

# شروط ومتطلبات رفع كفاءة سوق رأس المال مع دراسة حالة الجزائر

صاطوري الجودي

أستاذ مساعد مكلف بالدروس بالمركز

الجامعي - تبسة

## ملخص:

يعكس وجود سوق رأس المال ذات الكفاءة العالية فوائد عدة تعود على كل المتعاملين في الأوراق المالية. وتتصف السوق بالكفاءة إذا كانت تعكس كافة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة المالية، ومن ثم يمثل السعر الجاري للورقة المالية تقدير جيد للقيمة الحقيقية لها.

وحتى تتوفر هذه الكفاءة، لا بد من توفر جملة من الشروط التنظيمية والتشريعية ومدى فعالية نظام المعلومات الذي يؤثر في أسعار الأوراق المالية، ووفقا لذلك يتحقق التخصيص الكفء للموارد المتاحة، حيث يتم توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية.

## Résumé

L'existence d'un marché de capitaux à efficience élevée reflète de multiples avantages en faveur de tous les opérateurs dans les titres financiers. Le marché est empreint d'efficience lorsqu'il reflète l'ensemble des information disponible et en rapport avec la détermination \*en conséquence, le prix courant du titre financier représenterait une bonne estimation de sa valeur réelle.

Une telle efficience n'est possible que si l'on dispose d'une ensemble de conditions d'ordre organisationnel et législatif et de degré d'efficacité du système d'information influent sur les prix des effets financiers. Dans ces conditions, la

spécialisation adéquate des ressources disponibles pourrait être réalisée puisque ces ressources seront orientées vers les domaines les plus rentables.

#### مقدمة:

تفيد المعلومات المالية المتعلقة بالأوراق المالية في توقع العائد، وتمكن المستثمر من تحديد القيمة المحورية للورقة المالية التي تعد أساس القرار الاستثماري، كما أن انعكاس مضمون المعلومات على أسعار الأوراق المالية واقترب توقعات المستثمرين من القيمة الحقيقية يساهم في تحقيق درجة عالية من الكفاءة في سوق رأس المال، هذه الأخيرة تمثل القدرة الضمنية للسوق في استيعاب المعلومات المتاحة أساسا للتقييم واتخاذ القرارات الاستثمارية.

وبما أن سوق رأس المال تمثل بصفة عامة مجالا واسعا للتعامل في الأموال المتوسطة وطويلة الأجل، فإن وجود سوق رأس المال ذات الكفاءة العالية تؤدي إلى تسهيل انتقال الموارد الاقتصادية الحقيقية من المقرض إلى المقترض، كما تؤدي إلى تخصيص الموارد الحقيقية من خلال عمليات انتقال رؤوس الأموال.

وتتصف السوق بدرجة معينة من الكفاءة إذا كانت تعكس بصورة كاملة وصحيحة كافة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة المالية، ومن ثم يمثل السعر الجاري للورقة المالية تقدير جيد للقيمة الحقيقية لها.

وعليه، فإن هذه الدراسة تهدف إلى الإجابة على السؤال الجوهرى الموالي:  
ما هي شروط ومتطلبات كفاءة سوق رأس المال ؟ وما مدى قدرة سوق رأس المال بالجزائر على تحقيق الكفاءة المنشودة ؟

وللإجابة على هذه الإشكالية تم تقسيم هذه الورقة البحثية إلى ثلاثة محاور هي:

- مفهوم الكفاءة وأنواعها؛
- متطلبات كفاءة سوق رأس المال؛

- مقترحات لرفع كفاءة بورصة الجزائر.

## أولاً- مفهوم الكفاءة وأنواعها

ينعكس مضمون المعلومات على أسعار الأوراق المالية، واقترب توقعات المستثمرين من القيمة الحقيقية يساهم في تحقيق درجة عالية من الكفاءة في سوق رأس المال. هذه الأخيرة تتعدد مفاهيمها كما تتعدد أنواعها.

وعليه سيتم تناول هذا المحور من خلال النقاط الموالية:

- مفهوم كفاءة سوق رأس المال؛

- أنواع كفاءة سوق رأس المال؛

### 1- مفهوم كفاءة سوق رأس المال

مازالت تثير إشكالية كفاءة أسواق رأس المال اهتمام الكثير من الباحثين، وحتى نصل إلى تحديد مفهوم لكفاءة السوق، ينبغي أن نورد أهم التعريفات التي وردت بخصوص تعريف السوق الكفاءة والتي منها ما يلي:

فقد عرف البعض السوق الكفاءة بأنها: " تلك السوق التي تحقق تخصيصاً أمثلاً للموارد المتاحة أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً، وبالتالي تعتبر السوق كفاءة عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية إلى قيمتها الحقيقية." (1)

وعرفها البعض الآخر بأنها: " السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة." (2)

وهناك من عرفها بأنها: " السوق التي ينعدم فيها الفاصل الزمني بين تحليل المعلومات التي ترد للسوق عن المؤسسة المصدرة للأوراق المالية واستجابة السهم للتغير في قيمته وبسرعة على أساس تلك المعلومات." (3)

وعرف آخرون السوق الكفاءة بأنها: " السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، على أن

تحدث هذه الاستجابة بسرعة تؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، بحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية، ففي ظل السوق الكفاءة سوف يحقق جميع المستثمرين نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر. (4)

كما تعرف السوق الكفاءة بأنها: " تلك السوق التي تكون فيها جميع المعلومات المتاحة في السوق والخاصة بكل أصل مالي مدمجة وبسرعة في سعر ذلك الأصل. (5) وتعرف أيضا بأنها: " السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة. (6)

وهناك من يعرف السوق الكفاءة بأنها: " تلك السوق التي يعكس فيها سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها والتي يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للسهم. (7)

وقد أعطى البعض تعريفا تصف بالبساطة والوضوح استطاع أن يتغلب على ما أحاط بالتعريفات السابقة من غموض حيث يرى أنه: " تكون السوق كفاءة بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة. (8)

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج تعريف لكفاءة السوق بأنها السوق التي تكون فيها المعلومات المتوفرة متاحة وتماما لجميع المستثمرين وبتكاليف منخفضة نسبيا مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليلها وتأثيرها على أسعار الأوراق المالية قليل جدا. ويتمثل التعريف السابق في الآتي:

- يهتم هذا التعريف بتحديد كفاءة السوق في ظل تماثل المعلومات المتاحة للمستثمرين.
- قد تكون السوق كفاءةً بالنسبة لجزء من المعلومات المتوفرة وقد لا تكون كذلك بالنسبة للجزء الآخر من المعلومات.
- أن الأسعار تعكس تماما المعلومات المتاحة.

## 2- أنواع كفاءة سوق رأس المال

- هناك نوعان لكفاءة سوق رأس المال وهما:
- الكفاءة الكاملة لسوق رأس المال؛
  - الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال.

