

كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001

الدكتور محفوظ جبار- كلية العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف

Abstract

This article investigates whether the Algerian Stock Exchange (ASE) is efficient. Specifically, it focuses on the relationship between information and stock prices and analyses the responsiveness of a sample of workers-shareholders to some events which occurred in their firm. It reveals lack of financial culture and deficiencies in both the information market and resource allocation. Finally, it indicates that public information is not reflected in stock prices.

الملخص

حاول الكاتب في هذا المقال معرفة مستوى كفاءة البورصة الجزائرية من خلال تحديد مدى تأثير المعلومات على الأسعار ودراسة مواقف عينة من العمال المساهمين من جملة من المعطيات الافتراضية والفعلية التي حدثت في شركتهم. أدى التحليل إلى اكتشاف عدم رشادة المستثمر، غياب الثقافة المالية لديه، عدم استجابة الأسعار للمعلومات ولاكفاءة كل من سوق المعلومات وتوزيع الموارد المتاحة، مما انعكس سلبيًا على كفاءة السوق ككل.

1- مقدمة

تعتبر الكفاءة بشقيها السعري والتشغيلي أساس قيام واستمرار وتوسع الأسواق المالية مهما كانت طبيعتها، حجمها وموطنها. لذا تحرس كافة الدول على ضمان أقصى درجات الكفاءة لبورصاتها لتؤدي دورها الرئيسي في أحسن الظروف، ألا وهو تمويل الاقتصاد الوطني.

لهذا ورغبة منا في معرفة كفاءة البورصة الجزائرية من خلال رد فعل العمال المساهمين تجاه العديد من المعطيات مع أخذ انعكاس ذلك في الأسعار بعين الاعتبار من حين لآخر، قمنا بهذه الدراسة التي غطت السنتين الأوليتين من النشاط وارتكزت على استمارة موسعة شملت 3 مواضيع رئيسية، حيث يعتبر هذا الموضوع، أي كفاءة البورصة الجزائرية، أهمها على الإطلاق*. وعلى الرغم من أنه لا يمكن الحكم بصفة نهائية على كفاءة البورصة الجزائرية من خلال انعكاس أو عدم انعكاس مجموعة من المعلومات في الأسعار ودراسة عينة من العمال المساهمين في مجمع رياض سطيف أو أية شركة أخرى بمفردها، إلا أننا نعتقد أن الأبعاد التي اختيرت لتغطية هذا الموضوع، والتي ارتكزت أساسا على قواعد ونظريات معروفة في بحوث كفاءة الأسواق المالية، كفيلة بإعطاء فكرة عن أهم جوانب الكفاءة المعهودة في مثل هذه الدراسات.

1-1- أهداف الدراسة

نرغب، من خلال هذا البحث الميداني، في معرفة مستوى كفاءة البورصة الجزائرية انطلاقاً من مواقف وردود أفعال العمال المساهمين وانعكاس المعلومات في الأسعار، وذلك بالتعرض لـ:

- كيفية سريان المعلومات بين الإدارة والمساهمين ومدى انعكاسها في الأسعار.
- إمكانية تسريب المعلومات والمتاجرة الداخلية بالأسهم.
- أسس اتخاذ المستجوبين لقراراتهم الاستثمارية.
- مدى تأثير المستثمرين بالمحيط.
- رد فعل المستثمرين على بعض المعطيات الاقتصادية والمالية.
- موقف المستجوبين من إجراءات التداول.

1-2- أهمية الدراسة في الوقت الراهن

- سنركز بصفة أساسية على أهميتها في الوقت الحاضر، لا سيما بالنسبة لـ:
- الطلبة والباحثين لأخذ فكرة عن كفاءة الأسواق المالية،
- السلطات العمومية وسلطات البورصة بصفة خاصة لتدعيم كفاءة البورصة الجزائرية، و
- عامة الناس بغرض نشر ثقافة مالية واستثمارية وثقافة البورصة تحديداً، لا سيما وأن الموضوع جديد في الجزائر.

1-3- إشكالية البحث:

تتمثل الإشكالية المدروسة في مدى تأثير العمال المساهمين بالمعلومات الواردة إلى السوق والتأثيرات الأخرى التي تكون قد دفعتهم إلى شراء أو بيع أسهم شركتهم من جهة، والتسهيلات التي تقدمها سلطات البورصة (من تشريعات وغيرها..) والشركات المسجلة لمن يقبل على شراء أسهمها من جهة أخرى، وذلك بالتركيز على علاقة تلك العوامل بالكفاءة. وعليه هل تمتاز بورصة الجزائر بالكفاءة وإلى أي مستوى؟ ما هي المعلومات الأكثر تأثيراً على هؤلاء العمال المساهمين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وبالتالي على الكفاءة؟ كيف تنتقل المعلومة، سواء في الشركات المسجلة أو في السوق بصفة عامة، وما تأثيرها على المساهمين وانعكاسها في الأسعار؟ من زاوية أخرى هل ننتظر من البورصة أن تكون كفوة في حين أن سلوك المساهمين الاستثماري غير عقلاني؟

1-4- فرضيات البحث

محاولة منا تغطية مختلف جوانب الموضوع قمنا بوضع الفرضيات التالية:

- اتخذ المساهمون قراراتهم الاستثمارية على أساس معلومات تم الحصول عليها بطرق مشروعة أو عادية.
- كان توقع ارتفاع الأسعار (تغيرها) ودافع الربح وراء شراء العمال أسهم رياض سطيف وبالتالي زيادة كفاءة التسعير.
- الأسعار هي المرآة التي تعكس المعلومات الواردة إلى السوق بصدق وبسرعة.
- توفير جو ملائم بتحسين الإجراءات وتخفيض تكاليف التعامل وإيصال المعلومات في الوقت المناسب لجميع المتعاملين على قدم المساواة يزيد من كفاءة التشغيل.
- تؤثر الكثير من الاعتبارات الخارجية كالمعتقدات الدينية والأنشطة النقابية وحب الاطلاع على قرارات الاستثمار وبالتالي على كفاءة البورصة.

5-1- طريقة البحث وأدوات جمع البيانات وتحليلها

اتبعنا في إنجاز هذه الدراسة طريقة المسح الشامل، حيث تمثل المجتمع المدروس في مجموع العمال المساهمين في مجمع رياض سطيف والبالغ عددهم 1490 عاملا مساهما. يتوزع هؤلاء على 9 وحدات بما في ذلك المقر الاجتماعي للمجمع.

استعملنا الاستمارة كأداة لجمع المعلومات واخترنا أسهل وأبسط الكلمات والعبارات في إعدادها نظرا لتفاوت المستويات التعليمية للمستجوبين. وعند تباين الردود اعتمدنا على المنهج التجريبي لاستكمال المعطيات. حددنا أبعاد الدراسة انطلاقا من 33 سؤالا متعلقا بموضوع كفاءة البورصة الجزائرية من أصل 54 سؤالا، والتي جاءت في الاستمارة الشاملة، كما سبق وأن أشرنا في المقدمة (انظر الملحق رقم 2). تمثلت الأبعاد في:

- أ- مصدر المعلومات وذلك بالارتكاز على الأسئلة: 5، 6، 7، 8، 9، 10، 11، 12، 15، 16 و17.
- ب- تغير الأسعار ودافع الربح وذلك باستعمال الأسئلة: 5، 6، 7، 8، 9، 10، 11، 13، 25، 26، 27، 32، 35، 36 و37.
- ج- الإجراءات والتسهيلات وذلك من خلال الأسئلة: 38، 42، 43، 44، 45 و46.
- د- المحيط وذلك بالاعتماد على الأسئلة: 14، 18، 28، 29 و36.

