات الإيجابية إلا أن هناك أموراً ينبغي أن تفكر فيها هيئة السوق المالية السعودية لحماية السوق من التقلبات والنشاطات التي يمكن أن توصف بأنها سلبية، ومنها ما يتعلق بالإصدارات الأولية التي يلاحظ أن أسعارها تتضاعف في فترة قصيرة الأمر الذي يؤثر على أنها لم تقيم بصورة صحيحة، أو أن هذه الأسهم دخلت فعلياً في

سلة الأسهم المخصصة للمضاربات، ولتحسين كفاءة السوق المالي السعودي وبالتالي تحسين قدرته على تخصيص الاستثمارات نقترح:

- توسيع السوق وتنويع أدوات الاستثمار وتعزيز نشاط الأدوات المالية منخفضة المخاطر.
- تحسين البيئة التنظيمية من خلال تبني منهجية الإفصاح التنظيمية، والعمل على التطوير المستمر للوائح التنفيذية وتعزيز التنسيق والتعاون مع الجهات الحكومية ذات العلاقة بشأن مسائل السوق المالي.
- تعزيز حماية المستثمرين من خلال رفع مستوى الحوكمة وتحسين متطلبات الإفصاح المالي ورفع مستوى الوعي والثقافة الاستثمارية للمشاركين في السوق، ورفع مستوى الالتزام بنظام السوق المالي ولوائحه التنفيذية من خلال الرقابة والتوعية الفعالة، وتبني سياسات رادعة.
- تعزيز تطوير السوق المالي من خلال تنمية الكوادر البشرية وتشجيع إصدار الصكوك وأدوات الدين من أجل تعميق السوق المالي لتعزيز دوره في الاقتصاد الوطني.

قائمة المراجع:

أولاً - المراجع باللغة العربية:

- الدسوقي، إيهاب. (2000)، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة.
- السيد، متولي عبد القادر. (2010)، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشر، الأردن.
- شقيري، نوري موسى، والزرقان صالح طاهر، وسيم محمد الحداد، والدويكات، مهند فايز. (2012)، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر و التوزيع والطباعة، عمان.
- الدعيمي عباس كاظم. (2010)، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
- علوان، قاسم نايف علوان. (2009)، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع عمان.
- العامري، محمد علي. (2010)، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن.
- هندي، منير إبراهيم (1999)، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، مصر.
- الحناوي، محمد، ومصطفى، نهال فريد، وإسماعيل، السيدة عبد الفتاح، والسيد، مصطفى. (2007)، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، مصر.
- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي من الرابط www.amf.org.de/ar/amdbqrtrly24/03/16
- الإحصائيات السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي من الرابط: www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/YearlyStatistics.aspx 09/06/2016
- التقرير السنوي للسوق المالية السعودية (تداول) لسنة 2014 من الرابط: www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-%26-publications 13/06/2016