### 2-1- الكفاءة الكاملة لسوق رأس المال وشروط تحققها

تعرف الكفاءة الكاملة بأنها: "السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة." (9)

كما تعرف الكفاءة الكاملة للسوق بأنها: "السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية." (10)

ويمكن القول أن مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق تشير إلى ثلاثة عناصر رئيسية هي:

- أن المستثمر سوف يستوعب كل المعلومات لاتخاذ قرار الشراء والبيع ومن ثم تعكس أسعار الأوراق المالية لأي مؤسسة كل المعلومات المفروض أن تؤثر عليها.
- أن كل المعلومات الموجودة متاحة وتنعكس على الأسعار، متضمنة المعلومات الماضية والجارية وأيضا المعلومات المستقبلية، مثل توقع المستثمرين انخفاض معدلات الفائدة، مما قد ينعكس على الأسعار في الوقت الحاضر.

- ينطوي مفهوم الكفاءة الكاملة على أن تعديل الأسعار يحدث بسرعة وبدقة، الأمر الذي يؤدي إلى هبوط الخطأ في القيم المتوقعة، والوصول إلى السعر التوازني العادل والذي يحدث بعد قيام المستثمر بتقييم كل المعلومات.

وتتحقق الكفاءة الكاملة لسوق رأس المال بتوفر مجموعة من الشروط المتمثلة في

الآتي: (11)

- وجود عدد كبير من المستثمرين يتصفون بالرشد، ويسعى كل مستثمر لتعظيم الربح من خلال التحليل والتوقعات العلمية، ولكن لا يستطيع أي مستثمر بمفرده التأثير في سعر الورقة المالية.

- توافر المعلومات بسرعة ودقة، وبدون تكاليف، ومن ثم تتماثل توقعات كل المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة أمامهم.

- توافر المعلومات في صورة عشوائية، وسهولة الدخول والخروج من السوق في ظل عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب، ويستطيع المستثمرون التعامل بأي كمية من الأوراق المالية بيعا وشراء.

- استجابة المستثمر بسرعة ودقة للمعلومات الجديدة، ومن ثم تعديل أسعار الأوراق المالية.

ويفترض في الكفاءة الكاملة للسوق تساوي القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقية نظرا لعدم وجود فاصل زمني بين ورود معلومات جديدة حول حالة السوق وانعكاسها على أسعار الورقة المالية.

ويتضح من تحليل هذه الشروط إنها تتسم بالجمود في الواقع العملي، حيث يصعب إن لم نقل يستحيل توافرها في العديد من الأسواق. ويبقى الشرط الأول الخاص بسعي المستثمر إلى تعظيم المنفعة، حيث يتسم هذا الشرط بالواقعية وسهولة تحقيقه، وبالتالي يكون هو المحور الأساسي لكفاءة السوق، ويعكس هذا الشرط الانتقال من

مفهوم الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية، وهو ما سيتم التعرض إليه في الآتي.

## 2 - 2- الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال وشروط تحقيقها

يفترض في الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال وجود فاصل زمني بين تحديد المعلومات حول السوق ثم انعكاسها على أسعار الورقة المالية، مما يجعل القيمة الاسمية أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية للورقة المالية لبعض الوقت على الأقل، وبسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة يحقق المستثمر من وراءها أرباحاً غير عادية، خاصة في المدى الطويل. (12)

وتعرف السوق ذات الكفاءة الاقتصادية بأنها: "السوق التي تحقق التخصيص الكفء للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية." (13) وبناء على هذا التعريف، فإن السوق الكفء تلعب دورين، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر:

- فالدور المباشر يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرين بشراء أسهم مؤسسة معينة فهم يشترون بذلك عوائد مستقبلية، وهذا يعني أن المؤسسات التي تتاح لها فرص استثمارية واعد سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

- أما الدور غير المباشر فيتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المؤسسة والذي يعد بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المؤسسة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية، والذي عادة ما يكون بسعر فائدة معقول.

ولكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه سمتين أساسيتين هما:

- كفاءة التسعير؛

- كفاءة التشغيل.

## 2 - 2 - 1 - كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة، حيث أن المعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.<sup>(14)</sup> ويلاحظ أن كفاءة التسعير تعتمد على وصول المعلومات إلى المتعاملين بالسوق بسرعة وبتكلفة منخفضة، ويكون أمام كل المتعاملين في السوق الفرصة لتحليل المعلومات وتحقيق الأرباح وينعكس هذا على صعوبة تحقيق أرباح غير عادية، والمستثمر الذي يخسر يكون بسبب جهله وعدم تحليله للمعلومات المتوفرة في السوق.

## 2 - 2 - 2 - كفاءة التشغيل

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، والتي يقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض، وذلك في ظل وجود تكاليف للمعاملات منخفضة، وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبير، ومن ثم تكون فرصة المتخصصين في تحقيق هامش ربح ضئيل، من خلال زيادة الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات غير الواعدة، ومن ثم تنخفض أسعار أوراقها المالية وبتغير العرض والطلب يحدث توازن في الاقتصاد الوطني وتحقق الكفاءة الاقتصادية للسوق.<sup>(15)</sup> وعليه، يتضح أن المقصود بكفاءة التشغيل أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

## ثانيا - متطلبات كفاءة سوق رأس المال

تعمل سوق رأس المال على القيام بدورها في توجيه الاستثمارات نحو الأنشطة المختلفة وفقا لمزايا كل قطاع، وبالتالي يقع على كاهل سوق رأس المال دور التخصيص



الأمثل للموارد، ومنه رفع مستوى النمو الاقتصادي، كما تساهم مقومات كفاءة السوق بفعالية في تحقيق الكفاءة الاقتصادية.

وتتمثل أهم متطلبات كفاءة سوق رأس المال في الآتي: (16)

## 1- المعلومات

تقوم سوق رأس المال بتوفير المعلومات عن مختلف القطاعات الاقتصادية، والمؤسسات المسجلة في السوق، وتوفر المعلومات فرصا لتقييم المخاطرة والعائد للقطاع والمؤسسات، ومن ثم التفرقة بين القطاعات والمؤسسات التي تعمل بكفاءة والأخرى التي تعتمد الكفاءة في نشاطها، وكذلك يوضح نظام المعلومات فرص الاستثمار المتاحة أمام المستثمرين، كما يضغط تغير الأسعار في سوق رأس المال على قيام المنشآت بتحسين أوضاعها لكي ترتفع أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق من قبل المؤسسة، وذلك لأن ارتفاع أسعار الأوراق المالية يعني وجود فرص لإصدار أوراق جديدة تباع بسعر مرتفع، مما يوفر تمويلا أوسع لنشاط المؤسسة وبتكلفة منخفضة.

ويعكس ارتفاع أسعار القيمة السوقية للأوراق المالية ثقة المستثمرين في المؤسسة، وهو ما يوفر لها فرص الحصول على مزايا عديدة سواء في تسويق منتجاتها أو الحصول على تمويل من مصادر أخرى، وهكذا توفر المعلومات السيولة اللازمة للأوراق المالية، مما يجعل هذه الأخيرة أكثر جاذبية للمستثمر في حالة ارتفاع السيولة لها.