ولتحليل هذه الأبعاد واختبار صدق النتائج المتوصل إليها، حاولنا استعمال الأدوات الإحصائية والرياضية متى كان ذلك ضروريا. إذ استعمل اختبار كاي مربع X^2 بكثافة، التكرارات المطلقة والنسبية، التكرارات الصاعدة المطلقة والنسبية، درجات الحرية والجداول الإحصائية.

أما أهم النماذج والرموز المستعملة فكانت:

$$X^2 = \Sigma [(O-E)^2 / E]$$

حيث:

O = observed = المشاهدات الفعلية

E = estimated = التكرارات المتوقعة

X^2 = the chi-square = كاي مربع (ك²)

ni = frequency = التكرارات المطلقة

fi = relative frequency = التكرارات النسبية

Fi = cumulative frequency = التكرارات النسبية الصاعدة

df = degrees of freedom = درجات الحرية

رس = رقم السؤال في الاستمارة

م = الطرق المشروعة في الحصول على المعلومات

غم = الطرق غير المشروعة في الحصول على المعلومات

2- كفاءة الأسواق المالية

عرف بعض الكتاب السوق الكفوة بأنها "تلك السوق التي يتعامل فيها عدد كبير من الباعة والمشتريين للأوراق المالية ضمن آلية كفوة، مما يجعل الأسعار تعكس بصدق وبسرعة التوقعات المتعلقة بالشركات التابعة لها تلك الأوراق[1]".

وعليه فإن أسعار الأسهم في سوق كفوة تمتاز بالعشوائية بحيث يصعب (أو يستحيل) على أي مستثمر التنبؤ باتجاهها وتحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المستثمرين. عندئذ يتنافس عدد هائل من المتدخلين على تحليل المعلومات، التي سرعان ما تنعكس في الأسعار، الشيء الذي يؤدي إلى تقييم الأصول المالية بقيمتها الحقيقية وتوجه رؤوس الأموال إلى المشاريع الأكثر مردودية. وهذا ما يعرف بالتوزيع الفعال للموارد.

2- 1- أشكال الكفاءة

إذا كانت الأسعار في السوق الكفوة تعكس كافة المعلومات المتعلقة بالسهم المعني، فإن السؤال الجوهرى هنا هو: ما هي المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم المتداولة، بأية سرعة وبأية كيفية؟ على هذا الأساس تصنف أشكال الكفاءة إلى المستويات التالية[2]:

أ- **الشكل الضعيف**: يعني أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات السابقة وبالتالي فإن تحليل هذه الأخيرة لا يمكن من التنبؤ باتجاه الأسعار في المستقبل وتحقيق أرباح غير عادية.

إذ لا يوجد ارتباط بين تلك الأسعار في الفترات المتتالية، مما يثبت فكرة الحركة العشوائية لها. اختبر هذا الشكل بالعديد من الطرق أهمها: سلاسل الارتباط، المجاري المتتابعة وتقنيات التصفية.

ب- الشكل متوسط القوة: يعني أن أسعار الأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية فحسب، وإنما تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة المنشورة لعامة الناس. فإذا استجابت الأسعار وعكست تلك المعلومات بالسرعة المطلوبة تكون السوق كفؤة والعكس بالعكس. اختبر هذا الشكل بالعديد من الطرق أهمها: اشتقاق الأسهم والمعلومات المحاسبية.

ج- الشكل القوي: يعني أن أسعار الأسهم لا تعكس المعلومات المنشورة فحسب وإنما تعكس أيضا تلك المعلومات التي لم تنشر. اختبر هذا الشكل بالعديد من الطرق أهمها: صناديق الاستثمار والمتاجرة الداخلية.

وإذا كانت الكفاءة واضحة في المستويين الأولين في أغلب الأحيان، فهي غير ذلك في الشكل الثالث نظرا لإمكانية استعمال المعلومات المحتكرة من قبل بعض الفئات من المتعاملين الداخليين (insiders) لتحقيق أرباح غير عادية.

2-2- أشكال الكفاءة لهذه الدراسة الميدانية

لقد تم وضع الاستمارة (انظر الملحق رقم 2)، بما يشمل كافة المعلومات التي ننتظر أن تؤثر على السوق بصورة أو بأخرى، مركزين في ذلك على العديد من المعلومات مثل عقد الجمعيات العامة للمساهمين، اشتقاق الأسهم، تغيير المدير العام للشركة، المعلومات المحاسبية، المتاجرة الداخلية بالأسهم وغيرها. وبذلك نكون قد تعرضنا إلى الأشكال المعروفة، والتي سبق وأن أشرنا لها.

3- الاستقصاء الأولي

محاولة منا تحسين الاستمارة وجعلها أكثر دقة وشمولية وثباتا، قمنا في أواخر سنة 2000 وبداية 2001 بتجريبها (pré-sondage) على عينة من 50 عاملا مساهما في مجمع رياض سطيف وذلك باتباع طريقة المقابلة بالنسبة لـ 20 مستجوبا وطريقة المراسلة لـ 30 الآخرين.

لقد كانت نتائج الاستقصاء الأولي مشجعة ومثيرة للموضوع، حيث تم حذف بعض الأسئلة وإضافة أسئلة أخرى إلى أن ارتفع العدد الإجمالي للأسئلة في النسخة النهائية من الاستمارة الشاملة إلى 54 سؤالا، أي بإضافة 6 أسئلة مقارنة بنسخة الاستقصاء الأولي. كما تم توضيح جملة من الأسئلة والأجوبة وتوسيع مجال بعضها وتضييق مجال البعض الآخر. جاء كل ذلك نتيجة للأجوبة والاقتراحات المتحصل عليها من الاستقصاء الأولي، خاصة أثناء المقابلات مع المستجوبين. وأعتقد أنه يمكن أن ننق في الاستمارة -إلى حد ما- لسببين هما:

- مساهمة العديد من الأساتذة والمختصين في تحسينها، حيث أكدوا تغطيتها لمعظم

جوانب الموضوع، و

- تأكيد الواقع صدق النتائج المتوصل إليها، وذلك في الفقرات اللاحقة لتوزيع واستغلال المعلومات الواردة فيها.

4- توزيع الاستثمارة

تم توزيع الاستثمارة النهائية على حوالي 1490 عاملا مساهما في مجمع رياض سطيف في صيف 2001، أي بعد سنتين من انطلاق بورصة الجزائر. تم جمعها في شهري أكتوبر ونوفمبر من نفس السنة. وعلى الرغم من أن نسبة الرد تجاوزت الـ 50 % في وحدة لحمر الشريف بسطيف، فإننا لم نتلق أية استثمارة من 3 وحدات هي توقرت، بسكرة ووحدة الصيانة (لاصوري). على العموم كانت نسبة الرد في المتوسط 25.5995 % على مستوى كافة مساهمي المجمع (انظر الملحق رقم 1).