وبذلك، فإن توفر المعلومات في سوق رأس المال يعمل على زيادة فعالية تخصيص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة سوق رأس المال.

وحتى تؤدي المعلومات دورها في تحقيق الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال

يتطلب ما يلي:

- توافر شبكة اتصالات منظمة وعالية الكفاءة على النحو الذي يتيح لجميع المتعاملين في السوق المعرفة الكاملة بشأن ظروف القطاعات والمؤسسات المصدرة للأوراق المالية.

- أن يكون تغير أسعار الأوراق المالية تبعاً للمعلومات الواردة إلى السوق، حيث يفترض من خلال آليات السوق أن تكون قادرة على ضمان تعديل أسعار مختلف الأوراق المالية بناء على المعلومات الواردة إليها بدقة وبالسرعة المطلوبة، وهو ما يؤدي بألية التغيير عند توافر شبكة اتصالات منظمة وعالية الكفاءة بمثابة الحكم بين المؤسسات الناجحة والمؤسسات ذات النتائج الرديئة.

## 2 - السيولة

تشير السيولة إلى إمكانية إبرام الصفقات بسرعة وعند سعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة، وتوفر السيولة أيضاً فرصاً أوسع للشراء والبيع مما يؤدي إلى زيادة الفرص الاستثمارية وكذلك إتاحة فرص أكبر للاختيار بين البدائل المختلفة سواء من الأنشطة أو من المؤسسات.

ولذلك، فإن سيولة السوق تساعد على التخصيص الأمثل للموارد لأنها تتيح الاختيار أمام متخذ القرار سواء من الأفراد أو المؤسسات، ومن ثم تساعد على اختيار البديل الذي يعظم من كفاءة التخصيص، كما أن السيولة تعمل على توفير سمة انتظام الأسعار، أي استقرارها في السوق.

وعليه، فإن السيولة التي تعد إحدى السمات الرئيسية لكفاءة السوق، تعني القدرة على الشراء والبيع بسهولة مما يؤدي إلى رفع كفاءة السوق من خلال المساهمة في:

- تشجيع الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
- تحسين تخصيص رأس المال المستثمر في ضوء الفرص الاستثمارية.
- زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة مما يساهم في مدى اتساع حجم السوق.
- إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وكذلك انخفاض تكلفة المعاملات.

### 3 - تكلفة المعاملات

تؤثر تكلفة المعاملات على تكلفة القرار الاستثماري، لأن ارتفاع تكلفة المعاملات قد يحد من التوسع في الاستثمار، ولهذا فإن السوق الكفأة تتميز بانخفاض تكلفة المعاملات، الشيء الذي يؤدي إلى تطور كفاءة الاستثمارات.

ويساهم انخفاض تكلفة المعاملات في رفع كفاءة سوق رأس المال من خلال تحقيق ما يلي:

- خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتيح لتجار الأوراق المالية المتخصصين وصناع السوق تحقيق أرباح غير عادية.

- توفير إمكانية تبادل القيم المتداولة بصفة مستمرة، وإنهاء مختلف العمليات في وقت معقول.

- إزالة القيود المؤسسية أو المعلوماتية غير المبررة على التعامل في الأوراق المالية، مع إمكانية التجزئة الكاملة لجميع الأوراق المالية محل التعامل.

### 4- عدالة السوق

تعني عدالة السوق إتاحة فرصا متساوية لجميع المتعاملين سواء من ناحية توفر المعلومات أو إبرام الصفقات، حيث يؤدي شعور المتعاملين بوجود عدالة في التعامل في سوق رأس المال إلى دفعهم للمزيد من الاستثمار وفقا للأسس الاقتصادية، مما يساعد على التخصيص الأمثل للموارد.

وتعد عدالة السوق إحدى المهام الرئيسية لإدارة البورصة لمتابعة المعلومات أمام جميع المتعاملين، وتوفير فرص متساوية لكل من يرغب في التعامل على أي ورقة مالية، كما يتطلب هذا عدم وجود خلل في التوازن بين الطلب والعرض لأسباب غير اقتصادية.

فكلما اتسمت السوق بالعدالة، انعكس ذلك على التخصيص الأمثل للموارد، وهو ما يؤدي في النهاية إلى تطوير كفاءة سوق رأس المال .

## 5 - رشادة سلوك المستثمر

يتطلب تحقيق كفاءة سوق رأس المال اتسام تعاملات المستثمرين بالرشادة، ويسعى المستثمر لتعظيم المنفعة، ومن ثم ينعكس ذلك على إدارة المستثمر لمحفظته بصورة تعظم من المنفعة وتقلل من المخاطر.

ويؤدي السلوك الرشيد للمستثمر إلى تحقيق كفاءة سوق رأس المال من خلال:

- تكوين محفظة مالية كفأة بعد معالجة المعلومات المتوفرة لديه وتحليلها.  
- اختيار الأوراق المالية النشطة وكذلك السندات التي تصدرها المؤسسات ذات السمعة الجيدة.

- الموازنة بين الأرباح الايرادية والأرباح الرأسمالية بناء على مستوى الربحية بعد دفع الضريبة ومن ثم قد يختار المستثمر المؤسسات التي توزع جزءا ضئيلا من الأرباح إذا كانت الضريبة مرتفعة.

- فحص وتدقيق البدائل الاستثمارية المتوفرة لاختيار التوليفة الأكفأ وعدم العمل بالشائعات.

## 6 - درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين

ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية، إضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذين يحتفظ لديهم عملاءهم بالأوراق المالية الخاصة بهم.

وللوصول إلى درجة عالية من الأمان وانضباط بين المتعاملين ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:

- ضمان المنافسة التريهة بين المتعاملين من خلال توافر عدد كبير من المستثمرين.
- نفي وجود قوة احتكارية على الأسعار.
- إزالة العوائق على الاستثمار من خلال حرية دخول وخروج رؤوس الأموال.
- وضع قوانين لحماية المستثمر خاصة صغار المستثمرين.
- متابعة الإدارة من قبل المساهمين حتى لا تترك فرصة للإدارة غير الفعالة من أن تبقى تتمتع بامتيازات طويلا دون أن تحقق عوائد مقبولة.

### 7 - الهيكل المؤسسي والتنظيمي والتشريعي

من أهم متطلبات كفاءة سوق رأس المال وتطويرها وجود هيكل مؤسسي وتنظيمي ونظام تشريعي يساعد على زيادة الاستثمارات وتحقيق الكفاءة للسوق. فنشاط سوق رأس المال يستند إلى عدة قوانين وقواعد تنظمه وتوفر الحماية للمستثمر فضلا عن ترسيخ قواعد العدالة والأمان للتعامل في السوق. وعليه، فإنه للوصول إلى تحقيق كفاءة سوق رأس المال لابد من توفر ما يلي:

- هيكل مؤسسي وتنظيمي يعمل على الخصوص إلى إحكام الرقابة على التعاملات في سوق رأس المال.
- قوانين منظمة للسوق والتي تخص إصدار الأوراق المالية وتداولها، شروط دخول المؤسسات إلى البورصة، قوانين حماية المستثمر... إلخ، هذه القوانين تسعى من خلالها إلى تحقيق الأهداف الآتية:
- توفير المعلومات بشفافية عن الأوراق المالية التي تطرح في البورصة أمام المستثمرين والمتعاملين في السوق.
- منع التزيف والغش أو ممارسات غير مشروعة تؤثر على تداول الأوراق المالية.

- حماية المستثمر من التعامل في الأوراق المالية سواء وقت الإصدار أو التعامل أو التداول.

- زيادة حجم الاستثمارات والتخصيص الأمثل للموارد وزيادة الفعالية في التنظيم وإدارة رؤوس الأموال.

وفي الأخير يمكن القول أن توفر هذه المتطلبات مجتمعة يساهم في رفع كفاءة سوق رأس المال المنشودة.

### ثالثا - مقترحات لرفع كفاءة بورصة الجزائر

يعني تحول الاقتصاد الجزائري نحو إتباع قواعد اقتصاد السوق الاعتماد في توجيه الموارد على آليات سوق رأس المال، حيث يؤدي ارتفاع توجيه الموارد إلى زيادة النمو الاقتصادي في المجتمع.

وطرح مقترحات لتطوير كفاءة سوق رأس المال ينبغي أن يشمل كل جوانب السوق المتمثلة في الإطار المؤسسي، وجانبي العرض والطلب.

وسيتم عرض في هذا المحور أهم المقترحات لتطوير كفاءة بورصة الجزائر من

خلال ما يلي:

- مقترحات في جانب العرض؛
- مقترحات في جانب الطلب؛
- مقترحات في الجانب التنظيمي والتشريعي.

### 1 - مقترحات في جانب العرض

من أهم الوسائل التي تساعد على تطوير جانب العرض في بورصة الجزائر هو توافر المعلومات، التي تعد المصدر الرئيسي في تحديد هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية، بالإضافة إلى تنوع وتوسيع المعروض من الأوراق المالية.

وعليه، سيتم تناول أهم المقترحات المؤثرة في جانب العرض المتمثلة

فيما يلي:

## 1-1 - رفع الكفاءة المعلوماتية للبورصة (17)

من أجل رفع الكفاءة المعلوماتية للبورصة التي تساهم في رفع كفاءة السوق، ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:

### 1-1-1 - تطوير نظم الإفصاح وتدقيق المعلومات في السوق

لتطوير نظم الإفصاح وتدقيق المعلومات بالسوق، لا ينبغي فقط الاكتفاء بوجود مصادر معلومات متاحة بأدنى تكلفة ممكنة للمتعاملين بالسوق، بل يجب أيضا أن تعكس هذه المصادر كفاءة المعلومات والتحليل التي تتعلق بجميع الجوانب التي يمكن أن تؤثر في أسعار الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد العالمي والاقتصاد الوطني، والصناعة والشركة ذاتها، والتي تساعد المستثمر على اتخاذ قراراته الاستثمارية .

ولتحقيق الهدف المرجو، ينبغي تفعيل دور شركات الأوراق المالية في مجال توفير المعلومات لكافة الأطراف العاملة للسوق بأدنى تكلفة ممكنة وبأسرع وقت ممكن، كما يرتبط تحقيق هذا الهدف بضرورة الارتقاء بمستويات الإفصاح المطلوبة من الشركات المسجلة في السوق، بحيث لا تقف عند حدود تقديم بيانات محاسبية صماء بلا أي دلالة، بل تتعدى ذلك إلى تحليل مؤشرات أداء المؤسسات وحصتها في السوق، وإمكانية التوسع والنمو والمخاطرة التي تتعرض لها، وغيرها من البيانات اللازمة لحماية المستثمرين.

### 1-1-2 - التزام الشركات بمعايير الإفصاح المقررة قانونا

وحتى يتم تحقيق ذلك ينبغي العمل على رفع الوعي الاستثماري لدى إدارات هذه الشركات وبالتزام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة باستخدام حقها القانوني في فرض تطبيق اللوائح التنظيمية بشكل صارم على الشركات التي يجب أن تستوفي متطلبات الإفصاح المقررة قانونيا.

### 1-1-3- توفير الشفافية في المعلومات

حتى يتم توفير المعلومات وضمان سيرانها بشفافية، ينبغي العمل على تحقيق

ما يلي:

- تكوين شركات مختصة، تكون مهمتها نشر مؤشرات أداء الشركات المتداولة في البورصة، إضافة إلى قيام الجهات الحكومية وخاصة البنك المركزي ووزارتي المالية والاقتصاد بنشر تقارير دورية تتضمن مؤشرات الاقتصاد العالمي والوطني وكذا مؤشرات عن بورصة الجزائر وتحليلات عن القطاعات والتوقعات عن الصناعات المختلفة.
- قيام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بنشر تقارير يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن كل المؤشرات التحليلية لتطوير بورصة الجزائر وكذا مؤشرات مستقبلية عن أداء القطاعات المختلفة على أوسع نطاق بدون تكلفة ووضعها على الإنترنت.
- إلزام الشركات المصدرة للأوراق المالية على نشر تقارير حول أحوال السوق، على أن تكون هذه التقارير مراقبة من طرف الجهات الحكومية المختصة حتى تضمن دقة هذه المعلومات وسرعة نشرها في الصحف اليومية والمجلات الأسبوعية والشهرية.
- تشجيع إجراء دراسات عن التحليل الفني والأساسي من الجهات الحكومية أو توفير التمويل اللازم لجهات خاصة للقيام بها، وذلك لما لهذه الدراسات من أثر على رفع الكفاءة المعلومات للسوق مما ينعكس إيجابا على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر

### 1-2- توسيع عرض الأوراق المالية

تغاني بورصة الجزائر من محدودية عرض الأوراق المالية، ولتوسيع عرض هذه الأخيرة ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:

- ضرورة فتح رأس مال المؤسسات المقيدة في البورصة من جديد، ومحاولة رفع هذه النسبة إلى أكثر من 50 بالمائة بدلا من 20 بالمائة والتي تعتبر ضئيلة، إضافة إلى قلة عدد



المؤسسات بالبورصة.

- رفع عدد الشركات المقيمة في البورصة، وذلك عن طريق مراجعة الشروط الواجب توفرها في المؤسسات التي ترغب في الدخول إلى البورصة باعتبار أن تزايد عدد المؤسسات يؤدي إلى زيادة فرص الاستثمار وزيادة حجم التداول.
- فتح رأس المال المؤسسات الوطنية إلى الاستثمار الأجنبي ولاسيما العربي منها.
- تنويع الأوراق المالية المعروضة في السوق الجزائرية حتى يتم جذب أكبر عدد ممكن من المدخرين.
- وضع رزنامة للشركات التي ينبغي إدراجها في البورصة حتى يتم تأهيلها أو توفير ما هو مطلوب لتأهيلها.