5- تحليل النتائج

تم تحليل النتائج المتحصل عليها من خلال الأبعاد الرئيسية الأربعة للاستثمار بالإضافة إلى بعدي المعلومات العامة وانعكاس المعلومة في الأسعار وذلك خلال الفترة التي شملتها الدراسة. استعملنا في ذلك الأدوات الإحصائية والرياضية التي سبقت الإشارة إليها.

5-1- التحليل حسب بعد مصدر المعلومات

تعتبر المعلومة أساس اتخاذ القرارات الاستثمارية. وقد تعددت مصادر المعلومة، والتي قد تكون مشروعة كما قد تكون غير ذلك، الشيء الذي يؤثر كثيرا على تطور الأسعار في البورصة سلبيًا أو إيجابيًا. فانتشار عملية تسريب المعلومات إلى بورصة معينة قد يؤدي إلى زوال الثقة فيها وبالتالي انهيارها. يركز هذا التحليل أساسًا على الأسئلة رقم: 5، 6، 7، 8، 9، 10، 11، 12، 15، 16 و17 من الاستثمارة، والملخصة في الجدول الموالي.

تحليل نتائج الاستثمارة

جدول رقم(1): التحليل حسب بعد مصدر المعلومات

1-1- مصدر المعلومة

رس	المصدر	O	E	O-E	(O-E) ²	(O-E)/ E	fi
5	أحد المسؤولين	44	35,167	8,833	78,03	2,2188	10,4
6	أحد العمال	23	35,167	-12,2	148	4,2093	5,45
7	تكهن المستثمر	44	35,167	8,833	78,03	2,2188	10,4

4,03	9,3847	330	-18,2	35,167	17	إشاعات	8
2,84	15,261	536,7	-23,2	35,167	12	جريدة وطنية	9
3,79	10,446	367,4	-19,2	35,167	16	منشورات الشركة	10
15,6	27,034	950,7	30,83	35,167	66	تقرير حول الشركة	11
8,77	0,0956	3,361	1,833	35,167	37	نتائج السنوات السابقة	12
3,79	10,446	367,4	-19,2	35,167	16	الجمعية العامة	15
30,3	245,06	8618	92,83	35,167	128	النقابة	16
3,32	12,74	448	-21,2	35,167	14	المستثمر قريب من المعلومة	17
1,18	25,878	910	-30,2	35,167	5	المستثمر يحضر المعلومة	17(1)
100	364,99			422	422		

كمثال على مدى انعكاس المعلومات الواردة في هذا الجدول في أسعار أسهم الرياض تتبعنا أثر المعلومة الواردة في السؤال رقم 9 من الاستمارة والمتعلقة بنشر الأرباح المتوقعة للشركة في جريدة الوطن بتاريخ 23 ديسمبر 1999. فبالرجوع إلى الملحق رقم 3 نجد أن سعر السهم قد ارتفع في الحصة التي سبقت نشر المعلومة (وهي معلومة سارة)، وثبت بعد نشرها مباشرة في الحصة الموالية مباشرة ثم انخفض في الحصة الموالية ثم ثبت، مما يوحي بعدم انعكاس المعلومة في السعر تماما. أكثر من هذا، جاء التغيير عكس ما كنا نتوقع وبالتالي سجلنا لأكفاءة البورصة الجزائرية في هذه الحالة.

5-1-1- مصدر المعلومة

اتضح من تحليل المعلومات:

- أن العمال تأثروا كثيرا بالضغوط النقابية عليهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، حيث جاءت ك² دالة عند المستوى 0.01 لصالح المعلومات المتحصل عليها من النقابة بـ 30.33%. (انظر الجزء 1-1 من الجدول، الملحق 4).

وفعلا فإنه أثناء إجراء الاستقصاء الأولي أكد لنا العديد من العمال وحتى المسؤولين في الوحدات الإنتاجية الدور الهام الذي لعبته النقابة في دفع العمال لشراء أسهم شركتهم خوفا من انتقال ملكيتها لأطراف خارجية. ما يلاحظ هنا أن هذا الاتجاه يتماشى مع معارضتهم للخصوصية (السؤال 48 من الاستمارة الشاملة).

ما يهمننا في هذه النتيجة هو أن شراء الأسهم بدوافع غير اقتصادية ومالية يعتبر من الأمور السلبية ويؤدي إلى عدم كفاءة البورصة وسوء توزيع الموارد.

- عادت المرتبة الثانية لمصدر أحد المسؤولين بنسبة 10.43% حيث أخبر المستثمرين، بطريقة أو بأخرى، عن تحقيق الشركة للأرباح. يعبر هذا عن تسريب المعلومات، مما

يزيد من لكفاءة البورصة. تساوى هذا المصدر الأخير مع "تكهن المساهمين" بتحقيق الأرباح بنسبة 10.43 % أيضا. غير أن التكهن أو التوقع من الجوانب الصحية التي تزيد من كفاءة البورصة. كما وصلت نسبة مصدر الداخلين (insiders) المتمثلين في المستثمرين القريبين من مصدر المعلومات المحاسبية والمستثمرين الذين يحضرونها بأنفسهم، إلى 4.30 % . تعتبر المتاجرة الداخلية من أهم أسباب لكفاءة الأسواق المالية حتى في الدول المتقدمة، حيث تصنف ضمن الشكل القوي.

2-1-5- فصل الطرق المشروعة عن الطرق غير المشروعة

بفصل الطرق المشروعة عن الطرق غير المشروعة في الحصول على المعلومات، كما يوضح الجزء 1- 2 من الجدول، وجد أن الطرق غير المشروعة هي السائدة بحوالي 54.74 % مقابل 45.26 % للطرق المشروعة، مما يدعم فكرة لكفاءة بورصة الجزائر.

3-1-5- التحليل على أساس فرضية الكفاءة التامة

بالتحليل على أساس الكفاءة التامة (الجزء 1- 3 من الجدول)، أي مع افتراض أن كل المستجوبين لجأوا إلى الطرق العادية في الحصول على المعلومات لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية، تبين أن ك² دالة عند المستوى 0.01 مشيرة أن المساهمين اعتمدوا على التقارير المنشورة من قبل الشركة كمصدر للمعلومات أكثر من غيره من المصادر وذلك بنسبة 34.551 % . تلاه في ذلك عامل التقدير والتكهن بتحقيق الأرباح بنسبة 23.04 % ثم نتائج السنوات السابقة بـ 19.37 % . أعتقد أن هذا التحليل يفيد إدارة المجمع في معرفة وسائل الإعلام التي يستعملها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم، مما يتطلب تدعيمها والاعتماد عليها أكثر لتوصيل المعلومات للجمهور في المستقبل.

4-1-5- التحليل على أساس فرضية اللاكفاءة التامة

أما التحليل على أساس اللاكفاءة التامة (الجزء 1- 4)، أي مع افتراض أن كافة المتدخلين لجأوا إلى الطرق غير العادية في الحصول على المعلومات في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، تبين أن ك² دالة عند المستوى 0.01 وجاءت الدلالة لصالح النقابة، حيث اعتمد عليها بنسبة 55.41 % في اتخاذ قرارات الشراء وبفارق كبير عن التأثير الملاحق أو مصدر المعلومات غير القانوني الثاني، أي أحد المسؤولين بنسبة 19.05 % . وأتى آخر وأخطر أنواع المصادر وهو المتاجرة الداخلية المحضة (تحضير المعلومات) بنسبة 2.165 % .