- إصدار سندات خزينة قابلة للتداول من قبل بنك الجزائر كما هو متعارف عليه عالميا، وذلك بهدف تغذية أسواق رأس المال بأدوات مالية عديمة الخطر، كما يساعد ذلك في تحديد مستوى معدلات الفائدة في السوق، ويزود ذلك بنك الجزائر بأداة تدخل في أسواق الأوراق المالية إدارة السياسة النقدية.

### 1-3- تنويع أدوات الاستثمار

يمكن تنويع أدوات الاستثمار لزيادة العرض والطلب من خلال إدخال العديد من الأدوات المستحدثة التي تميز الأسواق المتطورة، وثمة ضرورة لإدخال أساليب تغطية المخاطر كعقود الاختيارات والعقود المستقبلية وغيرها من الأساليب المتطورة للتعامل. وعليه، فإنه بتحقيق التنوع اللازم لأدوات الاستثمار ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:

- التوسع في طرح الأسهم الممتازة وإدخال الأسهم العادية المضمونة التي تعطي حاملها الحق في المطالبة في التعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عند حد معين خلال فترة محددة.

- ضرورة إدخال العديد من أدوات الدين الغائبة في السوق الجزائرية لتنشيط سوق السندات، مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والسندات القابلة للاستبدال بأسهم شركة أخرى غير الشركة المصدرة للسند.

- تشجيع الاتجاه نحو إصدار السندات بفئات معقولة تناسب ومقدرة شرائح عديدة من المدخرين بعيدة عن التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث يمكن من أن يساهم ذلك في تعزيز سيولة السوق.

- العمل على تنشيط وتطوير سوق السندات باعتبارها أحد العناصر الأساسية لأي سوق متطورة للأوراق المالية، وذلك من خلال إدخال نظام صناع السوق الذي يكون على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية في أي وقت، بشكل ينشط السوق ويرفع سيولته ويحافظ على استقراره.

- تشجيع الشركات الجزائرية على إصدار شهادات الإيداع الدولية، لما لها من آثار إيجابية على استقرار السوق والحد من تقلب أسعار الأوراق المالية، كما يشجع هذا الاتجاه على تزايد اندماج بورصة الجزائر بالبورصات العالمية، ومن ثم يعمل على جذب المستثمر الأجنبي إلى السوق الجزائرية، خصوصا إذا كان أداء هذه الشهادات جيدا.

- الإسراع في تنفيذ برنامج حوصصة بعض المؤسسات وضرورة دخول البعض منها إلى البورصة مثل الشركة الجزائرية للنقل الجوي والشركة الجزائرية للنقل بالسكة الحديدية، بالإضافة إلى بعض الشركات العمومية والخاصة مثل شركات الإسمنت والشركة الجزائرية للاتصالات ومؤسسة بريد الجزائر.

فدخول هذه المؤسسات من شأنه أن يعيد للسوق توازنها ويسهم في تعميقها وينشط من حركة التعامل فيها ويعزز من مستوى سيولتها.

## 2 - مقترحات في جانب الطلب

هناك عدة عوامل تساعد على تطوير كفاءة سوق رأس المال، والتي من أهمها

ما يلي:

### 2-1- تطوير المؤسسات العاملة بالأوراق المالية

تعتبر الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية من أهم العوامل المؤثرة في جانب الطلب مثل صناديق الاستثمار وشركات السمسرة، التي يلاحظ غيابها في بورصة الجزائر باعتبارها إحدى الأدوات الهامة لزيادة الطلب في الاستثمار في الأوراق المالية، كما تفتقد السوق لصانع السوق الذي يعمل على إعادة التوازن إلى السوق من خلال استعداده دائما لشراء أو بيع الأوراق المالية بهامش ضئيل بين السعرين، ويعد صانع السوق إحدى السمات الرئيسية للأسواق المتقدمة لأنه يعمل على تحقيق كفاءة السوق.

وعليه، فإنه من أجل تطوير المؤسسات العاملة بالأوراق المالية ينبغي العمل على تحقيق ما يلي: (18)

- ضرورة إنشاء مؤسسات صانعي السوق، والتي يمكن أن تكون على شكل نظام تجار الأوراق المالية إلى جانب وجود رقابة صارمة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على تصرفاتهم.

- تشجيع تأسيس شركات في مجال تقييم وتحليل الأوراق المالية لإضفاء المنافسة ونشر ثقافة البورصة بين المتعاملين في الأوراق المالية.

- إنشاء صناديق الاستثمار التي يمكن أن تلعب دورا مهما في جذب المخدرات، وتوفير الاستثمار للمدخر الصغير والمستثمرين قليلي الخبرة في تكوين محافظهم المالية.

- ضرورة إنشاء شركات خدمات تتولى تنظيم وتنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر، مثل شركات مسك السجلات، شركة تقييم وتصنيف الأوراق المالية، والتي بإمكانها تقديم خدمات للمستثمرين سواء كانوا أفراد أم مؤسسات.

## 2-2 - الرفع من مستوى الوعي الاستثماري

يعتبر الوعي الاستثماري لدى المدخرين والمستثمرين في الجزائر ضعيفا إلى حد كبير، نتيجة غياب آليات السوق عند الاقتصاد الجزائري بصفة عامة، وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، والتي تعتبر حديثة النشأة، بالإضافة إلى قلة المناهج الدراسية الخاصة بالبورصة للمتخصصين في الجامعات الجزائرية، وبالتالي أصبح المدخر يفضل الاحتفاظ بمدخراته في صورة ودائع قصيرة الأجل لدى البنوك، وهو ما يقتضي العمل على المزيد من إضفاء الثقة في الأوراق المالية. (19)

وعليه فإنه، من الضروري السعي إلى تحسيس العائلات بأهمية هذه الأداة التي تهتم بتمويل الاقتصاد وأنه من المفيد تعبئتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة، وهو ما يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي يكون الغرض من ورائها تعريف مختلف الأعوان الاقتصادية، سواء كانوا طالبين أو عارضين، بأهمية وفائدة السوق البورصية، وذلك باستخدام مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الاتصال مع الجمهور.

كما يستحسن تقديم النصائح للمدخرين بخصوص الاستثمار في الأوراق المالية بتوضيح أحسن الفرص الاستثمارية، وكذا إعطاء النصائح بشأن التقنيات البورصية خاصة منها ما يتعلق بتقنيات تسيير المحافظ المالية، وهذا من خلال تشجيع إنشاء هيئات التوظيف الجماعي في القيم المتداولة بالنظر لما توفره من مزايا تتجلى في إمكانية رفع العوائد والتقليص من درجة المخاطرة. (20)

كما أنه من بين العوامل المحفزة للعائلات في الإقبال على الاستثمار المالي في الأوراق المالية هي السياسة الضريبية، التي تؤثر في الطلب على الأوراق المالية عن طريق التأثير على سلوك المدخرين، ومن ثم التأثير على تخصيص الموارد فيما بين الأصول المالية من خلال التأثير على العوائد النسبية بعد الضريبة على الأصول المالية.