وعليه، فمن تحليل البعد الأول، وللإجابة على الفرضية الأولى، يمكن القول أن المساهمين اتخذوا قراراتهم الاستثمارية على أسس غير علمية، غير مالية وغير مشروعة في أغلب الحالات، مما أثر سلبا على كفاءة البورصة الجزائرية.

2-5- التحليل حسب بعد تغير الأسعار ودافع الربح

تتأثر الأسعار في البورصة مباشرة بتقديرات المستثمرين والمدخرين إلى درجة أن توجهات تلك الأسعار تعكس -إلى حد ما- توقعات هؤلاء المتدخلين. كما يعتبر الريح بمختلف صورته الدافع الأساسي للاستثمار في المنتجات المالية المتعددة ومنها الأسهم. في هذا الصدد حاولنا معرفة مدى إقبال مساهمي الرياض على الاستثمار في الأسهم متأثرين بهذا الدافع، وبالتالي مدى تأثير الأسعار وفقا لذلك. أي هل عكست الأسعار فعلا تلك التوقعات؟ ركزنا في تحليلنا لهذا البعد على الأسئلة: 5، 6، 7، 8، 9، 10، 11، 13، 25، 26، 27، 32، 35، 36 و 37 من الاستمارة، والملخصة في الجدول رقم 2.

5-2-1- التحليل حسب مصدر تأكيد ارتفاع الأسعار وتحقق الربح

تماشيا مع ما سبق، اتضح من التحليل أن المصدر الأكثر استقطابا للمتدخلين هو التقارير التي نشرتها المؤسسة عن تطور أرباحها. إذ جاءت ك² دالة عند المستوى 0.01 في هذا المنحى بنسبة 26.61 % من مجموع الأصوات المعبر عنها، (أنظر الجزء 2-1 من الجدول 2). تلاها في ذلك كل من تأكيد أحد المسؤولين (جانب سلبي) والتكهن بارتفاع الأرباح (جانب إيجابي) بنسبة 17.74 % لكل منها. جاء بعد ذلك دافع الربحية بنسبة 10.48 % (جانب إيجابي)، ثم تأكيد العمال على ارتفاع الأرباح (جانب سلبي) بنسبة 9.274 % ثم الإشاعات بـ 6.855 %.

5-2-2- الاستجابة لتوزيع الأرباح

بين التحليل أن أكثر من 62.5 % من المستجوبين لم تؤثر فيهم عملية توزيع الأرباح في ديسمبر 1999، حيث لم تدفعهم لشراء المزيد من الأسهم. واتضح أن ك² دالة عند المستوى 0.01 في هذا الاتجاه. بينما أثر ذلك في 37.14 % منهم ودفعهم لشراء المزيد منها.

وبالرجوع إلى الملحق رقم 3 نلاحظ عدم استجابة السعر نهائيا لتوزيع الأرباح في 15 ديسمبر 1999. أكثر من هذا انخفض السعر بعد التوزيع مباشرة ثم استقر لحصة واحدة ثم انخفض مرة أخرى، مما يدل على أنه لم يعكس المعلومة السارة التي وردت إلى السوق. وهو دليل آخر على عدم كفاءة البورصة الجزائرية.

5-2-3- الاستجابة لارتفاع ربح السهم

وصل معدل العائد على الاستثمار سنة 99 إلى 10 %، غير أن العمال المساهمين لم يستجيبوا لذلك بشراء المزيد من الأسهم. وتبين أن ك² دالة عند المستوى 0.01 مشيرة إلى أن 65.58 % من العمال المساهمين لم يتأثروا بذلك الارتفاع ولم يزدوا من شرائهم للأسهم. هذا سلوك لا ينتظر بعده تحسن في كفاءة البورصة. بينما أثر ذلك في باقي العمال، أي 34.42 % الذين عبروا عن نيتهم لشراء المزيد منها. (أنظر الجزء 2-3 من الجدول في الملحق).

تم الإعلان عن ذلك المعدل في 15 جوان 2000، وكان أعلى من معدلات بقية الشركات المسجلة، كما تجاوز أسعار الفائدة السائدة آنذاك. وعلى الرغم من ذلك كله، لم

يستجيب السعر نهائيا لهذه المعلومة وظل مستقرا لأسابيع بعد صدور الإعلان. وعليه فإن الأسعار لم تعكس المعلومة والسوق غير كفؤة.

4-2-5- الاستجابة لارتفاع الربح الصافي للشركة

ارتفع الربح الصافي لمجمع رياض سطيف بنسبة 41 % سنة 1999 مقارنة بسنة 1998، لكن التحليل بين عدم استجابة نسبة كبيرة من العمال لذلك الحدث، (الجزء 2-4 من الملحق رقم 5). إذ جاءت ك² دالة عند المستوى 0.01 مشيرة إلى أن 63.02 % من العمال المساهمين لم يتأثر بذلك ولم يقدموا على شراء المزيد من الأسهم، على الرغم من هذه النتيجة الرائعة. وعليه لا تساعد مثل هذه المواقف غير العادية على زيادة كفاءة البورصة. بينما استجاب 36.98 % منهم لذلك وعبروا عن نيتهم لشراء أسهم أخرى.

ومن أوجه ثبات وصدق الاستمارة في هذا الباب، لاحظنا أن عدم الاستجابة لأنواع الأرباح المختلفة كانت متقاربة جدا، وهي المعبر عنها في الأسئلة الثلاثة الأخيرة. فالمقارنة الآتية توضح هذا الاتجاه العام لدى العمال المساهمين في مجمع رياض سطيف:

رد فعل المستجوبين	نعم %	لا %
- الاستجابة لتوزيع الأرباح	37.14	62.86
- الاستجابة لارتفاع ربح السهم	34.42	65.58
- الاستجابة لارتفاع الربح الصافي للشركة	36.98	63.02
المتوسط	36.18	63.82

وبنظرة خاطفة يتضح أن أكثر من 63.5 % من العمال المساهمين لم يستجيبوا نهائيا لأي مظهر من مظاهر الأرباح المحققة أو الموزعة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، بينما تأثر حوالي 36 % منهم فقط بذلك، وهذا يتنافى كليا وكفاءة البورصة، أي لا ننتظر من هذه الأخيرة أي مستوى من الكفاءة في ظل هذا السلوك الاستثماري غير الرشيد. إذ من المعروف أن تنعكس تلك المعلومات في قرارات المتعاملين وبالتالي في الأسعار.

ومن جهة أخرى فإن هذا الارتفاع الهائل في الأرباح الإجمالية للشركة لم ينعكس

في السعر نهائيا، حيث لم يسجل تغير ولو بدينار واحد خلال الأسابيع التي تلت الإعلان عن هذه النتيجة، مما يوحي بعدم كفاءة السوق (انظر الملحق رقم 3).

5-2-5- سعر الإصدار

بين تحليل المعلومات أن أكثر من ثلث المستجوبين لا يدرون حقيقة سعر الإصدار وهل هو السعر الحقيقي للسهم أم لا. وقد اتضح أن كدالة عند المستوى 0.01 عاكسة ذلك. نعتقد أن ذلك يعود أساسا إلى نقص الثقافة المالية بصفة عامة وثقافة البورصة بصفة خاصة لدى عموم الناس في الجزائر. جاء بعد ذلك 29.31 % ممن يعتقدون بأن السعر الحقيقي لسهم الرياض يقل عن سعر الإصدار. وقد صدق هؤلاء في تقديرهم - إلى حد ما- حيث انزلق السعر في الأشهر الأخيرة من سنة 2001 والأشهر الأولى من سنة 2002 إلى ما دون سعر الإصدار (2300 دج) بكثير، لاسيما بعد زيادة المنافسة بدخول القطاع الخاص بكثافة إلى سوق الحبوب والعجائن ومشتقاتها. تلا ذلك 19.46 % ممن يعتقدون بأن سعر الإصدار هو السعر الحقيقي و17.73 % ممن يعتقدون بأن السعر الحقيقي أعلى من ذلك. (أنظر الجزء 5 من الجدول).

5-2-6- سعر السهم

أبدى المستجوبون عدم الاهتمام الكبير بارتفاع أسعار أسهمهم في السنوات القادمة، حيث جاءت كدالة عند المستوى 0.01 مشيرة إلى أن قرابة ربع العمال المساهمين لا يودون بيع أسهمهم مهما ارتفع السعر. (أنظر الجزء السادس من الملحق 5). تلا ذلك فريق لا ينوي بيع أسهمه إلا عند الحاجة إلى المبالغ الموظفة في تلك الأسهم، مشكلا نسبة 24.03 %. ما يجلب الانتباه هنا أن نسبة المستعدين لبيع أسهمهم بـ 4000 دج أو أقل لم تتجاوز 8 % وهو هامش مناورة مهم، خاصة مع الانخفاض الذي شهده السعر خلال سنتي 2001 و2002.

5-2-7- سعر الفائدة

سادت أجواء عدم التأكد لدى المستجوبين فيما يتعلق بهذا المتغير. (أنظر الجزء 7 من الجدول، الملحق رقم 5). إذ تبين أن كدالة عند المستوى 0.01 وكانت الدلالة لصالح الفئة التي لا تعرف هل ستبيع أسهمها أم لا، وذلك بنسبة عالية نوعا ما وهي 38.13 %. تلتها بعد ذلك الفئة التي لا ترغب ببيع أسهمها مهما ارتفع سعر الفائدة في المستقبل. جاءت بعد ذلك ثلاثة فرق شكلت مجتمعة نسبة إجمالية تقل عن 8 % وهم المستجوبون المستعدون لبيع أسهمهم لو وصل سعر الفائدة السائدة إلى 20 % أو أقل. هذه المواقف ثابتة نسبيا ومتسقة -إلى حد ما- مع المواقف الواردة في الفقرة 4- 2- 6 أعلاه، أي تثبت المساهمين بما يملكون من أسهم.

5-2-8- دوافع بيع الأسهم

بين التحليل أن قرابة نصف المستجوبين يقدمون على بيع أسهمهم بغرض استعمال الأموال المحصلة في تلبية الاحتياجات الخاصة وليس بغرض التحول نحو منتوجات

مالية أخرى. إذ جاءت ك² دالة عند المستوى 0.01 لصالح هذا المعطى بنسبة 47.25%. (أنظر الجزء الأخير من الملحق 5). كما كان لدافع انخفاض الأرباح الموزعة (رغم أن رياض سطيف وزعت أرباحا قدرت بـ 10% من المبلغ المستثمر)، الأثر الكبير على اتخاذ قرارات البيع بنسبة 28.57%. كما لم يشكل دافع شراء أدوات مالية صادرة من قبل شركات أخرى نسبة أكبر من 7.7%.

أخيرا، وللإجابة على الفرضية الثانية، يمكن القول أن المستجوبين لم يستجيبوا لتغيرات الأسعار والأرباح في معظم الحالات، وهذا من أقوى مظاهر لاكفاءة البورصة وقلة الثقافة المالية لدى المساهمين.

5-3- التحليل حسب بعد الإجراءات والتسهيلات

تساعد قلة الإجراءات وتبسيطها وتوفير التسهيلات اللازمة للمتدخلين في البورصة من طرف السلطات المالية المعنية كثيرا في زيادة إقبال هؤلاء على التدخل في البورصة بيعا وشراء، الشيء الذي يرفع من مستوى التداول كمية وقيمة. ولتوضيح ذلك اعتمدنا في تحليلنا لهذا البعد على الأسئلة: 38، 42، 43، 44، 45 و46 من الاستمارة، والملخصة في الجدول رقم 3.

5-3-1- عملية الاشتقاق

لتنشيط البورصة يقترح المساهمون المستجوبون اشتقاق أسهمهم بمعدل سهم قديم مقابل 5 أسهم جديدة، حيث جاء اختبار ك² دالا عند المستوى 0.05 وكانت الدلالة لصالح هذا الإجراء بنسبة 56.9%. بينما فضل 43.1% منهم الاقتصار على اشتقاقها بمعدل سهمين مقابل سهم واحد. ونعتقد أنه لو يتم هذا الإجراء فعلا لنشطت سوق أسهم رياض سطيف ولو نسبيا. إذ سيصبح عدد الأسهم الإجمالي المتداول 5 ملايين سهم بدل مليون سهم فقط.

5-3-2- إجراءات التداول

يرى قرابة 43% من العمال المساهمين بأن إجراءات التداول بصفة عامة بطيئة جدا، حيث تبين أن ك² دالة في هذا الاتجاه عند المستوى 0.01. كما يرى 39.8% منهم أنها بطيئة. وأخيرا لم تصل نسبة من يعتقدون بأنها سريعة 1.5%. يؤدي بطء الإجراءات إلى قلة السيولة وقلة الإقبال على التعامل بالأوراق المالية.

وفي هذا الصدد، وبالرجوع إلى الاستمارة، فقد تباينت الأجوبة على السؤال 43 المتعلق بمدد تنفيذ الصفقات في بورصة الجزائر تباينا شاسعا، الشيء الذي أدى بنا إلى إجراء دراسة ميدانية موازية أخرى. تمثلت تلك الدراسة في شراء 3 أسهم تابعة للشركات الثلاثة المسجلة في بورصة الجزائر بغرض معرفة المدد الفعلية التي تستغرقها مثل هذه الصفقات. أفضت الدراسة الثانية إلى النتائج المبينة في الجدول التالي:

الشركة	تاريخ الشراء	تاريخ الحصول على الشهادة	مدة تنفيذ الصفقة
الأوراسي	2001-07-23	2001-10-15	83 يوما
الرياض	//	2002-01-14	175 يوما
صيدال	//	2002-02-15	208 أيام

ومن الجدول السابق يتضح جليا بطء عمليات وإجراءات التداول في بورصة الجزائر. إذ حاولنا تتبع العملية خطوة بخطوة ويوما بيوم مستعملين في ذلك المنهج التجريبي. ويلاحظ أن عملية الشراء قد تراوحت مدتها الفعلية بين 83 يوما (الأوراسي) و208 أيام (صيدال)، وهي فترة طويلة جدا تفسر إلى حد ما- الوضعية السيئة التي وصلت إليها بورصة الجزائر في الأشهر الأخيرة¹.