وقد تترتب عند السياسة الضريبية معاملة تفضيلية لبعض المؤسسات، من خلال تشجيعها على تقديم فرص استثمارية معينة تتمتع بمعاملة ضريبية ينتفع من خلالها المستثمرين، وذلك بخفض الضرائب الدخيلة المستحقة عليهم، وتأخذ تلك المعاملة الضريبية صوراً عدة تتراوح بين الإعفاء الكلي والجزئي أو تأجيل الضريبة على دخل الاستثمارات المالية التي تقدمها المؤسسات الاقتصادية.<sup>(21)</sup>

وعليه، فإن المعاملة التفضيلية للمؤسسات الاقتصادية والمالية تشجع المستثمرين على شراء الأدوات المستفيدة من تلك المعاملة على حساب الاستثمارات الأخرى، ومن شأن ذلك أن يشجع على حيازة تلك الأدوات والتعامل فيها بشكل ينشط سوق الأوراق المالية.

## 2-3- وضع قوانين لحماية المستثمرين في الأوراق المالية

تهدف الأنظمة والقوانين والتشريعات وأجهزة الرقابة على أسواق رأس المال إلى حماية المستثمرين وإلى المحافظة على الأمانة والصدق في التعامل في عملية تداول الأوراق المالية، ويتم ذلك من خلال عدة آليات أهمها وجود قواعد صارمة للإفصاح عن المعلومات.

فالشركات التي تطرح أوراق مالية للاكتتاب العام في السوق الأولية، يجب أن تتقدم إلى كافة المستثمرين المحتملين بالحقائق الأساسية حول نشاطات أعمالها، أداءها في الماضي وتوقعات المستقبل وخصائص وشروط الإصدار الذي تعرضه والمخاطر الكامنة في الاستثمار، حتى يتمكنوا من الحكم ما إذا كانت الأوراق المالية للشركة تمثل استثماراً جيداً.

أما الشركات التي لها أوراق مالية مصدرة ويجري تداولها في البورصة، فيتوجب عليها أن تفصح إلى الجمهور باستمرار عن كل المعلومات المالية وغير المالية التي تؤثر على سعر أسهمها ليتمكن من اتخاذ القرار الاستثماري العقلاني.

كما يتوجب على الوسطاء في سوق الأوراق المالية معاملة المستثمرين بصدق وأمانة ووضع مصالحهم في المقام الأول.

ولتحقيق كل ما سبق، ينبغي وجود قانون لحماية للمستثمر وهذا بالعمل على تحقيق ما يلي: (22)

- إصدار قانون مستقل لحماية المستثمر لإضفاء مزيد من الثقة في الاستثمار في الأوراق المالية يتضمن حق المستثمر في الحصول على المعلومات واسترداد حقه إذا كان التقصير بسبب ممارسة غير مشروعة من الجهات العاملة بالسوق.

- اهتمام الإعلام بكل أشكاله من صحف وإذاعة وتلفزيون بتوضيح مفاهيم ودور سوق الأوراق المالية الحيوي في الاقتصاد الجزائري، وتشجيع التكوين على أبعاد الاستثمار في البورصة .

- بناء مؤشر عام يهتم بأداء بورصة الجزائر وأداء المؤسسات التي تتداول أوراقها المالية بالبورصة.

- الاهتمام بتدريس مقررات البورصة في كليات الاقتصاد والتجارة، وتشجيع الأبحاث الأكاديمية التي تختص بالاستثمار في أسواق الأوراق المالية.

### 3- مقترحات في الجانب لتنظيمي والتشريعي

باعتبار أن أسواق الأوراق المالية تلعب دورا هاما في الاقتصاد الكلي، فقد اهتمت العديد من الحكومات بعملية تنظيم هذه الأسواق وإصدار العديد من التشريعات التي تضبط عملها.

وعادة ما يؤخذ تنظيم السوق الصور الآتية:

### 3-1- تنظيم عملية الإفصاح عن المعلومات

من أهم العراقيل التي تواجه المستثمرين في أسواق الأوراق المالية هي تقرير أمان الاستثمار ودرجة المخاطرة المصاحبة له، ولكي يتحقق ذلك يجب أن تقدم المؤسسات

معلومات عن نوعية الأوراق المالية محل الاستثمار، باعتبار أن المعلومات قد تكون غير كافية. (23)

وعليه، ثمة ضرورة لكي تتدخل الحكومات لدى الجهات المصدرة للتأكد من سلامة وكفاية المعلومات المقدمة للمستثمرين لتجنب عملية الغش والاحتيال، وعادة ما تشكل لجنة أو هيئة الأوراق المالية والبورصة، حيث تلزم الشركات وغيرها بتقديم كافة المعلومات عند إصداراتها من الأوراق المالية، الأمر الذي يخفض من عمليات التدليس على المستثمرين ويسهم من ثم في زيادة كفاءة السوق.

وتتولى في الجزائر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إلزام الشركات بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بحجم مبيعاتها وحجم أصولها وعوائدها.

فالمعلومات الخاصة بأوضاع الشركة هي حق يجب أن يتاح لكافة المتعاملين في السوق، وليس لطرف معين يمكن أن يستفيد منها لتحقيق أرباح غير عادية.

ومع توفير المعلومات اللازمة والحد من نشاط التجارة الداخلية لمساهمي الشركة، يمكن للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من تحقيق وضع أفضل للمستثمرين، وبالتالي فالحماية التي توفرها لجنة البورصة تعد بمثابة عامل رفع لأداء السوق لمهمته بكفاءة و ليس عامل معوق له. (24)

### 3-2- تنظيم عمليات التعامل

يقتضي تنظيم التعامل وجود إطار تشريعي لتنظيم ذلك التعامل وهيئة يناط بها تطبيق قوانين ولوائح السوق وتنظيمه وتشرف عليه من خلال أداء الوظائف الموالية: (25)

### 3-2-1- الرقابة على السوق الأولية

تقوم الهيئة المشرفة على السوق بإلزام الشركات الجديدة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام بإصدار نشرة الاكتتاب توضح فيها أغراضها وبرامجها حتى يتعرف

الجمهور على أهدافها، ومن شأن ذلك تضيق الخناق على الشركات الوهمية التي قد تظهر وتختفي بسرعة بعد تجميع أموال الجمهور كما تقوم الهيئة بالرقابة على تداول أسهم الشركة الجديدة بقيدها بالجدول المؤقت للأسعار وذلك من أجل حماية المستثمرين، على أن يتم القيد بالجدول الرسمي للأسعار في حالة استيفاء شروط القيد فيه التي يتطلبها القانون.