بينت تلك الدراسة أيضا أن وسائل الاتصال المستعملة من قبل البنوك المكلفة بجمع أوامر الشراء والبيع بسيطة وتقليدية إلى درجة أن بعضها يأخذ الأوامر إلى الوسطاء في الجزائر العاصمة يدويا مرة كل أسبوع أو أسبوعين. وهذه قمة البطء في التداول، الشيء الذي يؤثر سلبا على سيولة البورصة ككل. أكثر من هذا وجدنا أن بعض البنوك لا تتوفر حتى على أسعار الأسهم التي تتعامل بها والخاصة بالأسبوع الأخير، مما يصعب على المتعاملين اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

يعتبر هذا المظهر، أي طول مدة تنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى عدم توفر المعلومة في الوقت المناسب، من أهم أسباب اللاكفاءة التشغيلية للبورصة الجزائرية. إذ كلما طالت تلك المدة كلما تغيرت ظروف التعامل، وبالتالي قد يغير المستثمر رأيه في أمر شراء أو بيع سلم للبنك أو الوسيط منذ عدة أشهر. أضف إلى ذلك إلغاء سلطات البورصة الجزائرية التعامل بالسعر الأفضل والإبقاء على الأوامر المحدودة فقط، الشيء الذي قلل من هامش المناورة لدى الوسطاء بشكل كبير، وأدى إلى تدهور سيولة الأدوات المالية المتداولة، لاسيما الأسهم.

5-3-3- العمولة

من المعروف أن العمولة المطبقة على كافة الصفقات في الجزائر هي 1.5 % من مبلغ الصفقة، سواء كانت بيعا أو شراء. وعلى الرغم من أنها غير مقسمة إلى شرائح بحيث تقل تدريجيا كلما ارتفع مبلغ الصفقة، كما هو معمول به في معظم البورصات

¹ - تشير العديد من منشورات بورصة الجزائر المتعلقة بالمقاصة والتسوية إلى أن مشتري الأوراق المالية

يتلقى أوراقه فعليا بعد 9 أيام من عقد الصفقة. وأتضح من هذه الدراسة أن الواقع بعيد كل البعد عن ذلك.

العالمية، اعتبر 45.5 % من المستجوبين أن هذه العمولة مقبولة، حيث جاءت ك2 دالة عند المستوى 0.01 لصالح هذا الاتجاه. بينما اعتبر 37.06 % منهم أن تلك العمولة مرتفعة و17.44 % مرتفعة جدا. (أنظر الجزء 3 من الملحق رقم 6).

5-3-4- تكلفة المعلومات

لقد جاءت نتيجة التحليل واضحة تماما لصالح اقتناع العمال المساهمين بأن المعلومات المتعلقة بشركتهم، والضرورية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية لم تكلفهم شيئا تقريبا. إذ اتضح أن ك2 دالة عند المستوى 0.01 لصالح ذلك الاتجاه بنسبة 94.12 % . بينما لم تمثل نسبة من كلفهم الحصول على مثل تلك المعلومات مبلغا من المال إلا 5.88 % . فهؤلاء يكونون قد تحملوا بعض التكاليف نتيجة تنقلهم إلى المديرية العامة أو ما شابه ذلك من المصاريف، على اعتبار أن مجمع رياض سطيف يرسل المعلومات إلى كافة المساهمين مجانا. على العموم اعتقد أن هذه النسبة لا تؤثر كثيرا على كفاءة التشغيل. (أنظر الجزء 4 من الملحق رقم 6).

5-3-5- سريان المعلومات

اتضح من التحليل أن ك2 دالة عند المستوى 0.01 لتؤكد أن 30.22 % من العمال المساهمين تصلهم المعلومات (رغم مجانياتها كما سبق وأشرنا)، بعد فترة طويلة، الشيء الذي يؤثر سلبا على كفاءة التشغيل. بينما تصل المعلومات إلى 28 % منهم بعد فترة قصيرة وإلى حوالي 21.4 % بعد فترة متوسطة.

بالإضافة إلى ذلك هناك 12.64 % من المستجوبين تصلهم المعلومات بعد صدورها مباشرة، الشيء الذي يعتبر تفضيلا لهم على بقية المساهمين ويقلل من كفاءة التشغيل. كما أن قرابة 7.7 % منهم يعتبرون أنفسهم قريبين من مصدر المعلومة وهذا سبب مهم ومصدر أساسي من مصادر لاكفاءة البورصة.

خلاصة القول أنه على الرغم من بعض مؤشرات كفاءة البورصة في تحليل هذا البعد، لاسيما فيما تعلق بالعمولة ومجانية المعلومات، فإن بقية الدلائل توجي بعدم كفاءتها، خاصة وأن هناك نسبة معتبرة من الداخلين الذين أكدوا أنهم قريبون من مصادر المعلومات. كما تؤكد أن تلك المعلومات تصل إلى شرائح مختلفة من المستثمرين في فترات متفاوتة، الشيء الذي يتيح لهم فرصة تحليلها واستغلالها في تحقيق أرباح غير عادية قبل غيرهم من المتدخلين. وهذا هو لب لاكفاءة البورصة.

5-4- التحليل حسب بعد المحيط

تمتاز أهم البورصات النشيطة والكفوة في العالم بتأثيرها وتأثرها بالمحيط. ونقصد هنا بالمحيط، على وجه الخصوص، بعض الظواهر التي مست المؤسسة محل الدراسة، والتي يمكن أن تؤثر على سلوك ومواقف المساهمين، وبالتالي على كفاءة البورصة. من الأمثلة على ذلك إدخال مجمع الرياض إلى البورصة، قدوم مدير جديد على رأس المجمع بالإضافة إلى تأثير الجانب الديني للمستثمر وتغير سعر الفائدة وغيره من

الظواهر. يركز تحليل هذا البعد على الأسئلة 14، 18، 28، 29 و36، والملخصة في الجدول رقم 4.

1-4-5- المعتقدات الدينية

لقد جاءت نتيجة تحليل هذا العنصر عكس ما توقعنا تماما. إذ كنا ننتظر أن يكون أحد الأسباب الرئيسية لشراء أسهم الرياض هو أن أرباحها حلال (خالية من الربا)، غير أن الأجوبة كانت مخالفة لذلك. فالذين اشترى الأسهم متأثرين بهذا الدافع لم تتجاوز نسبتهم 16.7 % من مجموع المستجوبين.

2-4-5- أول تجربة على المستوى الوطني

لا شك أن لإدخال ميكانيزمات وتقنيات جديدة كتقنيات البورصة أثر نفسي هام على المواطنين بصفة عامة والمساهمين في شركاتهم المسجلة بصفة خاصة. وعليه فقد اشترى 18.6 % من المستجوبين الأسهم لا لسبب إلا لأن العملية هي الأولى من نوعها في تاريخ الجزائر.

3-4-5- قدوم مدير جديد

عادة ما تستجيب البورصة لمثل هذه المعلومات التي تنعكس بسرعة في الأسعار، على اعتبار أن قيادة الشركة تؤثر على توجهاتها المستقبلية سلبا أو إيجابا، وبالتالي على الطلب على أسهمها ارتفاعا أو انخفاضاً، الشيء الذي يؤثر على أسعارها.