### 3-2-2 - وضع متطلبات الإفصاح

تقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بوضع متطلبات الإفصاح عن تداول الأشخاص لأسهم شركاتهم، من خلال تقييد تداول الأسهم للمؤسسين قبل مرور فترة زمنية معينة ولحين إعلان نتائج مرضية عن أعمال الشركة لفترة محددة.

### 3-2-3 - الرقابة على السوق الثانوية

وتتم هذه الرقابة من خلال نشر المعلومات المالية عن الشركات المقيدة بالجدول الرسمي، حيث تلتزم الشركات بإعداد ونشر المعلومات المالية عن نتائج أعمالها ومركزها المالي باستمرار، بحيث تعكس هذه المعلومات أوضاع الشركة بشكل سليم وتمكن من اتخاذ القرار الاستثماري الملائم، ولكي يتحقق هذا الهدف ينبغي أن تكون القوائم المالية معدة وفقاً للمعايير المحاسبية، وأن تكون خضعت لعملية تدقيق تنتهي بإعداد تقرير مهني بخصوصها.

### 3-2-4 - تطبيق قوانين ولوائح السوق

تقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالسهر على تطبيق قوانين ولوائح التعامل في السوق، والهدف هو تحقيق السوق المنتظمة المستقرة التي تضمن تلبية التقلبات الكبيرة وغير المعقولة في أسعار الأوراق المالية، وكذلك تجنب التحركات الكبيرة في المستوى العام للأسعار التي لا يفسرها حجم تداول مناسب، وللجنة عدة وسائل لتجنب



التقلبات السعرية أهمها إيقاف التعامل لفترة معينة في الأسهم التي تتقلب أسعارها أو تحديد مدى معين للتغير في الأسعار لا يمكن تجاوزه.

### 3-3 - تنظيم الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية

تتصل هذه الجوانب بالإجراءات التي تتخذها الحكومة لحماية أموال المستثمرين لدى مؤسسات الوساطة المالية، وأهم هذه الإجراءات ما يلي: (26)

- ضرورة الحصول على ترخيص مسبق من الجهات المختصة عند إنشاء أي مؤسسة للوساطة المالية وذلك بعد فحص موقف الفرد أو المؤسسة الراغبة في القيام بأعمال الوساطة والتحقق من قدرتها على أداء تلك الوظيفة.

- ضرورة إمساك سجلات منتظمة معدة وفقا للمعايير المحاسبية المتعارف عليها، على أن تخضع هذه السجلات للمراجعة الدورية من أجهزة يناط بها ذلك التحقق من صحة البيانات الواردة بها.

- فرض قيود على الأصول المالية المسموح للوسطاء الماليين بحيازتها لضمان سلامة أموال المستثمرين، وقد تكون هذه القيود متعلقة بمنح حيازة بعض المؤسسات لأصول مالية التي ترتفع فيها درجة المخاطرة ويظهر ذلك واضحا في البنوك التجارية التي لا يسمح لها بحيازة الأسهم العادية لشدة تقلب أسعارها، وقد تقتصر القيود على وضع حدود معينة لحيازة الأصول الخطرة كما هو الحال في شركات التأمين التي يمكن لها أن تشتري أسهم عادية ولكن في حدود معينة.

- إنشاء صناديق للتأمين على حقوق المستثمرين لدى وسطائهم الماليين كما هو متبع في التأمين على الودائع في البنوك التجارية، وتهدف هذه الصناديق إلى تعويض المستثمرين عن الخسائر المالية إذا واجه الوسيط المالي عجزا ماليا تعذر معه سداد التزاماته المالية، ويسدد المودعين والمستثمرين اشتراكات دورية لتلك الصناديق لاستخدامها في دفع التعويضات عند إفلاس المؤسسة أو الوسيط المالي.

### 3-4 - مرونة التشريعات المنظمة لسوق الأوراق المالية

- تهدف الأنظمة والقوانين والتشريعات وأجهزة الرقابة والإشراف على أسواق رأس المال إلى حماية المستثمرين وإلى المحافظة على الأمانة والصدق في التعامل في عمليات تداول الأوراق المالية ويتم ذلك من خلال عدة آليات أهمها ما يلي: (27)
- تنظيم عمليات الإفصاح عن المعلومات من قبل الشركات عند الإصدارات الأولية والإفصاح الدوري المستمر بعد ذلك.
  - وضع وصيانة المعايير اللازمة لضمان تداول عادل ومنتظم وذو كفاءة عالية، وذلك من خلال تنظيم المؤسسات العاملة في الأسواق، مثل شركات الوساطة، جمعيات الوسطاء، بيوت المقاصة، شركات حفظ سجلات ملكية الأوراق المالية، وشركات معلومات الأوراق المالية.
  - إصدار قوانين تنظيم صناعة صناديق الاستثمار وخبراء وناصري الاستثمار، بهدف تحسين الإفصاح وتخفيض المخاطر على المستثمرين.
  - ضرورة فحص الأنظمة المحاسبية المتبعة في الشركات والبنوك، وتحديد مدى كفاية التقارير المالية التي تصدرها من حيث الشكل والمضمون وطريقة العرض والإفصاح المحاسبي.
  - مراجعة الأنظمة والتشريعات والقوانين وطرق المراقبة ووسائل فرض النظام المتعلقة بسوق رأس المال الأولي أساسا والثانوي لاحقا، والتي يجب أن يكون من أهم أهدافها حماية المستثمرين.
- وللوصول إلى تحقيق كما سبق، ينبغي أن تمتاز التشريعات المنظمة لسوق الأوراق المالية بالمرونة، حتى تستطيع مراعاة التطورات التي تحصل يوميا.

## الخاتمة

من خلال هذه الورقة البحثية يتضح أن سوق رأس المال الكفاءة هي تلك السوق التي تتساوى فيها أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية، وتمثل هذه الكفاءة في مجالين:

- كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية والتي تعني ضرورة توافر المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية محل التعامل في السوق، بحيث تكون متاحة لجميع المستثمرين وتنتشر بسرعة، كما أن تكلفة الحصول عليها تكون منخفضة. فإذا توافرت هذه الشروط في المعلومات الجديدة تمكن المستثمرون من تكوين ردود أفعال تجاه التعامل في هذه الأوراق، وبالتالي تكون القيمة السوقية للأوراق المالية مساوية لقيمتها الاقتصادية أو الحقيقية.

- كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية والتي تعني أن يتم التعامل في الأوراق المالية بتكلفة معقولة وخلال فترة زمنية أيضا، ومعنى هذا انخفاض عمولة السمسرة في العمليات، وأن يكون هناك تعامل مستمر في الأوراق المالية.

وعليه، فالسوق الكفاءة توفر وتوجه الأموال بسرعة إلى المشروعات الناجحة، وفي نفس الوقت تكافيء المستثمرين الذين وفروا هذه الأموال، وتمثل هذه المكافأة في الأرباح الرأسمالية التي يحققونها نتيجة ارتفاع استثماراتهم في هذه السوق.