وفي دراستنا هذه اتضح أن ك2 دالة عند المستوى 0.01 موضحة بما لا يدع مجالا للشك، أن قدوم المدير الجديد لم يجعل المستثمرين يقبلون على شراء المزيد من الأسهم. فلم يتأثر 84.57 % منهم بذلك، بينما لم يزد من شرائها إلا نسبة 15.43 % منهم متأثرين بقدوم المدير الجديد. (انظر الجزء 4-3 من المحق رقم 7). وإن دل هذا على شيء فإنما يدل على أن المستجوبين لا ينتظرون الكثير منه في مجال تحسين وضعية المجمع. إذ كان يفترض العكس ويقبل المستثمرون على شراء المزيد من الأسهم وهو ما لم يحدث، مما يدل على عدم كفاءة البورصة.

إن تتبع عملية تغيير المدير العام للشركة في منتصف نوفمبر 2000 وأثرها على الأسعار لم يوضح أي شيء تقريبا. إذ ثبت السعر في الأسبوع الذي تلا تعيين المدير الجديد ثم ارتفع بعض الشيء وثبت على ذلك لمدة ثم انخفض بعض الشيء واستقر وهكذا (انظر الملحق رقم 3). وعليه سجل تذبذب بعد وصول هذه المعلومة إلى السوق، مما يوحي بعدم انعكاسها في السعر وبالتالي السوق غير كفؤة².

4-4-5- تسجيل الشركة

اتضح أنه لم يكن لتقيد الشركة أي أثر على تشجيع المساهمين لشراء المزيد من

² عاشت الشركة محل الدراسة بعض الاضطرابات قبيل تعيين المدير العام ولكن زالت بعد تعيينه، وبالتالي اعتبرت المعلومة الواردة للسوق بمثابة المعلومة السارة.

أسهم شركتهم، حيث تبين أن ك2 دالة عند المستوى 0.01 في هذا الاتجاه وذلك بنسبة 66.47%، أي الثلثين. بينما كان لهذا الحدث الأثر الإيجابي على الثلث الباقي من المستجوبين 33.53%. إن إدخال المؤسسات إلى البورصة يزيد من شهرتها وسمعتها ويفترض أن يزيد من الطلب على أسهمها وهو ما لم يحدث في دراستنا، أي لم يستجب المستثمرون لذلك، الشيء الذي يوحي بعدم كفاءة البورصة الجزائرية.

5-4-5- أسعار الفائدة

لقد جاءت مواقف المساهمين متباينة بعض الشيء. حيث لم يحدد 38.13% منهم ما سيتخذونه من قرارات لو ترتفع أسعار الفائدة في السوق مستقبلا. إذ جاءت ك2 دالة عند المستوى 0.01 في هذا المنحى. بينما يرى 31.06% بأنهم لن يبيعوا أسهمهم مهما ارتفعت أسعار الفائدة في السنوات القادمة. وتجاوزت نسبة المساهمين غير المستعدين لبيع أسهمهم إلا إذا فاقت أسعار الفائدة الـ 20% نسبة 7% (انظر الجزء 4 - 5 من الملحق 7).

تدل هذه النتائج على استعداد هؤلاء المستجوبين للاحتفاظ بأسهمهم رغم وجود بدائل استثمارية أكثر مردودية، أي عدم الاستجابة وبالتالي عدم كفاءة توزيع المواد المالية المتاحة لهم.

وعليه، للإجابة على الفرضية الرابعة، يمكن القول أن هناك عدم استجابة لعوامل موضوعية من المفروض أن تكون محفزة للمستثمرين، سواء لزيادة الشراء من أسهم الرياض أو التحول إلى أدوات مالية أخرى أكثر مردودية.

5-5- التحليل حسب بعد المعلومات العامة

حاولنا أن نركز على تلك المعلومات العامة التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالحصول على المعلومات والقدرة على تحليلها والاستفادة منها في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وبالتالي الحكم ولو بصورة تقريبية على كفاءة البورصة. ارتكز هذا التحليل على الأسئلة 1، 3 و 4 والملخصة في الملحق 8.

5-5-1- توزيع المستجوبين حسب المستوى الوظيفي

على العموم فإن وجود المساهم في أعلى هرم المسؤولية في الشركة يجعله أقرب ما يكون إلى مصدر المعلومة وبالتالي يصبح مصدرا من مصادر لأكفاءة البورصة. بينما نجد العكس بالنسبة للعامل العادي البعيد عن مصدر المعلومة. ومن تحليل المعلومات اتضح أن ك2 دالة عند المستوى 0.01 مشيرة إلى أن نسبة العمال في مجتمع البحث تجاوزت 53.5%، بينما لم تصل نسبة مجموع الإطارات المسيرة والإطارات السامية، (والتي يفترض أنها قريبة من مصادر المعلومة)، 9.5%.

وعلى الرغم من أنه يصعب الحكم على هذه النتيجة، على اعتبار أنه بإمكان مسير واحد قريب من المعلومة التأثير على أسعار الأسهم اصطناعيا وبذلك يصبح مصدر

لاكفاءة في البورصة، إلا أنه يمكن القول أن أكثر من نصف المستجوبين بعيون عن مصادر المعلومة وهم العمال. أضف إلى ذلك أكثر من 26 % من المستجوبين يمثلون الموظفين والإطارات المتوسطة وهم في الغالب بعيون أيضا عن مصادر المعلومة، مما يدعم كفاءة البورصة. (انظر الجزء 5-1 من الملحق 8).

5-5-2- توزيع المساهمين حسب مكان العمل

يعتبر المساهمون (أو أقرباؤهم وأصدقاؤهم) الموظفون في الإدارة العامة عموما ودائرة المحاسبة والمالية خصوصا، مصدرا شائعا من مصادر لأكفاءة البورصة. غير أنه ولحسن الحظ، فإن ك2 دالة عند المستوى 0.01 وتبين أن الدلالة كانت لصالح عمال دائرة الاستغلال وهم أبعد المساهمين عن المعلومة بصفة عامة والمعلومة المالية والمحاسبية بصفة خاصة، وذلك بنسبة 48.31 %. بينما جاء مجموع عمال الإدارة العامة ودائرة المحاسبة والمالية في حوالي 15 %. وهي نسبة لا يستهان بها في مثل هذه المواضيع الحساسة. (انظر الجزء 5-2 من الملحق رقم 8).

وكما هو الحال في المعيار السابق، فإنه يصعب الحكم على مثل هذه النتيجة، على الرغم من أنه من الناحية الكمية يمكن القول أن أغلبية المساهمين المستجوبين بعيون عن المعلومة غير المنشورة، والتي يمكن أن تكون مصدرا من مصادر لأكفاءة البورصة.

5-5-3- توزيع المساهمين حسب المستوى التعليمي

من المنتظر أن يأتي التأثير الأكبر على الأسعار من قبل المساهمين حاملي الشهادات العليا الذين يتوفرون على قدر لا بأس به من أساسيات تحليل المعلومات، هذا من جهة. ومن جهة أخرى ينتظر أن يتواجد معظمهم في الإدارة العامة للمجمع وبالتالي يصبحون قريبين من مصدر المعلومة. غير أنه اتضح من التحليل أن ك2 دالة عند المستوى 0.01 مشيرة إلى أن 37.25 % من المستجوبين ليس لهم أي مستوى تعليمي، وأن مستوى 75.75 % منهم متوسط أو أقل. أما أصحاب الشهادات الجامعية فلم تتجاوز نسبتهم 10.5 %. (انظر الملحق 8).