وبذلك يمكن الحكم على كفاءة سوق رأس المال من خلال المعايير الآتية:

- القدرة على تعديل أسعار الأوراق المالية، بحيث تؤدي في النهاية إلى إغراء المستثمرين على الاكتتاب في هذه الأوراق.

- وجود شبكة منتظمة وعلى درجة عالية من الكفاءة للاتصالات، وذلك حتى تنتشر المعلومات المالية عن أسعار الأوراق المالية محل التعامل في السوق بسرعة، بحيث يتمكن

المستثمرون المتعاملون في هذا السوق من تكوين ردود أفعال تجاه هذه الأوراق في نفس الوقت.

- انخفاض تكلفة المعاملات في السوق، بحيث يتمكن المستثمرون من تحقيق أرباحا صافية كافية بعد سدادهم لعمولة بيع الأوراق المالية التي في حوزتهم.

- السلوك الرشيد للمستثمرين، بحيث يحقق الاستثمار في الأوراق المالية أكبر عائد ممكن في ظل درجة مخاطرة معينة.

- سهولة تسويق الأوراق المالية في السوق، وهذا يتطلب وجود وسائل اتصالات جيدة بين المتعاملين في هذه السوق، حتى يمكن تنفيذ أوامر الشراء والبيع بسرعة، مما يخلق حالة من استمرارية التعامل ويحقق الاستقرار النسبي في أسعار الأوراق المالية.

وبالنظر في هذه الشروط ومدى تطابقها على واقع سوق رأس المال في الجزائر، يمكن القول أن سوق رأس المال بالجزائر لا تتوفر على الحد الأدنى من الشروط التي تجعلها كفأة، وهذا ما يتطلب العمل على تحقيق متطلبات الكفاءة.

ولتحقيق الغاية المنشودة من وجود سوق رأس مال كفأة، يمكن إعطاء بعض المقترحات التي نراها كفيلة بجعل سوق رأس المال بالجزائر تتميز بنوع من الكفاءة، وذلك على النحو الموالي:

- رفع الكفاءة المعلوماتية للبورصة، وذلك من خلال تطوير نظم الإفصاح وتدفق المعلومات في السوق، إلزام الشركات بمعايير الإفصاح المقررة قانونا، وكذا توفير الشفافية في المعلومات.

- توسيع عرض الأوراق المالية عن طريق رفع عدد الشركات المقيدة في البورصة وفتح رأس مال الشركات المقيدة في البورصة من جديد.

- تنوع أدوات الاستثمار من خلال إدخال العديد من الأدوات المستحدثة والتوسع في إدخال العديد من الأدوات الغائبة في السوق الجزائرية، مثل الأسهم الممتازة والسندات القابلة للتحويل وشهادات الإيداع الولية.
- تطوير المؤسسات العاملة بالأوراق المالية، عن طريق إنشاء مؤسسات صانعي السوق وتأسيس شركات في مجال تقييم وتحليل الأوراق المالية وكذا إنشاء صناديق الاستثمار التي يمكن أن تلعب دورا مهما في جذب المدخرات.
- الرفع من مستوى الوعي الادخاري لدى المدخرين والمستثمرين، وذلك بتحسيس العائلات بأهمية الاستثمار في البورصة، وهذا باستخدام مختلف وسائل الإعلام وشبكات الاتصال.
- وضع قوانين لحماية المستثمرين في الأوراق المالية، وهذا بإصدار قانون مستقل لحماية المستثمرين لإضفاء الثقة والشفافية في الاستثمار في الأوراق المالية.
- تنظيم عمليات الإفصاح عن المعلومات وتنظيم عمليات التعامل، من خلال فرض رقابة على السوق الأولية والسوق الثانوية والعمل على تطبيق قوانين ولوائح السوق. وفي الأخير يمكن القول أن توفر هذه المتطلبات يساهم بشكل كبير في تطوير سوق رأس المال بالجزائر ويرفع من مستوى كفاءتها.

## الهوامش

- (1) - ضياء مجيد موسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأنواعها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص: 8 .
- (2) - إيهاب الدسوقي ، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000 ، ص:32.
- (3) - حمزة محمود الزبيدي ، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق ، الأردن ، 2001 ، ص : 131 .
- (4) - محمد صالح الحناوي وآخرون ، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2002، ص : 127 .
- (5)- Philippe Gillet ,Les marches financiers efficients , Ed Economica, Paris,1999,P :11.
- (6) - عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2000 ، ص: 204.
- (7) - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، منشأة المعارف، الإسكندرية ، 999 ، ص: 479 .
- (8) - محمد صالح الحناوي وآخرون ، مرجع سابق ، 2002 ، ص : 125
- (9) - Jacques hamon,Bourse et gestion de portefeuille, Ed Economica, Paris, 2004 , P :256.
- (10) - Philippe Gillet ,Op-cit , 1999 , PP: 17-19 .
- (11) - homas.E & Copeland , Financial and corporate policy , New publishing, New york , Addison – wisely publishing , 1997, P: 115

- (12) – حسان خضر ، « تحليل الأسواق المالية » ، جسر التنمية ، سلسلة دورية تصدر عن المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد27 ، مارس-أفريل 2004 ، ص : 32 .
- (13) – منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، 1999 ، ص : 48 .
- (14) – Gérard marie henry , Les marchés financiers , Ed Nathan , Paris , 1999, P : 55.
- (15) – إيهاب الدسوقي، مرجع سابق ، 2000 ، ص : 34 .
- (16) – نفس المرجع ، ص ص : 53-56 .
- (17) – M'ghirbi amine , « Le système d'information dans l'entreprise » , Le Manager , N0 74, Septembre 2002 , Tunisie ,P :15.
- (18) – ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق ، 2003 ، ص ص : 10 - 11 .
- (19) – السيد الطيبي ، البورصات وتدعيم الاقتصاد ، مؤسسة الأهرام للنشر ، القاهرة ، 1992 ، ص ص : 35 ، 37.
- (20) – أحمد أبو الفتوح الناقية، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 994 ، ص : 30.
- (21) – Mohamed Dif , “ Mécanisme de mise en place d'un marché financier en Algerie ”, Media Bank , N0 12 , Juin-Juillet, 1994, P :13.
- (22) – جيريبي سيجل، « الاستثمار في الأسهم على المدى الطويل » ، مجلة المساهم ، تصدر عن مجموعة المجرة الدولية، عمان ، الأردن ، العدد الرابع، أكتوبر 1997 ، ص : 35.
- (23) – أحمد بوراس، « الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة » ، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد11 ، جوان 1999 ، ص : 189 .
- (24) – Mohamed Dif , Op-Cit , P :15.

(25) - محمد براق ، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة

الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة

في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 1999، ص: 66

. 67-

(26) - ضياء مجيد موسوي ، مرجع سابق ، 2003 ، ص: 34.

(27) - محمد براق ، مرجع سابق ، 1999، ص: 395.