5-5-4- توزيع المساهمين حسب الأقدمية

على الرغم من أنه يصعب ربط علاقة بين أقدمية المساهمين من جهة، ووصولهم على المعلومة بصورة غير شرعية وقدرتهم على تحليلها، وبالتالي التأثير على كفاءة البورصة، من جهة أخرى، فإنه تبين أن ك2 دالة عند المستوى 0.01، موضحة أن 45 % من عمال المجمع تزيد أقدميتهم عن 20 سنة، وأن 70 % منهم تفوق أقدميتهم 15 سنة. (انظر الملحق 8).

خلاصة القول أنه لا توجد هناك علاقة واضحة بين معظم المعلومات العامة للمستجوبين ومدى تأثيرها على سلوكهم الاستثماري ثم على أسعار الأسهم وبالتالي على كفاءة البورصة الجزائرية.

مما سبق يمكن تلخيص أهم نتائج التحليل في الجدول التالي:
6- جدول تلخيص نتائج الاستثمارة

ر س	المعيار- البعد - الفرضية	اختبار ك ²	%	الاتجاه	مصدر
16	تأثير النقابة	دالة / 0.01	30.34	سليبي	لاكفاءة
/	طرق المشروعة	دالة / 0.01	45.20	إيجابي	كفاءة
/	طرق غير المشروعة	دالة / 0.01	54.80	سليبي	لاكفاءة
17	متاجرة الداخلية	دالة / 0.01	4.30	سليبي	لاكفاءة
	الإجابة على الفرضية الأولى				
11	التقارير المنشورة	دالة / 0.01	26.61	إيجابي	كفاءة
5	أحد المسؤولين	دالة / 0.01	17.74	سليبي	لاكفاءة
7	التكهن	دالة / 0.01	17.74	إيجابي	كفاءة
13	الربحية	دالة / 0.01	10.48	إيجابي	كفاءة
6	أحد العمال	دالة / 0.01	9.27	سليبي	لاكفاءة
25	الاستجابة لتوزيع الأرباح	دالة / 0.01	62.86	سليبي	لاكفاءة
26	الاستجابة لارتفاع ربح السهم	دالة / 0.01	65.58	سليبي	لاكفاءة
27	الاستجابة لارتفاع الربح الصافي للمؤسسة	دالة / 0.01	63.02	سليبي	لاكفاءة
35	الاستجابة لارتفاع سعر السهم	دالة / 0.01	24.76	سليبي	لاكفاءة
	الإجابة على الفرضية الثانية				
43	مدة تنفيذ الصفقات	دالة / 0.01	42.79	سليبي	لاكفاءة
44	العمولة	دالة / 0.01	45.50	إيجابي	كفاءة
45	تكلفة المعلومات	دالة / 0.01	94.12	إيجابي	كفاءة
46	سريان المعلومات	دالة / 0.01	30.22	سليبي	لاكفاءة
46	المتاجرة الداخلية	دالة / 0.01	7.69	سليبي	لاكفاءة
	الإجابة على الفرضية الثالثة				
28	قدوم مدير جديد	دالة / 0.01	84.57	سليبي	لاكفاءة
29	تقييد الشركة	دالة / 0.01	66.47	سليبي	لاكفاءة

36	أسعار الفائدة	دالة / 0.01	38.13	سلبى	لاكفاءة
	الإجابة على الفرضية الرابعة	-	-	سلبى	لاكفاءة

7- انعكاس المعلومات في الأسعار

إن المعلومات التي تعرضت لها هذه الدراسة، والمتعلقة أساسا بالأرباح الموزعة على المساهمين، الأرباح المحققة من قبل الشركة، مستوى العائد على الاستثمار وغيره من المعلومات التي عادة ما تؤثر بدرجة كبيرة في الأسواق المالية بمجرد وصولها، لم ينعكس معظمها في أسعار أسهم الشركة محل الدراسة. أكثر من هذا كان تطورها في أكثرية الأمثلة المأخوذة عكس ما يتوقع المستثمر العادي، حيث استقرت أو حتى انخفضت بعد وصول معلومة سارة إلى السوق. إن دل هذا فإنما يدل على عدم كفاءة البورصة الجزائرية.

8- خاتمة

من التحليل السابق، لاسيما من الإجابة على الفرضيات الأربعة، اتضح أن العديد من العمال المساهمين المستجوبين قد تحصلوا على المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات الاستثمارية (رغم مجانيته)، عبر قنوات غير عادية وعلى فترات متفاوتة، أي لم يعاملوا على قدم المساواة في الحصول عليها، وصولا إلى الاتجار الداخلي بالأسهم. أدى ذلك إلى عدم كفاءة سوق المعلومات وزاد من لأكفاءة التشغيل. كما تبين أنه لم يكن لتذبذب الأسعار والسعي وراء الأرباح وغيرهما من المؤشرات والعوامل الموضوعية التي تنعكس في الأسعار، أثارا واضحة على قرارات وسلوك هؤلاء المساهمين، خاصة فيما تعلق بزيادة شراء الأسهم أو بيع ما بحوزتهم منها، الشيء الذي قلل من كفاءة التسعير. بالإضافة إلى ذلك اتخذ معظم المساهمين المستجوبين قراراتهم الاستثمارية على أسس غير اقتصادية وغير مالية، مما تسبب في لأكفاءة توزيع الموارد المالية المتاحة. كما اتضح أن هناك معلومات محاسبية ومالية على قدر كبير من الأهمية، سواء بالنسبة للمستثمر أو الشركة المعنية، لم تنعكس في أسعار الأسهم نهائيا، مما يوحي بعدم كفاءة السوق. بعبارة واحدة اتصفت بورصة الجزائر، وإلى حد كبير، بعدم الكفاءة خلال الفترة المدروسة. أكثر من هذا لا يمكن أن ننتظر منها أن تكون غير ذلك في الغياب التام للثقافة المالية، وثقافة البورصة تحديدا، لدى المستثمر الجزائري.

Références

- [1] **Lorie, J.H., & Hamilton, M.T.**, The Stock Exchange: Theories and Practice, Irwin, 1973.
- [2] Many references, especially:
- **Brigham, E.F., & Gapenski, L.C.**, Financial Management: Theory and Practice, 7th ed., The Dyrden Press, 1994.
 - **Vernimmen, P.**, Finance d'Entreprise, 4^{eme} ed., Dalloz, 2000.
 - Copeland, T.E., & Weston, J.F., Financial Theory and Corporate Policy, 2nd ed., Addison Westly, 1983.
- [3] **Edwards, B.**, The Reabable Maths and Statistics, George Allen & Inwin, 1980.
- [4] **Fama, E.**, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance, Vol. 25, N° 2, May 1970.
- [5] **Kane, S.M.**, Paradox in the Current Crisis in Efficient Market Theory, Journal of Portfolio Management, N° 2, Winter 1991.
- [6] **Rozeff, M.S., & Zaman, M.A.**, Market Efficiency and Insider Trading: New Evidence, Journal of Business, Vol. 61, N° 1, Jan. 1988.

[7] الوثائق الداخلية لبورصة الجزائر

[8] الوثائق الداخلية لمجمع رياض سطيف.

* - تناولت هذه الدراسة، بالإضافة إلى كفاءة البورصة الجزائرية، كلا من ثقافة البورصة ودور مساهمة العمال في استقرار المؤسسة.